下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·宏观深度

配置原油资产的可行策略

——资产配置工具箱（4）

宏观经济

核心观点

因为原油不是传统全天候避险资产，原油有三重配置价值：

①宏观配置价值。通胀意外上行、尤其滞胀阶段原油资产可对冲股债配置风险。

②组合配置价值。配置原油是牺牲部分低通胀或衰退阶段收益，换取股债双杀时尾部保护。既然是为对冲尾部风险，原油不值得“买入并持有”。

③战略配置价值。当全球资源品供给重构时，需要系统性审视原油资产配置价值。对中国这种供应大国而言，原油资产配置更加重要。

如何配置原油资产？

工具选择上，油气股票和 ETF、商品型 QDII、原油期货及衍生品对应不同收益结构。

原油配置不应首先判断油价涨跌，而应从需要对冲的风险出发，反推工具、仓位和退出纪律，使原油真正发挥组合保险和能源安全对冲的作用。

摘要

全天候策略一度在今年遭遇冲击，一个超越 10 年没有被广泛讨论的话题浮出水面——资产配置框架中如何评估大宗，尤其是油气资源品的价值。更进一步，如果参与原油资产配置，应该采用何种策略？

吴彬

wubin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526050001

周君芝

zhoujunzhi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524020001

发布日期： 2026 年 09 月 07 日

相关研究报告

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

传统观念中，市场以长期需求见顶、替代能源发展和油价波动较大为由，认为原油不适合配置。**但这一判断忽视了原油在通胀形成、供给冲击和能源安全中的特殊位置**。

原油不仅是通胀的结果，也可能是通胀进一步扩散的来源。

原油这一属性，在全球通胀中枢上行、西方主流经济体债券长熊的背景下，引发思考：在对抗“滞胀”交易中，我们该如何参与原油配置。

一、原油资产的周期配置价值：主要体现在对冲通胀风险，尤其是经济滞胀风险。

原油资产的最大特征来自于其通胀属性。

1990 年以来，布伦特原油同比与美国 CPI 同比相关系数为 0.516，通胀 beta 约为 11.98。

CPI 低于 1%时，油价平均同比下跌 39.6%；CPI 高于 4%时，油价平均同比上涨 40.2%。

所以站在宏观周期的角度，过热和滞胀阶段原油最具配置价值。

滞胀阶段，布伦特原油实际年化收益约为 7.33%，同期标普 500、铜和美元指数实际收益分别为-3.33%、-6.84%和-2.18%；衰退阶段原油实际年化收益约为-8.69%。

1990 年以来，滞胀状态下布伦特原油实际年化收益约为 7.33%，同期标普 500 实际收益为-3.33%，铜为-6.84%，美元指数为-2.18%，债券也仅取得小幅正收益。

滞胀是传统股债组合最容易同时失效的宏观状态，也是原油配置价值最集中的状态。

二、原油资产的组合配置价值：提供与传统股债相对独立的风险平滑因子。

配置原油并非为了提高收益，而是分散传统尾部风险。

我们先看一组相关性：

布伦特原油与标普 500、沪深 300 月度收益的相关系数分别约为 0.138 和 0.111，与彭博美国综合债券指数、中债总财富指数分别为-0.118 和-0.207；在滞胀环境下，与中债总财富指数的相关性进一步降至-0.334。

60/40 组合加入 10%原油后，滞胀阶段实际亏损从-1.73%收窄至-0.86%，但衰退阶段收益由 5.17%降至 3.71%。

下载日志已记录，仅供内部参考

配置原油实质上是牺牲部分低通胀或衰退阶段收益，换取股债双杀时的尾部保护。既然是为了对冲尾部风险，原油不值得长期“买入并持有”。

以布伦特原油连续期货合约为例，1988 年以来年化收益约为 4.81%，年化波动率约为 35.51%，夏普比率仅为 0.136；历史最大回撤达到 83.74%，且持续时间较长。

单纯从收益风险比看，原油并没有明显优于权益资产。

不能按照股票的逻辑理解原油配置。

原油的合理权重不应由其自身长期收益率或夏普比率倒推，而应由组合在滞胀、地缘冲突等极端状态下能够承受的最大损失倒推。

四、原油的战略配置价值：对冲全球系统性供给重构，并对中国经济和资产配置进行补足。

虽然我们从历史数据证明了，原油资产对组合资产来说更多来说为了对冲传统股债配置的尾部风险敞口。并且客观来说，从周期配置思维，滞胀过程中原油资产的配置意义才能大幅显现。

事实上原油的配置意义远不止在涨价这一刻的风险对冲。因为原油处于全球实物供应链的上游环节，原油价格波动背后是整个供给体系的重构，这也决定了一旦油价启动，同步意味着通胀中枢上抬。

历史经验显示，历次原油供应冲击最终改变的往往不是短期价格，而是长期供应结构。

1973 年第一次原油危机之后，主要经济体建立了战略原油储备体系；

第二次原油危机推动北海、阿拉斯加等非 OPEC 供应扩张；

页岩革命改变了美国能源贸易结构；

俄乌冲突之后，俄罗斯原油转向出口亚洲，欧洲则转向美国、中东和其他地区进口。

共同规律是：短期地缘溢价可以消退，但供应链重新布局带来的运输成本、冗余产能和安全储备，通常难以完全恢复至冲击前水平。

中国原油敞口在外的经济特征以及投资者资产负债表天然具有“原油空头”属性，这也是中国资产配置中原油战略配置意义所在。

下载日志已记录，仅供内部参考

2025 年中国原油消费对外依存度约为 72.7%，进口量约为 1155 万桶/日；国际油价每上涨 10 美元/桶，年度进口成本将增加约 420 亿美元。

由于居民和机构资产以人民币股票、债券和房地产等国内资产为主，中国投资者天然暴露于油价上涨风险，配置原油或能源资产相当于对冲隐性的“原油空头”。

五、工具选择上，油气股票和 ETF、商品型 QDII、原油期货及衍生品对应不同收益结构。

油气股票收益来自油价向企业盈利的传导、估值重估和分红现金流，对布伦特原油的 beta 约为 0.07—0.21，更适合作为长期战略仓位；

商品型 QDII 通过海外原油 ETF、ETC 或期货获取直接油价敞口，与标的油价的相关系数通常为 0.82—0.92，但需承担展期、汇率、QDII 额度和场内溢价风险；

原油期货提供最纯粹、资金效率最高的价格敞口，适合专业机构开展事件交易，但杠杆、保证金、流动性和肥尾风险更高。

总体而言，原油配置不应首先判断油价涨跌，而应从需要对冲的风险出发，反推工具、仓位和退出纪律，使原油真正发挥组合保险和能源安全对冲的作用。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

引言 1
一、原油资产的宏观配置价值 2
（一）原油资产的最大特征来自于其通胀属性 2
（二）宏观周期中过热和滞胀时期原油最具配置价值 3
二、原油资产的组合配置价值 5
（一）配置原油并非为了提高收益，而是分散传统尾部风险 5
（二）既然是为了对冲尾部风险，原油不值得长期持有 6
三、原油资产的战略配置价值 8
（一）原油的配置意义远不止在涨价这一刻的风险对冲 8
（二）中国经济和资产配置决定了原油配置的战略意义极高 9
四、配置原油资产的三种可行策略 10
（一）油气 ETF 和能源股票——长期战略仓位 10
（二）商品指数基金和 QDII 基金——中短期战术仓位 16
（三）原油期货和衍生品——事件驱动型交易仓位 19
五、总结：原油配置的核心是对冲宏观风险暴露 22
风险分析 24

下载日志已记录，仅供内部参考

引言

年初以来，原油价格在地缘冲突、全球需求预期和供给政策变化的共同影响下持续波动。市场讨论原油时，往往聚焦于油价方向，却容易忽视更重要的问题：

原油在资产组合中究竟承担什么功能，以及不同金融工具对应怎样的风险暴露。

这个问题看似是在讨论一种商品的投资价值，实际上讨论的是资产组合如何应对宏观风险，而宏观风险恰恰是过去 20 年积累下的传统股债配置框架难以覆盖的。

2022 年，标普 500 与美国综合债券指数同步下跌，而布伦特原油逆势上涨，原油在股债“双杀”环境中的保护作用由此得到直观体现。但原油的价值并不意味着它适合被长期无条件持有：在经济衰退、需求下滑或供给恢复阶段，原油同样可能成为组合的主要拖累。

