

资产概览：权益跑赢商品，日元兑美元大幅升值

——大类资产配置全球跟踪 2026 年 8 月第 1 周

本报告导读：

7/24 至 7/31 期间，权益在连续 3 周跑输商品后重新跑赢，港股领涨。美联储 9 月加息概率升至 67%；英镑兑美元年内小幅收涨，日元兑美元大幅升值 3.9% 至 157.5。

投资要点：

- 跨资产比较：权益跑赢商品。**7/24 至 7/31 期间，（1）跨资产表现：7/24 至 7/31 期间，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在 3.50% 至 3.75% 不变，符合市场预期。但本次决议出现三张反对票，且反对者均主张加息 25bp。市场将本次议息结果解读为“鹰派的按兵不动”，美联储内部更强的鹰派信号也进一步推升了美联储加息预期。截至 8 月 2 日，市场预期美联储 9 月加息概率由 57.3% 升至 67.0%，加息路径由 2026 年 9 月和 12 月调整为 2026 年 9 月和 2027 年 1 月。此外，沃什正考虑减少美联储制定利率的例行会议场次，也加大了市场对未来政策节奏变化的关注。跨资产表现方面，10 年期美债收益率升至 4.75%。美元指数则下跌 1.7%，并跌破 100 关键关口；日元兑美元大幅升值 3.9% 至 157.5。商品在连续三周跑赢权益后，上周转为跑输权益。权益市场内部，港股表现突出，恒科领涨。（2）**相关系数：**A 股与港股正相关程度连降 7 周至 0.36（0.38→0.36），A 股与国债负相关程度边际下降（-0.22→-0.20）；美元与港股负相关程度边际提升（-0.45→-0.48）。

- 权益：恒科领涨，科创 50 领跌。**MSCI 全球指数（+1.4%）由跌转涨。区域表现呈现“新兴优于前沿和发达，亚洲优于欧洲和北美”的格局，且呈现普涨情况。从全球主要股指看，（1）发达市场中，美股整体反弹，科技成长相对占优。纳指（+1.6%）涨幅居前，标普 500（+1.0%）与道指（+1.0%）同步上涨。欧洲市场延续上涨，德国 DAX（+2.1%）、法国 CAC40（+1.6%）、STOXX50（+1.2%）与英国富时 100（+1.2%）均录得正涨幅。亚太发达市场表现偏弱，日经 225（-0.4%）小幅下跌。港股表现明显较强，恒指（+3.7%）与恒科（+4.3%）均明显上涨。（2）新兴市场中，A 股整体分化，科创成长明显承压。万得全 A（-0.1%）小幅收跌，上证指数（+0.5%）上涨，但深证成指（-1.4%）与沪深 300（-1.3%）回调。小盘指数相对较强，中证 1000（+1.1%）与国证 2000（+1.4%）上涨；但成长方向明显走弱，创业板指（-3.9%）与科创 50（-8.5%）跌幅较大。韩国市场延续弱势，韩国 KOSPI（-1.4%）、KOSDAQ（-3.8%）继续回调但跌幅收窄。

- 债券：中债熊平，美债牛陡。（1）中债：**收益率曲线整体上移，10Y-2Y 期限利差边际收窄，整体呈“熊平”特征。AAA 级（除 1Y 外）票据收益率普遍上行，3Y（含）信用利差边际收窄。（2）**美债：**收益率曲线整体下移，10Y-2Y 期限利差边际上涨，呈“牛陡”特征。

- 商品与汇率：商品下跌，美元下跌。（1）商品：**南华（-2.6%）、CRB 商品（-2.7%）指数由涨转跌，年内涨幅分别为 5%、28.9%。13 类主要商品的期货结算价中 4 类录得上涨。其中，铝（+1.9%）、COMEX 铜（+1.7%）领涨；原油 Brent（-6.9%）、焦煤（-6.8%）领跌。原油 Brent（+48.1%）、原油 WTI（+47.5%）年内涨幅跌回 50% 以下。COMEX 铜（+13.8%）年内涨幅破 10% 且库存连续 16 周上涨。（2）**汇率：**美元指数由涨转跌（-1.7%）。非美主要货币中，欧元、英镑、人民币（CFETS）、日元兑美元分别升值 1.4%、1.2%、0.4%、3.9%。

- 风险提示：**数据时效性；宏观环境显著变化；资产走势超预期；地缘摩擦。




 登记编号

方奕(分析师)

021-38031658

fangyi2@gtht.com

S0880520120005




 登记编号

郭佼佼(分析师)

021-38031042

guojiaojiao2@gtht.com

S0880523070002

相关报告

市场情绪渐暖，消费与应用端引领修复

2026.08.02

韩国市场去杠杆：进程与展望 2026.07.31

ETF 资金持续流入，融资资金流出放缓

2026.07.30

电子景气延续高增，地缘反复推升油价

2026.07.30

资产概览：原油驱动商品连续 3 周跑赢权益

2026.07.27

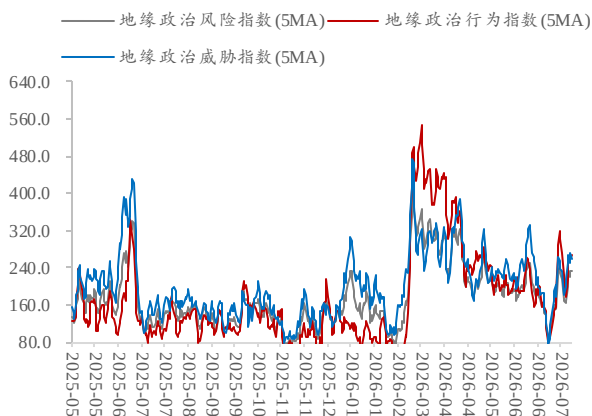
目录

1. 跨资产：权益跑赢商品.....	3
2. 权益：恒科领涨，科创 50 领跌.....	5
3. 债券：中债熊平，美债牛陡.....	8
4. 商品与汇率：商品下跌，美元下跌.....	10
4.1. 商品指数下跌.....	10
4.2. 美元指数下跌.....	12
5. 风险提示.....	13

1. 跨资产：权益跑赢商品

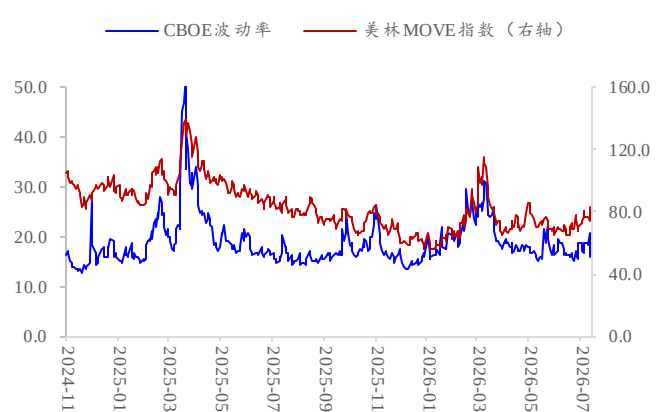
权益跑赢商品。7/24 至 7/31 期间，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在 3.50% 至 3.75% 不变，符合市场预期。但本次决议出现三张反对票，且反对者均主张加息 25bp。市场将本次议息结果解读为“鹰派的按兵不动”，美联储内部更强的鹰派信号也进一步推升了美联储加息预期。截至 8 月 2 日，市场预期美联储 9 月加息概率由 57.3% 升至 67.0%，加息路径由 2026 年 9 月和 12 月调整为 2026 年 9 月和 2027 年 1 月。此外，沃什正考虑减少美联储制定利率的例行会议场次，也加大了市场对未来政策节奏变化的关注。跨资产表现方面，10 年期美债收益率升至 4.75%。美元指数则下跌 1.7%，并跌破 100 关键关口；日元兑美元大幅升值 3.9% 至 157.5。商品在连续三周跑赢权益后，上周转为跑输权益。权益市场内部，港股表现突出，恒科领涨。

