下载日志已记录，仅供内部参考

投资策略

美债“抢跑”上行的择时经验

一、策略专题：美债“抢跑”上行的择时经验

前言：今年以来，尽管美联储持续“按兵不动”，但长期美债利率则震荡抬升，本周再度迫近 5%关口。美债“抢跑”上行的驱动力该如何理解？历次美债“抢跑”又有哪些经验值得借鉴？本篇报告将围绕此展开讨论。

（一）美债“抢跑”上行的特征与归因。以美联储政策目标利率为参照，美债利率自 2000 年以来的“抢跑”上行阶段大致有 50 段，平均持续时长在月度级别，一般不会超过季度级别；美债利率日均变动幅度的中位数水平在 0.9BP 左右，仅少数极端的陡峭变动会超过 2.0BP 左右。归因来看，“抢跑”上行的驱动力大致可以分为风险中性利率和期限溢价两类，后者的持续时长一般稍长。

（二）美债“抢跑”上行如何影响 A 股择时？美债“抢跑”上行短期性决定其影响将更多体现在风险偏好上。历史上看，驱动因素与估值水平是影响差异的关键：其一，对大势而言，驱动因素与市场估值同样重要：在高估值状态下，无论驱动因素，形成卖点信号的概率均偏高；在中估值状态下，形成买点信号的概率均偏高，且期限溢价驱动的信号置信度会更高。其二，对风格而言，“抢跑”上行的驱动因素更为关键，估值因素次之：危机恐慌性因素导致的“抢跑”上行更易将市场推向阶段性的防御避险轮动，对估值的敏感性相对偏弱；而流动性担忧因素导致的“抢跑”上行则更多带动亢奋期或者悲观期的防御情绪升温。

（三）如何看待押注周期拐点的胜率与赔率？定量上看，押注政策拐点的胜率并不高。在 13 段可参考的样本中，真正在后续确认货币政策拐点的样本仅有 3 次。其次，在押注政策拐点失败的样本中，未来 20 日、60 日、90 日的胜率仅保持在 40%-50%左右，经验胜率偏低；就赔率而言，若并未触发政策拐点，未来 20 日、60 日、90 日的历史经验赔率大致在 1.3-1.8 倍左右。后续能否实现持续的正向回报，不仅有赖于未触发货币政策拐点，也有赖于基本面支撑的继续走强。鉴于基本面后续走向仍待观察，阶段性的防御与再均衡应具备较高性价比。

二、本周市场表现回顾（本周指 9 月 13 日当周）

A 股市场：本周市场普遍延续偏弱震荡，仅创业板指小幅逆势收涨，北证 50、微盘股、上证 50 跌幅居多；风格层面，其他服务与上游资源、大盘、高市盈率和绩优股相对占优；行业层面，通信、建材、军工涨幅居前，非银、计算机、美护等行业跌幅居多。

海外股市：本周全球主要股指涨跌分化，其中韩国综合指数、巴西 IBOVESPA 指数逆势涨幅居前，恒生指数、澳洲标普 200、印度 SENSEX30 跌幅居多。具体来看：美股三大指数集体收跌，能源、通讯服务逆势领涨，医疗保健、材料跌幅居多；港股三大指数集体收跌，医疗保健、必选消费跌幅居多，仅公用事业小幅逆势收涨。

重点商品：商品表现分化，原油继续攀升，金属普遍回调。其中 WTI 原油、ICE 布油涨幅居多；天然气、铁矿石、伦敦银跌幅居多。

风险提示：1、地缘政治恶化；2、历史经验有效性失效；3、政策超预期变化。

作者

分析师　杨柳

执业证书编号：S0680524010002

邮箱：yangliu3@gszq.com

分析师　王程锦

执业证书编号：S0680522070004

邮箱：wangchengjin@gszq.com

相关研究

1、《投资策略：技术分析系列：市场进入震荡休整期，关注前低区域的支撑》 2026-09-07

2、《投资策略：库存周期的广度、传导与投资信号》 2026-09-07

3、《海外市场：关注 AI 及硬件催化——2026 年 9 月港股金股推荐》 2026-09-02

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、策略专题：美债“抢跑”上行的择时经验 3
二、本周市场表现回顾（本周指 9 月 13 日当周） 6
2.1 A 股市场 6
2.2 全球股市 7
2.3 重点商品 8
风险提示 9

