下载日志已记录，仅供内部参考

K 型扰动，风偏抬升

2026Q3 战略资产配置

报告发布日期 2026 年 07 月 09 日

证券分析师
郑月灵 执业证书编号：S0860525120003
zhengyueling@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人
周仕盈 执业证书编号：S0860125060012
zhoushiying@orientsec.com.cn
021-63326320
董翱翔 执业证书编号：S0860125030016
dongaoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320
杨玮嘉 执业证书编号：S0860126040036
yangweijia@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
K 型短期扰动，配置暂且均衡：战术配置月报 202607 2026-07-08
资产配置以预期思维择主线：——地缘扰动下的资产配置思路 2026-03-19

研究结论

- **大类资产共有因子包括增长预期、利率预期和风险溢价。**三季度 K 型预期或将呈现短期收敛而后继续分化的过程；海外短期通胀压力缓解但长期约束仍强，美债收益率曲线趋于陡峭，境内利率预期整体平稳；中东事件无论实际走向尾声还是情绪逐步钝化，均有利于风险偏好回升。
  - ✓ **增长预期：K 型预期分化，收敛而后持续。**增长预期的核心是经济周期。7 月以来，市场开始有 K 型收敛的预期，但收敛或难一蹴而就。三季度 K 型预期或将呈现短期收敛而后继续分化的过程。
  - ✓ **利率预期：美债利率走陡，境内利率平稳。**利率预期的背后是货币周期。海外利率三季度主要考虑地缘、厄尔尼诺、AI 资本开支和政策因素。当前影响美国短期通胀的因素有所缓解，影响长期通胀的因素仍然坚挺。美债利率近期呈陡峭化趋势。境内利率受上述因素影响小，利率预期整体平稳。
  - ✓ **风险溢价：风险偏好整体抬升。**风险溢价通常围绕事件冲击。下半年事件主要包括地缘不确定性和厄尔尼诺，影响风险偏好和商品供需。中东事件无论是实际走向尾声还是情绪上的钝化，风险偏好整体抬升。油价下行但不排除短期反弹，冲突进一步强化了“电气化”和安全需求，对铜、锂有利，对石油天然气长期需求形成压制。厄尔尼诺则主要影响部分农产品供给和电力需求。
- **三季度战略资产配置：股票结构分化，商品仍有机会。**基于《资产配置以预期思维择主线》，7 月主线境内在增长，境外在利率。但增长难以持续构成主线，**三季度境内主线有很大概率在中期重回风险偏好。境外则在利率和风险溢价之间。**在此基础上，可得三季度资产观点和配置建议。
  - ✓ **权益：短期哑铃，中期科技。**境内 7 月主线不在风险偏好在增长，包括传统增长和新兴增长。对应风格从风偏相关性高的板块扩散到新兴/传统增长相关性高的板块，呈现为短期风格的均衡。但如前文所述，K 型收敛不会一蹴而就，三季度 AI 仍是主线，因此短期考虑哑铃配置，中期回归主线。在科技板块中，借鉴 2021 年新能源板块的轮动规律，科技在下游现象级应用普及前，大概率继续往上游轮动。例如，当前科创 50 相比创业 50 短期或有更高的性价比，相关 ETF：科创 50ETF 华安（588280）等。港股受益 K 型收敛的预期短期有一定机会，港股红利存在配置机会，相关 ETF：港股红利低波 ETF 景顺（159569）等。但港股不具备 AI 上游优势企业，海外利率仍有不确定性（美联储有鸽派倾向，但欧洲日本仍有加息预期），港股大的机会仍需等待。
  - ✓ **商品：多点开花，黄金不空。**三季度商品机会主要来自四方面：一是地缘扰动和厄尔尼诺带来的供给冲击，其中部分化工品价格存在下行压力，棕榈油、橡胶和煤炭或受益；二是电气化和 AI 带来的结构性需求，长期利好铜、锂；三是发达国家财政扩张和财政可持续性担忧带来的实物资产配置需求；四是美联储预期转向可能为全球定价的贵金属和工业品提供流动性支撑。**黄金**今年应重点关注投资属性，三季度美联储降息预期强化以及美元信用扰动均可能形成支撑，整体不悲观；但当前动能仍弱、上涨分歧较大，短期尚不具备快速抬升的基础。

风险提示

极端风险事件，例如中美关系、全球地缘超预期事件等，可能打破统计上的历史规律；量化模型失效的风险，历史数据对未来的指引效果有限。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、大类资产的三条主线 4
（一）大类资产三要素 4
（二）新时代三要素拓展 4
二、增长预期：K 型预期分化，收敛而后持续 4
三、利率预期：美债利率走陡，境内利率平稳 5
四、风险溢价：风偏整体抬升，利好风险资产 5
五、三季度资产配置：股票结构分化，商品仍有机会 6
（一）权益：短期哑铃，中期科技 6
（二）商品：多点开花，黄金不空 6
风险提示 7

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：市场降息预期推迟至 2027 年 9 月 5
图 2：美债利率走陡.....5
图 3：矿端供给偏紧，全球铜显性库存下降.....5
图 4：国内电解铜杆周度开工率有所回升 5
图 5：2025 年以来黄金 ETF 申购对金价影响较大（单位：吨） 7
图 6：今年以来美国 ETF 赎回较大.....7



下载日志已记录，仅供内部参考

一、大类资产的三条主线

著名的证券研究“2+1”思维包括三个视角，预期思维，交易思维和边际思维（详见“黄燕铭：证券研究的 2+1 思维”）。大类资产的投资过程也同样由预期思维、交易思维和边际思维驱动。预期思维的资产配置主要围绕三类风险因子，增长预期、利率预期和风险溢价。随着国内产业升级转型和海外地缘扰动影响，三类因子可进一步拓展，其中，增长预期包括传统经济增长预期和新兴经济增长预期，利率预期包括国内利率预期和全球利率预期，风险溢价包括国内及全球风险评价和风险偏好的变化（详见《资产配置以预期思维择主线——地缘扰动下的资产配置思路》）。本文通过分析三类风险因子的预期变化，得到三季度资产配置的线索。

（一）大类资产三要素

大类资产根据收益特征的不同整体可分两类，有正 carry 和无正 carry，前者主要是全球股债，有票息/股息，后者包括商品、衍生品等。对于前者，股债的定价模型都离不开 DCF，对于股票是 DDM 模型，对于债券则是票息在存续期内的贴现。由此可将二者公式合并为：

$$V \approx Carry/【1+rf+风险溢价】$$

$$\approx 经济预期+利率预期+风险溢价$$

其中 carry 取决于经济预期，rf 无风险利率对应利率预期。若纳入商品，则无法用上述模型直接定价，但商品同样受到三个因素的影响：增长预期决定了商品需求，利率或流动性影响了货币的价值从而影响实物商品价格，风险溢价决定了投资者购买商品所需的风险补偿。可见从预期层面，大类资产影响因子通常包括三个方面，增长预期、利率预期和风险溢价。

（二）新时代三要素拓展

近年来，国内进入新旧动能切换，美国走出 K 型经济，海外频繁出现地缘和逆全球化事件影响，中国在国际上的影响力与日俱增，低利率环境下全球配置趋势渐起，全球资产比价的逻辑对资产价格有更直接的影响。

考虑当前全球范围内的几个宏观特征，上述因子应做进一步拓展。一方面经济 K 型分化，增长预期可分为传统和新兴增长预期；一方面境内利率窄幅波动而境外利率波动较大，利率预期分位境内和海外利率预期；一方面地缘扰动频繁但对于不同国家不同资产的影响有所不同，风险溢价也因此分为境内和境外风险溢价。也即：

$$V= 经济预期+利率预期+风险溢价$$

$$=（传统经济预期+新兴增长预期）$$

$$+（境内利率预期+境外利率预期）$$

$$+（境内风险溢价+境外风险溢价）$$

二、增长预期：K 型预期分化，收敛而后持续

增长预期的核心是经济周期。今年以来 AI 相关的投资和出口热潮是全球增长的主要引擎，不受海峡封锁影响。但 AI 主要受益美国、韩国，台湾，美国 AI 投资占 GDP 比重远高于欧洲和中国。于

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

中国而言，传统经济当前以出口最为亮眼，新兴经济则既有国产替代，也有出口驱动。7 月以来，市场开始有 K 型收敛的预期，但收敛或难一蹴而就。今年以来，多国为应对能源冲击推出了扩张性财政政策，随着原价下行，各国国防/电气化支出上行，相关补贴逐渐退坡，叠加部分市场的贸易保护主义，三季度或对出口形成拖累。而 AI 股票的繁荣也难以带来整体消费意愿的抬升。三季度 K 型预期或将呈现短期收敛而后继续分化的过程。

三、利率预期：美债利率走陡，境内利率平稳

利率预期的背后是货币周期。海外利率三季度主要考虑地缘、厄尔尼诺、AI 资本开支和政策因素。1）地缘钝化、短期油价回落缓解了美债利率上行压力。但美国战略石油储备（SPR）库存低位，欧洲天然气供给仍有压力，事件扰动频繁，利率有阶段性上行压力；2）厄尔尼诺可能推高部分农产品与食品价格，对通胀形成压力；3）AI 资本开支的影响分化，短期推高上游原材料成本价格但无法提振下游消费信心，长期工资成本下行则压低通胀，长期债务融资为长端利率提供支撑；4）美国财政赤字高位，美联储非农颓势释放鸽派信号，关注后续经济数据隐含的政策倾向。

简言之，当前影响美国短期通胀的因素有所缓解，影响长期通胀的因素仍然坚挺。美债利率近期呈陡峭化趋势。境内利率受上述因素影响小，利率预期整体平稳。

图 1：市场降息预期推迟至 2027 年 9 月

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	70.6%	29.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	32.7%	51.5%	15.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	24.8%	46.9%	24.5%	3.8%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	14.9%	38.1%	33.4%	12.1%	1.5%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	12.5%	34.3%	34.2%	15.5%	3.2%	0.2%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	9.9%	29.8%	34.2%	19.4%	5.8%	0.9%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.0%	9.4%	28.8%	34.0%	20.2%	6.5%	1.1%
2027/6/9	0.0%	0.0%	0.7%	10.7%	29.1%	33.0%	19.2%	6.1%	1.1%
2027/7/28	0.0%	0.1%	1.7%	12.6%	29.5%	31.6%	17.9%	5.6%	1.0%
2027/9/15	0.0%	0.3%	3.2%	15.0%	29.8%	29.7%	16.2%	5.0%	0.8%
2027/10/27	0.0%	0.5%	4.0%	16.0%	29.8%	28.8%	15.4%	4.7%	0.8%
2027/12/8	0.1%	1.3%	6.8%	19.2%	29.6%	25.7%	12.9%	3.8%	0.6%

数据来源：FedWatch，东方证券研究；数据截至 2026 年 7 月 9 日 12:00

图 2：美债利率走陡



数据来源：Wind，东方证券研究；数据截至 2026 年 7 月 8 日

四、风险溢价：风偏整体抬升，利好风险资产

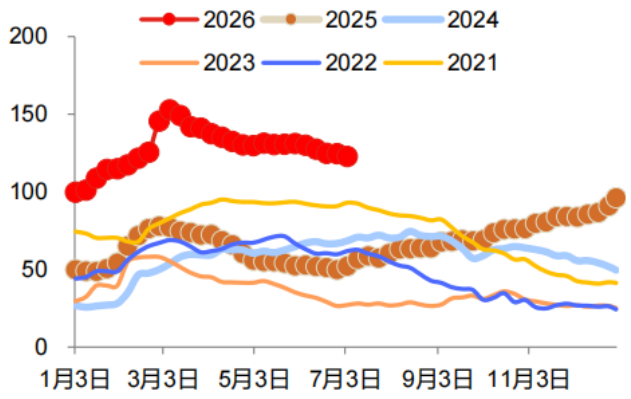
风险溢价通常围绕事件冲击。下半年事件主要包括地缘不确定性和厄尔尼诺，影响风险偏好和商品供需。具体而言：（1）风险偏好：整体抬升，中东事件无论是实际走向尾声还是情绪上的钝化，一定程度上利好风险资产。（2）商品供需：油价下行但不排除短期反弹，冲突进一步强化了“电气化”和安全需求，对铜、锂有利，对石油天然气长期需求形成压制。其中铜一方面需求端结构性增长强劲，电力基础设施、电动车、可再生能源、数据中心等驱动增长。一方面供给端的铜矿品位下降、开采难度增加，供给增长乏力。2026 年预计供给与 2025 年持平而需求大幅增长。厄尔尼诺则主要影响部分农产品供给和电力需求。

图 3：矿端供给偏紧，全球铜显性库存下降

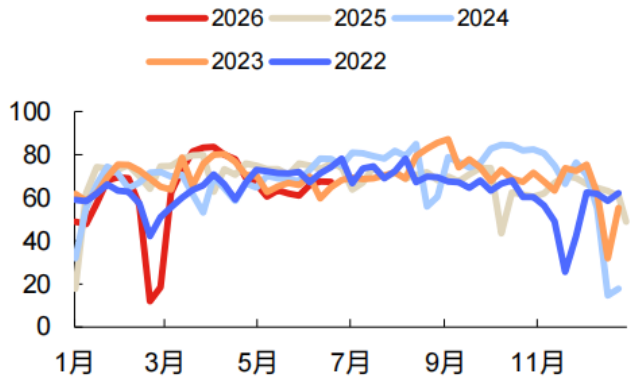
图 4：国内电解铜杆周度开工率有所回升

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：SMM，东方证券研究；单位：万吨；数据截至 20260705



数据来源：SMM，东方证券研究；单位：万吨；数据截至 20260705

五、三季度资产配置：股票结构分化，商品仍有机会

基于《资产配置以预期思维择主线》，7 月主线境内在增长，境外在利率。但增长难以持续构成主线，三季度境内主线有很大概率在中期重回风险偏好。境外则在利率和风险溢价之间。在此基础上，可得三季度资产观点和配置建议。

（一）权益：短期哑铃，中期科技

基于前文分析，境内 7 月主线不在风险偏好在增长，包括传统增长和新兴增长。对应风格从风偏相关性高的板块扩散到新兴/传统增长相关性高的板块，呈现为短期风格的均衡。但如前文所述，K 型收敛不会一蹴而就，三季度 AI 仍是主线，因此短期考虑哑铃配置，中期回归主线。在科技板块中，借鉴 2021 年新能源板块的轮动规律，科技在下游现象级应用普及前，大概率继续往上游轮动。例如，当前科创 50 相比创业 50 短期或有更高的性价比，相关 ETF：科创 50ETF 华安（588280）等。港股受益 K 型收敛的预期短期有一定机会，港股红利存在配置机会，相关 ETF：港股红利低波 ETF 景顺（159569）等。但港股不具备 AI 上游优势企业，海外利率仍有不确定性（美联储有鸽派倾向，但欧洲日本仍有加息预期），港股大的机会仍需等待。

（二）商品：多点开花，黄金不空

1、三季度商品的机会来自以下方面：

（1）供给冲击（地缘扰动/厄尔尼诺）：中东事件在可预期范围内造成的原油供给冲击正在弱化，PTA、塑料等化工品有价格下行动能。厄尔尼诺现象会导致东南亚干旱和美洲多雨，从而一方面对东南亚产区的棕榈油、橡胶等形成上行支撑，一方面对美洲产区的大豆等品种形成利空（增产）。此外，干旱带来的电力需求可能形成煤炭利多。（2）结构性需求支撑（电汽化/AI）：铜、锂受益于长期需求。（3）对实物资产的追捧：因发达国家近年来大规模财政扩张带来的财政可持续性担忧。（4）美联储预期转向的可能为全球定价的贵金属和工业品提供流动性支撑。

2、黄金：

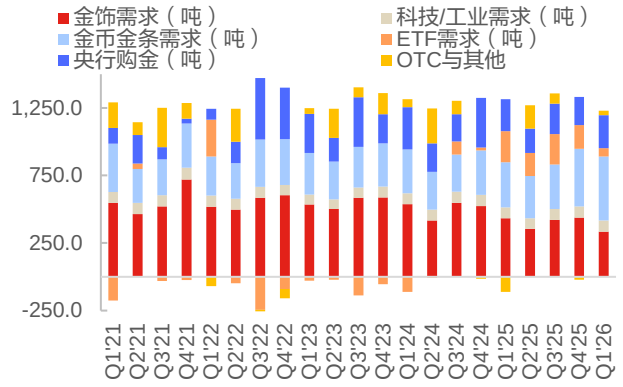
有观点认为黄金短期回归投资属性。我们从二季度伊始就明确了黄金投资属性的回归和主导。从主线的角度，海外去年的主线在风险偏好，今年在美债利率。所以去年黄金看货币属性，今年只能看投资属性。因今年主线不在风险偏好，故而讨论黄金是风险资产还是避险资产意义不大。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

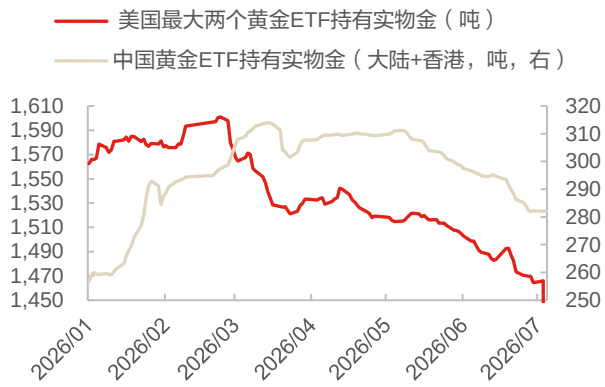
如图。2025 年以来黄金 ETF 对黄金有了更强的边际定价权，而黄金 ETF 申赎是黄金投资属性的典型代表。3 月以来，美国黄金 ETF 经历了持续赎回。三季度美联储降息预期有一定概率强化，而 9 月初外部环境催化可能弱化美元信用从而在货币属性上利好黄金。整体而言，三季度黄金不悲观。但当前动能较弱，上涨分歧较大，隐波低位，短期尚不具备快速抬升的基础。

图 5：2025 年以来黄金 ETF 申购对金价影响较大（单位：吨）



数据来源：世界黄金协会，东方证券研究；数据截至 20260331

图 6：今年以来美国 ETF 赎回较大



数据来源：Wind，Bloomberg，东方证券研究；数据截至 20260708

风险提示

1、 极端风险事件，例如中美关系、全球地缘超预期事件等，可能打破统计上的历史规律；

2、 量化指标失效的风险；报告所选指标可在一定程度上体现增长、利率、风险溢价等因子但存在局限性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

东方证券
ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。