下载日志已记录，仅供内部参考

大类资产跟踪周报

报告日期：2026 年 09 月 29 日

美债 5.1%时代的全球资产重估

——资产配置双周谈（2026.09.15-2026.09.30）

分析师：何佳烨
执业证书号：S1230525100001
hejiaye@stocke.com.cn

相关报告

1 《财政收入修复放缓，支出力度仍待增强》 2026.09.21

2 《9 月 EPMI：产需明显回升，修复仍待验证》 2026.09.21

3 《关注联储对金融稳定的控制力》 2026.09.17

核心观点

本期全球大类资产的共同交易主线为：美债利率中枢上移、美元指数走强与中美货币政策分化。市场依据各资产对美元流动性及实际利率的敏感度进行价值重估：对利率与汇率敏感的资产（贵金属、原油、欧股、小盘价值风格）普遍承压，具备产业景气支撑或政策独立性的资产（科技成长、铜、人民币资产中的中小盘成长）相对占优。指数层面震荡，结构性分化显著加剧，构成本期最重要的市场特征。

我们判断，当前市场处于“高利率+低风险溢价”的脆弱平衡：指数尚未趋势反转，但内部宽度恶化，强势股动量延续与弱势股潜在底背离并存。后续配置不宜追逐指数 Beta，应沿“低利率敏感度+产业景气/政策独立性”两条线索筛选资产；重点跟踪美债利率走向、海外政策表态、国内基本面数据验证、高收益债利差与全球资金广度。若美国经济韧性仍能吸收高利率，低风险溢价可阶段性延续；若高利率向信用资质、再融资压力或美元流动性传导，风险溢价可能快速重估。

- **全球大类资产异动：加息共振与地缘退潮**

  7 月初美伊停火协议破裂后油价再度走高，能源通胀的二阶传导迫使央行转向：欧央行 9 月 10 日加息至存款利率 2.50%，美联储 9 月 16 日加息 25bp 至 3.75%-4.00%，日本央行 9 月 18 日加息 25bp 至 1.25%。三大央行同月同步加息为 2022 年加息潮以来首次，且均以能源通胀为核心关切。同期美伊在联大经卡塔尔斡旋重启会谈、沙特东西管道恢复运营，地缘风险溢价快速回吐。“政策利率再抬升×地缘溢价再回吐”的双向拉锯主导了全部大类资产定价。

- **利率是本期定价之锚，美元构成资产分层之筛，结构是最终答案。**

  过去两周，10 年期美债收益率二次闯关并站上 5.18% 阶段高位，2 年期与 10 年期收益率双周均上行逾 20bp，曲线整体抬升且趋平；全球股、债、商品与汇率围绕“更高更久”的美债利率完成一轮再定价，中美 10 年期利差倒挂进一步加深。美元指数双周上行 2.17%，美元兑日元上涨 3.47%，套息交易未见拆仓反而加码，构成全球尾部风险放大器；人民币基本持平，与中债 10 年期收益率逆势下行 1.6bp 互为印证，显示中国货币政策独立性与人民币资产稳定器属性。指数层面波动有限，但内部结构剧烈分化：低利率敏感度、强产业叙事资产显著占优，纳斯达克上涨 2.79%、科创 50 上涨 4.41%、中证 1000 上涨 1.92%、LME 铜上涨 2.96%；高利率敏感与弱现金流资产承压，罗素 2000 下跌 2.29%、沪深 300 回落 1.57%、欧洲股指与地产链商品偏弱。

- **市场情绪“不恐慌、但脆弱”。**

  CNN 恐贪指数 37 落入恐慌区间，但 VIX 15.67、PCR 0.75、高收益债利差 280bp 仍偏乐观，货币基金双周净流出 369.7 亿美元；核心矛盾在于利率中枢上移与风险溢价维持低位之间的背离，市场对利率冲击与信用事件的抵御能力较弱。

- **技术面为动量分化，而非趋势反转。**

  美元指数、纳斯达克、LME 铜维持强势延续且未见顶背离；上证指数 3842 点与罗素 2000 仅出现潜在底背离，反转仍需价格确认；布伦特原油在 105 美元附近形成 MACD/RSI 顶背离并已回调，黄金下行趋势完整，美元兑日元呈高点下移与隐藏看跌背离。