图表目录

图表 1： 10Y 美债利率与美联储目标利率水平对比 3
图表 2： 历次美债“抢跑”上行样本的特征统计 3
图表 3： 10Y 美债利率贡献拆解：中性利率 VS 期限溢价 3
图表 4： 图表 2：历次美债“抢跑”上行样本的特征统计 3
图表 5： 期限溢价主导的“抢跑”上行阶段的胜率、涨跌幅统计结果 4
图表 6： 中性风险利率主导的“抢跑”上行阶段的胜率、涨跌幅统计结果 4
图表 7： 全样本信号缺乏明确指向，但结合估值拆分后，买卖胜率在概率上存在明显差异 4
图表 8： 美债利率“抢跑”上行对风格轮动影响的历史统计结果 5
图表 9： 通胀预期与实际通胀水平对比（单位：%） 5
图表 10： 中性风险利率节奏与加息预期变化节奏对比 5
图表 11： 事后证真货币政策周期拐点的三次样本市场表现 6
图表 12： 事后证伪货币政策周期拐点的十次样本市场表现统计 6
图表 13： A 股核心指数本周涨跌幅（%） 6
图表 14： A 股各类风格指数本周涨跌幅（%） 6
图表 15： 科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300 走势 7
图表 16： 中证 2000/沪深 300、微盘股/沪深 300 走势 7
图表 17： 申万一级行业本周涨跌幅（%） 7
图表 18： 全球重要股指本周涨跌幅（%） 8
图表 19： 美股市场与行业指数本周涨跌幅（%） 8
图表 20： 港股市场与行业指数本周涨跌幅（%） 8
图表 21： 重点商品价格本周涨跌幅（%） 8
图表 22： 铜金比、油金比走势 8

下载日志已记录，仅供内部参考

一、策略专题：美债“抢跑”上行的择时经验

前言：今年以来，尽管美联储持续“按兵不动”，但长期美债利率则震荡抬升，本周再度迫近 5%关口。美债“抢跑”上行的驱动力该如何理解？历次美债“抢跑”又有哪些经验值得借鉴？本篇报告将围绕此展开讨论。

（一）美债“抢跑”上行的特征与归因

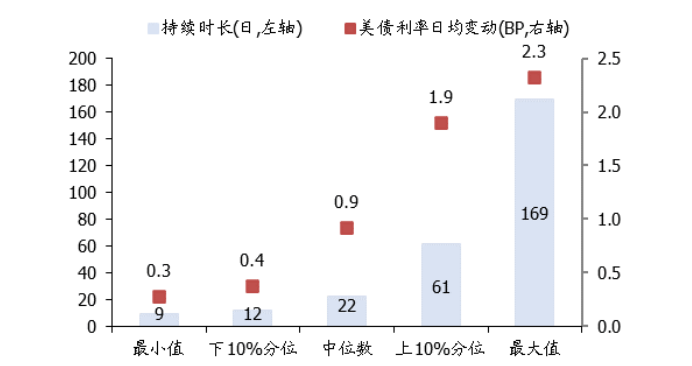
首先，如何定义所谓的“抢跑”上行？我们以美国政策利率作为比较基准，若美债利率在政策利率“按兵不动”阶段出现阶段性的趋势抬升，则可以视作债券市场存在一定的上行“抢跑”定价。2000 年以来，类似的“抢跑”上行阶段大致有 50 余段样本，平均持续时长在月度级别（中位数对应 22 天），多数的“抢跑”上行一般不会超过季度级别（上 10%分位对应 61 天）；从美债利率变动幅度看，日均变动幅度的中位数水平在 0.9BP 左右，仅少数极端的陡峭变动会超过 2.0BP 左右（上 10%分位对应 1.9BP）。