图1: 全球地缘政治风险 7/27 较 7/20 边际上涨



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

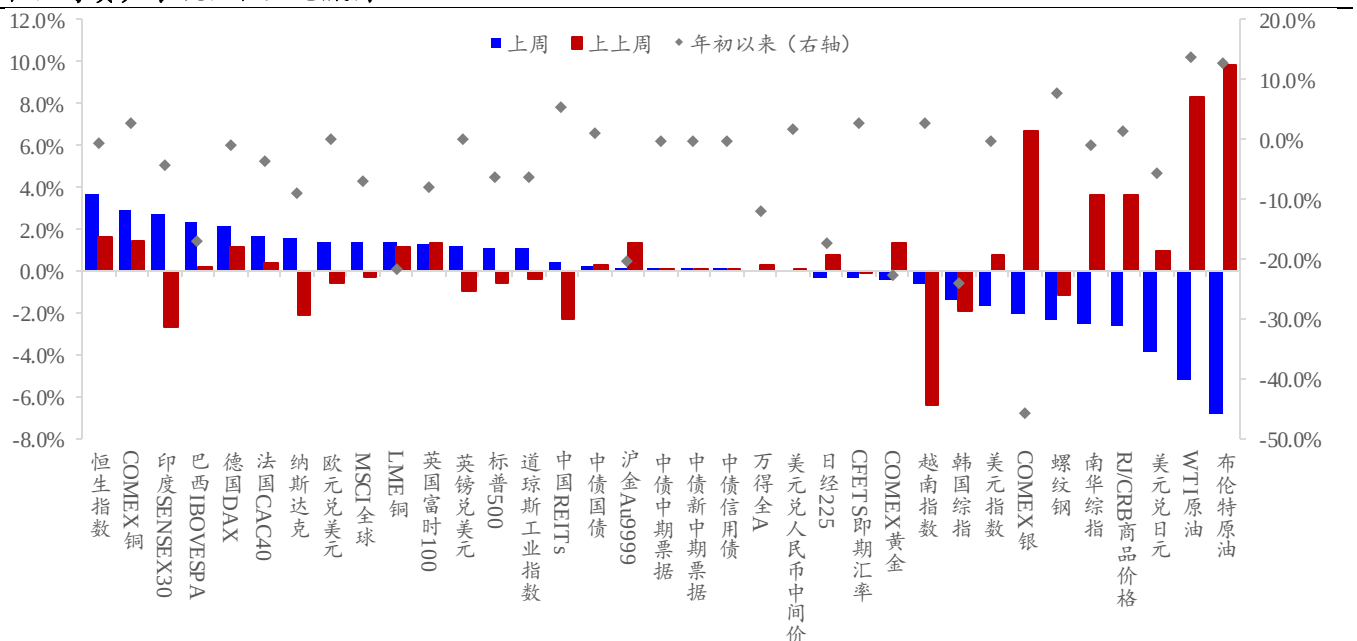
图2: VIX 指数下降，MOVE 指数上升



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：单位：点。

图3: 跨资产表现：权益跑赢商品

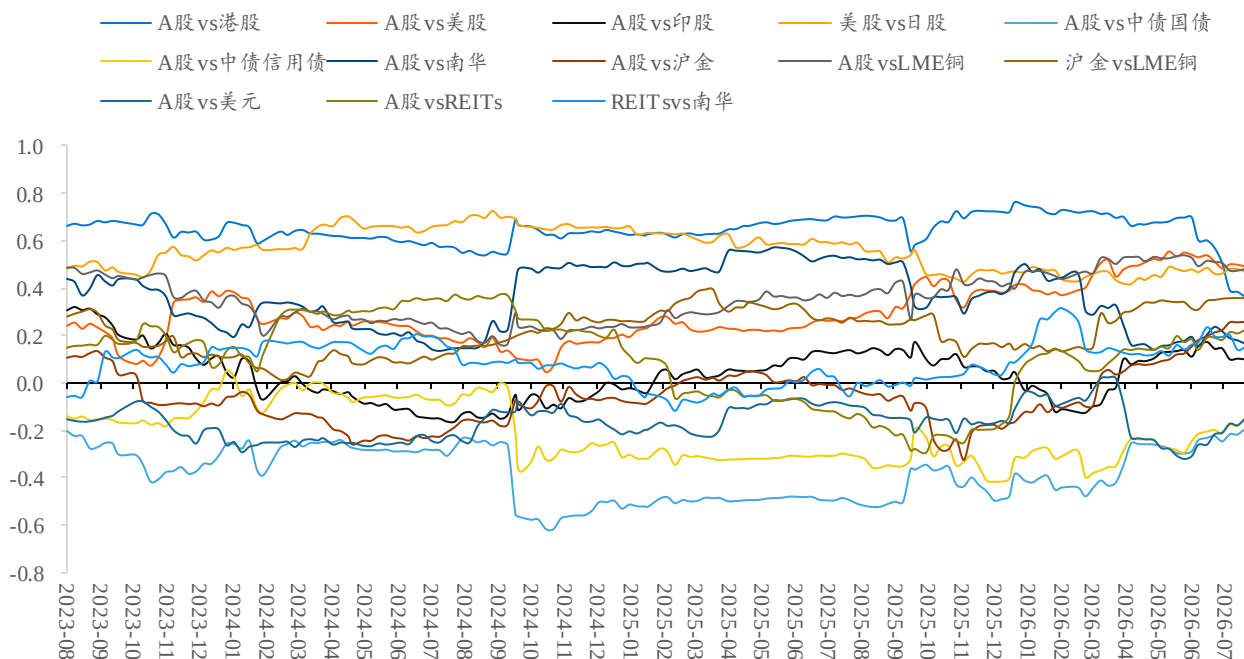


数据来源：Wind，国泰海通证券研究

相关性方面，A 股与港股正相关程度升至 0.36；A 股与国债负相关程度降至 0.2；美元与港股负相关程度升至 0.48。1 年滚动相关系数显示，从整体看，A 股与港股、南华商品间正相关。A 股和中国国债、信用债、沪金、

Reits 间负相关。南华商品与 REITs、A 股与印股间弱相关。截至 7 月 31 日，A 股与港股正相关程度连降 7 周至 0.36 (0.38→0.36)，A 股与国债负相关程度边际下降 (-0.22→-0.20)；美元与港股负相关程度边际提升 (-0.45→-0.48)。

图4：相关性：A 股与港股正相关程度升至 0.36；A 股与国债负相关程度降至 0.2；美元与港股负相关程度升至 0.48



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

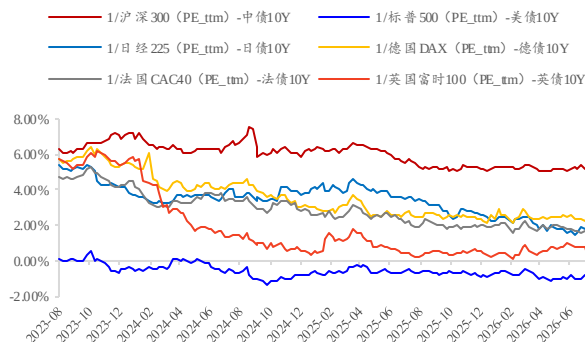
注：1 年 52 周滚动相关系数。

从相对价值看，权益与债券市场方面，沪深 300 相对 10Y 中债的风险溢价边际小幅下降，标普 500 相对 10Y 美债的风险溢价边际上升。截至 7 月 31 日，沪深 300 相对 10 年国债的风险溢价水平为 5.22%，较前一周下降 0.001%，2010 年以来的分位数为 46.5%；标普 500 相对 10 年美债的风险溢价为 -0.76%，较前一周上涨 0.07%，2010 年以来的分位数为 5.4%。

权益与商品方面，沪深 300 相对南华商品的风险溢价水平边际上升。通过取股票风险溢价与商品风险溢价的差值作为股票相对于商品的风险溢价后发现，A 股相对南华的风险溢价水平为 10.6%，较前一周大幅上升。

金属与原油方面，金油比、金银比、金铜比均下降。7/24 至 7/31 期间，COMEX 金价、铜价上涨；银价、油价下跌。对应地，金油比、金铜比、金银比分别为 45.6、635.2、71.1，较上上周分别变化 3.5、-5.1、2.0。

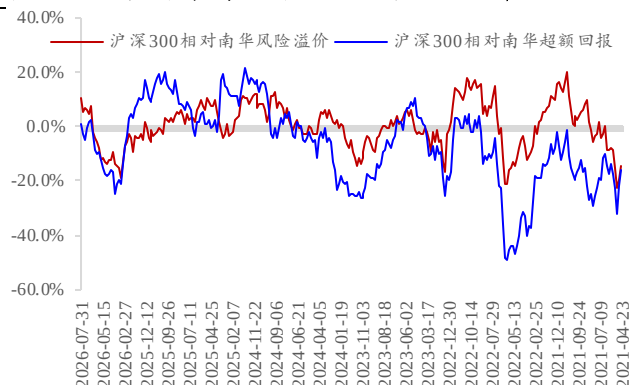
图5: A股相对债券的风险溢价水平边际下降



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

注: 单位: %。

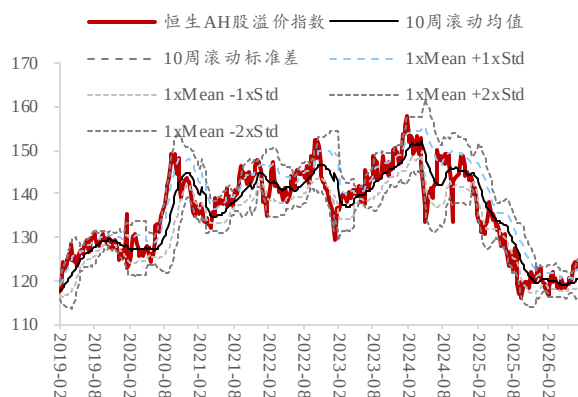
图6: A股相对于商品的风险溢价边际上升



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

注: 股票相对商品风险溢价=股票相对债券的风险溢价-商品相对PPI 同比的风险溢价。

图7: AH溢价指数边际上升



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图8: 金油比、金银比边际上升; 金铜比边际下降

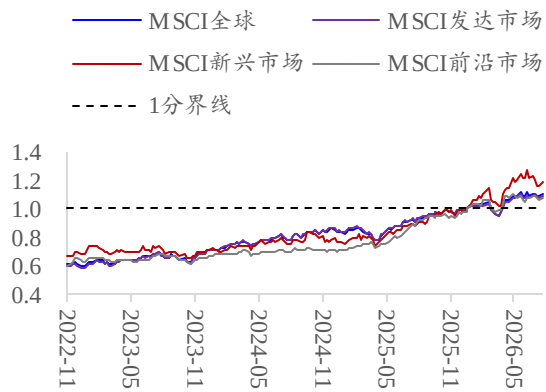


数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

2. 权益：恒科领涨，科创50领跌

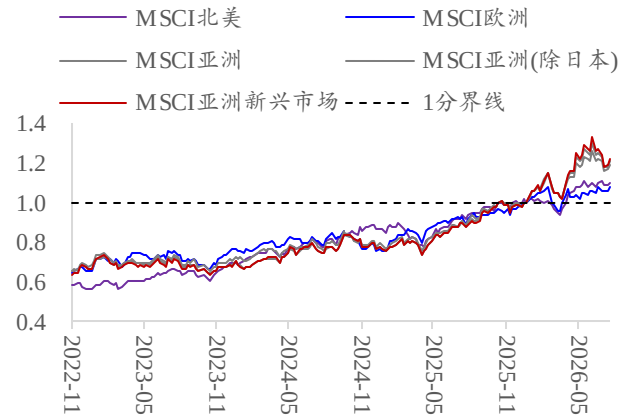
恒科领涨，科创50领跌。7/24至7/31期间，MSCI全球指数由跌转涨，涨幅约1.4%。区域表现呈现“新兴优于前沿和发达，亚洲优于欧洲和北美”的格局，且呈现出普涨情况。从全球主要股指看，（1）发达市场中，美股整体反弹，科技成长相对占优。纳指（+1.6%）涨幅居前，标普500（+1.0%）与道指（+1.0%）同步上涨，罗素2000（0.0%）基本持平。欧洲市场延续上涨，德国DAX（+2.1%）、法国CAC40（+1.6%）、STOXX50（+1.2%）与英国富时100（+1.2%）均录得正涨幅。亚太发达市场表现偏弱，日经225（-0.4%）小幅下跌。港股表现明显较强，恒指（+3.7%）、恒生国企（+4.1%）与恒科（+4.3%）均明显上涨。（2）新兴市场中，A股整体分化，科创成长明显承压。万得全A（-0.1%）小幅收跌，上证指数（+0.5%）上涨，但深证成指（-1.4%）与沪深300（-1.3%）回调。小盘指数相对较强，中证1000（+1.1%）与国证2000（+1.4%）上涨；但成长方向明显走弱，创业板指（-3.9%）与科创50（-8.5%）跌幅较大。韩国市场延续弱势，韩国KOSPI（-1.4%）、KOSDAQ（-3.8%）继续回调但跌幅收窄。其他新兴市场整体表现较强，印度SENSEX30（+2.7%）与NIFTY50（+2.6%）、巴西IBOVESPA（+2.3%）、俄罗斯RTS（+1.0%）、墨西哥MXX（+0.8%）、印尼综指（+0.6%）均上涨；相比之下，越南指数（-0.6%）小幅下跌。

图9: 权益表现: 新兴>前沿>发达



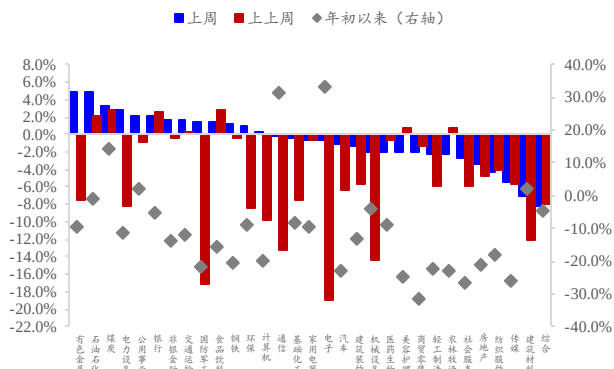
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图10: 权益表现: 亚洲>欧洲>北美



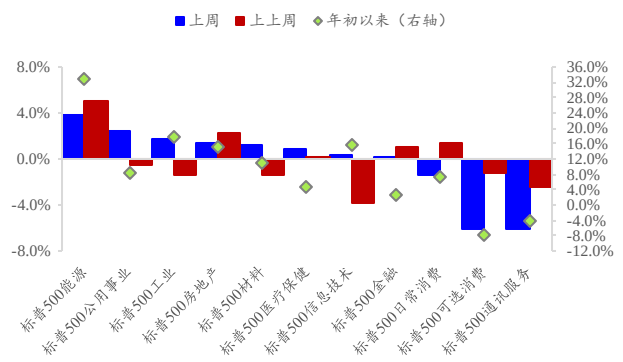
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图14: CNA 股领涨行业为有色/石油石化/煤炭



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图15: US 美股领涨行业为能源/公用事业



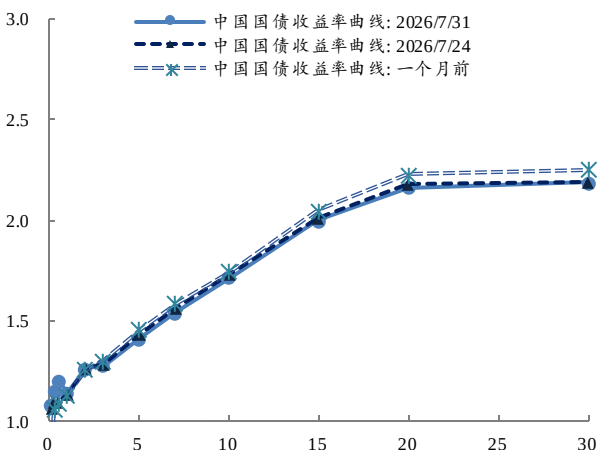
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

3. 债券：中债熊平，美债牛陡

中债：收益率曲线“熊平”，信用利差长端边际收窄。7/24至7/31期间，中债收益率曲线整体上移，10Y-2Y期限利差边际收窄，整体呈“熊平”特征。其中，3M、1年、2年、10年期收益率变化+5.5、+0.7、-0.9、-1.4bp至1.15%、1.15%、1.26%、1.71%。10Y-2Y期限利差较前值下降0.5bp至0.45%。信用债方面，AAA级（除1Y外）票据收益率普遍上行，3Y（含）信用利差边际收窄。

美债：收益率曲线“牛陡”。7/24至7/31期间，美债收益率曲线整体下移，10Y-2Y期限利差边际上涨，呈“牛陡”特征。具体看，3M、1年、2年、10年期收益率分别变化-13、-6、-5、+6bp至3.83%、4.08%、4.28%、4.75%。10Y-2Y期限利差较前值上涨11bp至0.47%。根据CME FedWatch数据，截至8月02日，市场预期美联储9月加息概率由57.3%上升至67%，加息路径从26年9月和12月变为26年9月和27年1月。

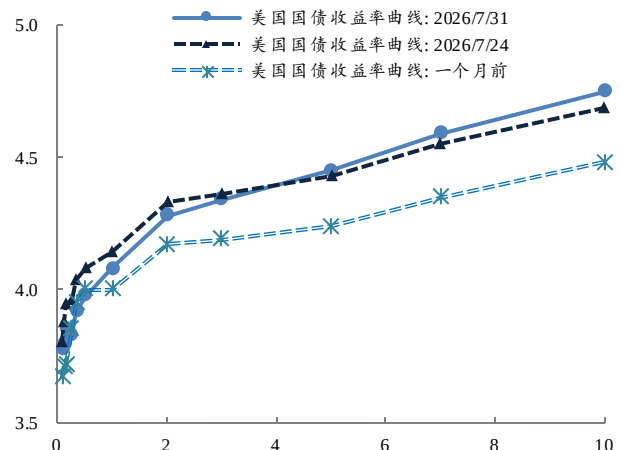
图16: CN 利率债收益率曲线“熊平”



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

注: 单位: %。

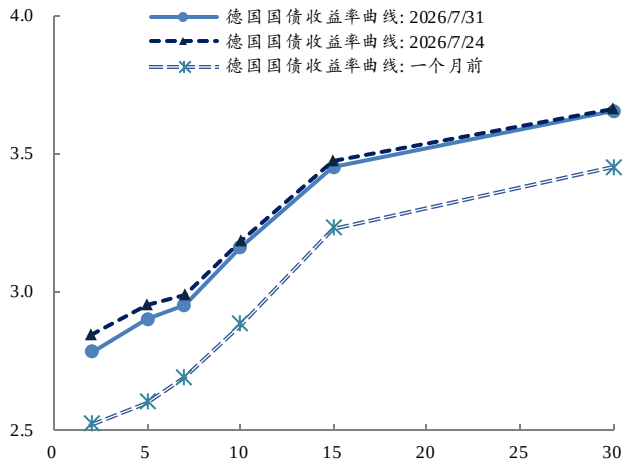
图17: US 利率债收益率曲线“牛陡”



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

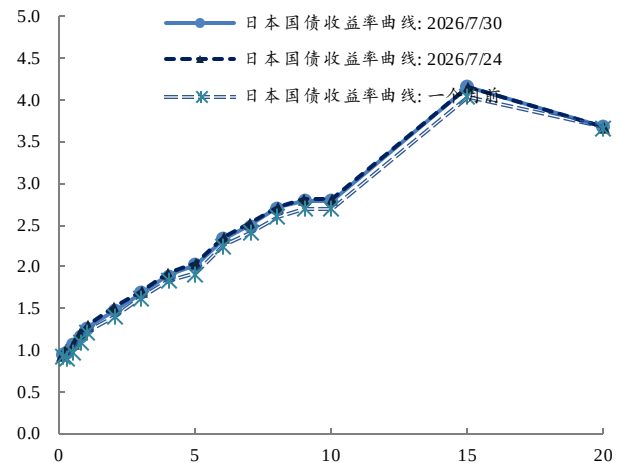
注: 单位: %。

图18: DE 德国利率债收益率曲线“牛陡”



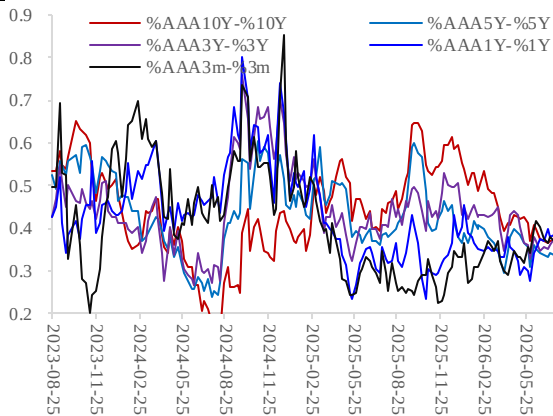
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究
 注: 单位: %。

图19: JP 利率债收益率曲线“牛陡”



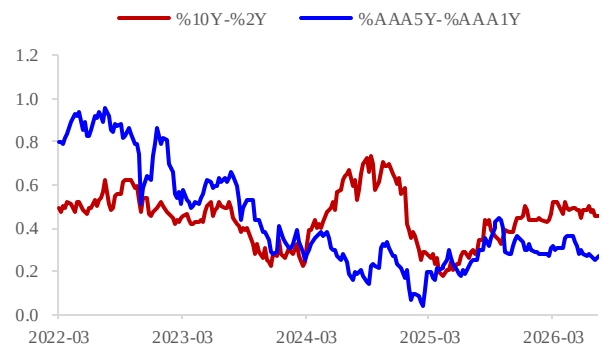
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究
 注: 单位: %。

图20: CN3M 长端信用利差边际收窄



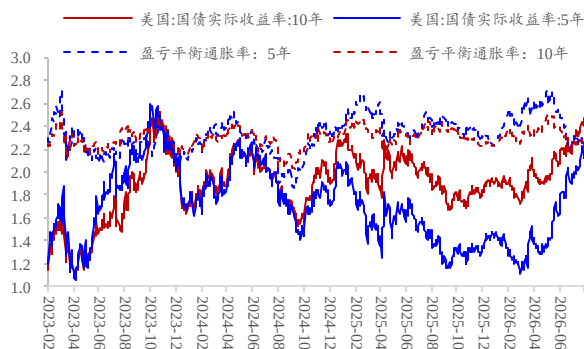
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图21: CN 利率债期限利差边际收窄



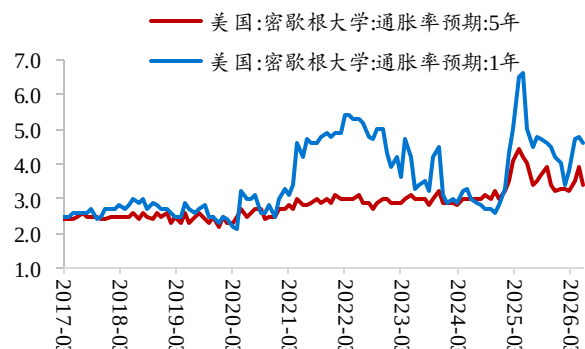
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图22: US10 年盈亏平衡通胀率边际上涨



数据来源: 美联储, 国泰海通证券研究

图23: US 7 月密歇根大学 1 年通胀预期边际下降



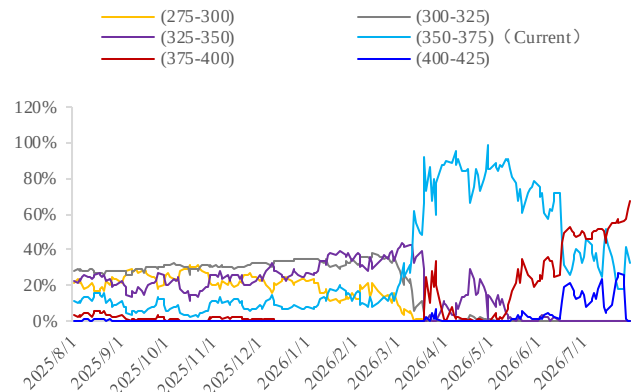
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图24: 美联储 9 月加息概率升至 67% (08/02)

Meeting Date	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.0%	0.0%	33.0%	67.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	22.8%	56.5%	20.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	12.1%	40.7%	37.5%	9.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	9.1%	33.5%	38.3%	16.7%	2.5%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	6.2%	25.9%	36.8%	23.4%	6.9%	0.8%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	5.4%	23.4%	35.4%	25.1%	9.0%	1.6%	0.1%
2027/6/9	0.0%	0.0%	5.2%	22.6%	34.9%	25.6%	9.7%	1.9%	0.2%
2027/7/28	0.0%	0.1%	5.6%	22.9%	34.7%	25.2%	9.5%	1.8%	0.2%
2027/9/15	0.0%	0.6%	7.2%	24.0%	33.8%	23.8%	8.8%	1.7%	0.1%
2027/10/27	0.1%	1.1%	8.3%	24.6%	33.1%	22.8%	8.3%	1.6%	0.1%
2027/12/8	0.2%	2.0%	10.5%	25.8%	31.7%	20.8%	7.4%	1.4%	0.1%

数据来源: CME, 国泰海通证券研究

图25: US 9 月加息概率变化趋势 (08/02)



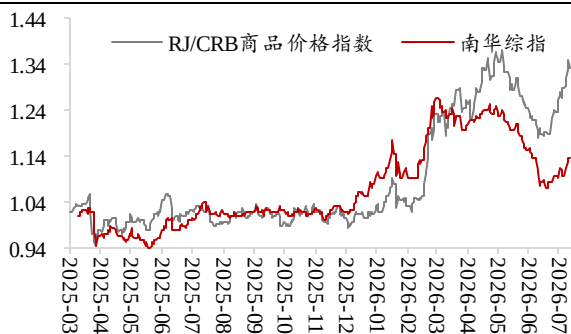
数据来源: CME, 国泰海通证券研究

4. 商品与汇率: 商品下跌, 美元下跌

4.1. 商品指数下跌

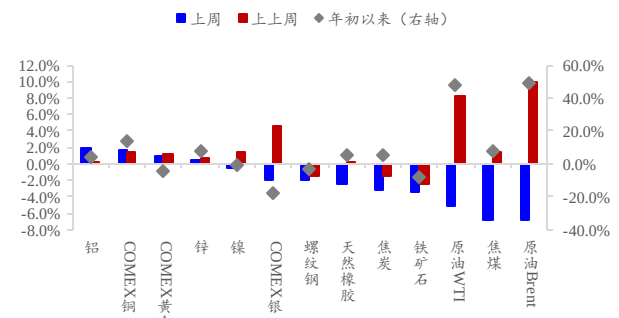
商品指数下跌, 原油领跌。7/24 至 7/31 期间, 南华 (-2.6%)、CRB 商品 (-2.7%) 指数由涨转跌, 年内涨幅分别为 5%、28.9%。从期货结算价看, 13 类主要商品中 4 类录得上涨。其中, 铝 (+1.9%)、COMEX 铜 (+1.7%) 领涨; 原油 Brent (-6.9%)、焦煤 (-6.8%) 领跌。原油 Brent (+48.1%)、原油 WTI (+47.5%) 年内涨幅跌回 50% 以下。COMEX 铜 (+13.8%) 年内涨幅破 10%。库存方面, COMEX 黄金库存下降, 降速慢于过去 3 年均值; COMEX 白银库存上涨, 增速快于过去 3 年均值; COMEX 铜库存连续 16 周上涨, 上周增速慢于过去 3 年均值; 美国商业原油库存下降, 降速快于过去 3 年均值。

图26: 南华综指、CRB 商品指数由涨转跌



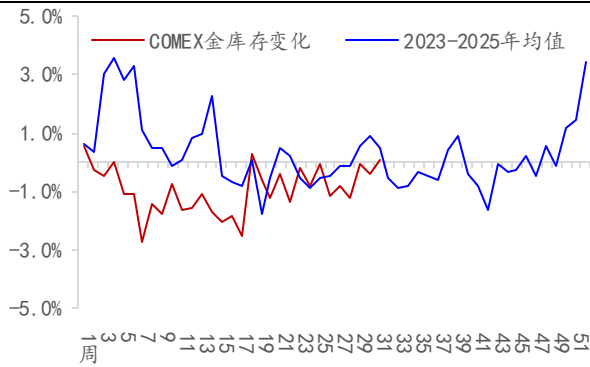
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图27: 4 类商品期货结算价均上涨



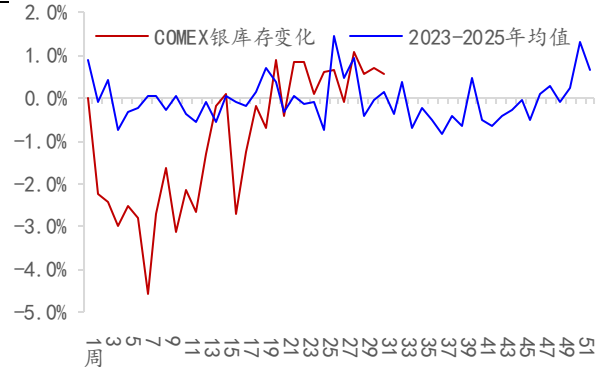
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图28: COMEX 黄金库存下降, 降速慢于过去3年均值



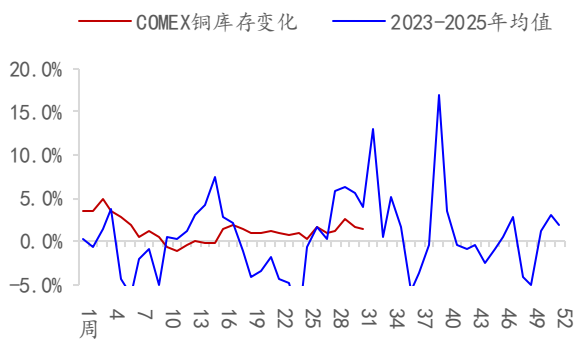
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图29: COMEX 银库存上涨, 增速快于过去3年均值



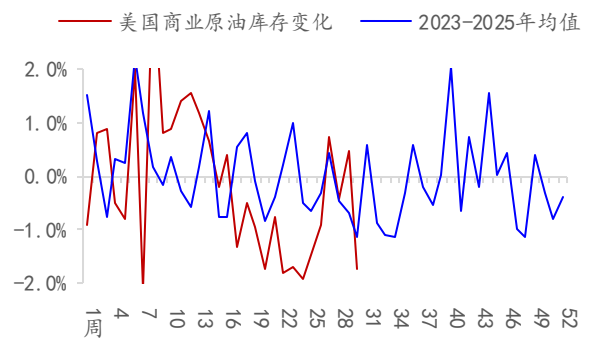
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图30: COMEX 铜库存上涨, 增速慢于过去3年均值



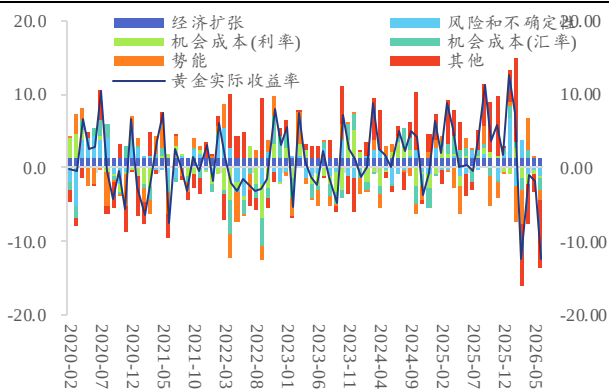
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图31: 美国商业原油库存下降, 降速快于过去3年均值



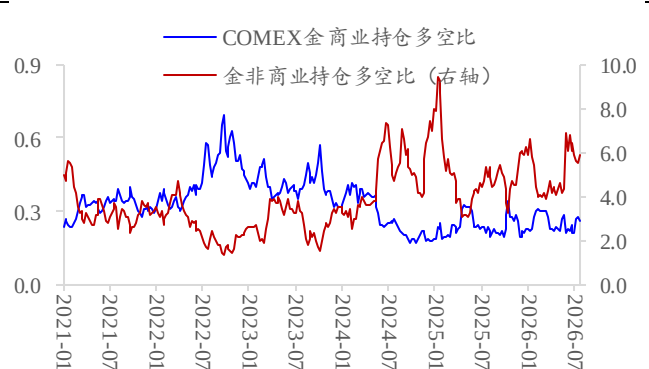
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图32: 金价6月主要拖累是汇率/势能/不确定性(%)



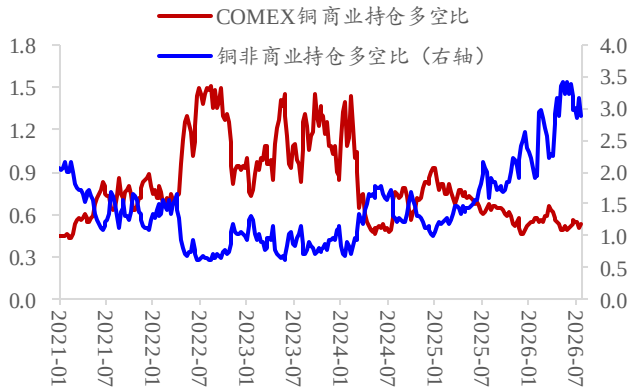
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图33: 黄金期货非商业持仓多空比边际上涨(07/28)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图34: 铜期货非商业持仓多空比边际下降 (07/28)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图35: 银期货非商业持仓多空比边际下降 (07/28)

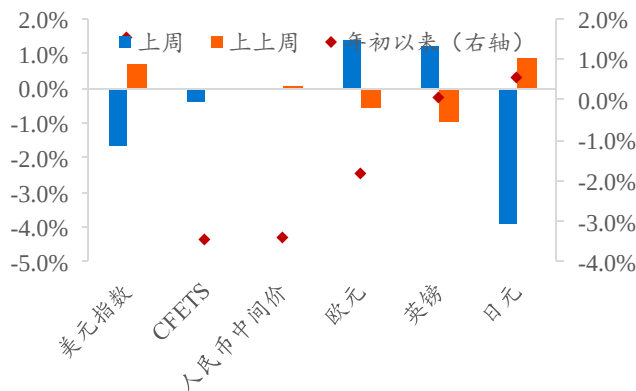


数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

4.2. 美元指数下跌

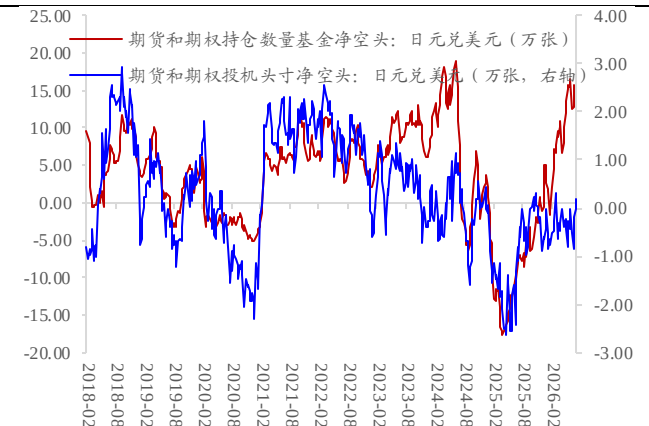
美元指数下跌，日元兑美元大幅升值至157.5。7/24至7/31期间，美元指数由涨转跌（-1.7%）。非美主要货币中，欧元、英镑、人民币（CFETS）、日元兑美元分别升值1.4%、1.2%、0.4%、3.9%。自年初以来，美元指数累计上涨1.5%。人民币（CFETS）、英镑兑美元累计升值3.5%、0.1%。欧元、日元兑美元累计贬值1.9%、0.5%。

图36: 美元指数下降1.7% (07/17-07/24)



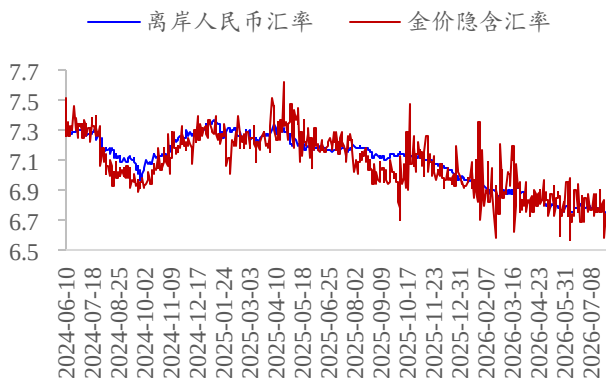
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图37: 日元投机头寸空头力量转弱 (07/28)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

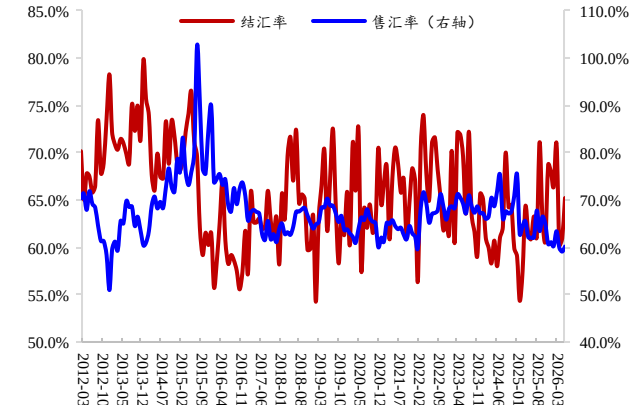
图38: 金价隐含离岸人民币汇率边际升值



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

注: 金价隐含离岸人民币汇率=单克沪金价/单克 COMEX 金价。

图39: 银行6月结汇率/售汇率边际上升



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

注: 银行结汇率/售汇率为银行代客结汇/售汇与代客涉外收付款的比值。

5. 风险提示

数据时效性；宏观环境显著变化；资产走势超预期；地缘摩擦。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
股票投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数
行业投资评级		

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666