仅供内部参考，请勿外传

多资产周报

加息落地，黄金与纳指背道而驰

核心观点

加息落地，黄金与纳指背道而驰。本周（9月21日至9月25日），美联储加息落地后的资产价格先涨后跌。前半周数据真空，风险资产冲高；9月23日美国制造业采购经理人指数公布后，美债收益率上行、美元走强，风险资产回落。资产价格先涨后跌，成因在于9月16日加息打开的路径不确定性。加息落地后，利率路径的定价由单点事件转向连续博弈，超预期的经济数据被解读为再次加息的支持证据，官员的鹰派表态被放大为政策路径上移的信号，政策路径失去锚定，市场只能依赖数据逐月校正，数据敏感度由此上升。市场交易第二次加息，名义利率上行而通胀预期未同步抬升，实际利率成为本周资产定价的核心变量，黄金与纳指的分化由此而来。黄金作为无息资产，缺乏盈利对利率的缓冲，定价仅取决于实际利率，实际利率上行直接压低金价。股票定价为盈利与折现率之比，纳斯达克指数存在独立的盈利上行支撑，存储涨价、代工提价、盈利预期上修，盈利上修的幅度超过利率上行的拖累，指数得以维持上行。后续数据节奏密集，9月30日公布通胀数据修订，10月初公布就业与通胀数据，均将成为市场重新定价第二次加息概率、进而重新定价实际利率的触发点。三个观测变量决定方向：其一，10年期名义利率能是否持续处于5%上方，5.2%为关键观察点位，站稳则实际利率继续压制无息资产与久期资产；其二，AI产业链涨价能否在财报中兑现为盈利，这是纳指盈利端的验证窗口；其三，人民币在6.70一线的选择，若继续受美元压制而下行，表明内生升值的资产荒逻辑将让位于利差逻辑。

多资产图景：

整体收益方面，本周（9月19日至9月26日），权益方面，沪深300下跌1.52%，恒生指数下跌0.98%，标普500上涨1.22%；债券方面，中债10年下跌0.82BP，美债10年上涨16BP；汇率方面，美元指数上涨0.82%，离岸人民币贬值0.42%；大宗商品方面，SHFE螺纹钢上涨0.75%，伦敦金现下跌2.01%，伦敦银现下跌3.02%，LME铜上涨1.46%，LME铝下跌0.95%，WTI原油下跌7.87%。

资产比价方面，本周金银比数值为65.54，较上周上升0.68；铜油比数值为159.51,较上周上升14.66;铜螺比数值为35.33,较上周上升0.01；金铜比数值为0.29，较上周下降0.02；股债性价比数值为4.33，较上周上升0.11；AH股溢价数值为125.2，较上周上升1.19。

库存方面，最新一周原油库存为45571万吨，较上周下降178万吨；螺纹钢库存为439万吨，较上周下降36万吨；阴极铜库存为47147吨，较上周下降8926吨；电解铝库存为61万吨，较上周下降5万吨。

资金行为方面，最新一周美元多头持仓27768张，较上周上升1797张，空头持仓17438张，较上周上升2060张；黄金ETF规模3390万盎司，较上周下降8万盎司。

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

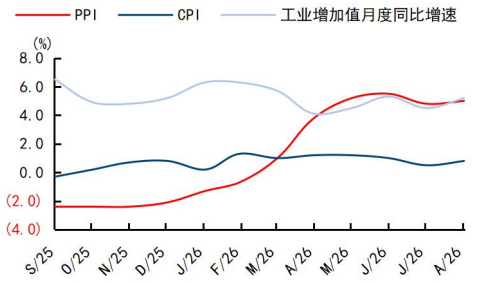
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

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	-7.20
社零总额当月同比	0.40
出口当月同比	25.00
M2	7.50

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

《多资产周报-人民币汇率突破6.7》——2026-09-19
《宏观经济周报-“供强需弱”进一步加深》——2026-09-19
《多资产周报-加息预期升温，黄金逐渐脱敏》——2026-09-14
《宏观经济周报-局部有亮点，整体仍承压》——2026-09-13
《宏观经济周报-政策性金融工具启用》——2026-09-05

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

周度观察：加息落地，黄金与纳指背道而驰 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 8

仅供内部参考，请勿外传

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 7
图13： 黄金 ETF 规模变化 7

仅供内部参考，请勿外传

周度观察：加息落地，黄金与纳指背道而驰

本周（9 月 21 日至 9 月 25 日），美联储加息落地后的资产价格先涨后跌。前半周数据真空，风险资产冲高；9 月 23 日美国制造业采购经理人指数公布后，美债收益率上行、美元走强，风险资产回落。全周黄金跌破 4300 美元，纳指收于 27000 点上方，同样的利率上行，两类资产方向相反。

