

# 多资产周报

## 高油价下的利润重塑

### 核心观点

**高油价下的利润重塑。**2026年3月以来，全球原油价格迎来剧烈波动，高油价通过产业链传导效应正在重塑A股不同板块的利润版图。（1）能源成本重估直接推升上游利润。在能源价格中枢整体上移的背景下，石油开采及煤炭板块成为最直接的受益者。由于国内煤炭对原油具有显著的替代效应，煤化工及煤采选行业的顺价能力凸显。与此同时，具备全球定价权的采掘龙头，其库存增值收益随油价飙升集中释放，利润或将呈现出极强的顺周期进攻性。但同时，成本传导错位与顺价能力分化，放大了中下游制造业的利润弹性。（2）库存缓冲垫为中下游利润重塑争取了时间。油价冲击下的利润变迁并非一蹴而就。当前A股下游制造业普遍持有2个月以上的高位原材料库存，这层库存缓冲在短期内掩盖了成本冲击，使得3月报表端仍能维持利润。但随着低价库存耗尽，若油价持续企稳于100美元上方，产业链利润将加速向具备能源替代能力（如绿能物流、氢能装备）及强顺价能力的环节集中。（3）参考2022年俄乌冲突后的能源风暴，高油价对A股各行业的盈利影响呈现出显著的阶段性特征。短期内，利润向上游资源端极速坍塌，资源掌控者与能源替代者是绝对收益方。长期视角来看，传统能耗密集型行业的利润中枢被实质性削弱，而以新能源车链、储能及绿能电力为代表的去油化板块，通过对化石能源的成本替代，实现了从估值泡沫向盈利实体的跨越。

### 多资产图景：

整体收益方面，本周（3月14日至3月21日），权益方面，沪深300下跌2.19%，恒生指数下跌0.74%，标普500下跌1.9%；债券方面，中债10年上涨1.56BP，美债10年上涨11BP；汇率方面，美元指数下跌0.99%，离岸人民币升值0.03%；大宗商品方面，SHFE螺纹钢下跌0.55%，伦敦金现下跌9.56%，伦敦银现下跌13.54%，LME铜下跌5.78%，LME铝下跌5.43%，WTI原油下跌0.49%。

资产比价方面，本周金银比数值为63.05，较上周上升2.78；铜油比数值为122.39，较上周下降6.87；铜螺比数值为30.25，较上周下降1.64；金铜比数值为0.38，较上周下降0.02；股债性价比数值为3.96，较上周上升0.11；AH股溢价数值为119.81，较上周下降2.36。

库存方面，最新一周原油库存为44684万吨，较上周上升47277万吨；螺纹钢库存为294万吨，较上周上升653万吨；阴极铜库存为145342吨，较上周上升411121吨；电解铝库存为58万吨，较上周上升2万吨。

资金行为方面，最新一周美元多头持仓21426张，较上周上升5042张，空头持仓17733张，较上周下降4533张；黄金ETF规模3398万盎司，较上周下降47万盎司。

**风险提示：**海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

### 经济研究·宏观周报

证券分析师：邵兴宇 010-88005483  
shaoxingyu@guosen.com.cn  
S0980523070001

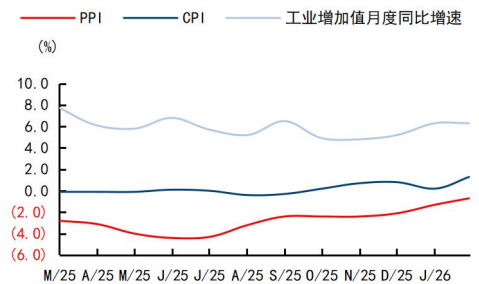
证券分析师：田地 0755-81982035  
cntiandi2@guosen.com.cn  
S0980524090003

证券分析师：董德志 021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	1.80
社零总额当月同比	0.90
出口当月同比	39.60
M2	9.00

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《宏观经济周报-输入型通胀无碍资金面》——2026-03-28
- 《多资产周报-黄金价格深度回调》——2026-03-25
- 《宏观经济周报-PPI同比提前转正加速名义GDP修复》——2026-03-21
- 《宏观经济周报-外贸高增与内需隐忧》——2026-03-14
- 《多资产周报-债市考验1.8》——2026-03-14

## 内容目录

周度观察：高油价下的利润重塑 .....	4
多资产图景 .....	4
1、整体收益率 .....	4
2、资产比价 .....	5
3、库存 .....	6
4、资金行为 .....	7
风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 大类资产整体（债券类为 BP，其余为%）	5
图 2: 伦敦现货黄金白银比价	5
图 3: LME 铜与 WTI 原油比价	5
图 4: 沪铜与螺纹钢比价	6
图 5: 伦敦现货黄金与 LME 铜比价	6
图 6: 沪深 300 与 10 年国债比价	6
图 7: A 股与 H 股比价	6
图 8: 美国原油库存	7
图 9: 电解铝库存	7
图 10: 上海阴极铜库存	7
图 11: 螺纹钢库存	7
图 12: 美元多空持仓	8
图 13: 黄金 ETF 规模变化	8

## 周度观察：高油价下的利润重塑

2026年3月以来，全球原油价格迎来剧烈波动，高油价通过产业链传导效应正在重塑A股不同板块的利润版图。

能源成本重估直接推升上游利润。霍尔木兹海峡封锁导致全球供应缺口，供应端极度收紧直接驱动原油脱离基本面暴涨。在能源价格中枢整体上移的背景下，石油开采及煤炭板块成为最直接的受益者。由于国内煤炭对原油具有显著的替代效应，煤化工及煤采选行业的顺价能力凸显，利润空间在油价破百的过程中非但未受挤压，反而因产品溢价与成本错位实现了二次扩张。与此同时，具备全球定价权的采掘龙头，其库存增值收益随油价飙升集中释放，利润或将呈现出极强的顺周期进攻性。但同时，成本传导错位与顺价能力分化，放大了中下游制造业的利润弹性。

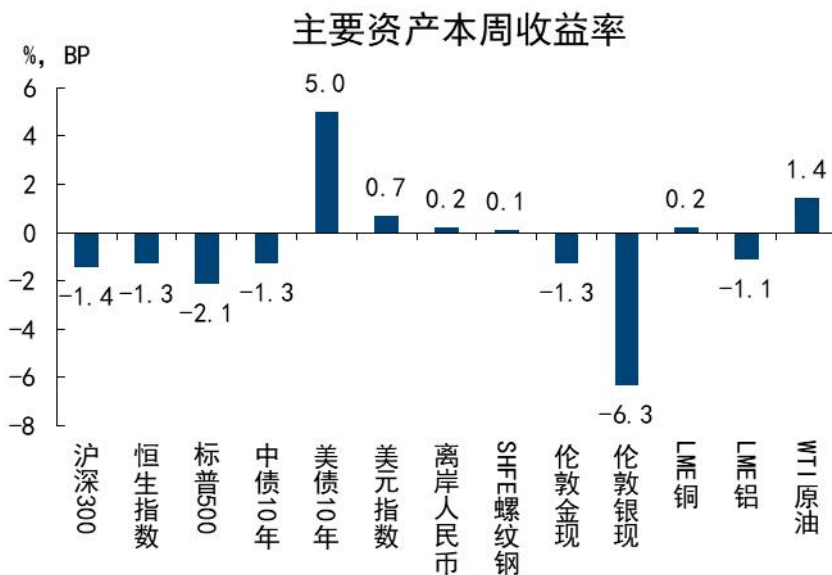
库存缓冲垫为中下游利润重塑争取了时间。油价冲击下的利润变迁并非一蹴而就。当前A股下游制造业普遍持有2个月以上的高位原材料库存，这层库存缓冲在短期内掩盖了成本冲击，使得3月报表端仍能维持利润。但随着低价库存耗尽，若油价持续企稳于100美元上方，产业链利润将加速向具备能源替代能力（如绿能物流、氢能装备）及强顺价能力的环节集中。参考2022年俄乌冲突后的能源风暴，高油价对A股各行业的盈利影响呈现出显著的阶段性特征。短期内，利润向上游资源端极速坍塌，资源掌控者与能源替代者是绝对收益方。2022年经验显示，煤炭、石油采掘及油服板块在冲击初期不仅斩获了现货涨价带来的毛利扩张，更通过估值重塑实现了利润与股价的双击。长期视角来看，传统能耗密集型行业的利润中枢被实质性削弱，而以新能源车链、储能及绿能电力为代表的去油化板块，通过对化石能源的成本替代，实现了从估值泡沫向盈利实体的跨越。

## 多资产图景

### 1、整体收益率

本周（3月21日至3月28日），权益方面，沪深300下跌1.42%，恒生指数下跌1.29%，标普500下跌2.12%；债券方面，中债10年下跌1.28BP，美债10年上涨5.01BP；汇率方面，美元指数上涨0.67%，离岸人民币贬值0.2%；大宗商品方面，SHFE螺纹钢上涨0.11%，伦敦金现下跌1.28%，伦敦银现下跌6.33%，LME铜上涨0.21%，LME铝下跌1.12%，WTI原油上涨1.44%。

图1: 大类资产整体 (债券类为BP, 其余为%)

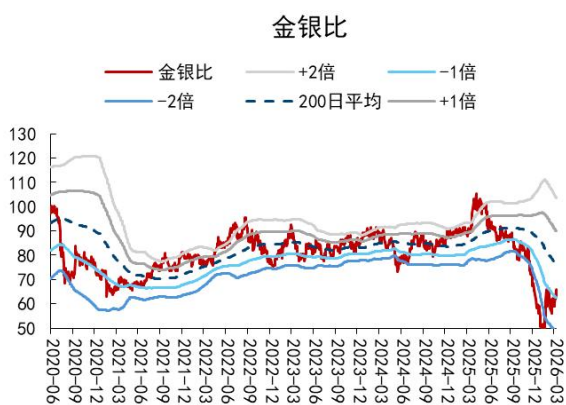


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 2、资产比价

本周金银比数值为 66.44, 较上周上升 3.4; 铜油比数值为 120.9, 较上周下降 1.49; 铜螺比数值为 30.6, 较上周上升 0.35; 金铜比数值为 0.38, 较上周下降 0.01; 股债性价比数值为 4.06, 较上周上升 0.11; AH 股溢价数值为 120.48, 较上周上升 0.68。

图2: 伦敦现货黄金白银比价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: LME 铜与 WTI 原油比价



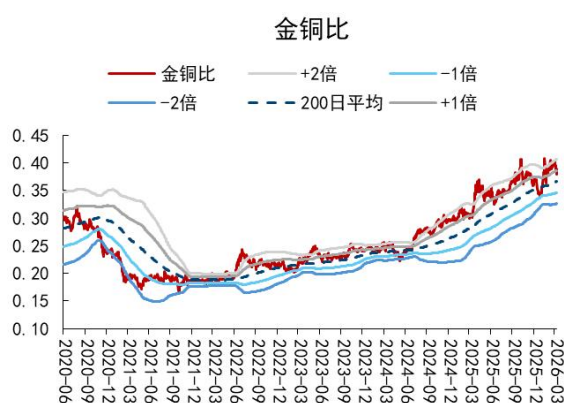
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 沪铜与螺纹钢比价



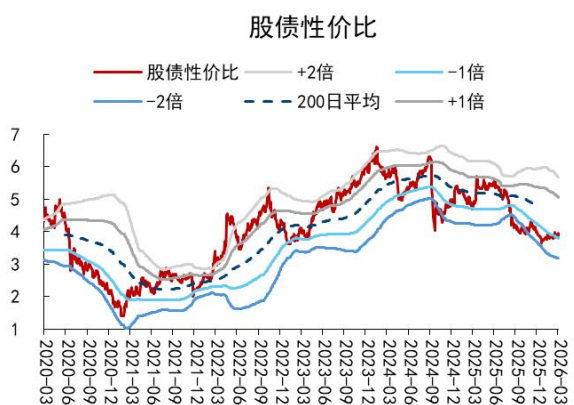
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 伦敦现货黄金与LME铜比价



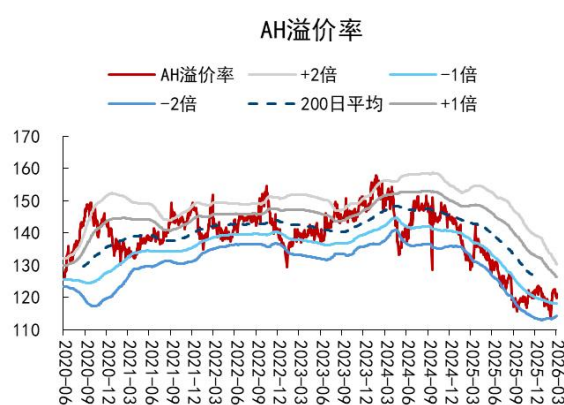
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 沪深300与10年国债比价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: A股与H股比价

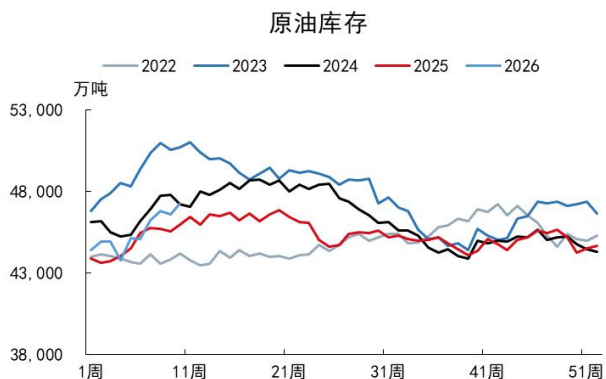


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 3、库存

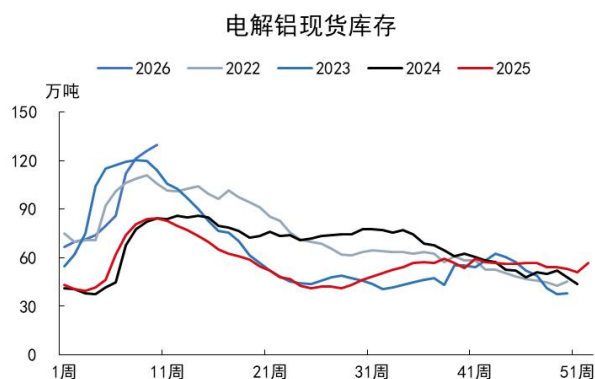
最新一周原油库存为 44684 万吨，较上周上升 47277 万吨；螺纹钢库存为 294 万吨，较上周上升 653 万吨；阴极铜库存为 145342 吨，较上周上升 411121 吨；电解铝库存为 58 万吨，较上周上升 2 万吨。

图8: 美国原油库存



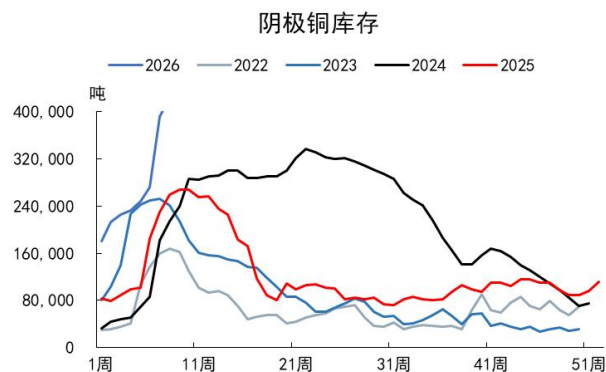
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 电解铝库存



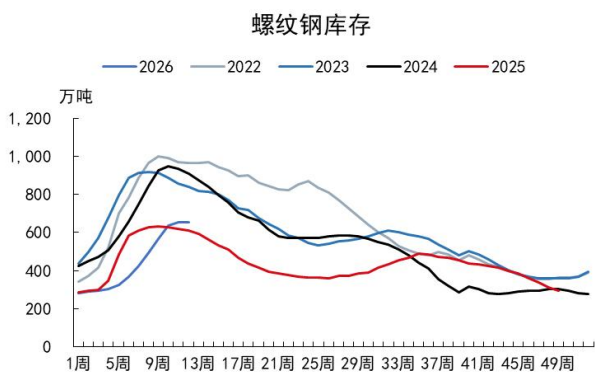
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 上海阴极铜库存



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 螺纹钢库存

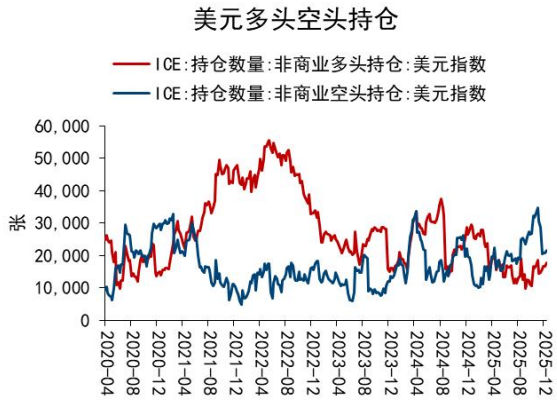


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

#### 4、资金行为

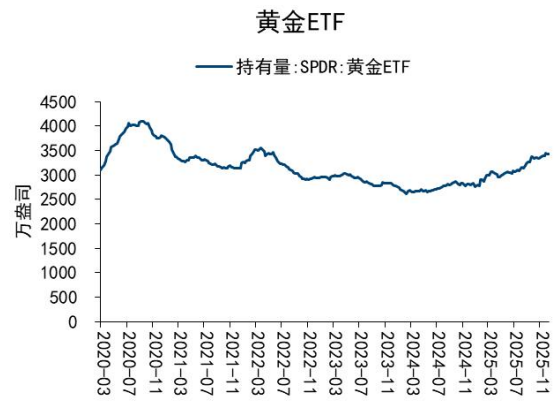
最新一周美元多头持仓 20457 张, 较上周下降 969 张, 空头持仓 16840 张, 较上周下降 893 张; 黄金 ETF 规模 3384 万盎司, 较上周下降 14 万盎司。

图12: 美元多空持仓



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 黄金 ETF 规模变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 风险提示

海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

## 免责声明

### 分析师声明

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。

### 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.CSI）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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 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

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中所提及的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 层  
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