原油不是一个简单的“看多油价”工具，而是一种具有明确状态依赖性的风险资产。

配置原油真正需要回答的，不是油价短期会上涨还是下跌，而是在什么宏观状态下需要这类风险暴露、应当通过什么工具获得，以及愿意为组合保护支付多大成本。

本文将从宏观配置、组合管理和战略配置三个层面，分析原油的独特价值，并进一步比较油气股票和 ETF、商品型 QDII、原油期货及衍生品的收益来源、适用场景与主要风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、原油资产的宏观配置价值

原油资产的配置价值可以分为三个层次：宏观配置价值、组合管理价值和战略配置价值。

三者对应不同的风险来源和持有周期：宏观配置关注原油对通胀与滞胀的暴露，组合管理关注其对传统股债组合的分散作用，战略配置则关注能源安全与供应链重构带来的长期风险。

（一）原油资产的最大特征来自于其通胀属性

原油最大特征就是通胀属性，即原油价格跟通胀高度相关。

原油的第一个特殊之处，在于其价格本身就是通胀形成机制的一部分。

原油既直接进入 CPI 能源分项，又通过运输、化工原料、化肥等渠道影响大量商品和服务的成本。因此，油价上涨不仅可能是通胀的结果，也可能进一步推动通胀向更广泛的领域扩散。

历史数据验证了这一关系。

1990 年以来，布伦特原油价格同比与美国 CPI 同比的相关系数达到 0.516，高于铜、黄金、股票等主要资产；统计意义上的通胀 beta 约为 12，即在样本期内，CPI 同比每提高 1 个百分点，油价同比平均提高约 12 个百分点。

原油的通胀属性还体现在，作为一项资产，原油是少数可以跑赢通胀周期的资产。

原油是主要资产中少数随着通胀区间抬升、收益率持续提高的资产。

美国 CPI 低于 1%时，原油平均同比下跌约 39.6%；而 CPI 高于 4%时，原油平均同比上涨约 40.2%。需要强调的是，beta 反映的是历史统计关系，并不意味着油价会机械地随 CPI 同比变动。

原油的通胀属性，决定了原油的宏观配置价值不在于任何时期都取得高收益，而在于其收益与通胀风险具有较强的同向性。

而传统股债配置面临通胀上行时缺乏有效应对工具，所以通胀上行时期，增配原油对冲传统股债框架不足，就显得有必要了。

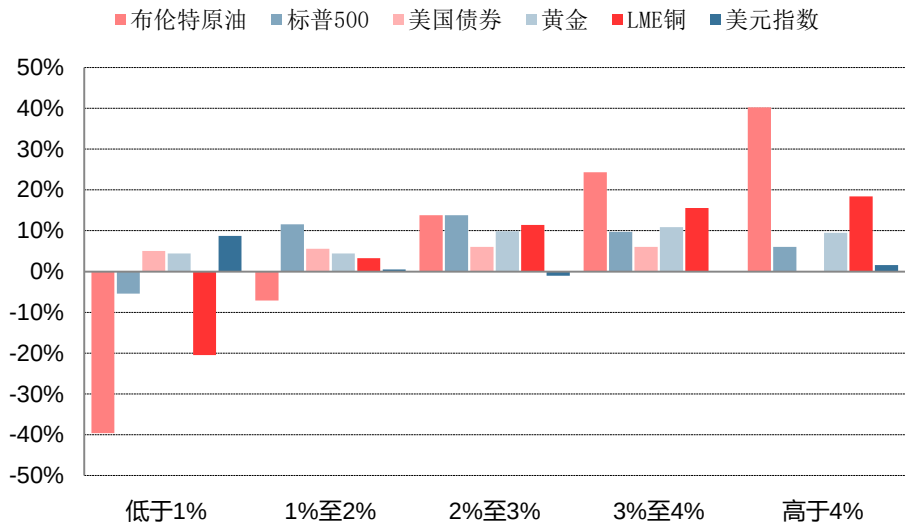
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1:各类资产与美国 CPI 同比的相关系数和通胀 Beta

资产	与 CPI 同比相关系数	通胀 beta
布伦特原油	0.516	11.98
LME 铜	0.190	3.84
黄金	0.051	0.56
标普 500	0.043	0.44
美元指数	-0.030	-0.15
美国债券	-0.341	-1.15

数据来源：Bloomberg，中信建投证券

图 2:美国 CPI 同比水平区间下各类资产的年化收益率



数据来源：Bloomberg，中信建投证券

（二）宏观周期中过热和滞胀时期原油最具配置价值

通胀上行时期，原油配置价值便会显现。

若采用传统的美林时钟资产配置框架，将宏观环境划分为复苏、过热、滞胀和衰退四种状态，可以看到原油具有明显的状态依赖性：

过热阶段增长与通胀同时上行，布伦特原油实际年化收益约为 22.57%，收益弹性明显高于其他资产；但由于同期股票往往也会上涨，原油在这一阶段更多承担收益增强功能。

下载日志已记录，仅供内部参考

真正体现原油不可替代性的，是滞胀环境。

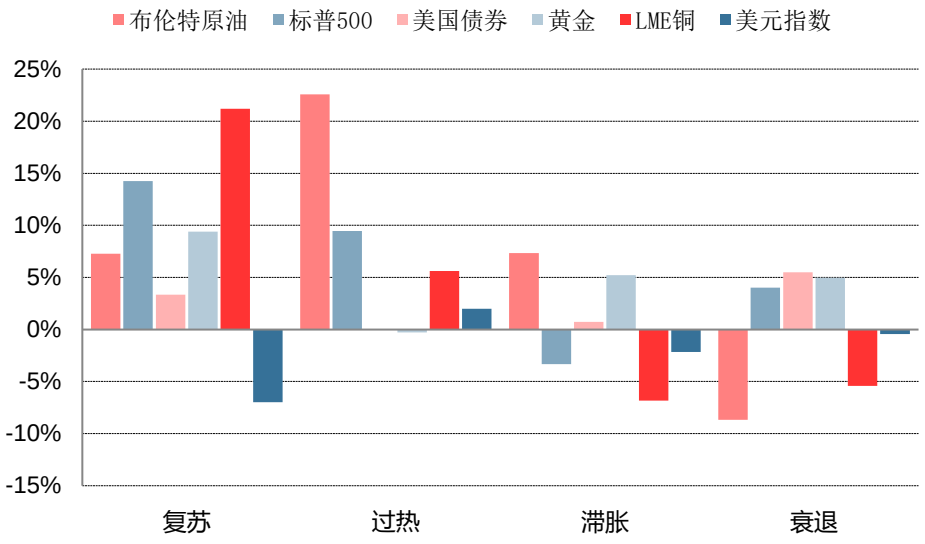
1990 年以来，滞胀状态下布伦特原油实际年化收益约为 7.33%，同期标普 500 实际收益为-3.33%，铜为-6.84%，美元指数为-2.18%，债券也仅取得小幅正收益。

滞胀是传统股债组合最容易同时失效的宏观状态，也是原油配置价值最集中的状态。

反过来看，衰退阶段增长和通胀同步回落，原油实际年化收益约为-8.69%，是主要资产中表现最弱的资产之一；此时真正发挥避险作用的通常是债券和黄金。

原油不是传统意义上的全天候避险资产，而是一种针对“通胀上行、尤其是滞胀”这一特定宏观尾部状态的保险资产。

图 3:四种宏观环境下各类资产的实际年化收益率



数据来源：Bloomberg，中信建投证券

图 4:四种宏观环境下各类资产的实际年化收益率

宏观环境	样本月数	平均 CPI	布伦特原油	标普 500	美国债券	黄金	铜	美元指数
复苏	132	2.23%	7.26%	14.25%	3.35%	9.40%	21.19%	-6.98%
过热	121	2.80%	22.57%	9.44%	0.01%	-0.30%	5.62%	1.98%
滞胀	86	3.60%	7.33%	-3.33%	0.72%	5.22%	-6.84%	-2.18%