- **风险提示**

  地缘政治风险；海外货币政策超预期；国内内需修复不及预期；汇率与商品波动；市场资金扰动

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 全球大类资产异动：加息共振与地缘退潮 4
1.1 原油：一次“预期差”的完整闭环 4
1.2 碳酸锂：口径之殇与远期下修，弱预期主导定价 4
1.3 美债与全球利率共振：加息落地后的“第二波” 5
2 资产&板块表现 5
3 跨市场分析 7
4 市场情绪 8
5 技术分析 9
5.1 总体判断：市场处于动量分化而非趋势反转 9
5.2 A 股市场：上证指数潜在底背离，科创 50 动能修复 9
5.3 美股市场：纳斯达克趋势完整，罗素 2000 现底部背离 10
5.4 商品市场：原油顶背离，铜高位整理，黄金弱势 10
5.5 外汇市场：美元强势逼近超买，日元承压 11
6 风险提示 12

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 大类资产价格表现（%）（截至 2026.09.24）..... 6
图 2: 金油比 7
图 3: 油铜比 7
图 4: 金银比 8
图 5: 股债比 8
图 6: 上证指数日线 10
图 7: 科创 50 日线 10
图 8: 纳斯达克日线 10
图 9: 罗素 2000 日线 10
图 10: 布伦特原油日线 11
图 11: LME 铜日线 11
图 12: COMEX 黄金日线 11
图 13: 美元指数日线 12
图 14: 美元兑日元日线 12

表 1: 关键跨资产比价指标双周变化（2026.09.11-2026.09.24）..... 8
表 2: 市场情绪指标（截至 2026.09.24）..... 9

下载日志已记录，仅供内部参考

1 全球大类资产异动：加息共振与地缘退潮

7 月初美伊停火协议破裂后油价再度走高，能源通胀的二阶传导迫使央行转向：欧央行 9 月 10 日加息至存款利率 2.50%，美联储 9 月 16 日加息 25bp 至 3.75%-4.00%，日本央行 9 月 18 日加息 25bp 至 1.25%。三大央行同月同步加息为 2022 年加息潮以来首次，且均以能源通胀为核心关切。同期美伊在联大经卡塔尔斡旋重启会谈、沙特东西管道恢复运营，地缘风险溢价快速回吐。“政策利率再抬升 × 地缘溢价再回吐”的双向拉锯主导了全部大类资产定价。

1.1 原油：一次“预期差”的完整闭环

近期国际原油市场完成一轮快速的风险溢价修复与回吐行情，价格整体大幅回调，布伦特原油价格自 9 月 11 日盘中高点 105.07 美元/桶回落至 9 月 24 日 100.21 美元/桶，累计跌幅达 4.63%。短短两周内，市场完整演绎了地缘谈判推迟推升风险溢价、局势缓和后溢价集中回吐的行情闭环。整体来看，当前中东市场“边打边谈、以打促谈”的博弈格局尚未终结，地缘风险仍具备持续性，原油市场的地缘溢价难以完全归零，后续仍将反复扰动盘面走势。

9 月 11 日至 9 月 15 日为本轮油价上行、地缘溢价持续集聚的核心阶段，行情核心驱动源于中东通航磋商进程推迟，市场地缘谈判预期落空，触发原油风险溢价系统性重估。同期基本面多重利好共振，进一步夯实油价高位支撑：一是霍尔木兹海峡日均通行量从战前的 125 艘骤降至个位数，曼德海峡同步受阻，“双海峡”格局历史罕见；二是沙特东西管道遭无人机袭击后预防性关闭，IEA 口径 2026 年全球石油供应量将减少 570 万桶/日(约 6%)，在供应紧张的情况下全球库存正以创纪录的速度消耗，OPEC+8 月总产量环比-90 万桶/日至 1,991 万桶/日；三是中东-中国 VLCC 运价一度涨至超 120 万美元/天，创有记录以来新高。

9 月 16 日至 9 月 24 日市场情绪与行情彻底反转，前期累积的地缘溢价快速回吐，油价进入快速下行通道。本轮调整首先受全球三大央行集中加息驱动，市场对宏观经济及原油终端需求的悲观预期升温，成为油价下行的宏观导火索。后续利好消息集中落地进一步加速行情调整，9 月 22 日美伊在联大经卡塔尔举行 3 小时会谈，同日沙特东西管道恢复运营、延布港准备恢复红海出口，供应与预期双修复，油价两日急挫至窗口低点。9 月 22 日伊朗开出重开霍尔木兹的四项条件（永久停止军事行动、解除海上封锁与制裁、归还冻结资产并赔偿），叠加美国财政部研究柴油出口禁令可行性，油价 V 型反转。

1.2 碳酸锂：口径之殇与远期下修，弱预期主导定价

碳酸锂主连 LC2701 价格从 13.48 万元/吨回落至 12.44 万元/吨，跌幅达 7.71%。行情自 9 月初 16.29 万元/吨的高点累计回撤 23.60%。本轮下跌本质是“统计口径修正+远期预期下修”引发的重定价，而非现货市场出现崩塌式走弱。

本轮行情持续走弱主要受三方面因素压制。一是 9 月 4 日 SMM 调整库存统计口径，将贸易商、电芯厂等纳入样本，周度库存由约 7 万吨一次性上修至 16.93 万吨，隐性库存显性化直接改变了市场对“低库存+旺季”多头共识的认知；二是市场供应端出现边际改善，9 月碳酸锂产量预计环比+11%，8 月进口 3.04 万吨（同比+39.1%），中期供给增量预期强化；三是 9 月 23 日瑞银将 2027 年中国碳酸锂价格预期由 20 万元/吨下调至 12 万元/吨（-40%），远期估值中枢下移引发贴水扩大与多头减仓。

下载日志已记录，仅供内部参考

碳酸锂需求端呈现分化格局。整体市场总量并未出现塌陷态势，9 月电池排产环比+9.2%、10 月锂电总排产环比+3.9%，基本面需求具备一定支撑。但市场旺季涨价的核心逻辑已经出现松动，宁德时代“全球开放月”将 314Ah 储能电芯降至 0.395 元/Wh 起，叠加头部电池厂 9 月排产下修传闻，“旺季只涨不跌”的共识出现裂缝。

目前碳酸锂市场整体呈现强现实、弱预期的结构性特征。现货显著抗跌，仓单持续去化；但期货增仓下行、远月弱于主力，弱预期取得定价权。

1.3 美债与全球利率共振：加息落地后的“第二波”

5.1%的 10Y 美债正在成为全球资产定价的核心锚点，这一新刻度一方面抬升了全球权益资产的估值分母，对无息类资产形成持续压制，另一方面也为美元现金资产构筑了稀缺的安全收益边际。

本轮美债利率呈现全线上行、曲线熊平的走势特征，各期限收益率均出现不同幅度抬升。美债 2Y 4.63%→4.87%（+24bp）、10Y 4.96%→5.18%（+22bp）；2s10s 由+33bp 收窄至+31bp，呈“熊平”。9 月 23 日美国 9 月 PMI 58.4（制造业 57、服务业 58.7）触发“经济过热”重定价，推动长端利率快速突破关键点位，10Y 突破 5.1%、5Y 首破 5%，10 月再加息概率升至七成附近。

在美国利率上行的带动下，全球主要经济体无风险利率同步走高，全球利率中枢系统性上移。9 月 24 日，日本 10Y 国债 3.075%创 1996 年以来新高、5Y 和 20Y 也分别上涨约 10 个基点达到 2.375%和 3.915%；9 月 23 日，法国 10Y 上升 11.5 个基点达到 4.908%，为 2008 年 7 月以来新高。三大央行同月加息叠加全球债券市场财政供给扩容的担忧情绪，全球无风险利率同步上行。

2 资产&板块表现

本期全球市场核心矛盾集中于**美债收益率中枢的二次上移及其引发的资产分层重估**。美联储 9 月议息会议落地后，紧缩预期并未消解，反而呈现“利空出尽—预期修正”的快速轮转，2 年期与 10 年期美债收益率双双上行逾 20bp，10 年期一度升破 5.1%；与此同时，美元指数走强约 2%，对非美货币形成普适性压力。

在此背景下，资产表现呈现三条清晰的共性逻辑：一是**利率是定价之锚**。与实际利率呈负相关的黄金、白银及原油同步回调，反映金融属性主导的估值压缩； 二是**美元是分层之筛**。非美货币普遍贬值，而人民币汇率基本持平，中美货币政策分化在汇率层面得到直接验证； 三是**结构是最终答案**。权益市场整体震荡，但低利率敏感度、强产业叙事的资产（纳斯达克、科创 50、铜等）显著跑赢，高利率敏感度、弱现金流资产（罗素 2000、欧洲股指、地产链商品等）显著跑输。

下载日志已记录，仅供内部参考

图1：大类资产价格表现（%）（截至 2026.09.24）

类别		名称	9.11价格	9.24价格	1D	1W	1M	1Y
权益	A股	上证指数	3888.1106	3888.3738	-1.22306253	-0.6007	-2.4565	-2.0275
		深证综指	2465.845	2476.0749	-1.97348019	-1.4547	-3.4874	-2.1686
		创业板指	3322.0389	3288.9476	-2.68262618	-2.4826	-4.3544	2.6778
		上证50	2868.3175	2842.7427	-1.42261464	-0.6303	-3.2053	-6.215
		沪深300	4510.1554	4439.1443	-1.72967418	-1.5141	-4.0203	-4.1209
		中证1000	7427.2405	7570.1448	-2.26468912	-1.5278	-2.5774	-0.331
		科创50	1553.394	1621.872	-2.34711753	-1.8612	-3.7115	20.657
		可转债正股指数	2315.9685	2383.3368	-1.39976007	0.2863	-0.7319	4.2485
	港股	恒生指数	24805.63	24510.09	-1.01384711	-0.9725	-4.1338	-4.3715
		恒生中国企业指数	8246.33	8165.78	-1.212556	-0.7248	-4.0807	-8.3905
		恒生科技	4320.57	4311.78	-1.13158746	-2.1273	-6.6688	-21.8311
	海外	罗素2000指数	2903.9444	2837.5521	0.06975307	-0.7986	-4.0217	14.3295
		道琼斯工业指数	52573.29	51828.62	0.93211331	0.2825	-2.552	7.8341
		法国CAC40	8179.77	8077.8	-0.04491779	0.1585	-3.08	-0.8798
		英国富时100	10650.44	10695.25	0.14288403	0.3389	-1.1919	7.6915
		德国DAX	25568.56	25408.64	0.56244368	0.4133	-3.2351	3.7493
		巴西IBOVESPA指数	187206.89	183476.86	-0.2658373	-0.946	3.4146	13.8721
		纳斯达克指数	26333.04	27068.72	0.48015228	2.0593	2.6462	16.4647
		越南VN30指数	1936.69	1938.5	0.32864943	-1.3069	-2.2421	-4.537
		印度SENSEX30	74781.76	73895.74	0.42837413	-0.5373	-3.9782	-13.2889
		韩国综合指数	6909.91	7080.92	0.89784565	2.7079	3.8255	68.0264
		日经225	64011.34	66364.2	1.29775335	2.069	0.0788	31.8333
		标普500	7656.98	7743.41	0.5098564	1.2144	0.7451	13.1168
债券(bp)	中国	银存间质押7日	1.4232%	1.3946%	0.7586	-3.9002	-0.0287	-12.0903
		SHIBOR1周	1.4200%	1.4000%	1.1561	-3.4483	0.4304	-11.9497
		1Y国债活跃	1.2110%	1.2130%	-0.1646	0.1238	1.0833	-12.7338
		3Y国债活跃	1.2500%	1.2875%	0	2.3857	2.1825	-15.5738
		10Y国债活跃	1.6860%	1.6700%	-0.0598	-0.5656	-1.5910	-7.9890
		期限利差（国债：10Y-3Y）	0.4360%	0.3825%	0.4124	4.2827	15.9524	36.4146
	海外	2年期美国财政部国债平价收益率	4.6300%	4.8700%	1.3699	4.8583	10.9208	24.5192
		10年期美国财政部国债平价收益率	4.9600%	5.1800%	-0.2608	-9.3602	-12.4714	31.8966
		美债期限利差（10Y-2Y）	0.3300%	0.3100%	19.2308	14.8148	-34.0426	-47.4576
		中美10年国债利差（中国-美国）	-3.2740%	-3.5100%	2.0646	7.6522	18.0626	49.6802
商品	贵金属	COMEX黄金	4378.6	4271.5	-0.198598131	-1.243844358	-7.336703039	13.38961004
		COMEX白银	64.255	63.63	-1.241657613	-2.810447533	-8.352417578	45.60640732
	有色金属	LME铜	14226	14646.5	0.212103589	1.261753319	2.380120229	41.92344961
		LME铝	3256.5	3251.5	0.046153846	-1.170212766	0.852977667	22.49011113
		SHFE锌	26770	26700	0.887965237	1.714285714	2.298850575	22.22476539
		SHFE镍	126110	125100	-0.263094953	1.254552813	-2.608018684	3.175257732
	黑色系	SHFE螺纹钢	3004	3050	-0.228982663	-0.81300813	0.262984878	-0.521852577
		SHFE热轧卷板	3238	3288	-0.121506683	-0.754603079	0.030422878	-3.690685413
		DCE铁矿石	730.5	720	0.488485694	0	-2.107409925	-12.24862888
	油	ICE布油	104.32	100.21	1.932661988	-3.727543472	13.27003504	46.80632874
外汇		美元兑加元	1.38714	1.4138	0.258128568	1.039850204	2.015355086	1.737128054
		欧元兑美元	1.15984	1.1381	-0.031622498	-0.831292861	-2.314103499	-3.04313378
		英镑兑美元	1.35256	1.3219	-0.159361948	-1.042040963	-2.729192574	-1.699906304
		美元指数	99.0901	101.2437	0.114706455	1.010970723	2.128438664	3.451668971
		美元兑瑞郎	0.81649	0.8279	0.316267798	0.396560715	2.998407485	4.124165168
		美元兑离岸人民币	6.70807	6.7161	0.068539585	0.180042303	-0.035276151	-5.910265175
		澳元兑美元	0.71709	0.7012	-0.397715974	-1.374140283	-2.550134108	6.519823789
		美元兑日元	153.529	158.8545	0.324616886	1.853312303	-0.271835518	6.682851646

资料来源：Wind，浙商证券研究所

全球权益市场同步呈现“科技成长跑赢、价值与中小盘承压”的风格分化。A 股方面，上证指数双周涨跌幅近于零，但科创 50 上涨 4.4%、中证 1000 上涨 1.9%，沪深 300 回落 1.6%、上证 50 回落 0.9%，中小盘科技风格明显占优、大盘蓝筹相对失血；美股结构如出一辙，纳斯达克上涨 2.8%领涨，道琼斯下跌 1.4%、罗素 2000 下跌 2.3%领跌；欧洲及部分新兴市场普遍回调，日韩市场逆势领涨。跨市场来看，资金撤离利率敏感、盈利偏弱的价值型资产，向具备产业叙事支撑的成长型资产集中。

美债收益率曲线整体上移，中债走出独立行情。本期美债短端领涨，2 年期收益率上行 24bp、10 年期上行 22bp，曲线整体抬升且趋于平坦，显示市场正为潜在的进一步紧缩支付溢价。而中债 10 年期收益率不升反降（-1.6bp），期限利差收窄、收益率曲线走平。中美 10 年期利差倒挂幅度进一步加深，中国债券市场成为全球利率交易中明确的“另一端”，中美利差与本币汇率的组合信号值得持续跟踪。

金融属性与商品属性的两条对立逻辑并存。一是利率与美元的估值压制——布伦特原油、黄金、白银随实际利率上行同步回调，属于金融属性主导的再定价；二是中国政策与补库预期的基本面支撑——LME 铜上涨 2.96%、螺纹钢上涨约 1.53%，但铁矿石走弱表明地产链需求尚未实质修复。国内碳酸锂、玻璃、纯碱仍处于过剩产能出清阶段，上海原油期货单日波动率达±5-8%，使国内商品成为本期异动最为密集的资产类别。

下载日志已记录，仅供内部参考

美元指数强势，人民币币值稳定构成关键例外。美元指数上行 2.17%，日元贬值 3.47%、加元贬值 1.92%，欧元、英镑、澳元贬值幅度均在 2%左右。日元单边贬值意味着套息交易不仅未出现拆仓，反而有所加码，仍是全球金融市场波动的重要放大器。离岸人民币汇率仅微幅波动，为主要货币中表现最为稳定者，与中债收益率下行互为印证，共同构成中国货币政策独立性的汇率证据。

中国：独立货币环境下结构性走强。中债 10Y 收益率下行 1.6bp、人民币创多年新高、A 股科技成长走出独立行情，三者共同指向国内流动性宽松与政策预期的独立支撑，国内资产由“贸易顺差+结汇力量+产业景气”定价，与海外利率周期明显脱敏；但大盘蓝筹受地产链与消费板块拖累，指数层面维持横盘。中国资产并未跟随全球“高利率杀估值”逻辑，而是走出以自身政策为锚的结构性行情。

3 跨市场分析

油铜比是本期最值得关注的跨资产信号，它揭示了中国政策与制造业预期相对于全球能源需求的边际占优，这一比价逻辑与权益市场中的科技成长占优、商品市场中的铜强油弱主线高度一致。

增长预期结构性分化。油铜比回落 5.40%，幅度明显大于其他指标，原油相对于铜的定价偏弱。铜作为全球制造业景气与中国总需求的重要代理变量，其相对强势与本期中国资产中的科创、中证 1000、螺纹钢走强相互印证；原油的相对弱势则与布伦特油价回落一致，反映市场对全球能源需求的谨慎态度。

风险情绪并非主导变量。金油比虽然上行 0.73%，但主要来源于油价跌幅超过金价，而非黄金因避险需求大涨；金银比微跌 0.70%，同样说明白银因工业属性支撑而相对抗跌，黄金并未出现典型的避险溢价扩张。因此，贵金属的调整仍可归类为美元走强与实际利率上行的金融属性压制，而非系统性风险上升。

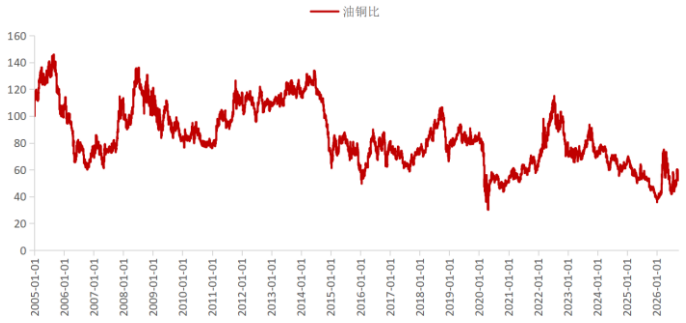
权益风险溢价保持平稳。股债比微降 0.02%，几乎收平，在美债收益率中枢上移的同时，权益市场通过风格与结构分化完成了对利率的再平衡，整体风险溢价未出现显著扩张或收缩。

图2： 金油比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3： 油铜比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图4： 金银比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5： 股债比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表1： 关键跨资产比价指标双周变化（2026.09.11-2026.09.24）

指标	数值	双周变化	解释
金油比	369.98	-4.68%	金价相对油价走弱，原油价格的表现强于黄金，避险属性没有占优；能源供给端因素是影响本轮比价变化的重要力量
油铜比	57.02	-0.59%	油价相对铜价走弱，铜价表现强于原油，工业金属韧性更强，商品行情不是能源主导
金银比	104.45	-1.49%	白银相对黄金更强，白银的工业属性获得支撑
股债比	344.94	0.73%	股票相对长债更强，股债比价基本持平，债券对冲权益波动的效果有所减弱

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 市场情绪

本期市场情绪呈现高利率与低风险溢价并存的结构性特征。权益端的 CNN 恐贪指数落入恐慌区间，但期权市场 VIX、PCR 指标与信用市场高收益债利差均显示风险偏好仍处乐观水平；货币基金未出现恐慌性撤离，散户看多情绪中性。交叉验证美债收益率走势，10 年期与 2 年期美债收益率同步上行逾 20bp、10 年期美债收益率一度突破 5.1%，而高收益债利差却压缩至 280bp，低于 300bp 警戒线，表明信用市场并未对高利率环境进行风险补偿重估。我们判断，当前市场情绪的核心矛盾是利率中枢上移与风险溢价维持低位之间的背离，这种组合对利率冲击与信用事件的抵御能力较弱，是后续需要重点监控的脆弱点。

当前市场并未恐慌，但也未对高利率进行充分的风险补偿，情绪面处于“不恐慌、但脆弱”的状态，其可持续性取决于两条路径：其一，若美国经济数据维持韧性、企业盈利能够吸收高利率，则当前低风险溢价可以延续；其二，若高利率开始对信用资质、再融资压力或海外美元流动性产生非线性冲击，则风险溢价可能迅速重估。从历史经验看，美债收益率高位与高收益债利差低位同时出现，往往发生在紧缩周期尾声或增长放缓前夕，此后市场的调整多以信用利差快速扩张或利率回落的形式完成。

下载日志已记录，仅供内部参考

表2： 市场情绪指标（截至 2026.09.24）

指标类别	数值	信号	备注
恐贪指数	37	恐慌	0-24：极度恐慌；25-44：恐慌；45-55：中性；56-74：贪婪；75-100：极度贪婪。
VIX 指数	15.67	乐观	VIX>30,极端恐慌；30>VIX>20，恐慌释放中，反弹随时启动；20>VIX>12，健康上涨期；VIX<12，情绪亢奋，警惕泡沫与回调。
PCR 指标	0.75	乐观	PCR>1.1，市场过度悲观，可能接近底部，情绪恐慌；1.1>PCR>0.95，情绪谨慎，反弹初期，为情绪防御区；0.95>PCR>0.75，健康上涨期，市场情绪乐观；PCR<0.75，市场情绪过热，调整风险上升，市场情绪贪婪。
货币基金总资产双周变化	单周：$15bn 双周：-$36.97bn	乐观	一般认为，美国货币基金单周净流入> 50bn，资金极速撤离风险资产，是恐慌信号；同时我们设定双周累计净流入≥75bn 为恐慌持续化。
AAII 散户投资人情绪指数	Bullish=32.69%	中性	AAII 协会每周调查受访者在未来六个月内对市场是看涨、看跌还是中性，一般 bullish 超过 45%是卖出信号。
HY OAS 指标	2.80%	乐观	> 600bp，信用恐慌，强烈风险警示；450~600bp，风险担忧上升，需警惕；300~450bp，中性区间；<300bp，信用市场极度乐观，贪婪，警惕资产泡沫。

资料来源：CNN, CBOE, Wind, ICI, AAII, ICE ,浙商证券研究所

5 技术分析

5.1 总体判断：市场处于动量分化而非趋势反转

从两周收益结构观察，**当前技术面主线是分化中的动量延续，而非统一的趋势背离**：强势资产继续创新高、弱势资产持续跑输，二者之间的裂口在扩大。趋势仍由少数强势方向主导，但内部宽度正在恶化，后续若出现强势股补跌或弱势股恐慌性破位，则可能引发阶段性调整。在此背景下，技术面呈现三类结构：一是强势资产的动量延续，美元指数、纳斯达克、LME 铜同步创出阶段高点，MACD 与 RSI 未出现顶背离；二是弱势资产的潜在底部结构，上证指数、罗素 2000 在低位出现 MACD 底背离雏形，但价格仍受制于均线；三是已确认的顶部背离，布伦特原油在 105 美元附近形成 MACD/RSI 顶背离，随后价格回调。

5.2 A 股市场：上证指数潜在底背离，科创 50 动能修复

上证指数：3842 点出现潜在底部背离，但反转尚需确认。上证指数 9 月初冲高 3995.18 后回落，9 月 18 日下探 3842.72，随后反弹；9 月 24 日再度回落至 3888.37，但未创新低。MACD 在负区间持续收窄，DIF 已上穿 DEA；RSI 未随价格创出新低，呈现潜在底背离。然而，价格仍受 MA20 压制，且 9 月 24 日放量收阴，说明反弹力度不足。底部确认需等待价格放量站稳 3900 点并突破 3995 前高；若跌破 3842，则底背离失效。

科创 50：MACD 由负转正，相对强势延续。科创 50 自 8 月底 1711 点回落至 9 月 18 日低点 1516.20，随后反弹至 9 月 23 日高点 1691.39，9 月 24 日回落至 1621.87。MACD 由深度负值转正，DIF 上穿 DEA，动能修复明显；价格未跌破 1516 前低，短期维持相对强势。与上证指数相比，科创 50 未再创低点且 MACD 率先转正，体现小盘科技板块的相对韧性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图6： 上证指数日线



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7： 科创 50 日线



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.3 美股市场：纳斯达克趋势完整，罗素 2000 现底部背离

纳斯达克：量价配合上行，未见顶背离。纳斯达克 9 月 5 日低点 25802.96 后持续上涨，9 月 22 日创出阶段高点 27288.79。上涨过程中 MACD 由负转正并持续扩张，RSI 同步上行，成交量温和放大，未出现价格与指标的背离。技术面上行趋势完整，短期支撑位于 26000-26200 区间（MA20 与前期低点），若失守则需警惕回调加深。

罗素 2000：低位出现潜在底背离，但趋势仍处空头。罗素 2000 自 8 月底 3019.46 持续下行，9 月 22 日下探 2810.75 后小幅反弹。价格不断创出新低，但 MACD 负区间收窄且 DIF 上穿 DEA，RSI 亦出现抬升，形成潜在底部背离。不过价格仍运行在所有均线下方，趋势反转需等待突破 2900 及 MA20 阻力。

图8： 纳斯达克日线



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9： 罗素 2000 日线



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.4 商品市场：原油顶背离，铜高位整理，黄金弱势

布伦特原油：105 美元附近形成 MACD/RSI 顶背离。布伦特原油自 8 月底 82.84 美元持续上涨，9 月 11 日冲高 105.07 美元。观察 MACD 与 RSI，二者在 9 月 9-10 日已提前见顶，随后价格创出 105.07 新高，指标却未能同步创新高，形成典型的顶背离信号。目前价格测试 MA20 支撑，若有效跌破 96 美元，回调目标或指向 92-93 美元；若守住 MA20 并反弹突破 100 美元，则背离影响减弱。

下载日志已记录，仅供内部参考

LME 铜：高位整理，动能仍偏多。LME 铜 9 月 10 日冲高 14875.0 后回落至 9 月 15 日低点 13926.0，随后反弹至 9 月 24 日 14646.5。MACD 维持零轴上方，RSI 位于 58-66 区间，整体动能仍偏多，但未突破前高 14875，处于高位整理。

COMEX 黄金：下行趋势完整，未见底部背离。COMEX 黄金自 8 月底 4697.7 美元持续下行，9 月 16 日低至 4273.3 美元。MACD 在负区间持续走低，RSI 同步下行，未出现价格创新低而指标抬升的底部背离，弱势格局完整。在美元与美债收益率维持强势的背景下，黄金缺乏反弹动能。

图10： 布伦特原油日线



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11： LME 铜日线



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12： COMEX 黄金日线



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.5 外汇市场：美元强势逼近超买，日元承压

美元指数：突破平台后强势上行，短期接近超买但未现背离。美元指数自 8 月底 99.0 附近回落后，于 9 月 9 日见底 98.60，随后快速拉升至 9 月 23 日高点 101.40，9 月 25 日收于 101.03。MACD 由负转正并持续扩张，RSI（6 日）升至 76 附近，显示短期动能偏强。从背离角度看，本轮反弹中价格高点与 MACD、RSI 高点同步上移，尚未出现顶背离。但 RSI 已进入超买区，且 9 月 25 日收出带长上影的阴线，短期或存在技术性整固需求。

美元兑日元：高点下移的下降结构，隐藏看跌背离。USD/JPY 于 9 月初冲高 160.40 后快速回落至 152.87，随后反弹至 9 月 24 日高点 158.85，形成“高点下移”的下降结构。与

下载日志已记录，仅供内部参考

此同时，MACD 从深度负区间回升，DIF 上穿 DEA；RSI 亦未创出新低，呈现“价格次高、指标更高”的隐藏看跌背离。该结构通常意味着下跌趋势尚未结束，反弹更多是技术性修复而非反转。

图13： 美元指数日线



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14： 美元兑日元日线



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6 风险提示

1）地缘政治风险。中东冲突若进一步升级，油价或超预期上行，推升全球通胀，压制风险资产估值。

2）海外货币政策超预期。美国通胀粘性较强，美联储加息预期反复，美债收益率上行将冲击全球权益、贵金属，加剧跨境资金波动。

3）国内内需修复不及预期。若消费、地产复苏偏弱，A 股、港股风险偏好存在下行压力。

4）汇率与商品波动。美日、中美货币政策博弈带来汇率大幅波动；原油、工业金属受供给、政策扰动，价格与跨资产比价易剧烈震荡。

5）市场资金扰动。当前风险资产拥挤度偏高，即便基本面未恶化，仍可能出现资金驱动的短期回调。



下载日志已记录，仅供内部参考

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买　入 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增　持 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中　性 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减　持 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看　好 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中　性 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看　淡 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn