下载日志已记录，仅供内部参考

继续关注受益风偏和预期上行的板块

20260921 多资产配置周报

报告发布日期 2026 年 09 月 22 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
加息定价较为充分，关注商品类机会：20260914 多资产配置周报 2026-09-14

相关报告
美伊释放缓和预期，风险溢价短期回落：20260615 多资产配置周报 2026-06-17

研究结论

- **配置观点：9 月加息落地，短期风偏回升，商品类资产如期反弹。境外风偏上行受利率预期高位震荡约束；境内风偏受益于风险评价稳步下行仍有空间。存在刚性需求支撑的商品相对较优，A 股继续关注受益于风偏和增长预期上行的方向，如上游资源品和科技自主可控等。**
- 近一周（2026 年 9 月 14 日—9 月 20 日，下同），原油短期回落，市场风偏回升，风险资产修复。权益中 A 股领涨，科创 50 涨幅居前；黄金/有色小幅反弹；中债/美债延续震荡。
- **预期层面：加息落地后风险偏好回升，海外利率预期延续高位震荡；地缘边际缓和推动油价回落，但通胀风险仍未出清。国内供给边际修复，需求仍待企稳，财政发力仍有提速空间，需求压力或进一步强化增量政策预期。**
  - ✓ 9 月加息落地，短期风偏修复。9 月 FOMC 如期加息 25bp，短期风险偏好修复。会议以 12 票一致通过加息，将联邦基金利率目标区间上调至 3.75%—4.00%，为 2023 年 7 月以来首次加息。声明对经济判断更加乐观，并删除了通胀主要反映能源等供给冲击的解释，反映美联储对通胀风险的关注进一步上升。由于会前已较充分定价本次加息，叠加近期油价回落，前期受紧缩预期压制的商品类资产如期反弹。短期加息落地不代表海外利率预期下行，点阵图仍指向年内有一次加息， SOFR 与 EFFR 的隐含利率继续上行。高利率环境对美债压力未消，配置需求对金价仍有支撑。工业金属社会库存处于相对低位，基本面仍有望提供强支撑，电网、半导体等领域的刚性需求有望继续挺价。
  - ✓ 地缘担忧边际缓和，通胀风险尚未出清。近期沙特与胡塞武装达成短期停火协议、特朗普与海湾国家领导人会晤等进展缓和了市场担忧，国际油价小幅回落。但经过前期持续的供应扰动，原油及成品油库存处于低位，终端汽柴油价格仍明显高于今年春季，短期油价回落尚未消除能源成本压力，美国当前通胀压力仍主要来自能源。地缘缓和能否转化为供应持续恢复，是后续通胀风险能否下降的关键。原油短期动量回落，但中期或维持高位震荡。原油短期动量有所回落，但隐含波动率仍高于月初水平，在中东局势僵持的背景下，低库存和供给约束或对油价形成支撑，原油中期或延续高位震荡。
  - ✓ 财政发力仍有提速空间，国内政策预期强化。8 月工业增加值同比增长 5.2%，较前值回升 0.7 个百分点，主要受极端天气扰动减弱、采矿业拖累减轻及制造业生产改善带动。结构上，高技术制造业和具备外需支撑的中游设备制造维持较高景气，纺织、医药生产剔除基数影响后也有实质性回升。但投资同比降幅收窄仍有低基数贡献，制造业扩产意愿偏谨慎。8 月社零同比增长 0.4%，较前值回落 0.2 个百分点，汽车等大额可选消费持续承压，企业中长期贷款和居民信贷也未明显回暖，供给恢复尚未形成需求牵引的全面改善。财政发力仍有提速空间，需求压力或进一步强化增量政策预期，国内风险评价有望稳步下行。
- **交易层面：风险资产价格动量回暖。**从资产的收益因子看， A 股短期动量开始恢复，商品/美股/中债趋势信号较强，黄金出现反转信号，美债反转信号较强。从资产的情绪看， A 股/美股/商品/中债中期不确定性平稳，黄金/美债中期不确定性上行。

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；量化指标失效的风险，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、多资产周表现：风偏回升，风险资产修复 4