下载日志已记录，仅供内部参考

衰退	98	2.47%	-8.69%	4.00%	5.49%	4.98%	-5.41%	-0.44%

数据来源：Bloomberg，中信建投证券

二、原油资产的组合配置价值

原油对资产组合的第二层价值，在于提供与传统股债低相关的风险来源。

（一）配置原油并非为了提高收益，而是分散传统尾部风险

当通胀冲击导致“股债双杀”时，原油反而可能成为少数能够取得正收益的资产。

从历史全样本看，布伦特原油与标普 500 月度收益的相关系数仅为 0.138，与沪深 300 约为 0.111；与彭博美国综合债券指数和中债总财富指数则分别为-0.118 和-0.207。

在最需要分散风险的滞胀环境中，原油与中债总财富指数相关系数进一步降至-0.334，与股票也仍接近于零。

这意味着，原油提供的并不是传统股票或信用资产的另一种包装，而是一个相对独立的宏观风险因子。

原油对传统股债组合的改善具有明显的非对称性。

传统 60/40 组合，在复苏、过热、滞胀和衰退四种环境下的实际年化收益分别约为 9.77%、5.57%、-1.73%和 5.17%。

若划出 10%仓位配置原油，滞胀阶段的实际亏损可由 1.73%收窄至 0.86%，改善接近一半；过热阶段收益提高约 1.60 个百分点。

配置原油的代价同样明确：衰退阶段组合收益下降约 1.46 个百分点，复苏阶段下降约 0.25 个百分点。

配置原油本质上是在牺牲一部分低通胀环境下的收益，换取通胀上行、尤其是滞胀状态下的组合保护。

2022 年提供了最典型的现实样本：标普 500 和美国综合债券指数分别下跌 19.44%和 13.01%，而布伦特原油上涨 10.45%。

长期平均收益容易淡化这种极端年份，但对资产配置而言，真正需要管理的恰恰是传统资产相关性突

下载日志已记录，仅供内部参考

然上升的尾部状态。

图 5:布伦特原油与主要资产的相关系数（月度收益）

资产	全样本	复苏	过热	滞胀	衰退
标普 500	0.138	0.150	0.012	0.071	0.243
沪深 300	0.111	0.099	-0.224	0.141	0.378
美债	-0.118	-0.181	-0.166	-0.009	-0.073
中债	-0.207	-0.151	-0.174	-0.334	-0.229
黄金	0.115	0.075	-0.052	0.272	0.217
LME 铜	0.296	0.386	0.065	0.242	0.479
美元指数	-0.199	-0.135	-0.140	-0.110	-0.349

数据来源：Bloomberg，Choice，中信建投证券；注：沪深300 与中债样本自 2015 年起，其余自 1990 年起

图 6:60/40 组合加入 10%原油前后的实际年化收益率

宏观环境	传统 60/40	加 10%原油	差额（百分点）
复苏	9.77%	9.51%	-0.25
过热	5.57%	7.17%	+1.60
滞胀	-1.73%	-0.86%	+0.87
衰退	5.17%	3.71%	-1.46

*数据来源：Bloomberg，中信建投证券；注：*60/40 组合以 60%标普 500 加 40%彭博美国综合债券指数（LBUSTRUU）按月再平衡构成，收益率为扣除当期 CPI 后的实际年化值

（二）既然是为了对冲尾部风险，原油不值得“买入并持有”

原油自身并不是适合无条件长期“买入并持有”的资产。

以布伦特原油连续期货合约为例，1988 年以来年化收益约为 4.81%，年化波动率约为 35.51%，夏普比率仅为 0.136；历史最大回撤达到 83.74%，且持续时间较长。

单纯从收益风险比看，原油并没有明显优于权益资产。

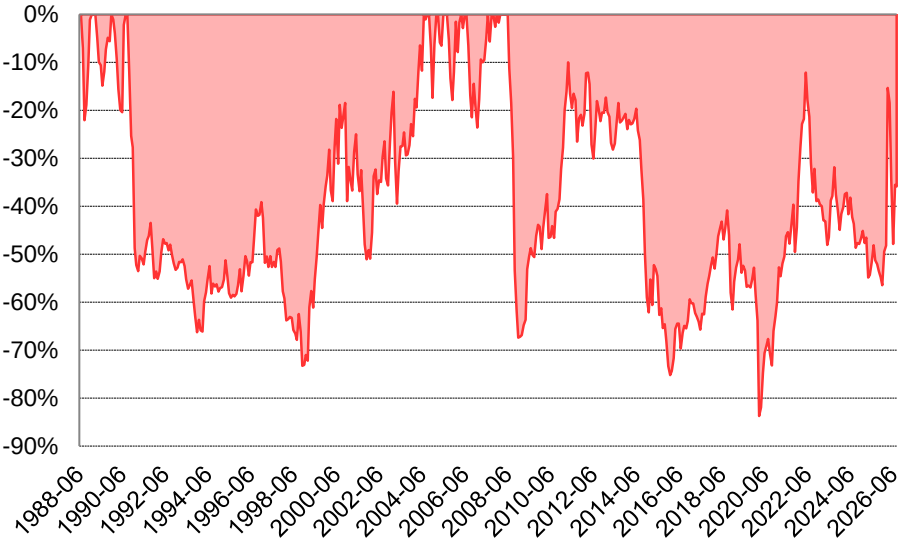
不能按照股票的逻辑理解原油配置。

原油的合理权重不应由其自身长期收益率或夏普比率倒推，而应由组合在滞胀、地缘冲突等极端状态

下载日志已记录，仅供内部参考

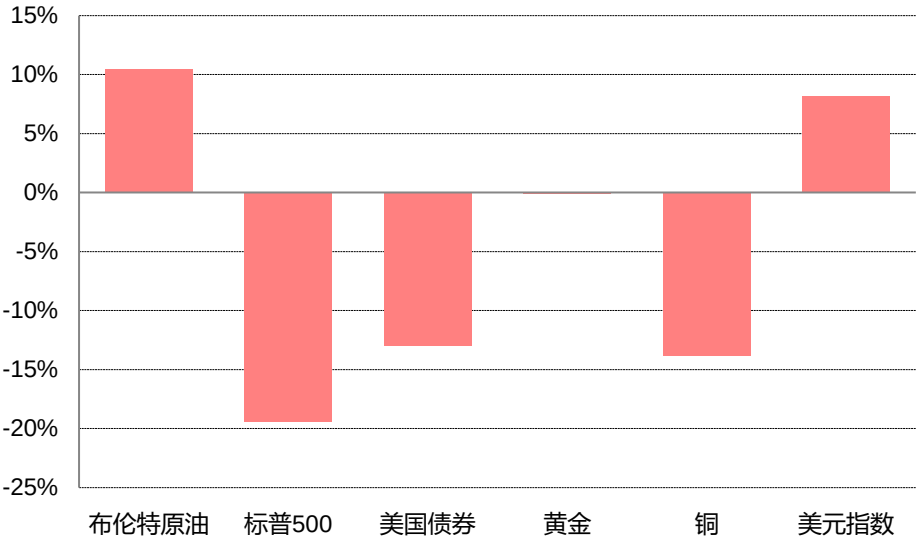
下能够承受的最大损失倒推。

图 7:布伦特原油历史回撤情况



数据来源：Bloomberg，中信建投证券

图 8:2022 年各类资产涨跌幅



数据来源：Bloomberg，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

三、原油资产的战略配置价值

原油的第三层价值超越传统资产配置框架，更多体现为能源安全与供应链安全。

对于原油进口依赖度较高的国家，其投资者尤其需要关注这一层价值。

（一）原油的配置意义远不止在涨价这一刻的风险对冲

原油处于全球实物供应链的上游环节，原油价格波动背后是整个供给体系的重构，这也决定了一旦油价启动，同步意味着通胀中枢上抬。

原油既是运输燃料，又是化工品的重要原材料，同时通过化肥、农业和物流等渠道进入几乎所有实物商品的成本体系。因此，原油不是普通的大宗商品之一，而是全球供应链运行的重要基础投入品。