图表1：10Y 美债利率与美联储目标利率水平对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

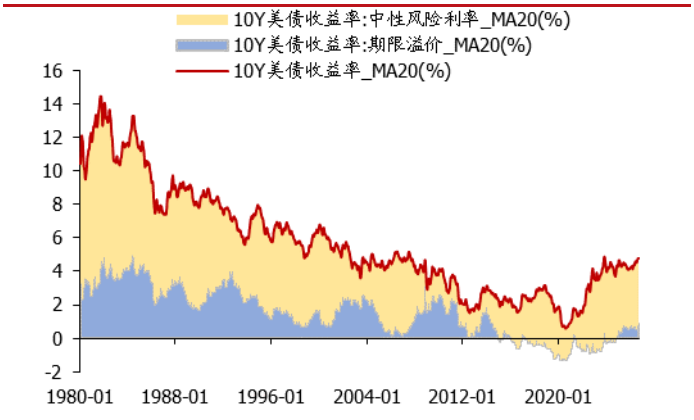
图表2：历次美债“抢跑”上行样本的特征统计



资料来源：Wind，国盛证券研究所

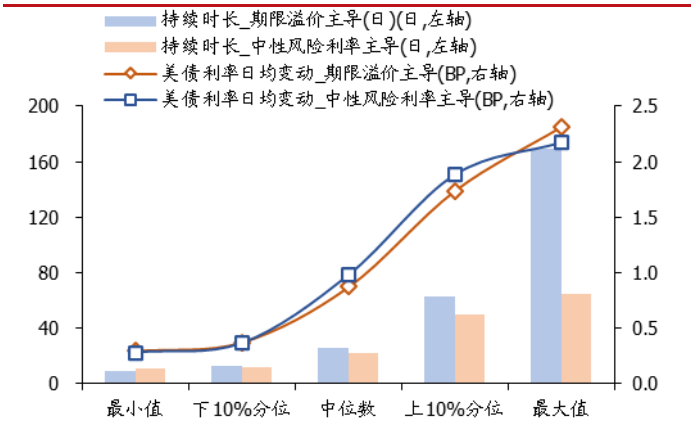
归因来看，“抢跑”上行的驱动力大致可以分为两类：一是提前定价政策利率调整的预期（如通胀/就业等催化），可通过风险中性利率水平变动进行刻画；二是提前定价未来不确定性对应的风险溢价（如债务风险、财政政策变动等风险催化），可用期限溢价利率水平加以刻画。历史上看，更多美债“抢跑”上行源自期限溢价的主导驱动，占比超 70%；就持续时长而言，期限溢价主导的样本平均持续时长稍长于中性风险利率主导的样本，分别对应 26 天和 22 天的中位数水平；就美债利率的日均变动幅度看，两类驱动样本的日均变动幅度相差不大，中位数均在 0.9-1.0BP 左右。

图表3：10Y 美债利率贡献拆解：中性利率 VS 期限溢价



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：图表 2：历次美债“抢跑”上行样本的特征统计



资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

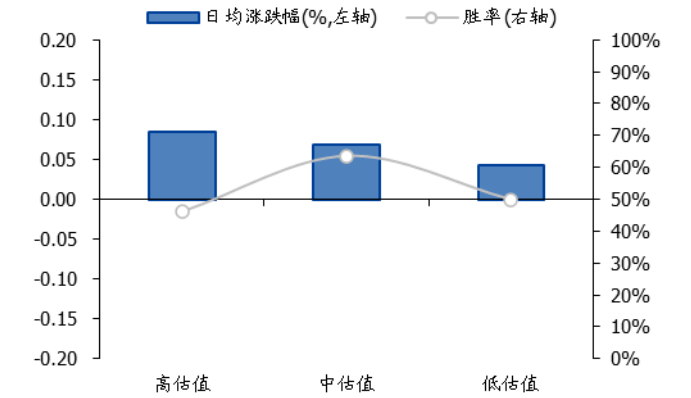
（二）美债“抢跑”上行如何影响 A 股择时？

“抢跑”行为的短期性，决定其影响多体现在风险偏好上。理论上看，利率水平变化可从投融资两端对资产定价形成影响，但由于多数“抢跑”信号一般不会超过季度级别，且多数“抢跑”并没有真正对应货币周期的拐点，所以无论是企业经营的融资逻辑，还是资金配置的再平衡逻辑，均难以因美债“抢跑”而运行。美债“抢跑”实际的影响路径预计更多体现在风险偏好上：一是基于通胀、就业等数据因素导致的加息预期升温，并通过中性风险利率水平作用于长端利率水平，最后以宏观流动性担忧的形式体现在股市的估值定价中；二是基于债务风险、政策变动等不确定性导致的恐慌预期，并通过要求额外风险溢价补偿作用于长端利率水平，最后以危机恐慌情绪的形式体现在股市的估值定价中。因此，美债利率“抢跑”定价的驱动因素的估值水平理论上应对市场存在差异化的影响，后续我们也将围绕驱动因素、估值水平对大势和风格择时分别进行讨论。

其一，对大势而言，驱动因素与市场估值同样重要。统计结果显示：若“抢跑”上行由期限溢价变动主导，市场在“抢跑”上行阶段往往呈现窄幅震荡走势，即日均涨跌幅水平保持微涨，胜率仅保持在 50%上下，不同估值水平的影响也相对较小；若“抢跑”上行由中性风险利率变动主导，则市场表现在不同估值水平下存在明显差异，高估值状态下的“抢跑”上行往往会对市场形成更加明显的短期冲击，且这种冲击的影响大致会伴随估值水平的下移而逐步削减。

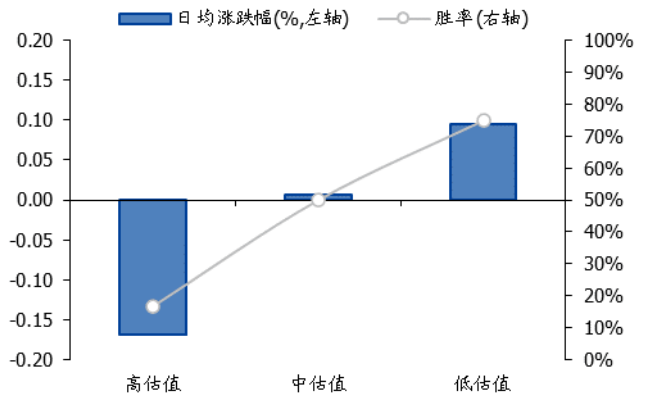
落脚实操层面，我们以触发信号前后的月度窗口作为判断辅助，将每一次信号划分为买点信号、卖点信号和无信号三类，并统计不同情形下的市场演绎概率。结果显示：在高估值状态下，无论驱动因素，形成卖点信号的概率均偏高；在中估值状态下，形成买点信号的概率均偏高，且期限溢价驱动的信号置信度会更高；在低估值状态下，形成买卖点的信号置信度偏弱，主因此类样本也相对偏少。

图表5：期限溢价主导的“抢跑”上行阶段的胜率、涨跌幅统计结果



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：中性风险利率主导的“抢跑”上行阶段的胜率、涨跌幅统计结果



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表7：全样本信号缺乏明确指向，但结合估值拆分后，买卖胜率在概率上存在明显差异

样本范围	全样本			样本：期限溢价主导			样本：中性风险利率主导		
	买点	无信号	卖点	买点	无信号	卖点	买点	无信号	卖点
全样本	35%	29%	35%	38%	30%	32%	29%	29%	43%
——高估值	16%	37%	47%	8%	46%	46%	33%	17%	50%
——中估值	69%	13%	19%	75%	8%	17%	50%	25%	25%
——低估值	25%	38%	38%	33%	33%	33%	0%	50%	50%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

其二，对风格而言，驱动因素更为关键，估值因素次之。历史统计看，若驱动因素为期限溢价主导，则触发信号阶段往往呈现成长风格、高估值、高价股、亏损股占优的局面，且这一特征在中估值状态下更为明显，高估值状态则呈现一定的反向特征；若驱动因素为中性风险利率，则风格在高估值、低估值状态下均更倾向于偏向价值风格占优的局面，

而中估值状态下则更多偏向成长风格占优的局面。背后反映出危机恐慌性因素导致的“抢跑”上行更易将高估值的市场推向阶段性的防御避险轮动，但对中低估值的成长行情影响偏弱；而流动性担忧因素导致的“抢跑”上行则更多带动亢奋期（对应高估值状态）或者悲观期（对应低估值状态）的防御情绪升温。

图表8：美债利率“抢跑”上行对风格轮动影响的历史统计结果

			大盘价值/大盘成长	小盘价值/小盘成长	低PB/高PB	低价股/高价股	绩优股/亏损股
期限溢价主导	全样本	日均涨跌幅(%)	-0.03	-0.04	-0.07	-0.02	-0.03
		胜率	50%	34%	44%	42%	44%
	——高估值	日均涨跌幅(%)	0.02	0.02	0.12	0.15	0.02
		胜率	56%	56%	69%	54%	46%
	——中估值	日均涨跌幅(%)	-0.09	-0.12	-0.28	-0.21	-0.09
		胜率	27%	18%	27%	27%	27%
	——低估值	日均涨跌幅(%)	-0.01	-0.02	-0.07	-0.04	-0.03
		胜率	67%	33%	33%	42%	58%
中性风险利率主导	全样本	日均涨跌幅(%)	0.07	0.06	0.07	0.11	-0.06
		胜率	62%	62%	57%	64%	36%
	——高估值	日均涨跌幅(%)	0.07	0.05	-0.01	0.05	0.00
		胜率	80%	80%	50%	67%	33%
	——中估值	日均涨跌幅(%)	-0.02	-0.04	-0.11	0.05	-0.18
		胜率	25%	25%	50%	50%	25%
	——低估值	日均涨跌幅(%)	0.17	0.18	0.38	0.26	-0.01
		胜率	75%	75%	75%	75%	50%