二、预期层面：风偏短期修复，利率约束仍存 5

（一）9 月加息落地，短期风偏修复 5
（二）地缘担忧边际缓和，通胀风险尚未出清 5
（三）财政发力仍有提速空间，国内政策预期强化 6

三、交易层面：风险资产价格动量回暖 7

（一）风险资产价格动量回暖 7
（二）商品/A 股风险可控 8

风险提示 9

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 1：9 月加息落地并未来带利率预期的下行 5
图 2：黄金配置需求存在支撑 5
图 3：原油短期动量回落 6
图 4：原油隐波仍高于月初水平 6
图 5：建安投资的基数将持续下行，后续同比增速有望回升 6
图 6： 8 月以来项目专项债未明显加快发行节奏 6
图 7：A 股出现短期动量 7
图 8：美股趋势信号较强 7
图 9：黄金出现反转信号 7
图 10：商品趋势信号较强 7
图 11：中债趋势信号较强 8
图 12：美债反转信号较强 8
图 13：商品中期不确定性平稳 8
图 14：黄金中期不确定性上行 8
图 15：中债中期不确定性平稳 8
图 16：A 股中期不确定性平稳 8
图 17：美股中期不确定性平稳 9
图 18：美债中期不确定性上行 9

表 1：全球大类资产表现周跟踪 4

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

一、多资产周表现：风偏回升，风险资产修复

近一周（2026年9月14日—9月20日，下同），原油短期回落，市场风偏回升，风险资产修复。权益中A股领涨，科创50涨幅居前；黄金/有色小幅反弹；中债/美债延续震荡。

表1：全球大类资产表现周跟踪

大类资产		资产标的	涨跌幅		周涨跌幅所处历史分位点		
			过去1周	年初至今	过去1年	过去3年	过去5年
权益	A股	上证综指	0.61%	-1.44%	67.31%	62.34%	64.06%
		沪深300	-0.06%	-2.65%	59.62%	52.60%	53.91%
		中证A500	0.70%	-1.01%	67.31%	61.69%	64.06%
		中证500	2.89%	4.47%	78.85%	83.12%	87.50%
		中证1000	3.51%	1.22%	82.69%	86.36%	89.45%
		国证2000	3.74%	1.13%	84.62%	85.71%	89.06%
		中证2000	3.86%	-0.34%	84.62%	85.06%	88.28%
		北证50	2.04%	-27.50%	76.92%	70.78%	75.11%
		创业板	1.52%	5.29%	65.38%	63.64%	67.97%
		科创50	6.39%	22.95%	86.54%	88.96%	91.41%
	港股	恒生指数	-0.22%	-3.43%	53.85%	46.75%	48.05%
		恒生科技	1.97%	-20.13%	76.92%	70.78%	71.48%
	发达市场	标普500	-0.08%	11.76%	42.31%	38.96%	44.53%
		纳斯达克100	0.94%	17.40%	57.69%	57.79%	59.77%
		英国富时100	0.08%	7.33%	48.08%	45.45%	45.70%
		欧元区斯托克50	-1.22%	7.70%	19.23%	16.88%	21.09%
		德国DAX30	-1.03%	3.32%	32.69%	24.68%	25.39%
		法国CAC40	-1.40%	-1.04%	23.08%	20.78%	22.27%
		意大利富时MIB	-1.84%	14.69%	15.38%	14.94%	17.58%
		西班牙IBEX35	-1.64%	12.75%	11.54%	14.29%	16.80%
		日经225	1.57%	29.16%	63.46%	66.88%	72.27%
债券	利率债	1-3年国债	0.02%	1.23%	30.77%	31.82%	31.64%
		5-7年国债	0.06%	1.25%	61.54%	54.55%	62.11%
		10年以上国债	0.20%	3.96%	65.38%	54.55%	57.81%
	信用债	1-3年高等级信用债	0.07%	1.88%	67.31%	56.49%	51.17%
		5-7年高等级信用债	0.10%	3.88%	50.00%	49.35%	46.88%
	可转债	中证转债指数	1.04%	-1.89%	75.00%	74.68%	78.12%
	境外债	2Y美债期货	-0.20%	-2.37%	15.38%	16.88%	23.83%
		10Y美债期货	-0.27%	-5.30%	42.31%	38.31%	42.97%
商品	贵金属	Comex黄金	0.16%	-1.68%	48.08%	42.21%	47.27%
		境内Au9999	1.07%	-2.85%	53.85%	59.74%	66.80%
	有色	上期所有色金属指数	0.10%	8.98%	44.23%	48.70%	49.22%
		伦敦铜	2.26%	16.53%	76.92%	83.12%	82.03%
		上期所铝	0.85%	4.49%	63.46%	65.58%	64.84%
	原油	布伦特原油	-1.10%	109.03%	36.54%	39.61%	37.89%
外汇	人民币	美元兑人民币汇率	-0.18%	-4.17%	38.46%	29.87%	28.91%
	美元	美元指数	1.14%	1.98%	92.31%	95.45%	93.36%
	欧元	欧元兑美元汇率	-0.97%	-2.21%	11.54%	10.39%	13.28%

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

	日元	美元兑日元汇率	2.18%	0.13%	98.08%	96.10%	95.31%
宏观	新兴市场指数		-0.62%	21.82%	26.92%	29.22%	34.38%
	美国花旗经济意外指数		数值：30.7		64.20%	73.64%	71.43%
	全球经济意外指数		数值：33.7		80.93%	93.64%	90.43%

数据来源：Wind，东方证券研究

二、预期层面：风偏短期修复，利率约束仍存

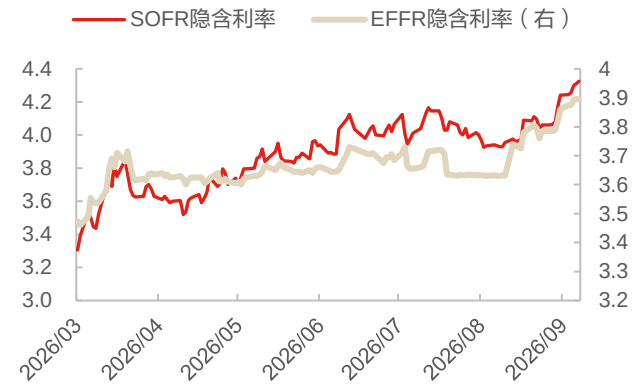
近一周可能在预期层面影响资产价格走势的宏观事件如下：

（一）9 月加息落地，短期风偏修复

9 月 FOMC 如期加息 25bp，短期风险偏好修复。会议以 12 票一致通过加息，将联邦基金利率目标区间上调至 3.75%—4.00%，为 2023 年 7 月以来首次加息。声明对经济判断更加乐观，并删除了通胀主要反映能源等供给冲击的解释，反映美联储对通胀风险的关注进一步上升。由于会前已较充分定价本次加息，叠加近期油价回落，前期受到紧缩预期压制的商品类资产如期反弹。

短期加息落地不代表海外利率预期下行，点阵图仍指向年内有一次加息。点阵图将 2026 年末利率中位数由 3.8%上调至 4.1%，对应年内再加息 25bp，预期 2027 年维持利率不变，降息时点进一步推迟，2028、2029 年回落至 3.9%和 3.6%，长期利率中位数也小幅升至 3.2%。近期 SOFR 与 EFFR 的隐含利率继续上行，表明本次加息落地并未带来利率预期的下行。高利率环境对美债压力未消，配置需求对金价仍有支撑。工业金属社会库存处于相对低位，基本面仍有望提供强支撑，电网、半导体等领域的刚性需求有望继续挺价。

图 1：9 月加息落地并未来带利率预期的下行



数据来源：Wind，东方证券研究

图 2：黄金配置需求存在支撑



数据来源：Bloomberg，东方证券研究

（二）地缘担忧边际缓和，通胀风险尚未出清

中东局势阶段性缓和推动油价回落，但能源供给约束尚未消除。近期沙特与胡塞武装达成短期停火协议、特朗普与海湾国家领导人会晤等进展缓和了市场担忧，国际油价小幅回落。但经过前期持续的供应扰动，原油及成品油库存处于低位，终端汽柴油价格仍明显高于今年春季，短期油价回落尚未消除能源成本压力。8 月美国能源价格同比上涨 16.3%，对名义 CPI 同比拉动约 1.1 个

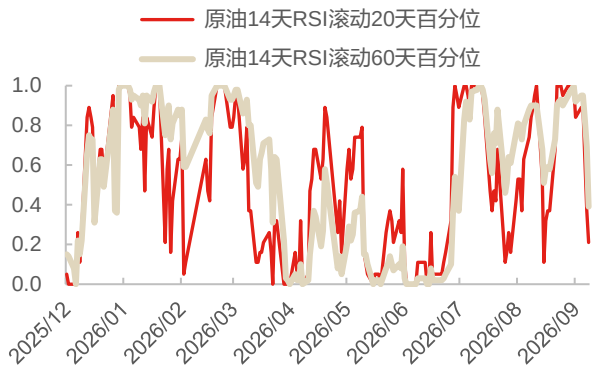
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

百分点。剔除能源后，名义通胀约为 2.3%，已连续三个月回落，表明当前通胀压力仍主要来自能源。地缘缓和能否转化为供应持续恢复，是后续通胀风险能否下降的关键。

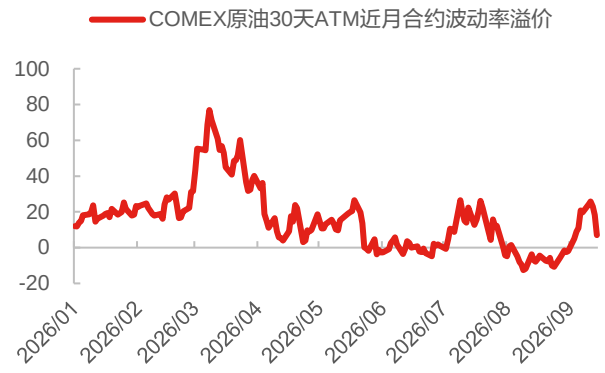
原油短期动量回落，但中期或维持高位震荡。原油短期动量有所回落，但隐含波动率仍高于月初水平，在中东局势僵持的背景下，低库存和供给约束或对油价形成支撑，原油中期或延续高位震荡。

图 3：原油短期动量回落



数据来源：Bloomberg，东方证券研究

图 4：原油隐波仍高于月初水平



数据来源：Bloomberg，东方证券研究

（三）财政发力仍有提速空间，国内政策预期强化

8 月生产边际改善，但需求修复仍不充分。8 月工业增加值同比增长 5.2%，较前值回升 0.7 个百分点，主要受极端天气扰动减弱、采矿业拖累减轻及制造业生产改善带动。结构上，高技术制造业和具备外需支撑的中游设备制造维持较高景气，纺织、医药生产剔除基数影响后也有实质性回升。但投资同比降幅收窄仍有低基数贡献，制造业扩产意愿偏谨慎。8 月社零同比增长 0.4%，较前值回落 0.2 个百分点，汽车等大额可选消费持续承压，企业中长期贷款和居民信贷也未明显回暖，供给恢复尚未形成需求牵引的全面改善。

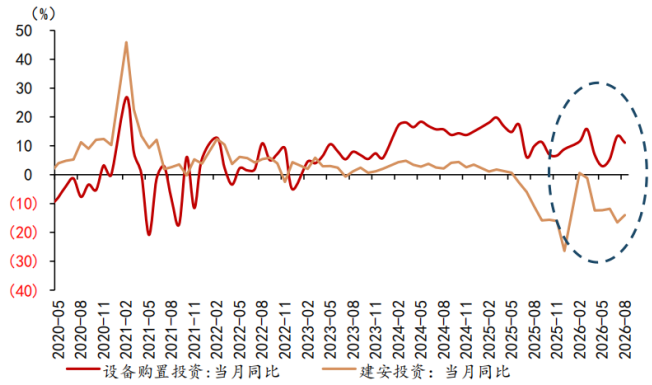
财政发力仍有提速空间，需求压力或进一步强化增量政策预期。建安投资、以旧换新消费品在去年基数持续下降的基础上有读数回升的基础，但实质修复仍待政策发力。财政端重点关注两项进展：一是项目专项债发行提速，8 月以来剔除化债后的新增项目专项债发行尚未明显加快，发行进度仍处历史偏低区间。二是政策性金融工具加快投放，9 月初启动后，前两周政策性金融债发行整体平稳，资金向项目端传导仍有时滞。后续需观察资金投放能否带动实物工作量及配套融资改善，为内需提供支撑，国内风险评价有望稳步下行。

图 5：建安投资的基数将持续下行，后续同比增速有望回升

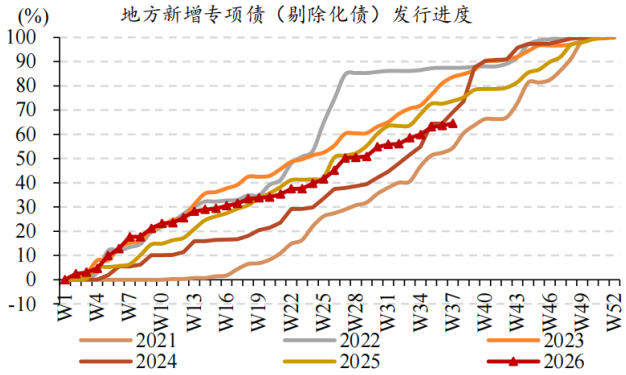
图 6： 8 月以来项目专项债未明显加快发行节奏

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：Wind，东方证券研究



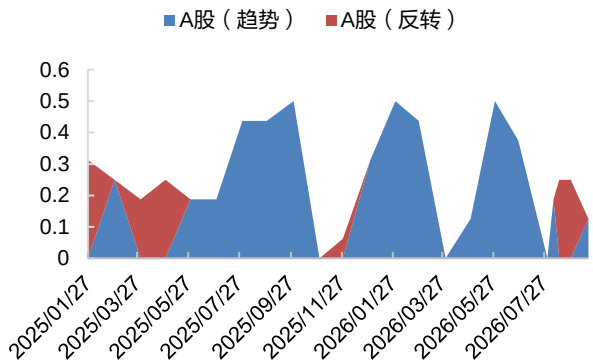
数据来源：Wind，东方证券研究所

三、交易层面：风险资产价格动量回暖

（一）风险资产价格动量回暖

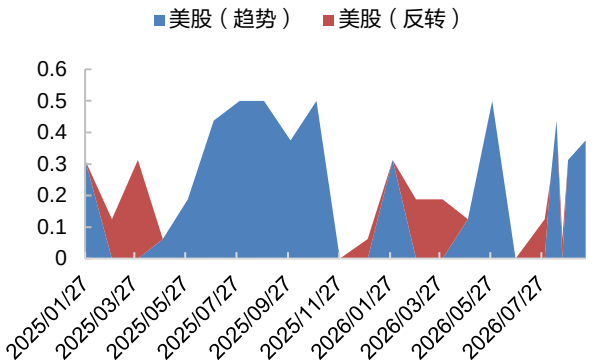
从大类资产的收益因子看， A 股短期动量开始恢复，商品/美股/中债趋势信号较强，黄金出现反转信号，美债反转信号较强。

图 7：A 股出现短期动量



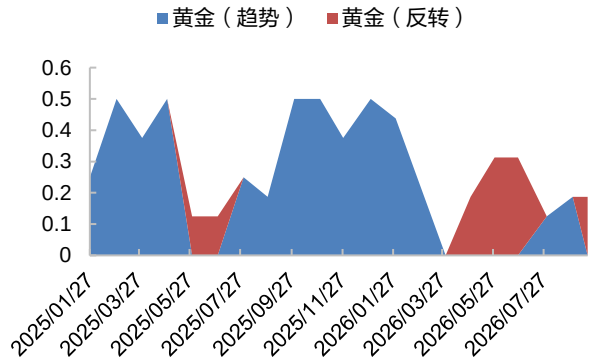
数据来源：Wind，东方证券研究

图 8：美股趋势信号较强



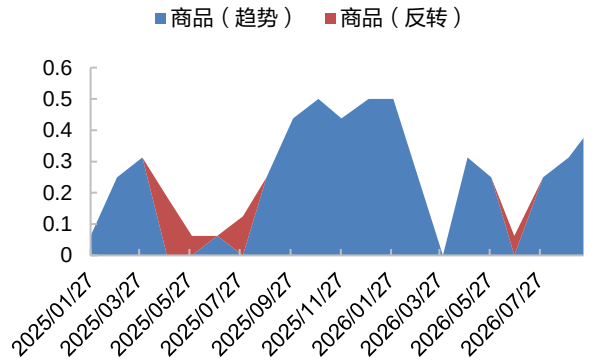
数据来源：Wind，东方证券研究

图 9：黄金出现反转信号



数据来源：Wind，东方证券研究

图 10：商品趋势信号较强

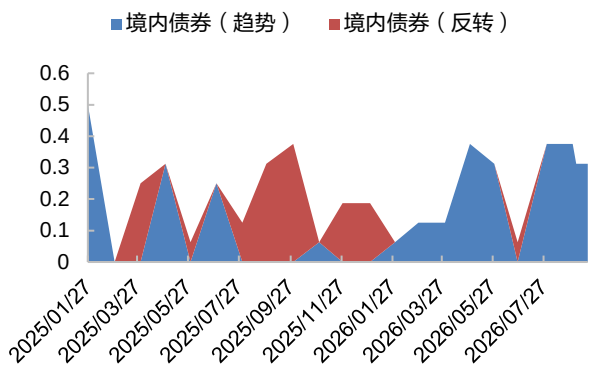


数据来源：Wind，东方证券研究

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。

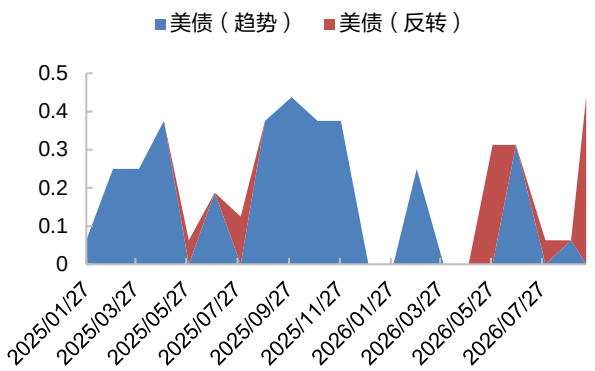
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：中债趋势信号较强



数据来源：Wind，东方证券研究

图 12：美债反转信号较强



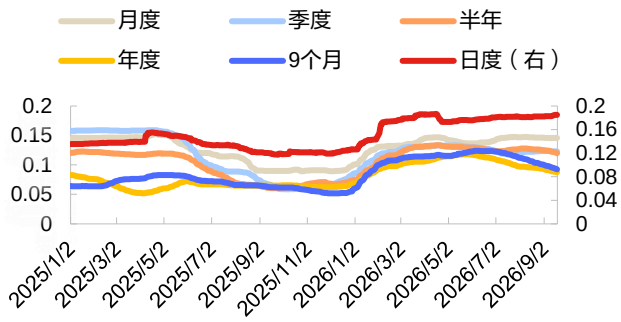
数据来源：Wind，东方证券研究

（二）商品/A 股风险可控

我们认为从资产波动可观察到交易情绪的变化。波动率的特点在于其多数时候是渐变的，与回撤不同，这一点类似情绪的渐变过程。但波动通常衡量的是情绪大小，而非情绪的方向。近一周各类资产日波动（短期情绪）和滚动持有不同期限的波动（中期不确定性）变化如下：

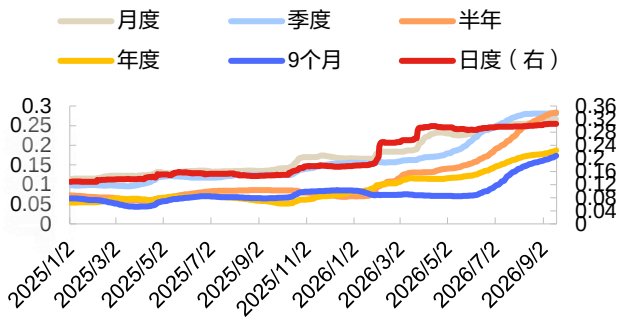
A 股/美股/商品/中债中期不确定性平稳，黄金/美债中期不确定性上行。

图 13：商品中期不确定性平稳



数据来源：Wind，东方证券研究；样本选取上期所有色金属指数

图 14：黄金中期不确定性上行



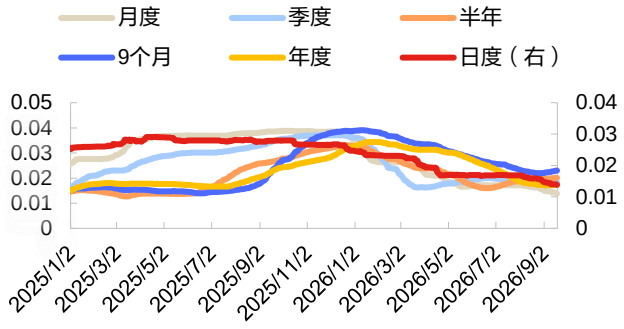
数据来源：Wind，东方证券研究

图 15：中债中期不确定性平稳

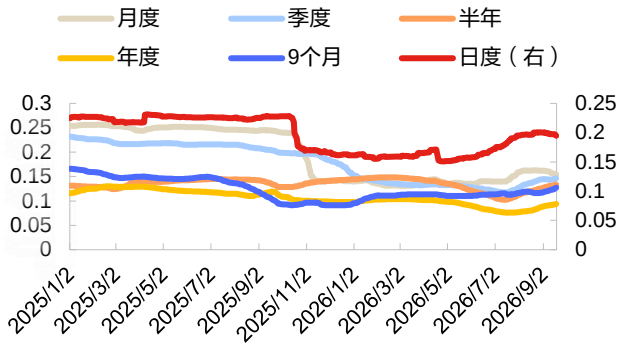
图 16：A 股中期不确定性平稳

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

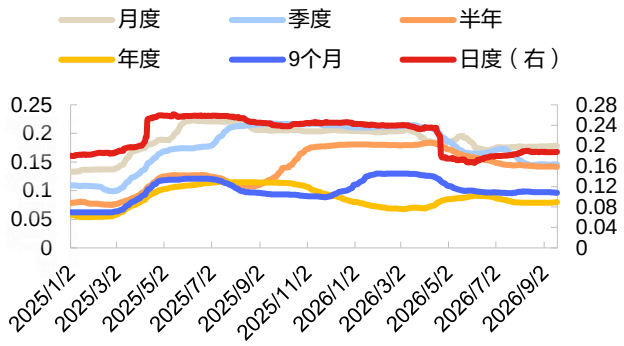


数据来源：Wind，东方证券研究



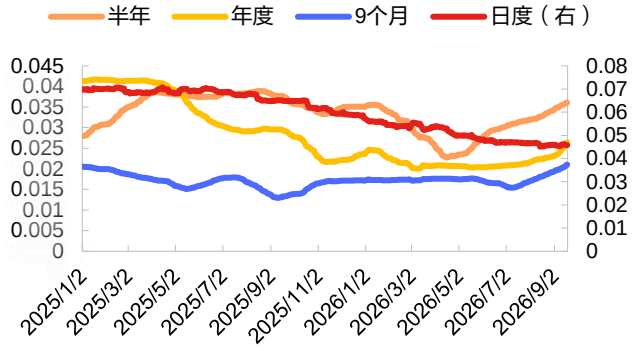
数据来源：Wind，东方证券研究

图 17：美股中期不确定性平稳



数据来源：Wind，东方证券研究

图 18：美债中期不确定性上行



数据来源：Wind，东方证券研究

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，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

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。

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。

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。