这意味着，供应链重构本身可能增加能源需求。

贸易路线拉长、产能在多个区域重复建设、企业由“准时制库存”转向“安全库存”，都可能提高单位产出对应的能源消耗。

逆全球化背景下，即使全球最终需求增长有限，单位 GDP 对应的物流、库存和冗余产能增加，也可能抬升原油的战略价值。

历史经验显示，历次原油供应冲击最终改变的往往不是短期价格，而是长期供应结构。

1970 年以来，全球经历了多轮重大原油供应冲击。冲击之后油价往往会逐步回落，但能源供应路径、战略储备体系、新增产能布局通常会被重新塑造。

1973 年第一次原油危机之后，主要经济体建立了战略原油储备体系；

第二次原油危机推动北海、阿拉斯加等非 OPEC 供应扩张；

页岩革命改变了美国能源贸易结构；

俄乌冲突之后，俄罗斯原油转向出口亚洲，欧洲则转向美国、中东和其他地区进口。

共同规律是：短期地缘溢价可以消退，但供应链重新布局带来的运输成本、冗余产能和安全储备，通常难以完全恢复至冲击前水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）中国经济和资产配置决定了原油配置的战略意义极高

中国投资者的资产负债表天然具有“原油空头”属性，正是原油战略配置价值最直接的落脚点。

2025 年，中国原油消费对外依存度约为 72.7%，原油进口量约为 1155 万桶/日。按这一规模测算，国际油价每上涨 10 美元/桶，中国年度原油进口成本将增加约 420 亿美元。

油价上涨不是不会往下游传导，关键是高油价中枢维持的时间多久。只要时间足够久，最终会通过生产成本、企业利润和居民购买力传导至国内经济。

中国居民和机构的资产配置仍以人民币股票、债券和房地产等国内资产为主，居民收入和企业盈利又主要与国内制造业、服务业景气相关。油价上涨通常意味着进口成本上升、企业利润受到挤压、居民实际购买力下降。

从资产负债表角度看，中国投资者天然持有一个隐性的“原油空头头寸”。在组合中配置一定比例的原油商品或能源资产，本质上是在对冲这一无法通过传统人民币股债资产完全消除的风险敞口。

图 9:1970 年以来历次原油供给冲击的后果

时间	事件	价格变动	供应链层面的后果
1973.10 至 1974.01	第一次原油危机	约 2.9 美元升至约 11.7 美元，涨约 300%	IEA 成立并建立 90 天储备义务，美国设立战略原油储备与 CAFE 燃油标准，日本推行资源外交并转向加工组装型产业结构
1978.10 至 1980.04	第二次原油危机（伊朗革命）	约 13 美元升至约 34 至 40 美元，涨约 170%	拉美债务危机爆发；北海、阿拉斯加、墨西哥等非 OPEC 产能加速投产，OPEC 份额下降
1990.08 至 1990.10	海湾战争	约 17 美元升至约 41 美元，涨约 140%	IEA 首次启动协同释储机制，半年内价格回吐一半
2014.06 至 2016.02	OPEC 价格战与页岩革命	约 115 美元跌至约 27 美元，跌约 76%	美国由原油净进口国转为净出口国（2019 年），全球定价权由单极转向双极
2022.02 起	俄乌冲突	约 90 美元升至 139 美元，涨约 54%	俄罗斯原油转向中国与印度，欧洲转向美国、中东与西非，贸易流重构而总量未减
2026.02 起	美伊冲突与霍尔木兹关闭	约 72 美元升至 112 美元（期货），涨 55%	进行中

数据来源：Bloomberg，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

四、配置原油资产的三种可行策略

不能把不同原油投资产品简单理解为同一油价敞口的不同包装。实际上，油气股票、商品型 QDII 和原油期货对应三种截然不同的收益结构。因此，比较三类策略时，应统一围绕五个维度展开：底层资产、收益来源、历史收益与波动、与油价的相关性，以及市场容量与流动性。

（一）油气 ETF 和能源股票——长期战略仓位

境内可投资标的主要包括三类：

第一类是上游油气企业，以中国海油为代表，盈利与油气价格的关系最直接，油价弹性也最高。

第二类是综合能源企业，包括中国石油、中国石化等。其中，中国石油上下游一体化，炼化业务能够部分对冲上游油价波动；中国石化业务更偏向炼化和销售端，原油是其重要原料，油价上涨会抬升成本，因此其油价 beta 明显低于纯上游企业。

第三类是行业 ETF，包括跟踪中证油气产业指数、国证原油天然气指数等产品，能够分散个股经营风险，降低个股选择要求。

油气股票的收益主要来自三部分：油价上涨向企业盈利的传导、央企估值重估以及分红现金流。

其中，油价向盈利的传导取决于企业经营结构：纯上游企业油价弹性较高，一体化企业则会受到炼化业务对冲，油价弹性相对较弱。

最值得注意的是，2022 年以来央企分红政策逐步制度化，使“三桶油”的投资逻辑不再完全依赖油价周期。历史数据表明，三桶油每股分红金额与油价具有较强相关性，但股息率与油价的相关性接近于零。其原因在于，油价上涨在推动盈利和分红的同时，也会推动股价上涨，从而平滑股息率波动。

相较于期货，油气股票牺牲了一部分油价弹性，但获得了企业盈利、资产价值和持续现金流的缓冲。

图 10: A 股油气主要可投标的

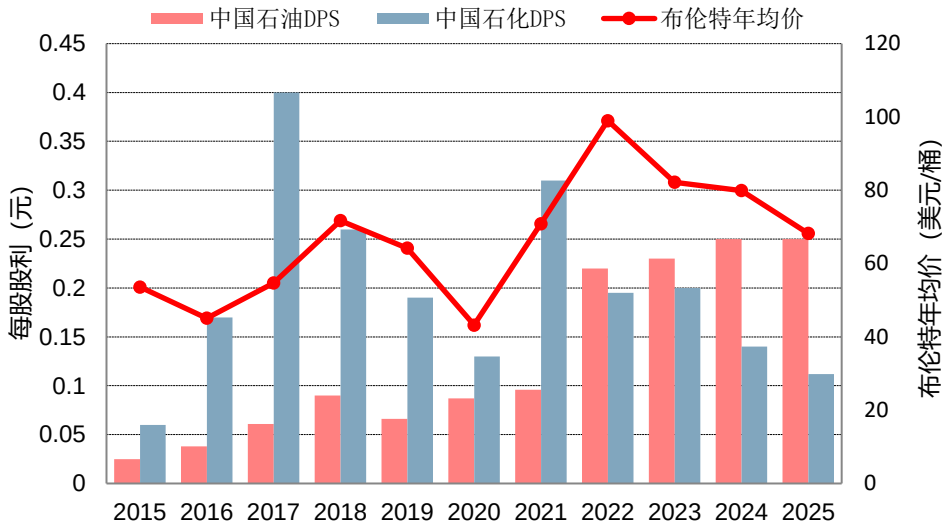
类别	代码	名称	定位或跟踪标的	总市值（亿元）	近 20 日日均成交额（亿元）
上游	600938.SH	中国海油	纯上游勘探开发，油价弹性最大	15,633	19.6

下载日志已记录，仅供内部参考

一体化	601857.SH	中国原油	上下游一体化，炼化对冲部分上游敞口	19,528	17.3
下游	600028.SH	中国石化	炼化销售为主，原油为成本项	6,058	12.4
油服	601808.SH	中海油服	上游资本开支驱动，景气滞后油价 6 至 18 个月	575	2.58
油服	600583.SH	海油工程	海上油气工程建设	248	2.28
行业 ETF	561360.SH	原油 ETF 国泰	中证油气产业指数	18.92	0.92
行业 ETF	159697.SZ	原油 ETF 鹏华	国证原油天然气指数	13.63	0.86

数据来源：Bloomberg，中信建投证券；注： ETF 规模截至 2026 年 8 月 14 日；成交额为最新 20 个交易日日均值，个股截至 2026 年 8 月 18 日、ETF 截至 2026 年 8 月 14 日；个股为总市值，截至 2026 年 8 月 17 日