前半周，纳斯达克指数由 9 月 16 日低点 25978 点升至 9 月 22 日的 27244 点，上涨 4.9%；9 月 21 日、22 日，10 年期美债收益率回落至 4.96%一线。后半周，9 月美国制造业采购经理人指数升至 2021 年 7 月以来最高，叠加美联储官员密集释放鹰派信号，10 年期美债收益率两天内由 4.97%升至 5.16%，美元指数突破 101，纳指当日下跌 1.13%，黄金下跌 1.33%。

资产价格先涨后跌，成因在于 9 月 16 日加息打开的路径不确定性。此次加息的意义不在幅度，而在路径：市场需要重新判断，这是一次性的前置调整，还是一轮连续紧缩的起点。加息落地后，利率路径的定价由单点事件转向连续博弈，超预期的经济数据被解读为再次加息的支持证据，官员的鹰派表态被放大为政策路径上移的信号，政策路径失去锚定，市场只能依赖数据逐月校正，数据敏感度由此上升。

市场交易第二次加息，名义利率上行而通胀预期未同步抬升，实际利率成为本周资产定价的核心变量，黄金与纳指的分化由此而来。黄金作为无息资产，缺乏盈利对利率的缓冲，定价仅取决于实际利率，实际利率上行直接压低金价。股票定价为盈利与折现率之比，纳斯达克指数存在独立的盈利上行支撑，存储涨价、代工提价、盈利预期上修，盈利上修的幅度超过利率上行的拖累，指数得以维持上行。

后续数据节奏密集，9 月 30 日公布通胀数据修订，10 月初公布就业与通胀数据，均将成为市场重新定价第二次加息概率、进而重新定价实际利率的触发点。三个观测变量决定方向：其一，10 年期名义利率能是否持续处于 5%上方，5.2%为关键观察点位，站稳则实际利率继续压制无息资产与久期资产；其二，AI 产业链涨价能否在财报中兑现为盈利，这是纳指盈利端的验证窗口；其三，人民币在 6.70 一线的选择，若继续受美元压制而下行，表明内生升值的资产荒逻辑将让位于利差逻辑。

多资产图景

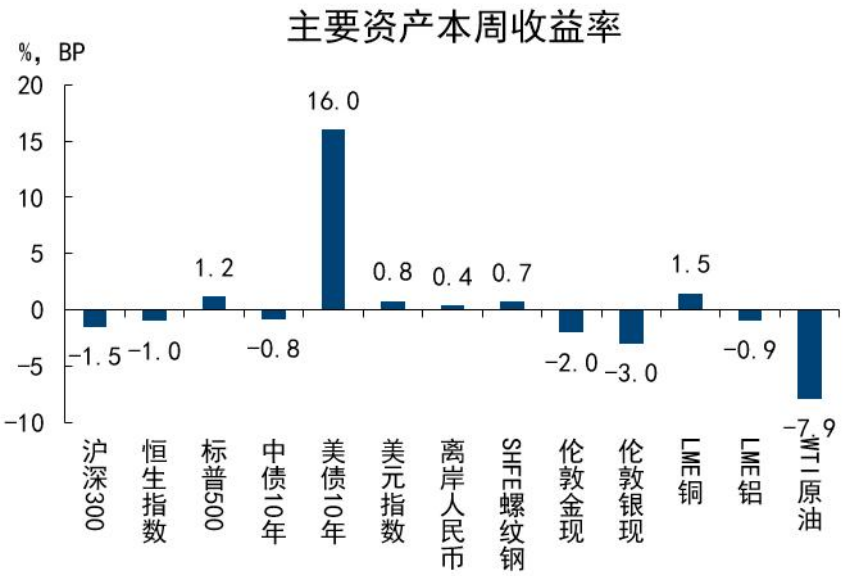


1、整体收益率

本周（9 月 19 日至 9 月 26 日），权益方面，沪深 300 下跌 1.52%，恒生指数下跌 0.98%，标普 500 上涨 1.22%；债券方面，中债 10 年下跌 0.82BP，美债 10 年上涨 16BP；汇率方面，美元指数上涨 0.82%，离岸人民币贬值 0.42%；大宗商品方面，SHFE 螺纹钢上涨 0.75%，伦敦金现下跌 2.01%，伦敦银现下跌 3.02%，LME 铜上涨 1.46%，LME 铝下跌 0.95%，WTI 原油下跌 7.87%。

仅供内部参考，请勿外传

图1：大类资产整体（债券类为 BP，其余为%）

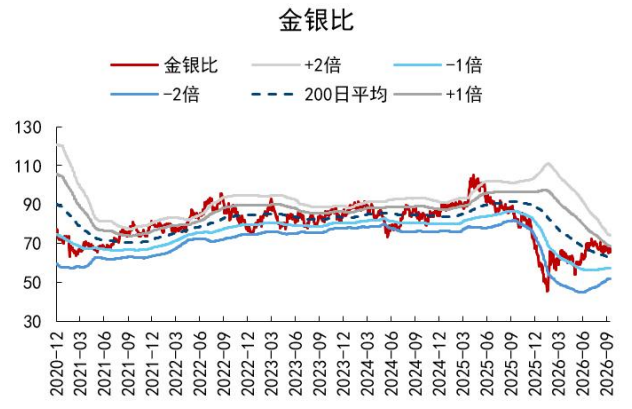


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2、资产比价

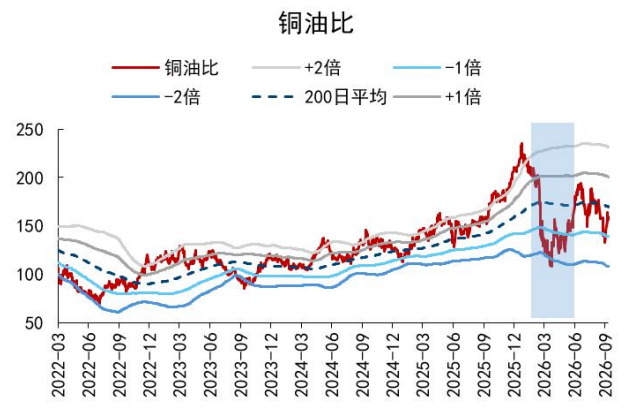
本周金银比数值为 65.54，较上周上升 0.68；铜油比数值为 159.51，较上周上升 14.66；铜螺比数值为 35.33，较上周上升 0.01；金铜比数值为 0.29，较上周下降 0.02；股债性价比数值为 4.33，较上周上升 0.11；AH 股溢价数值为 125.2，较上周上升 1.19。

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

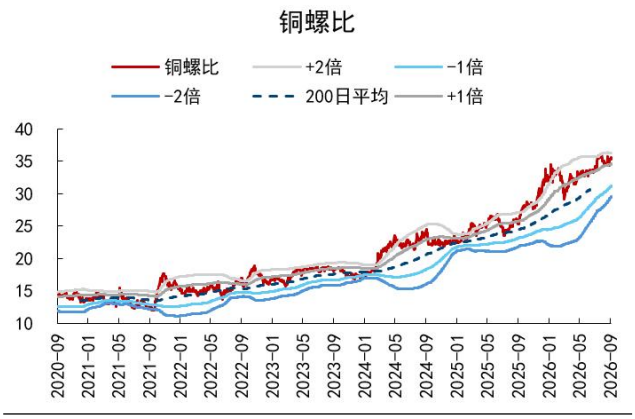
图3：LME 铜与 WTI 原油比价



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

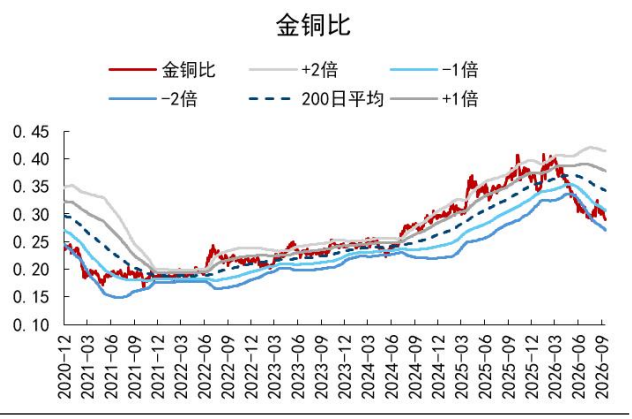
仅供内部参考，请勿外传

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



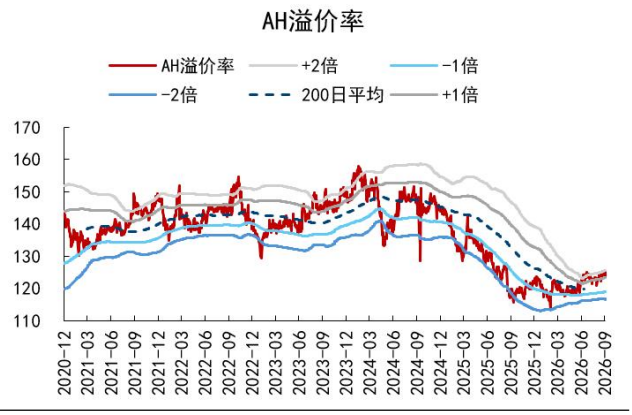
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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



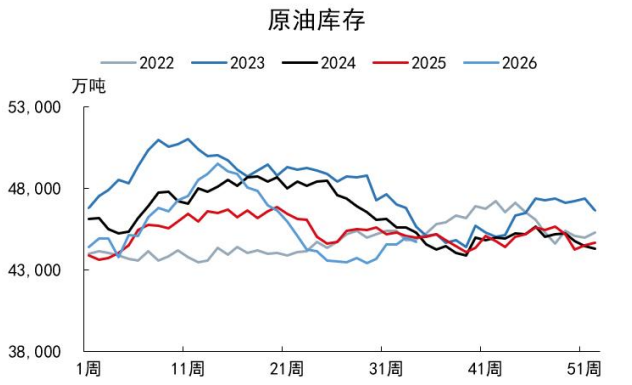
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3、库存

最新一周原油库存为 45571 万吨，较上周下降 178 万吨；螺纹钢库存为 439 万吨，较上周下降 36 万吨；阴极铜库存为 47147 吨，较上周下降 8926 吨；电解铝库存为 61 万吨，较上周下降 5 万吨。

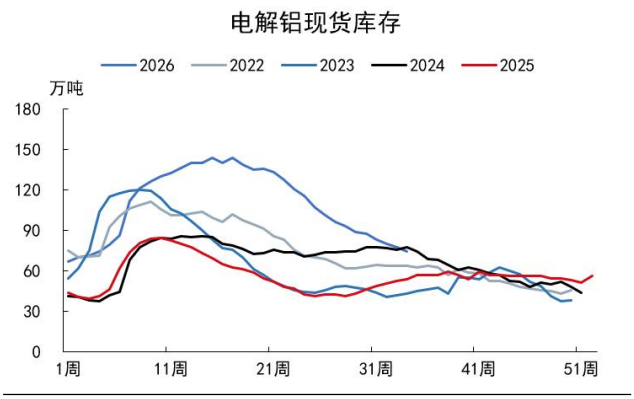
仅供内部参考，请勿外传

图8：美国原油库存



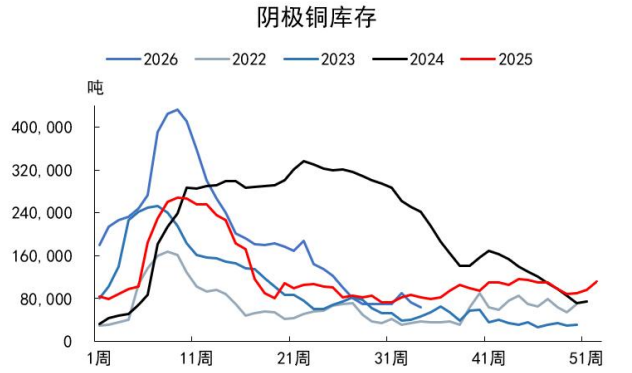
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：电解铝库存



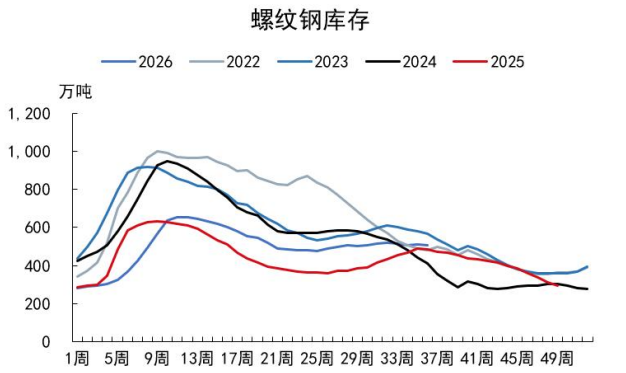
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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 27768 张，较上周上升 1797 张，空头持仓 17438 张，较上周上升 2060 张；黄金 ETF 规模 3390 万盎司，较上周下降 8 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

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

仅供内部参考，请勿外传

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±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±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。

仅供内部参考，请勿外传

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