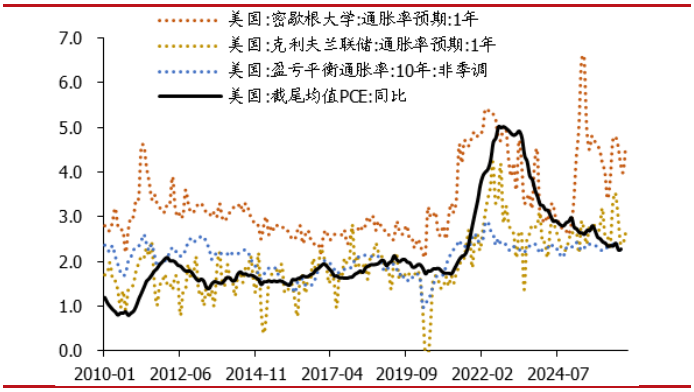
资料来源：Wind，国盛证券研究所

（三）如何看待押注周期拐点的胜率与赔率？

8 月下旬以来，伴随通胀和加息预期的升温，中性风险利率重新成为美债“抢跑”上行的主导力量，那么对于 A 股而言，如何看待押注货币政策拐点的性价比？

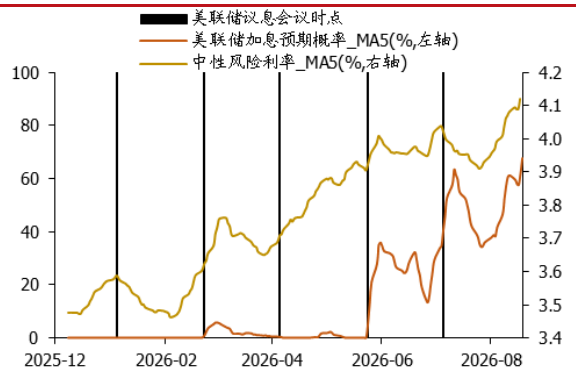
定性来看，通胀诱因仍在延续，美债上行的“粘性”不容忽视。今年以来，期限溢价与中性风险利率交织驱动美债利率上行。往后看，无论是主导通胀预期的地缘、AI 涨价因素，还是主导期限溢价抬升的债务风险，均尚未看到有效的化解的路径，通胀预期也呈现显著的高分化。若美联储继续按兵不动，预计美债“抢跑”上行的“粘性”仍强。

图表9：通胀预期与实际通胀水平对比（单位：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表10：中性风险利率节奏与加息预期变化节奏对比

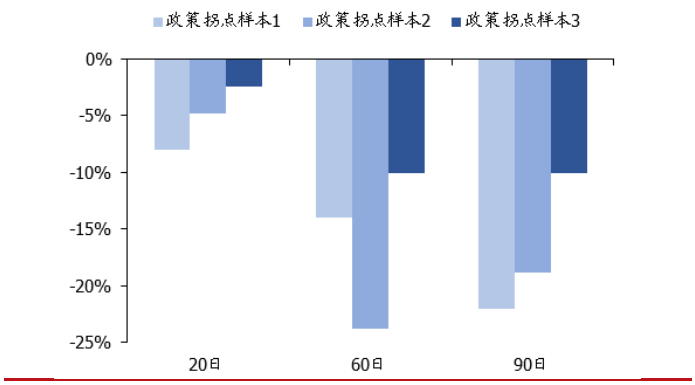


资料来源：Wind，国盛证券研究所

其次，定量上看，押注拐点的胜率并不高。2000 年以来，共有 13 段中性风险利率主导驱动的美债“抢跑”上行样本可参考，其中真正在后续确认货币政策拐点的样本仅有三次，所以历史上押注成功的概率其实并不高。其次，在押注政策拐点失败的样本中，未来 20 日、90 日的胜率仅保持在 40%-50%左右，经验胜率偏低；就赔率而言，若并未触发政策拐点，未来 20 日、60 日、90 日的历史经验赔率大致在 1.3-1.8 倍左右。后续能否实现持续的正向回报，不仅有赖于未触发货币政策拐点，也有赖于基本面支撑的继续走强。鉴于基本面后续走向仍待观察，阶段性的防御与再均衡应具备较高性价比。

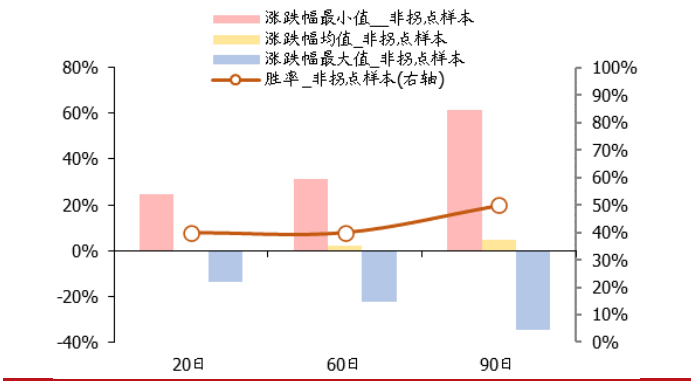
下载日志已记录，仅供内部参考

图表11：事后证真货币政策周期拐点的三次样本市场表现



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表12：事后证伪货币政策周期拐点的十次样本市场表现统计



资料来源：Wind，国盛证券研究所

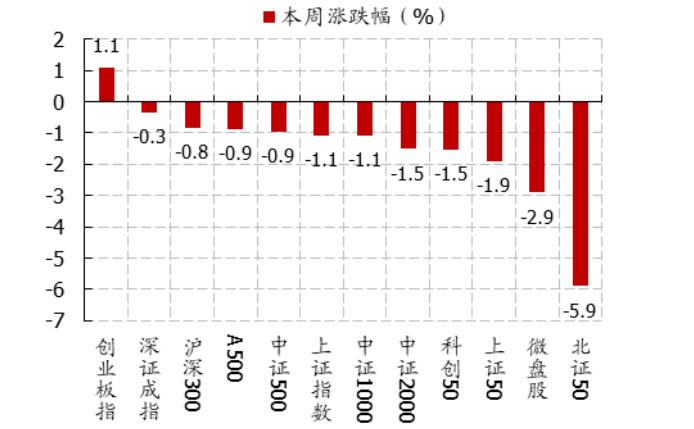
二、本周市场表现回顾（本周指 9 月 13 日当周）

2.1 A 股市场

本周主要宽基指数普遍收跌。本周市场普遍延续偏弱震荡，仅创业板指小幅逆势收涨，北证 50、微盘股、上证 50 跌幅居多。

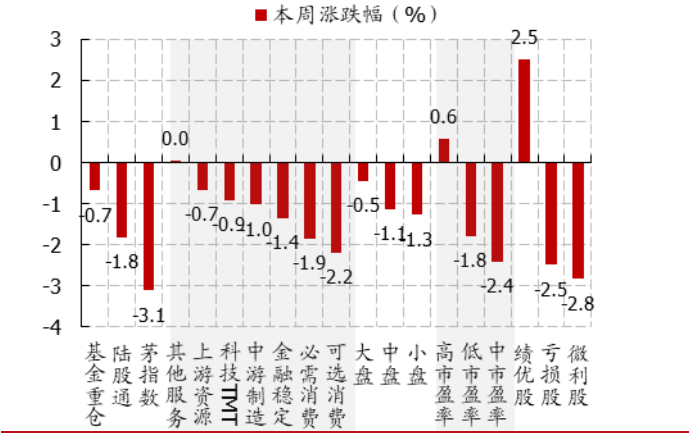
风格层面，其他服务与上游资源、大盘、高市盈率和绩优股相对占优。资金风格方面，基金重仓指数、陆股通指数、茅指数的涨跌幅分别为-0.7%、-1.8%和-3.1%；行业风格方面，其他服务（0.0%）和上游资源（-0.7%）表现占优；个股特征方面，大盘（-0.5%）、高市盈率（0.6%）和绩优股（2.5%）表现占优。相对而言，双创表现略有分化，微盘超额收益有所回调。本周科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300、中证 2000/沪深 300、微盘股/沪深 300 表现分别为-0.7%、1.9%、-0.7%和-2.1%。

图表13：A 股核心指数本周涨跌幅（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表14：A 股各类风格指数本周涨跌幅（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表15：科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300 走势



资料来源：wind，国盛证券研究所

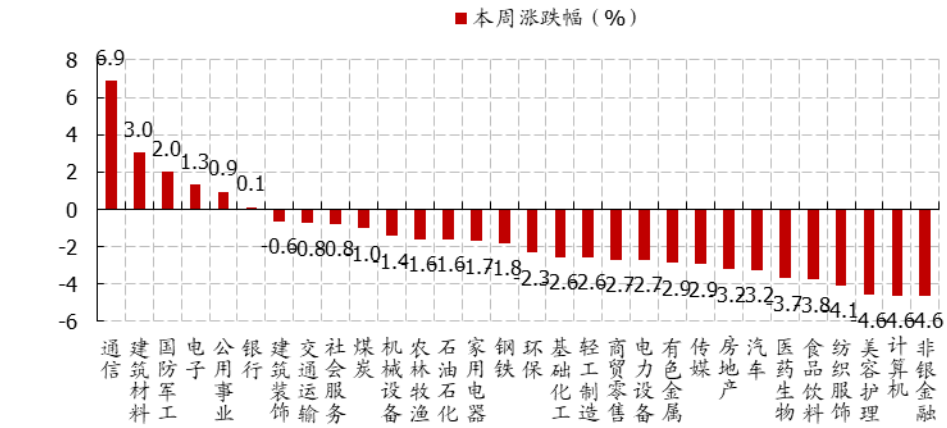
图表16：中证 2000/沪深 300、微盘股/沪深 300 走势



资料来源：wind，国盛证券研究所

行业层面，通信强势领涨。本周通信、建材、军工涨幅居前，分别上涨 6.9%、3.0%和 2.0%；非银、计算机、美护等行业跌幅居多，分别下跌 4.6%、4.6%和 4.6%。

图表17：申万一级行业本周涨跌幅（%）



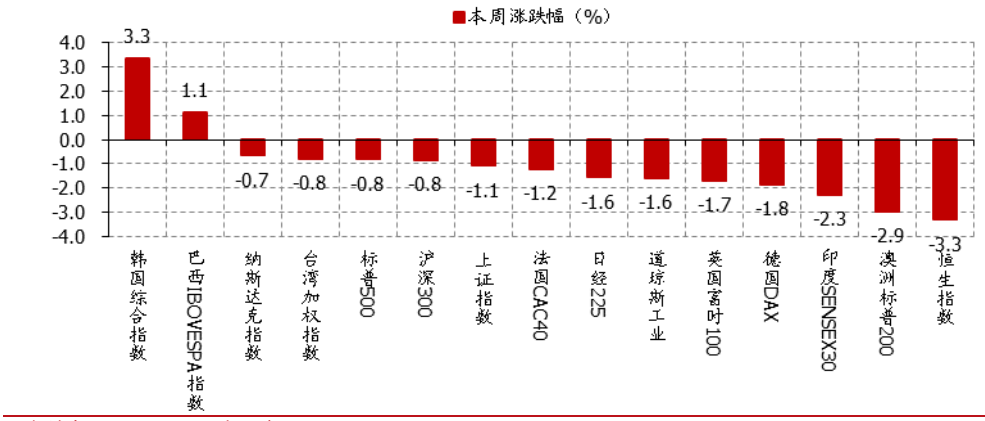
资料来源：wind，国盛证券研究所

2.2 全球股市

全球股市涨跌分化，韩国逆势领涨。本周全球主要股指涨跌分化，其中韩国综合指数、巴西 IBOVESPA 指数逆势涨幅居前，本周涨跌幅分别为 3.3%、1.1%，恒生指数、澳洲标普 200、印度 SENSEX30 跌幅居多，本周涨跌幅分别为-3.3%、-2.9%和-2.3%。具体来看：美股方面，美股三大指数集体收跌，行业层面以能源、通讯服务逆势领涨，医疗保健、材料跌幅居多；港股方面，三大指数集体收跌，行业以医疗保健、必选消费跌幅居多，仅公用事业小幅逆势收涨。

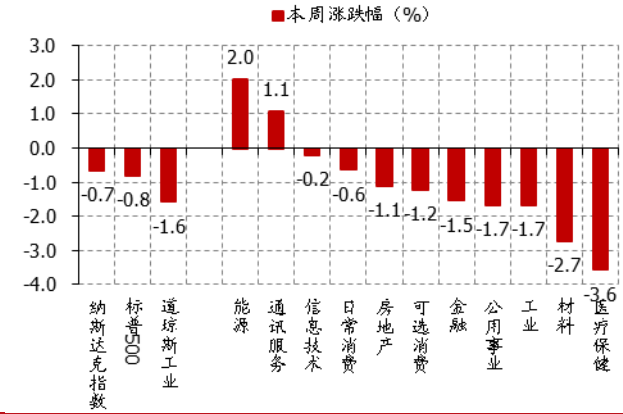
下载日志已记录，仅供内部参考

图表18：全球重要股指本周涨跌幅（%）



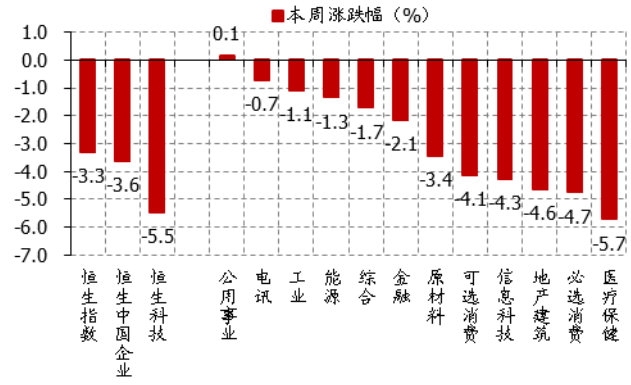
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表19：美股市场与行业指数本周涨跌幅（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表20：港股市场与行业指数本周涨跌幅（%）

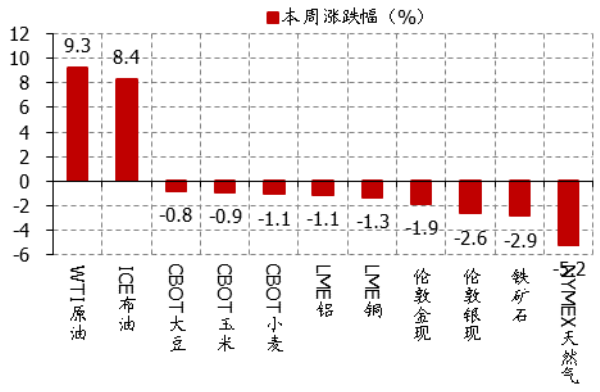


资料来源：wind，国盛证券研究所

2.3 重点商品

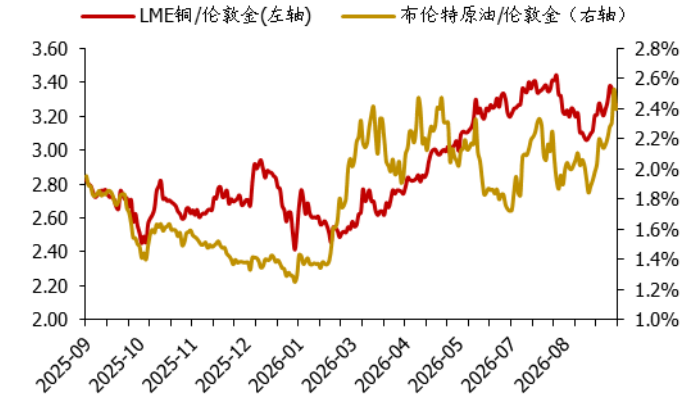
商品表现分化，原油继续攀升，金属普遍回调。本周主要商品表现走向分化，其中 WTI 原油、ICE 布油涨幅居多，本周涨跌幅分别达到 9.3%、8.4%；天然气、铁矿石、伦敦银跌幅居多，本周涨跌幅达到-5.2%、-2.9%、-2.6%。

图表21：重点商品价格本周涨跌幅（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表22：铜金比、油金比走势



资料来源：wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

1、地缘政治恶化：将抑制全球贸易增长与跨境资本流动，阻碍全球经济复苏；
2、历史经验有效性失效：报告结论主要基于历史经验总结，但历史经验可能无法指引未来；
3、政策超预期变化：可能引发国内经济与市场情绪出现超预期波动。



下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com