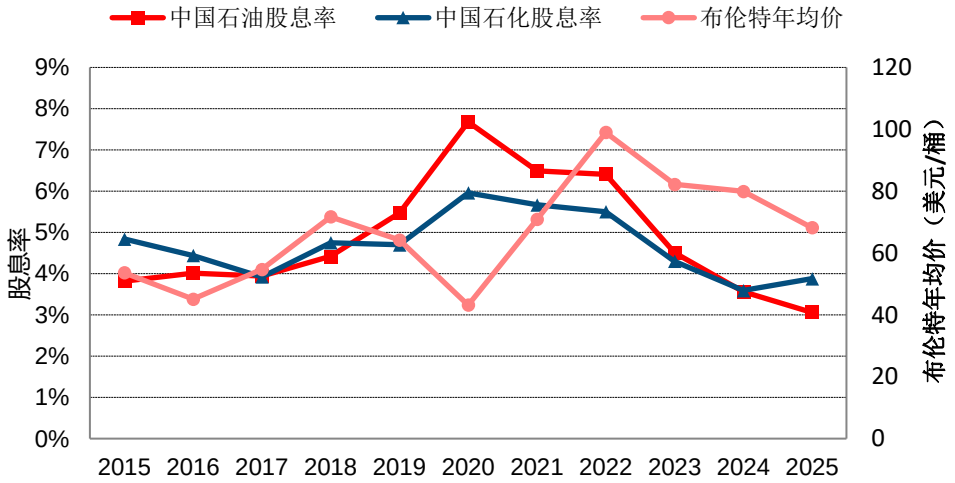
图 11:2015—2025 三桶油每股股利与布伦特年均价



数据来源：Choice，Bloomberg，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12: 2015—2025 三桶油股息率与布伦特年均价



数据来源：Choice，Bloomberg，中信建投证券；注：每股股利为税前、年报期末口径，不含中期股息。中国海油因A 股 2022 年方才上市，年度股息率序列未返回数据。股息率为Choice 年度口径（含年内实际派发），与每股股利列口径不同，两列不可直接相除。

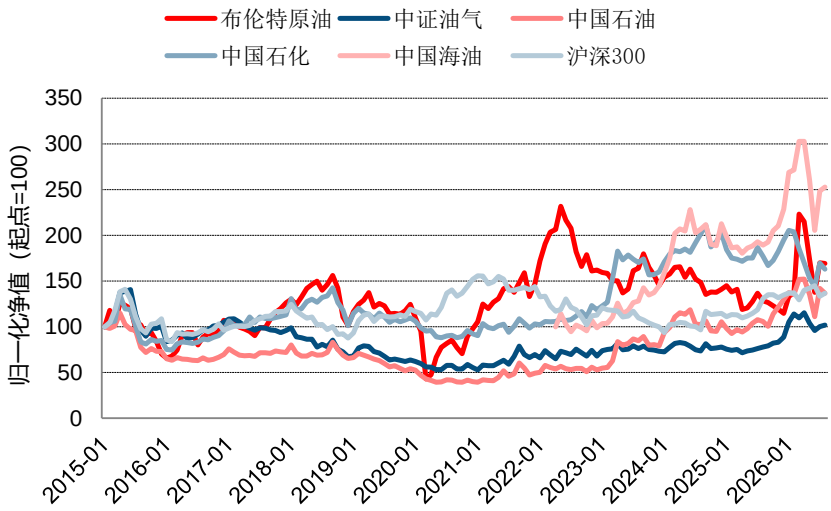
从历史收益与波动特征看，A 股油气资产的波动明显低于原油期货。

2015 年以来，中证油气产业指数、中国石油和中国石化的年化波动率大体处于 25%—29%，明显低于同期布伦特原油 40%以上的波动水平，最大回撤也相对更浅。其原因在于，股票价格并不直接等于油价，而是同时反映企业盈利、资产价值和估值变化；尤其是一体化经营，可以部分吸收油价波动引发的上下游利润再分配。

因此，从持有体验看，油气股票更适合作为长期战略仓位，而不是追求短期油价弹性的交易工具。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13: A 股油气标的与布伦特原油累计净值对比（月末后复权）



数据来源：Choice，Bloomberg，中信建投证券

图 14: A 股油气标的与布伦特原油的风险收益对比

标的	年化收益	年化波动	夏普比率	最大回撤
布伦特原油	4.83%	42.47%	0.114	-77.26%
中证油气产业指数	-0.70%	25.80%	-0.027	-68.54%
中国原油	2.65%	28.63%	0.093	-68.94%
中国石化	2.91%	25.37%	0.115	-49.09%
沪深 300	2.30%	21.72%	0.106	-46.70%

数据来源：Choice，Bloomberg，中信建投证券；注：中国海油 A 股于 2022 年 4 月上市，样本区间恰好覆盖高油价与央企重估两轮行情，所以收益率不放在样本中与其他标的直接比较

A 股油气 ETF 和能源股票与原油价格的相关性并不高。

A 股主要油气资产对布伦特原油的 beta 仅约为 0.07—0.21，而对沪深 300 的 beta 达到 0.52—0.80。这说明在样本期内，其收益波动更多由 A 股系统性风险驱动，而非单纯由油价驱动。

从标的内部看，中国海油由于业务更加集中于上游，对布伦特原油的敏感度明显高于中国石油和中国石化。

因此，如果投资目标是直接对冲油价上涨，行业 ETF 和综合油企并不是完全有效的替代工具；若目标

下载日志已记录，仅供内部参考

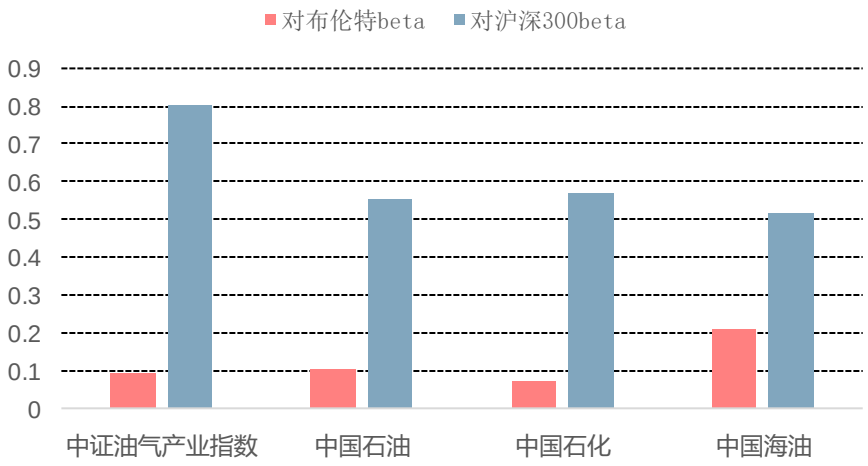
是长期持有能源安全资产并获得现金流，油气股票反而更加适合。

从策略容量和流动性看，油气 ETF 和能源股票是三类策略中可行性较高的一类，一般机构配置通常不存在明显的容量约束。

三桶油总市值较大、交易活跃，不占用 QDII 额度；行业 ETF 虽然规模相对有限，但通常也能够满足一般机构配置需求。2026 年以来，三桶油日均成交规模明显放大，主要油气 ETF 在事件行情中的成交额也会快速提升。

总之，油气 ETF 和能源股票更适合作为长期战略仓位：若强调油价弹性，可以偏向纯上游企业；若强调稳定现金流和较低波动，则综合能源企业更加合适。

图 15: A 股油气标的对原油价格的敏感度并不高



数据来源：Choice，Bloomberg，中信建投证券

图 16: A 股油气标的与布伦特原油的风险收益对比

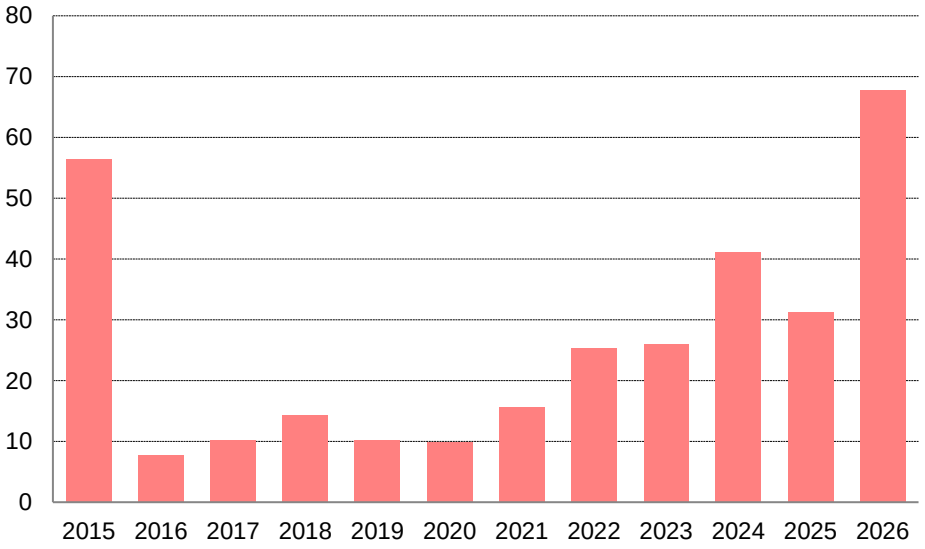
标的	上涨月平均收益	上行弹性	震荡月平均收益	下跌月平均收益	下行弹性	对布伦特 beta	对沪深 300beta
布伦特原油	+10.29%	1.00	-0.11%	-10.40%	1.00	1.00	—
中证油气产业指数	+1.78%	0.17	+0.55%	-2.13%	0.20	0.094	0.804
中国原油	+3.08%	0.30	+1.20%	-3.42%	0.33	0.106	0.555
中国石化	+2.34%	0.23	+0.81%	-1.98%	0.19	0.073	0.571

下载日志已记录，仅供内部参考

中国海油	+8.00%	0.61	+2.73%	-2.46%	0.29	0.212	0.516
沪深 300	+1.25%	0.12	+0.43%	-0.80%	0.08	—	1.00

数据来源：Choice，Bloomberg，中信建投证券；注：油价环境按布伦特月度涨跌幅划分，涨幅超 3%为上涨月、跌幅超3%为下跌月、±3%以内为震荡月，样本为2015 年 1 月至 2026 年7 月共139 个月，其中上涨61 个月、震荡 33 个月、下跌45 个月；弹性为同一环境下标的平均涨跌幅与布伦特平均涨跌幅之比；中国海油自 2022 年 4 月上市起计，其弹性按上市后同期油价计算。

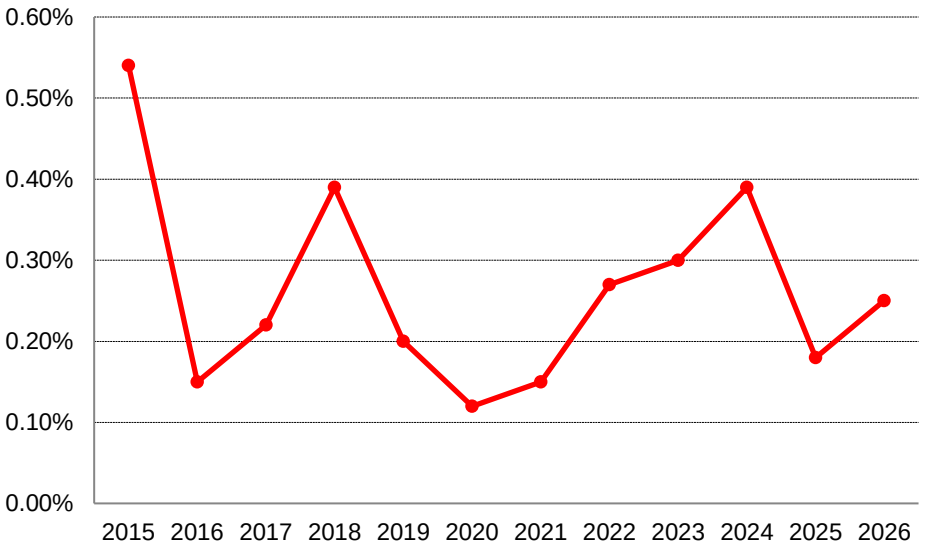
图 17:三桶油合计日均成交额（亿元）



数据来源：Choice，Bloomberg，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 18:三桶油合计日均成交额（亿元）



数据来源：Choice，Bloomberg，中信建投证券

（二）商品指数基金和 QDII 基金——中短期战术仓位

境内原油 QDII 大致可以分为两类：

一类是商品型 QDII，通过海外原油 ETF、ETC 或期货合约获得 WTI、布伦特等国际原油价格敞口。

另一类是股票型 QDII，底层投资海外油气勘探、开发和生产企业。

虽然产品名称都带有“原油”或“油气”，但两者的风险暴露明显不同。前者本质上属于商品资产，后者本质上仍属于海外权益资产。因此，产品选择首先需要穿透到底层资产。

以人民币计价时，商品型 QDII 的收益可以拆分为国际油价涨跌、期货展期损益、人民币汇率变化以及管理费用。

需要注意的是，原油价格上涨并不意味着原油基金一定取得同等涨幅：在 backwardation 环境下，展期可能形成正收益，基金表现甚至可以强于油价；而在 contango 环境下，基金需要不断“卖低买高”完成

下载日志已记录，仅供内部参考

移仓，长期收益可能明显弱于油价。

此外，对于人民币投资者，汇率也是重要变量：当美元计价油价上涨且人民币贬值时，两项收益会同向叠加。

从历史收益与波动特征看，商品型原油基金的历史年化波动率通常处于 33%—40%，明显高于油气股票。

更重要的是，商品型原油基金的不同展期规则可能造成非常大的长期收益差异。2015—2020 年 contango 占主导期间，WTI 近月合约报价年化变动约为-0.51%，而持有近月合约的 USO 年化收益约为-22.35%，对应展期损耗约为 21.84%；采用多期限或合约优化规则的产品，损耗明显较低。因此，对于商品型基金而言，底层合约和展期规则的重要性远高于几十个基点的管理费差异。

商品型原油 QDII/ETF 是境内基金渠道中最接近直接原油敞口的产品。

商品型产品的底层通常为海外原油 ETF，实测与标的油价的相关系数在 0.82 至 0.92 之间，油价涨跌能够较为完整地传导至基金净值。作为对照，A 股油气 ETF 对布伦特原油的 beta 仅为 0.07 至 0.21，两类工具在油价敏感度上的差异非常明显。商品型 QDII 是境内公募渠道中获取油价敞口最直接的一类；股票型 QDII 持有海外油气公司股票，与油价的相关性低于商品型产品，风险特征介于原油商品与海外权益之间。

因此，如果投资目的主要是捕捉国际油价上涨或对冲油价风险，商品型 QDII 通常比 A 股能源 ETF 更加有效。但这类策略会面临较大的申购与交易约束，主要约束并非二级市场流动性，而是基金规模和 QDII 额度。

当海外资产需求快速上升时，QDII 额度可能用尽，基金暂停申购；对于 LOF 等可在场内交易的产品，场内价格还可能显著高于基金净值。此时，投资者即使判断油价方向正确，也可能因高溢价回落而亏损。

因此，投资商品型 QDII 时，需要同时观察基金申购状态、场内溢价率以及底层期限结构。

总之，商品指数基金和 QDII 基金适合作为中短期战术仓位，是普通境内资金获得国际油价敞口最直接的公募工具，但不适合在高溢价或期限结构处于深度 contango 阶段机械长期持有。

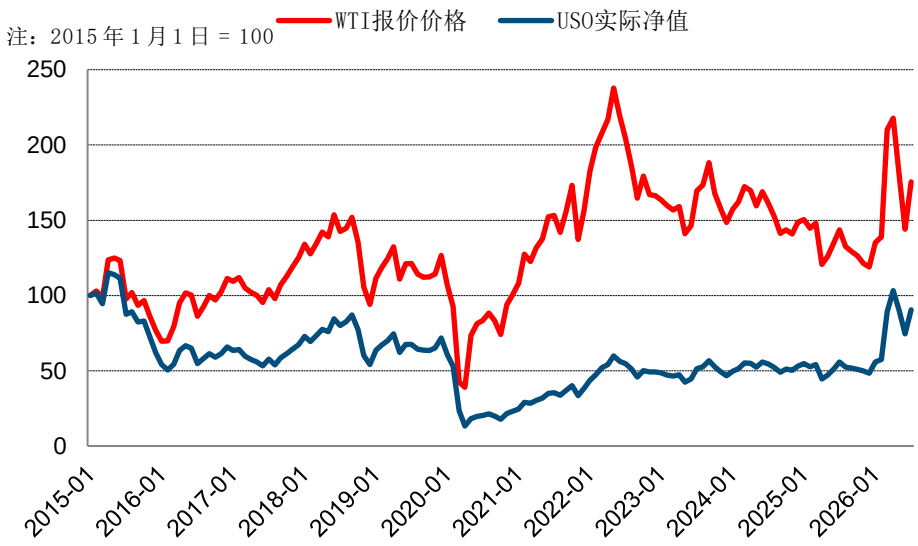
下载日志已记录，仅供内部参考

图 19: 境内主要原油及油气 QDII 产品

类型	代码	名称	业绩基准或投向	最新规模（亿元）
商品型	160723	嘉实原油	100%WTI 原油价格收益率	12.01
商品型	501018	南方原油	60%WTI 加 40%布伦特原油价格收益率	12.24
商品型	161129	易方达原油	标普高盛原油商品指数	6.35
股票型	162411	华宝油气	标普原油天然气上游股票指数	17.15
股票型	162719	广发道琼斯美国原油	道琼斯美国原油开发与生产指数	8.96

数据来源：基金公告，中信建投证券。规模为2026 年二季报披露值（截至 2026 年6 月30 日）

图 20: WTI 报价价格与 USO 实际净值对比 (月末值)



数据来源：Bloomberg，中信建投证券

图 21: 报价现货与产品实际收益的差异

产品	区间	报价现货年化	产品实际年化	展期损益
USO	2015 至2020 年（contango 为主）	-0.51%	-22.35%	-21.84%
USO	2021 至2026 年（backwardation 为主）	+10.91%	+28.28%	+17.37%
USO	2015 至2026 年全期	+4.66%	-1.30%	-5.96%
USL	2015 至2020 年	-0.51%	-6.18%	-5.66%

下载日志已记录，仅供内部参考

DBO	2015 至 2020 年	-0.51%	-8.08%	-7.57%

数据来源：Bloomberg，中信建投证券

图 22：不同油价环境下美股原油 ETF 的平均月收益与弹性

产品	上涨月平均收益	上行弹性	震荡月平均收益	下跌月平均收益	下行弹性
WTI	+10.94%	1.00	-0.31%	-10.74%	1.00
USO（近月）	+9.79%	0.89	-0.40%	-10.79%	1.00
BNO（布伦特近月）	+9.86%	0.90	+0.26%	-9.51%	0.89
USL（12 月等权）	+7.98%	0.73	-0.16%	-7.98%	0.74
DBO（规则优选）	+8.28%	0.76	-0.22%	-8.46%	0.79

数据来源：Bloomberg，中信建投证券。油价环境按 WTI 月度涨跌幅划分，涨幅超 3%为上涨月、跌幅超 3%为下跌月、±3%以内为震荡月

（三）原油期货和衍生品——事件驱动型交易仓位

这一策略可以直接交易上海国际能源交易中心 SC 原油期货及期权，也可以通过境外市场交易布伦特和 WTI 期货及相关衍生品。

其中，WTI 更能反映美国原油供需，布伦特是全球最重要的国际原油基准之一，SC 则主要反映亚洲中质含硫原油供需，对中国进口成本具有更直接的代表意义。

期货收益主要来自油价方向收益和展期损益，但境内原油期货的收益还会受到人民币汇率、交割品种等因素影响。

WTI 和布伦特本身就是国际原油定价基准，因此提供最直接的油价敞口。对于 SC 而言，还需要考虑人民币汇率、交割油种和亚洲区域供需溢价，因此 SC 并不是简单的“布伦特×美元兑人民币”：当国际油价上涨、人民币贬值且亚洲市场供应更加紧张时，三个因素可能共同推升 SC 价格，使其涨幅明显高于美元计价的国际原油。

历史上，SC 总体上与国际油价同向，但与布伦特原油的相关性高于 WTI。以月度收益计，2018 年上市

下载日志已记录，仅供内部参考

以来，SC 与布伦特的相关系数为 0.89，与 WTI 为 0.80，价格水平相关性达 0.94。SC 与布伦特的相关性高于 WTI，与其锚定中质含硫油种、贴近布伦特定价体系的亚洲贸易结构一致。对于希望对冲中国实际进口原油成本的投资者而言，SC 有时比布伦特更加贴近实际风险敞口。

从历史收益与波动特征看，原油期货及衍生品是三类工具中波动最高的一类。

以布伦特原油连续期货合约为例，1988 年以来年化收益约为 4.81%，年化波动率约为 35.51%，最大历史回撤超过 80%。与此同时，在地缘冲突等事件窗口中，期货也能提供最强的短期价格弹性。因此，期货最大的优势并非长期收益风险比，而是敞口纯度高、杠杆效率高、事件响应速度快。

从策略容量上看，原油期货及衍生品已经形成较为成熟的市场深度和交易机制，主力合约能够承接大部分原油相关策略。

SC 已成长为全球第三大原油期货品种，2026 年以来主力合约日均成交约 10 万手，日均持仓稳定在 3 万手以上。按结算价 500 元/桶折算，名义日成交额约为 500 亿元，场内日均沉淀保证金约为 30 亿元。作为对照，CME 的 WTI 期货与期权合计名义日成交额超过 800 亿美元，SC 的资金容量约为其十分之一。总体而言，SC 对常规机构配置规模具有一定承接能力，但超大额建仓仍需分批完成。

但该策略真正需要管理的是油价波动的肥尾风险，而不只是日常波动。

原油价格受地缘政治、OPEC+政策、全球需求预期、库存和美元流动性等多种因素共同影响，短期价格具有明显的跳跃和非线性特征。

布伦特原油日收益分布峰度达到 15.56，明显高于正态分布，历史上单日跌幅超过 5%的情况并不少见。若按照正态分布估计原油风险，将系统性低估极端损失。

因此，原油仓位不宜依据平均波动率简单确定，更适合采用历史模拟、压力测试以及 CVaR 等尾部风险指标。在仓位管理上，应以组合能够承受的极端损失反推原油仓位，而不是根据预计油价能够上涨多少决定仓位。

总之，原油期货和衍生品最适合作为专业机构的事件交易工具，不适宜作为缺乏主动管理能力资金的长期核心仓位。

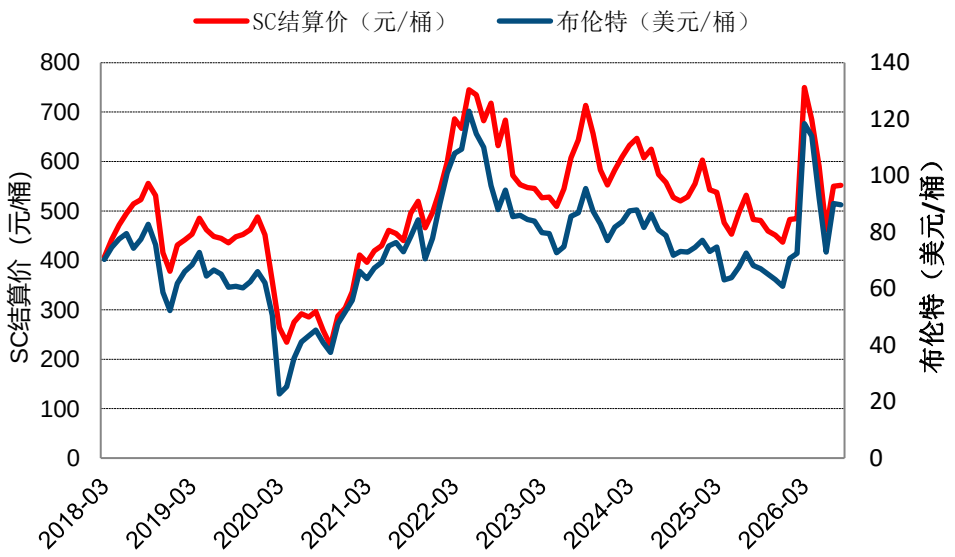
下载日志已记录，仅供内部参考

表 23：境内外主要原油期货合约要素对比

品种	交易所	计价货币	标的油种	交割方式	保证金
SC	上海国际能源交易中心	人民币	中质含硫（API32度，硫 1.5%）	保税实物交割	挂牌 5%至交割前 20%梯度
布伦特	ICE	美元	轻质低硫	现金结算	交易所动态调整
WTI	NYMEX	美元	轻质低硫	库欣实物交割	交易所动态调整

数据来源：上海国际能源交易中心，ICE，CME，中信建投证券

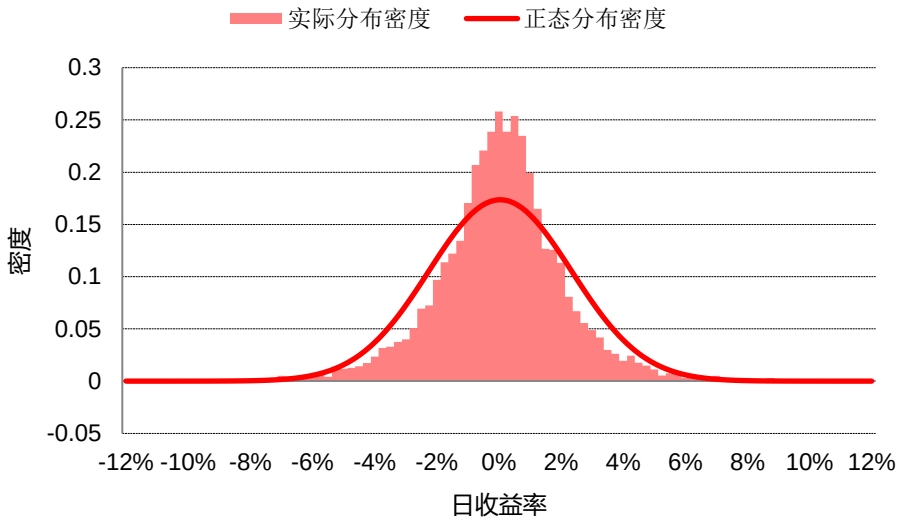
图 24: 2018-2026 SC 原油期货与布伦特原油价格走势



数据来源：Bloomberg，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 25:布伦特原油日收益率分布与正态分布对比



数据来源：Bloomberg，中信建投证券。样本1988 年6 月至2026 年8 月；2020 年4 月20 日至21 日WTI 负价格相关收益已剔除

五、总结：原油配置的核心是对冲宏观风险暴露

从单一资产角度看，原油并不是天然适合长期持有的高夏普资产；但从组合和资产负债表角度看，它又具有传统股债难以替代的价值。

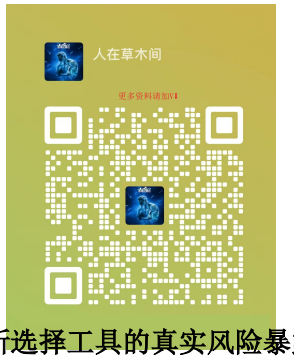
宏观层面，原油提供对通胀、尤其是滞胀的直接暴露；组合层面，它能够在股债相关性上升、传统 60/40 组合失效时提供尾部保护；战略层面，中国较高的原油进口依赖意味着国内投资者天然承担能源价格上涨风险，持有一定原油资产相当于对这一隐性空头敞口进行对冲。

因此，更合理的配置框架不应首先讨论“油价未来会上涨还是下跌”，而应依次回答三个问题：

第一，组合需要对冲多少通胀、滞胀和能源安全风险；

第二，应该使用什么工具获得这一风险敞口；

第三，应以多大风险预算和什么退出纪律持有这一风险敞口。



总体来看，原油投资并不存在统一意义上的“最优工具”，关键在于所选择工具的真实风险暴露是否

下载日志已记录，仅供内部参考

与配置目标一致。

A 股油气 ETF 和能源股票在油价上涨周期通常受益，但对布伦特原油的 beta 整体仅约为 0.07—0.21，收益更多来自企业盈利、分红和 A 股估值变化，更适合作为能源安全背景下的长期战略配置；

商品型 QDII 与国际油价的相关性更高，能够提供相对直接的原油价格敞口，但实际收益同时受到期货展期损益和人民币汇率影响，更适合普通境内资金进行油价对冲和战术配置；

原油期货则提供最纯粹、资金效率最高的油价敞口，同时承担最高的价格波动、保证金和展期管理风险，更适合具备专业交易能力的机构开展事件驱动和战术操作。

因此，工具选择应从配置目标反推：长期能源安全配置以油气股票为主，直接对冲国际油价以商品型 QDII 或期货为主；若专业管理能力不足，可通过具备相应管理能力的专户或 FOF 实现主动管理，而不宜仅根据产品名称或历史收益简单选择工具。

图 26:三类产品特征对比

维度	油气 ETF 与能源股票	商品指数基金与 QDII	原油期货与衍生品
底层产品	三桶油 A/H 股、油服与煤炭外延、四类行业 ETF	商品型 QDII-LOF 与股票型 QDII	INE 原油期货 SC 及期权、境外布伦特与 WTI
收益来源	盈利传导、央企重估、政策底股息	油价、展期损益、人民币汇率	油价方向加展期，SC 含汇率与区域溢价
波动与夏普	波动 25%至 29%，夏普 0.09 至 0.12	波动 33%至 40%，夏普-0.03 至 0.21	波动 35%以上，夏普 0.14
油价相关性	beta 仅 0.07 至 0.21，主要为 A 股 beta	相关系数 0.82 至 0.92，公募中敞口最纯	直接敞口，SC 对亚洲供需更敏感
容量与流动性	境内直投，体量大流动性好	受 QDII 额度约束，场内有溢价风险	全球第三大原油期货，成交活跃
策略定位	稳健型，战略仓位主体	高波动进攻型，战术仓位	高波动进攻型，专业机构战术仓位

数据来源：中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

风险分析

第一，全球经济增长和原油需求不及预期。若经济进入衰退，或能源转型、能效提升和替代能源发展快于预期，原油需求可能走弱；在这一情形下，原油并不能像债券或黄金一样稳定发挥避险作用。

第二，供给恢复或产油国政策变化超预期。若地缘风险溢价消退、产油国增产，或美国页岩油等高弹性供给快速恢复，油价可能出现较大回落，原油资产的短期对冲效果也会明显减弱。

第三，期限结构和展期损益侵蚀收益。商品型 QDII 及期货产品的实际收益不仅取决于现货价格，还取决于 contango 或 backwardation 结构、移仓规则和交易成本；长期处于 contango 时，即使油价横盘，产品净值也可能持续受到拖累。

第四，工具与目标风险之间存在基差。油气股票同时受企业盈利、股权估值和 A 股系统性风险影响；商品型 QDII 还面临人民币汇率、QDII 额度和场内溢价风险；SC 则叠加人民币汇率、交割油种和亚洲区域溢价，均可能导致实际收益偏离国际油价。

第五，杠杆、流动性和极端波动风险。原油期货保证金机制会放大收益和亏损，地缘事件可能引发跳跃式行情；在高波动或流动性收缩阶段，投资者还可能面临追加保证金、被动减仓和交易成本上升等风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

周君芝

浙江大学经济学博士，现任中信建投证券首席宏观分析师。

曾获 2023 年 wind 第 11 届金牌分析师宏观第一；2023 年 21 世纪金牌分析师宏观第四；2023 年第 11 届 choice 最佳分析师宏观第三。

曾于 2017-2020 年连续四年荣获“新财富”宏观第一名（团队核心成员），2017-2020 年连续四年荣获卖方分析师“水晶球”奖第一名（团队核心成员）。

吴彬

香港中文大学(深圳)经济学硕士，5 年宏观研究经验，聚焦汇率和流动性研究。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15％以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk