仅供内部参考，请勿外传

证 券 研 究 报 告

美联储重启加息，美国居民信贷周期压力如何?

全球资产配置每周聚焦 (20260921-20260927)

证券分析师：金倩婧 A0230513070004 冯晓宇 A0230521080005
林遵东 A0230524100005 王胜 A0230511060001

2026.9.29

SWS RESEARCH

仅供内部参考，请勿外传

报告摘要

- **热点聚焦：2026年9月美联储重启加息，但与此同时美国居民信贷扩张速度正在明显降温。**截至2026年二季度，美国居民贷款余额18.77万亿美元，同比增速由2022年末的8.5%回落至2.1%，单季贷款余额净减少135亿美元，为2020年二季度以来首次收缩。其中，住房抵押贷款占居民信贷近七成，增速降至1.4%且余额环比转负；居民新增贷款也从2023年三季度单季新增2280亿美元持续回落，目前已明确退坡。**还款能力方面**，消费贷款撇账率由2024年三季度的3.00%回落至2026年二季度的2.66%，仍高于2019年均值2.29%；信用卡撇账率由4.69%降至3.82%。与此同时，30天以上贷款拖欠率已回到疫情前水平，信用卡、汽车和住房贷款新转严重拖欠率均已超过2019年均值，汽车贷款发放标准仍处于历史较严水平。存量房贷的低利率锁定仍形成一定缓冲，丧失抵押品赎回权和破产人数仍显著低于疫情前水平。**整体来看，目前美国居民新增信贷已明显降温，部分消费信贷压力仍高，未来加息可能会进一步抑制地产与消费需求，而存量住房贷款压力仍然较低意味着美国居民出现类似金融危机时期的大幅去杠杆压力仍然可控。**
- **全球资本市场回顾：**本周（20260918-20260925）全球大类资产呈现海外科技权益与美气领涨、中国资产与贵金属能化深度调整的剧烈轮动特征。1）固收与汇率：10Y/30Y美债收益率大幅上行至5.17%/5.49%，美元指数维持韧性，非美主要货币呈现窄幅震荡，全球固收市场整体偏弱。2）权益方面：海外市场普遍回暖，韩国KOSPI200、纳斯达克及日经225领涨突围，标普500窄幅收升；前期逆势走强的中港成长板块遭遇明显获利回吐，创业板指、恒生科技与沪深300全线走弱垫底。3）商品方面：板块内部分化加剧，美国天然气领跑大类资产，而欧洲天然气深度领跌；前期偏强的Comex白银、黄金、标普GSCI能源及小麦等能化农产品全线明显回调。
- **全球资金流向跟踪：**全球资金流入货币市场基金，新兴股市与发达股市均流出；固收基金方面，美国债市流入明显，本周流入112.8亿美元；权益基金方面，中国股市流出21.7亿美元。截至2026/9/23，外资内资均流出中国股市。海外资金主动和被动方面，海外主动基金过去一周流出1.5亿美元，而海外被动基金过去一周流出0.4亿美元。内资和外资方面，外资过去一周流出1.9亿美元，内资流出21.5亿美元。美股资金大幅流入消费、通信和公用事业，而金融板块出现较大流出，中国股市资金流入通信、材料和能源。
- **全球资产性价比指标：**截至2026/9/25，市盈率分位数角度上看，上证指数的估值分位数低于标普500和法国CAC40，高于西班牙IBEX35和德国DAX，达到过去10年来的73.4%，但是从PE的绝对水平来看，上证指数、沪深300和恒生国企的估值依旧大幅低于美股。ERP角度上来看，巴西圣保罗、沪深300和上证指数的ERP分位数仍然较高，从股债性价比的角度来说，中国股市相比全球仍有较好的配置价值。截至2026/9/25，标普500、道琼斯指数、纳斯达克指数和欧洲斯托克600指数的ERP分位数分别为0%、3%、2%、1%。标普500的风险调整后收益所处分位数上升至96%，纳斯达克100的风险调整后收益所处分位数上升至91%，沪深300的风险调整收益分位数微降至95%。
- **全球资产风险情绪指标：**美股方面，指数层面，标普500重回20日均线上方，本周期权认沽认购比率有所回落。本周美国散户看涨比例为32.69%，环比上周上升3.92pct。A股方面，期权持仓层面，截至2026/9/24，沪深300 10月到期看涨期权持仓增量在近端浅虚值进一步集中放量。其中4600–4750点合约持仓增量显著走阔，而4800点及以上远虚值增量维持低位平稳，多头资金博弈重心高度聚焦于现价附近的阻力突破。隐含波动率层面，截至2026/9/23，期权隐含波动率中枢全线持续下行，衍生品定价溢价收敛，市场短期单边突破预期明显降温。期限结构方面，本周大宗商品期限结构呈现原油溢价深度收敛、沪铜高位整固且升水企稳特征。原油价格震荡走弱带动跨期月差持续下行，Backwardation结构边际趋缓，短期近端供需溢价有效释放；沪铜价格中枢维持高位，期限结构曲线全线上移，近月升水在前期大幅回落后重新企稳回升，现货端偏紧格局依然延续。
- **全球经济数据：**9月最新美国消费者信心指数边际大幅回落；中国9月LPR按兵不动。
- **风险提示：美国通胀及货币政策收紧、居民信用风险恶化，以及地缘冲突、能源供给和经贸政策变化或超预期。**

仅供内部参考，请勿外传

主要内容

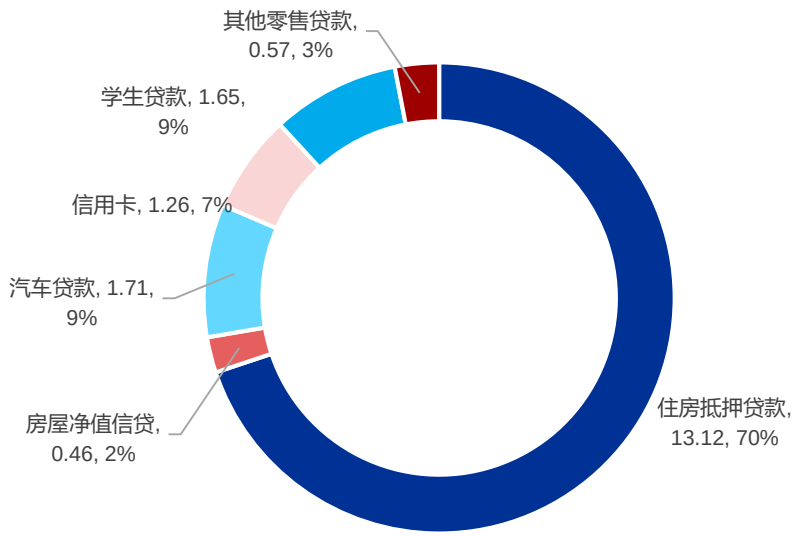
1. **每周热点聚焦：美联储重启加息，美国居民信贷周期压力如何?**
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流出
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下降，A股隐含波动率下降
5. 全球经济数据：美国消费信心指数大幅回落，中国LPR维持不变
6. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

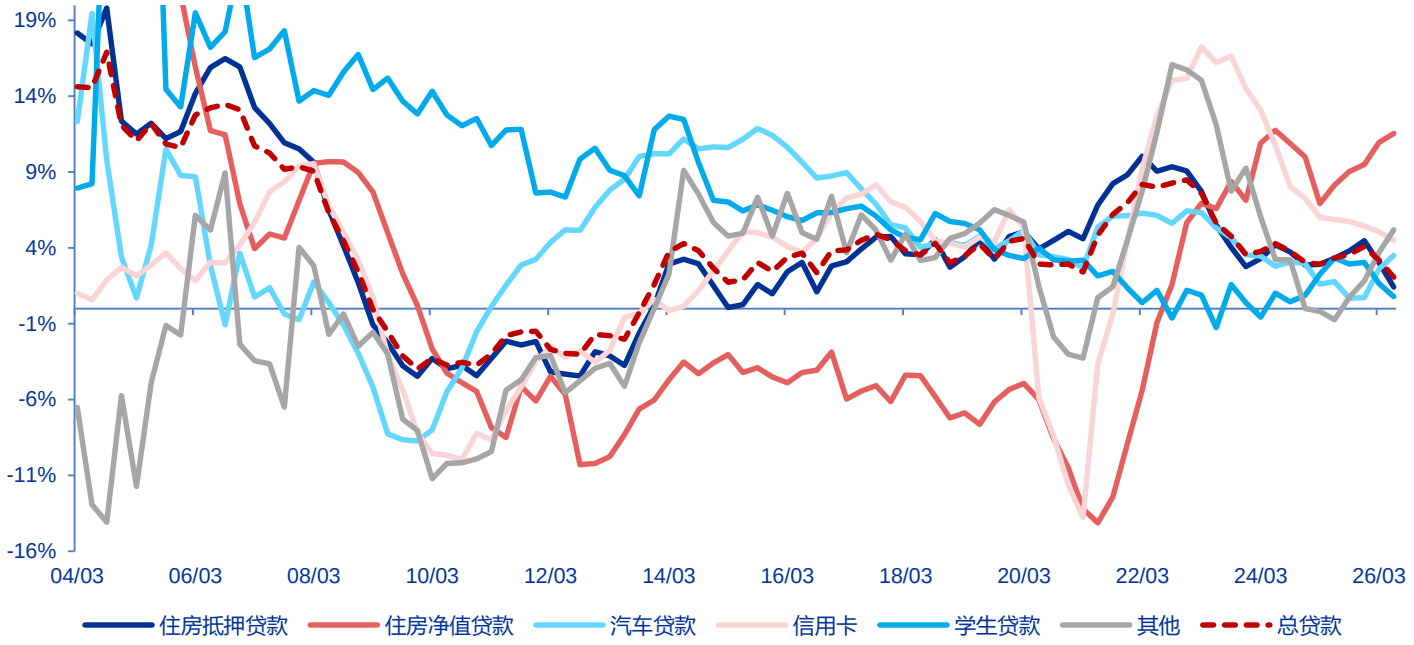
新增信贷：居民贷款增速降至2%，房贷压力回到疫情前水平

- 截止2026Q2，美国居民贷款余额18.77万亿美元，同比增速由2022Q4的8.5%回落至2.1%，本季环比净减少135亿美元，为2020Q2以来首次收缩。其中住房抵押贷款（69.9%）、汽车贷款（9.1%）、学生贷款（8.8%）合计占比87.8%，另外信用卡（6.7%）、其他零售贷款（3.0%）、房屋净值信贷（2.4%）。从同比增速看，房屋净值信贷同比+11.6%，在主要居民贷款分项中增速相对较高；住房抵押贷款同比增速降至+1.4%且余额环比转负，学生贷款同比+0.8%。

美国居民贷款占比（万亿美元）



美国居民贷款增速（同比%）

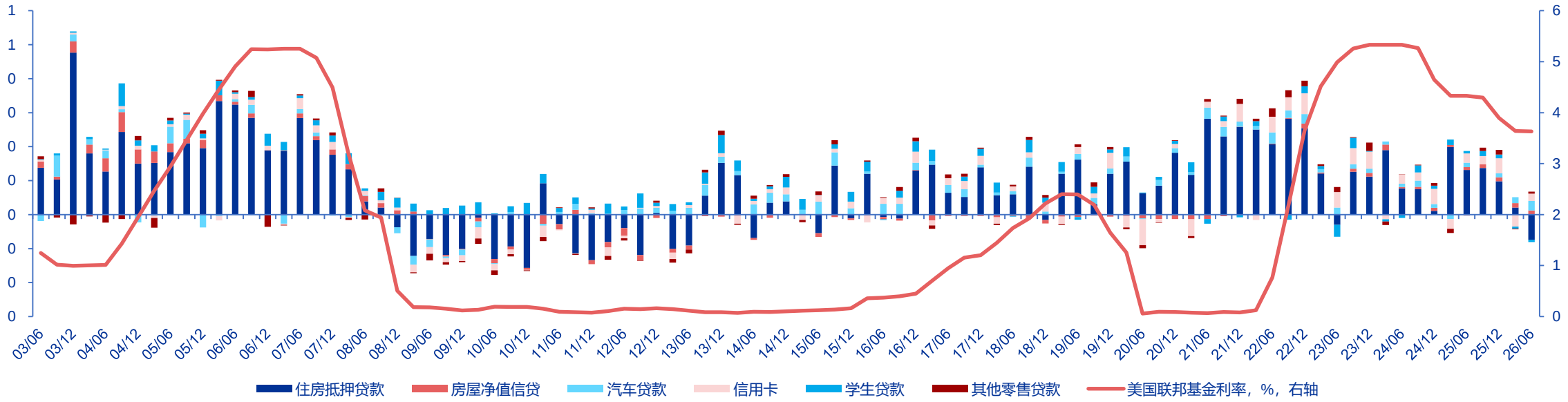


仅供内部参考，请勿外传

加息滞后效应显现，美国居民新增信贷已降至冰点

- 回顾金融危机前美国消费市场，美联储自2004年6月开始加息，至2006年6月完成最后一次加息，期间约2年美国居民新增贷款总体维持较高水平。暂停加息后，居民新增贷款开始降温，但仍具一定韧性；2007年下半年美联储转入降息周期，此后居民新增贷款进一步快速回落。
- 本轮加息自2022Q1启动、2023Q3见顶，居民新增贷款在加息末期仍维持高位，此后逐季回落。2024Q3美联储转入降息，但居民信贷并未随之重启扩张：2026Q1单季新增仅83亿美元，2026Q2转为净减少135亿美元。信贷韧性在末次加息后又延续约2年，目前已明确退坡。

美国居民贷款新增规模（万亿美元）

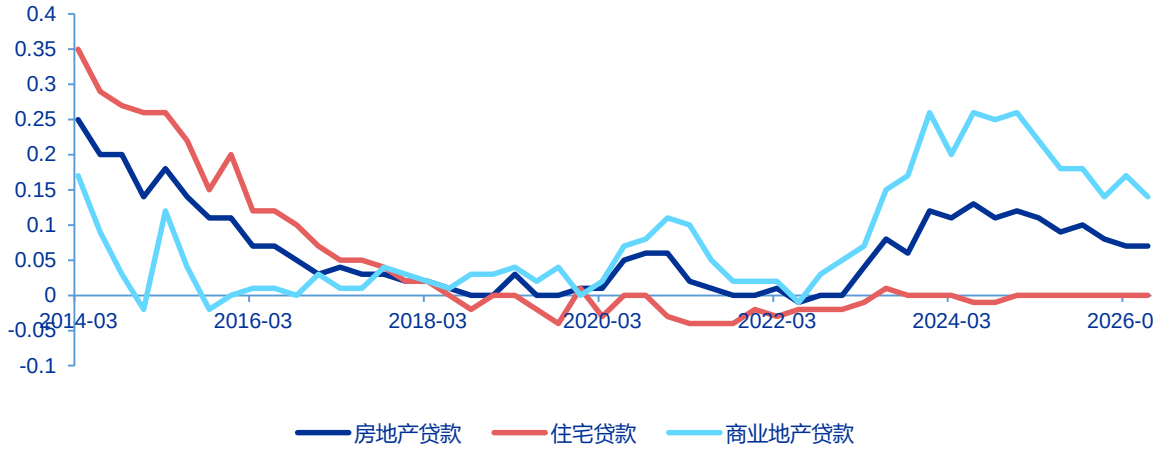


仅供内部参考，请勿外传

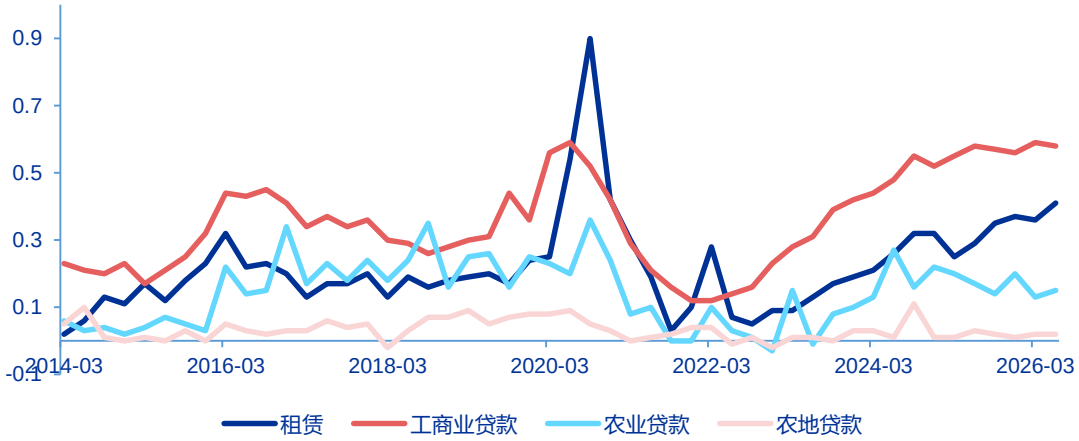
美国消费贷款撇账率已见顶回落，但仍高于疫情前

- 美国银行消费贷款撇账率2024Q3见顶3.00%后回落至2026Q2的2.66%，仍高于2019年均值2.29%；其中信用卡自4.69%的高点降至3.82%。
- 地产方面，商业地产贷款撇账率2023Q4见顶0.26%后降至0.14%，住宅贷款仍在零附近的历史低位。
- 其他产业方面，整体贷款及租赁撇账率0.55%处于低位；工商业贷款0.58%、租赁0.41%仍在缓慢上行，是当前少数尚未见顶的分项。

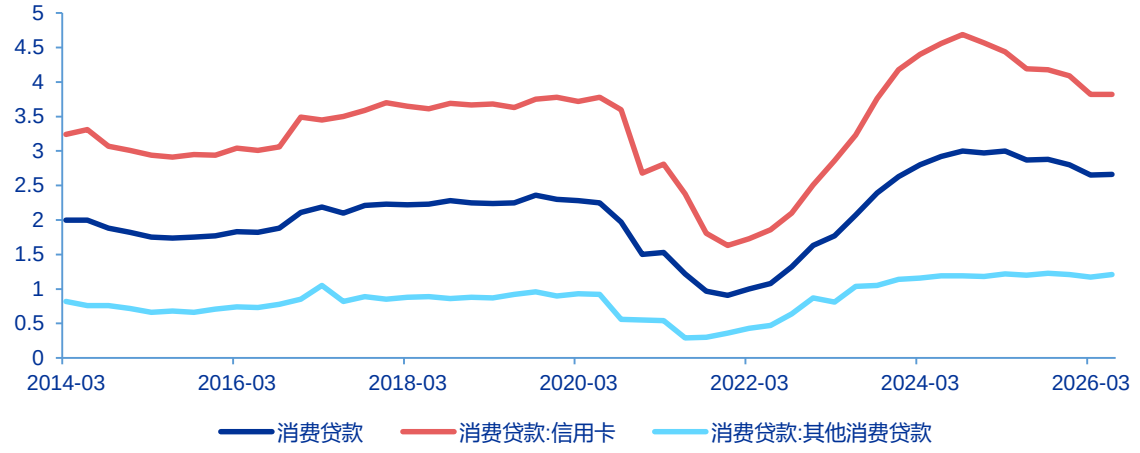
美国所有银行地产贷款撇账率（%）



美国所有银行企业贷款撇账率（%）



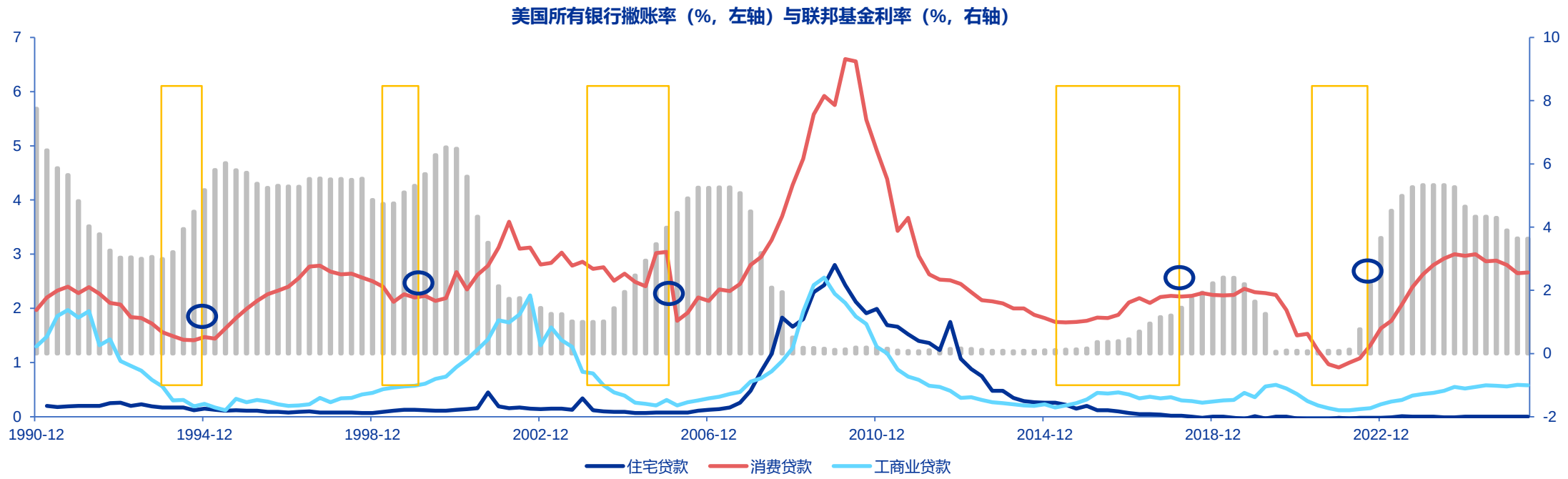
美国所有银行消费贷款撇账率（%）



仅供内部参考，请勿外传

本轮消费贷款撇账率在末次加息后4个季度见顶

- 复盘美联储加息周期，当加息启动时居民消费贷款撇账率仍在边际下行，而加息周期趋于结束时，撇账率开始上行。1995Q1、2000Q2、2006Q2、2018Q4四次末次加息时，消费贷款撇账率分别对应1.44%、2.14%、1.92%、2.25%。
- 本轮2023年7月末次加息时撇账率为2.39%，此后继续上行至2024Q3的3.00%见顶，滞后末次加息4个季度、与首次降息同步；随累计降息约175bp，已回落至2.66%。本轮撇账率最终高于历次停止加息时的水平，加息对居民资产负债表的压力或大于前几轮。



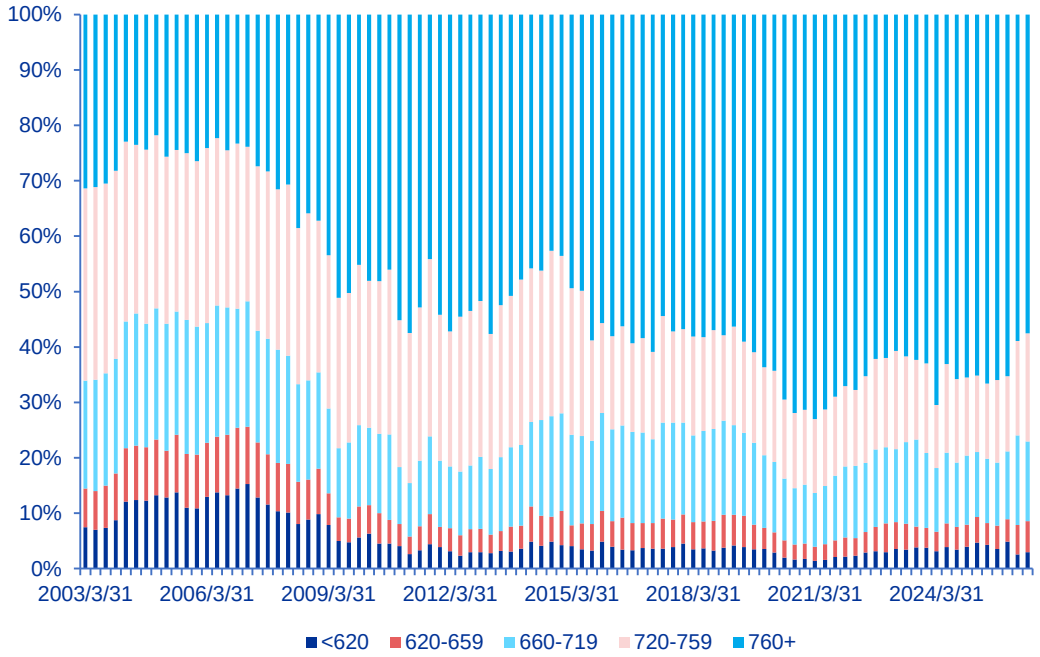
资料来源：美联储、申万宏源研究 注：灰色柱形为有效联邦基金利率，黄色框表示美联储加息周期；蓝色圆圈表示各轮最后一次加息时点。

仅供内部参考，请勿外传

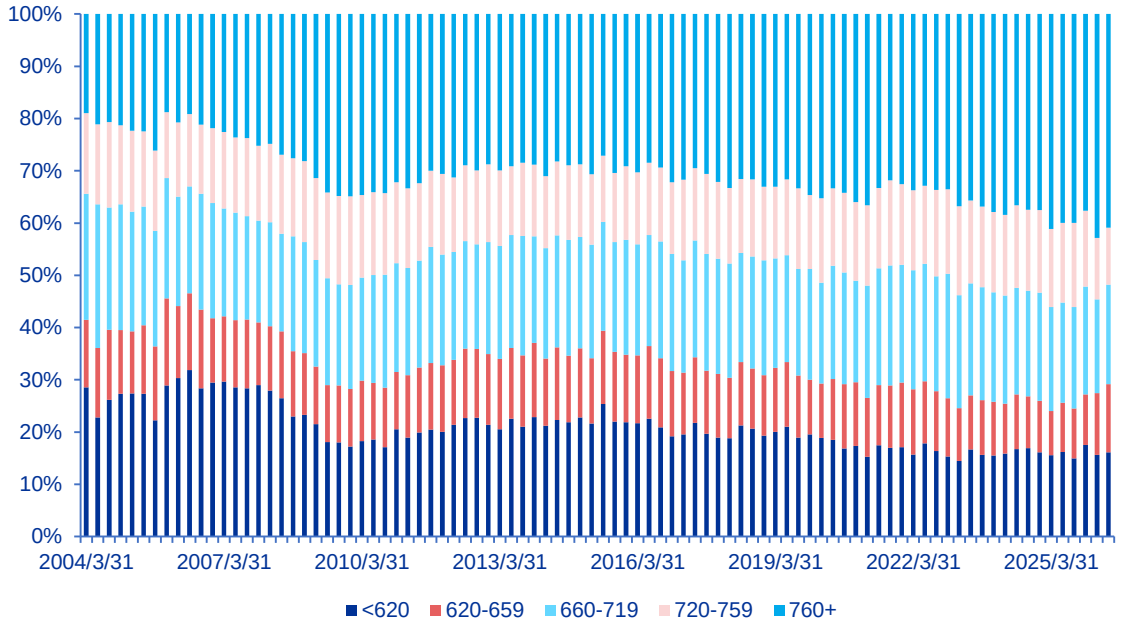
住房贷款发放标准已回到2018年，汽车贷款最严

- 美国居民住房抵押贷款的借款人信用结构持续下沉，目前新增贷款中信用评分760分以上借款人的占比为57.5%，低于2019年均值60.0%，已接近2018年末的57.8%。
- 相比之下，新增汽车贷款中高信用评分借款人的占比仍处高位，760分以上借款人占比升至40.9%，2026Q1一度达到42.9%，明显高于2019年均值33.2%，显示汽车贷款发放仍相对审慎。

按信用评分的抵押贷款发放量（占比%）



按信用评分的汽车贷款发放量（占比%）

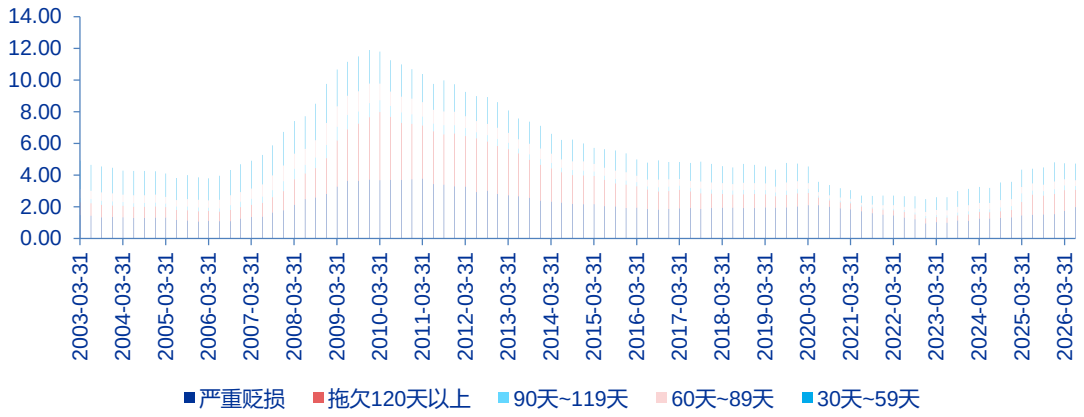


仅供内部参考，请勿外传

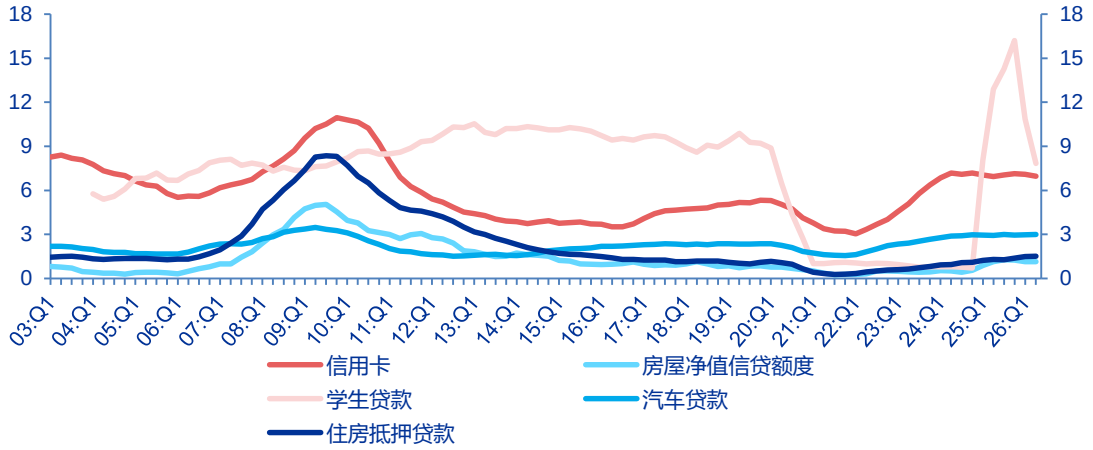
拖欠率已回到疫情前，信用卡与汽车贷款超2019年

- 2026Q2拖欠30天以上余额占比4.73%，与2019Q4持平；新转严重拖欠（90+天）中信用卡6.97%、汽车3.00%、住房1.52%，均已超2019年均值，汽车与住房仍在创本轮新高。
- 丧失抵押品赎回权（5.5万人）和破产（13.7万人）仍显著低于疫情前的6.9万、20.4万人。

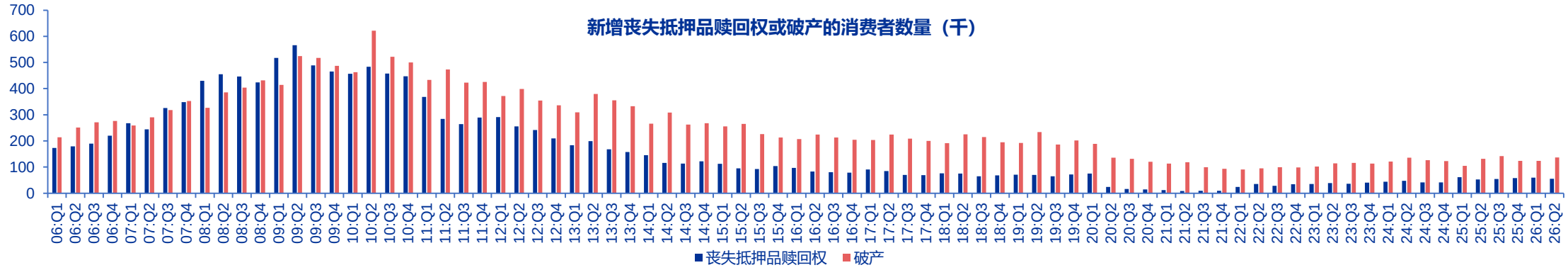
拖欠30天以上余额占比（%，按拖欠时长拆分）



转为严重拖欠(拖欠90+天)占总余额比例-按贷款类型（%）



新增丧失抵押品赎回权或破产的消费者数量（千）



仅供内部参考，请勿外传

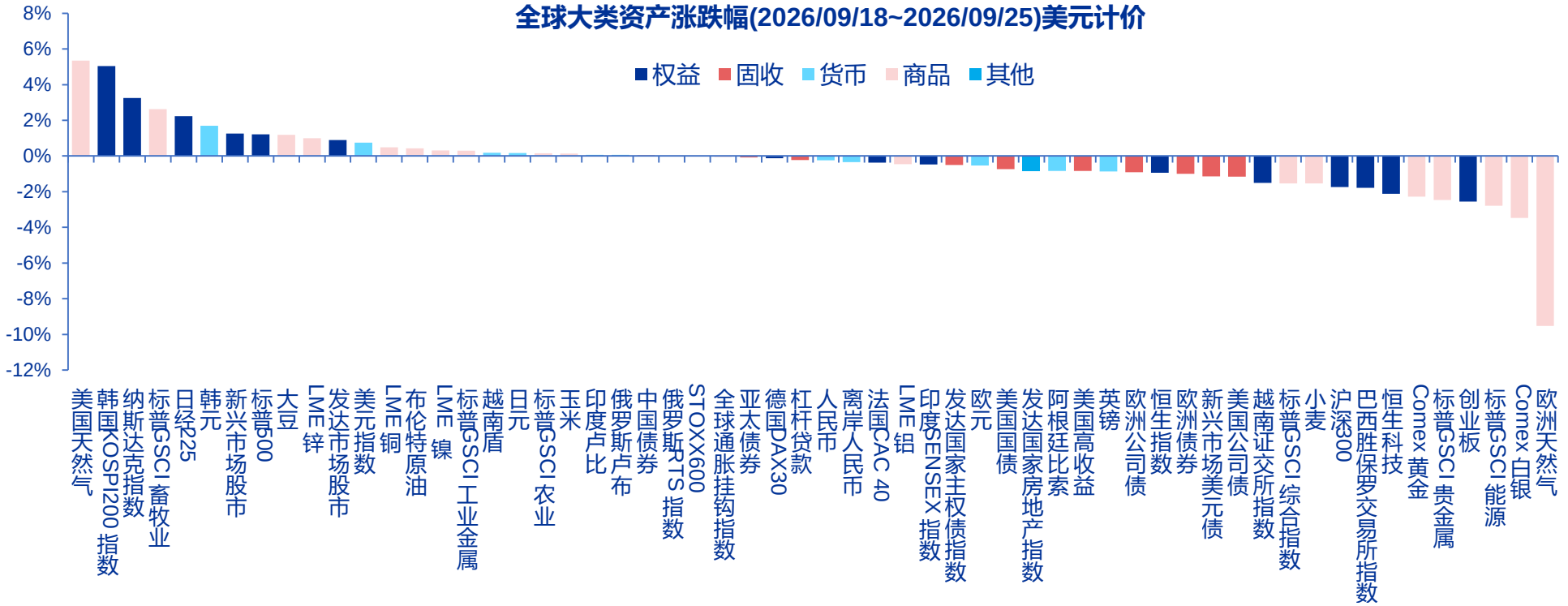
主要内容

1. 每周热点聚焦：美联储重启加息，美国居民信贷周期压力如何？
2. **全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流出**
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下降，A股隐含波动率下降
5. 全球经济数据：美国消费信心指数大幅回落，中国LPR维持不变
6. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

美日韩科技与美气领涨，中港成长与贵金属能化深度回调

- **全球资本市场回顾：本周（20260918-20260925）全球大类资产呈现海外科技权益与美气领涨、中国资产与贵金属能化深度调整的剧烈轮动特征。1）固收与汇率：**10Y美债收益率大幅上行至5.17%，美元指数维持韧性，非美主要货币呈现窄幅震荡，全球固收市场整体偏弱。**2）权益方面：**海外市场普遍回暖，韩国KOSPI200、纳斯达克及日经225领涨突围，标普500窄幅收升；前期逆势走强的中港成长板块遭遇明显获利回吐，创业板指、恒生科技与沪深300全线走弱垫底。**3）商品方面：**板块内部分化加剧，美国天然气领跑大类资产，而欧洲天然气深度领跌；前期偏强的Comex白银、黄金、标普GSCI能源及小麦等能化农产品全线明显回调。



资料来源：Factset、申万宏源研究 注：图中数据为美元计价，文字中数据来源于后续表格数据

仅供内部参考，请勿外传

日韩与欧美股市普遍回暖，中港成长板块遭遇显著回调

		最新收盘价格(2026/09/25)	期间涨跌幅(2026/09/18~2026/09/25，%)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	ERP
A股+港股+转债	上证指数	3888	-0.60%	0.0%	-5.6%	-1.1%	14.1%	56%
	沪深300	4439	-1.5%	-2.5%	-11.6%	-2.2%	11.0%	70%
	创业板指	3289	-2.5%	-3.2%	-24.8%	-0.8%	49.1%	91%
	上证50	2843	-0.6%	-1.1%	-4.5%	-0.6%	4.6%	78%
	中证1000	7570	-1.5%	0.6%	-14.2%	-2.3%	23.2%	82%
	科创50	1622	-1.9%	1.1%	-21.5%	23.3%	58.9%	52%
	恒生指数	24510	-1.0%	-3.9%	6.2%	-3.3%	22.3%	6%
	恒生科技	4312	-2.1%	-6.0%	-2.1%	-12.4%	-4.2%	12%
	恒生中国企业指数	8166	-0.7%	-3.3%	7.3%	-4.9%	12.2%	15%
	中证转债	472	-2.2%	-4.3%	-5.8%	-6.3%	13.0%	
	北证50	1056	1.1%	-0.7%	-17.4%	-18.0%	0.9%	39%
全球股指	印度SENSEX30	73896	-0.5%	-4.8%	-4.2%	-1.8%	-5.6%	8%
	德国DAX	25409	0.4%	-3.3%	1.7%	10.7%	27.6%	1%
	法国CAC40	8078	0.2%	-4.3%	-4.2%	2.9%	10.4%	3%
	西班牙IBEX35	19700	1.0%	-1.8%	1.0%	14.7%	70.8%	6%
	英国富时100	10695	0.3%	-1.8%	1.6%	5.8%	31.7%	22%
	标普500	7743	1.21%	0.9%	5.2%	17.5%	31.1%	0%
	欧洲STOXX600(欧元)	639	0.5%	-2.7%	-0.2%	8.7%	26.5%	1%
	日经225	66364	2.1%	0.8%	-8.3%	23.5%	66.3%	2%
	泰国SET指数	1608	1.5%	0.7%	3.1%	10.3%	14.8%	4%
	韩国综合股价200	1126	3.3%	6.2%	-22.6%	34.3%	254.3%	12%
	沪深300	4439	-1.5%	-2.5%	-11.6%	-2.2%	11.0%	70%
	巴西IBOVESPA指数	183477	-0.9%	5.1%	6.7%	-1.1%	52.5%	56%
	胡志明指数	1785	-1.7%	-0.4%	-4.2%	7.7%	40.3%	16%
	恒生指数	24510	-1.0%	-3.9%	6.2%	-3.3%	22.3%	6%
	阿根廷MERV	2893751	-4.2%	-3.8%	-6.5%	3.2%	14.2%	
	发达市场		.%	-.%	.%	.%	.%	
	新兴市场	1732	1.3%	1.7%	-1.4%	17.6%	60.6%	

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来，其中ERP计算中，A股、港股以10年期国债利率为基础，而其他全球性指数以10年期美债利率为基础

仅供内部参考，请勿外传

10Y/30Y美债收益率大幅上行至5.17%/5.49%

			期间涨跌幅(2026/09/18~2026/09/25,BP)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	近一年涨跌幅	百分分位数
美国债市	美国30年国债收益率	5.49%	15	32	63	60	71	100%
	美国10年国债收益率	5.17%	16	53	77	84	59	100%
	10年美债实际利率	2.83%	15	51	64	81	59	100%
	10年美债通胀预期	2.34%	1	2	13	3	0	77%
	2年美债收益率	4.81%	5	64	72	97	56	97%
	1年美债收益率	4.50%	6	49	54	73	101	87%
	美债期限利差（10年-2年）	0.36%	11	-11	5	-13	3	37%
	美债期限利差（10年-3个月）	0.93%	6	15	37	33	72	51%
中国债市	10年中债收益率	1.67%	-1	-1	-6	-15	0	3%
	1年中债收益率	1.23%	0	3	9	-3	15	5%
	3个月中债收益率	1.18%	0	0	9	0	27	5%
	期限利差：国开债（10年期-1年期）	0.36%	0	1	-5	-13	-17	16%
	信用利差：5年AAA企业债-5年国开债	0.14%	-4	-6	-7	-4	-27	1%
	等级利差：5年企业债（AA-AAA）	0.15%	2	2	-9	-18	-26	2%
	息差：1年AAA级同业存单-FR007	0.06%	5	4	13	5	69	15%
	R007	1.46%	7	2	-13	-10	-69	11%
	R001	1.43%	42	3	-6	-1	-111	25%
	中美利差（10年中债利率-10年美债利率）	-3.50%	-17	-54	-83	-99	-59	0%
	中美利差（1年中债利率-1年美债利率）	-3.27%	-6	-46	-45	-76	-86	5%

			期间涨跌幅(2026/09/18~2026/09/25，%)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	动态风险调整后收益
大宗商品	LME铝（美元/吨）	3277.5	-0.68%	1.2%	3.6%	1.1%	28.5%	93%
	Comex黄金（美元/盎司）	4320.5	-2.16%	-8.0%	5.2%	-7.8%	50.9%	53%
	LME铜（美元/吨）	14632.0	0.48%	2.0%	10.3%	18.8%	64.2%	90%
	ICE布油（美元/桶）	97.6	-1.24%	17.1%	44.2%	22.7%	91.7%	91%
其他	美元指数	101.0	0.8%	2.2%	-0.4%	1.4%	-6.5%	36%
	美元兑人民币	7.3	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.6%	
	欧元兑美元	.	-.%	-.%	.%	-.%	.%	%
	CBOE波动率	14.9	0.41%	-3.8%	-21.3%	-41.3%	-14.5%	19%

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来，其中ERP计算中，A股、港股以10年期国债利率为基础，而其他全球性指数以10年期美债利率为基础

仅供内部参考，请勿外传

本周A股行业中房地产与煤炭领涨；港股商业专业服务与制药生物科技领涨

A股行业	期间涨跌幅(2026/09/21~2026/09/25)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数	A股行业	期间涨跌幅(2026/09/21~2026/09/25)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数
房地产	2.28%	61.9%	14.4%	61.4%	非银金融	-0.95%	0.0%	13.9%	100.0%
煤炭	2.10%	71.1%	77.7%	40.9%	综合	-0.98%	90.4%	49.6%	64.2%
美容护理	1.75%	10.9%	8.2%	97.3%	交通运输	-1.04%	45.2%	21.9%	82.4%
医药生物	1.39%	31.4%	20.7%	89.8%	建筑装饰	-1.16%	66.9%	32.5%	48.0%
石油石化	1.11%	42.5%	80.7%	80.4%	建筑材料	-1.51%	90.5%	61.1%	37.1%
社会服务	0.89%	39.5%	13.0%	89.9%	公用事业	-1.52%	47.9%	47.0%	86.0%
轻工制造	0.30%	61.2%	33.4%	70.7%	钢铁	-1.53%	66.5%	39.3%	53.9%
银行	0.25%	44.2%	51.5%	67.0%	农林牧渔	-1.56%	92.0%	22.7%	54.6%
纺织服饰	0.22%	43.2%	40.3%	90.4%	电子	-1.67%	76.2%	59.0%	79.4%
汽车	-0.34%	65.9%	4.7%	69.1%	商贸零售	-1.77%	60.8%	14.6%	78.8%
计算机	-0.51%	64.4%	14.3%	98.2%	国防军工	-1.79%	43.2%	40.3%	98.0%
家用电器	-0.52%	43.6%	14.7%	89.0%	机械设备	-2.24%	77.7%	48.5%	57.3%
环保	-0.56%	42.8%	44.8%	84.0%	电力设备	-2.50%	14.6%	26.3%	92.8%
基础化工	-0.64%	50.6%	50.3%	75.3%	通信	-3.05%	83.6%	76.0%	78.0%
食品饮料	-0.65%	14.7%	3.2%	97.4%	有色金属	-4.16%	8.8%	57.5%	97.1%
传媒	-0.77%	26.9%	28.1%	95.0%					

港股行业	期间涨跌幅(2026/09/21~2026/09/25)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数	港股行业	期间涨跌幅(2026/09/21~2026/09/25)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数
商业和专业服务	1.82%		94.0%		公用事业	-0.84%	4.5%	50.3%	52.6%
制药、生物科技与生命科学	1.56%	78.4%	35.1%	1.2%	电信服务	-1.00%	27.8%		7.6%
软件与服务	0.45%	5.0%	3.5%	23.6%	食品、饮料与烟草	-1.17%	20.3%	13.3%	19.1%
医疗保健设备与服务	0.34%	11.4%	12.8%	27.7%	耐用消费品与服装	-1.51%	20.0%	11.5%	24.3%
资本货物	0.18%	91.2%	18.2%	0.7%	技术硬件与设备	-1.60%	77.6%	25.2%	3.6%
保险	0.00%	0.0%		88.7%	消费者服务	-1.76%	3.3%	8.9%	53.1%
房地产	-0.24%		38.8%		多元金融	-2.21%	0.0%		100.0%
银行	-0.31%	81.1%	87.8%	7.8%	半导体与半导体生产设备	-2.34%	90.8%		0.3%
运输	-0.39%	23.9%		38.9%	材料	-2.54%	56.4%	46.6%	19.3%
能源	-0.65%	27.8%		31.2%	家庭与个人用品	-3.51%	0.1%	0.1%	43.7%
媒体	-.%	.%	.%	.%	汽车与汽车零部件	-.%	.%	.%	.%
零售业	-0.79%	88.3%	10.9%	3.2%	食品与主要用品零售	-3.87%	17.1%	3.4%	22.4%

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来，其中ERP计算中，A股、港股以10年期国债利率为基础，而其他全球性指数以10年期美债利率为基础

仅供内部参考，请勿外传

全球资金流入货币市场基金，新兴股市与发达股市均流出；固收基金方面，美国债市流入明显，本周流入112.8亿美元；权益基金方面，中国股市流出21.7亿美元

- 过去一周，全球资金流入货币市场基金，新兴股市与发达股市均流出；固收基金方面，美国债市流入明显，本周流入112.8亿美元；权益基金方面，中国股市流出21.7亿美元。
- 相对资金流入方面，最近一周，中国权益基金相对流出明显，富时3倍做空中国ETF出现明显流出。

大类资产类别基金(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1
全球货币市场	116.1	-122.1	4942.3	1314.4	3510.5	3907.4	3451.4	1010.0	3260.0
发达市场股市	-63.3	968.7	9935.4	4187.5	2824.5	2617.2	1266.2	1073.7	2096.8
新兴市场股市	-38.5	-58.8	-488.7	-1156.7	-132.8	899.3	220.2	272.0	-188.6
全球政府债券	18.9	267.4	1814.0	570.8	477.7	442.9	417.5	361.6	335.8
新兴市场债券	47.4	157.6	546.4	311.5	-0.2	351.2	278.4	192.0	6.0
投资级企业债	67.2	105.7	927.5	374.7	205.9	509.8	517.1	116.7	200.5
高收益债券	-0.2	-18.3	117.0	119.9	-91.2	30.0	222.5	-26.0	119.9

大类资产类别基金	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3
全球货币市场	0.1%	-0.1%	3.6%	1.2%	2.3%	3.7%	3.4%
发达市场股市	0.0%	0.3%	3.7%	1.6%	1.1%	1.1%	0.6%
新兴市场股市	-0.1%	-0.2%	-1.7%	-3.9%	-0.5%	3.6%	0.9%
全球政府债券	0.1%	1.4%	10.0%	3.2%	2.7%	2.6%	2.5%
新兴市场债券	0.6%	2.1%	7.6%	4.4%	0.0%	5.4%	4.7%
投资级企业债	0.4%	0.6%	5.5%	2.2%	1.2%	3.2%	3.4%
高收益债券	0.0%	-0.3%	1.7%	1.7%	-1.3%	0.4%	3.3%

固收类基金，分国家/地区(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1
发达欧洲国家	5.9	30.9	859.0	316.4	228.2	341.0	436.6	303.3	269.0
美国	112.8	554.0	5179.9	1714.5	1638.1	1509.9	1760.1	390.1	1254.3
日本	-0.1	5.1	60.6	19.5	15.8	22.0	30.7	2.2	-2.9
中国	53.6	132.9	273.7	212.0	-129.7	229.6	135.7	183.3	15.3
新兴市场	47.6	163.2	690.1	376.1	38.9	409.5	332.7	233.7	37.3
印度	-0.9	-0.7	9.4	8.6	0.6	4.2	1.8	-3.1	-3.6

固收类基金，分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3
发达欧洲国家	0.0%	0.1%	3.9%	1.5%	1.0%	1.6%	2.2%
美国	0.2%	0.9%	8.7%	2.9%	2.8%	2.7%	3.3%
日本	0.0%	0.5%	6.7%	2.1%	1.8%	2.4%	3.5%
中国	2.7%	7.0%	14.6%	13.0%	-8.7%	14.8%	11.8%
新兴市场	0.5%	1.7%	7.4%	4.1%	0.4%	4.7%	4.2%
印度	-0.3%	-0.3%	3.5%	3.2%	0.2%	1.6%	0.7%

权益类基金，分国家/地区(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1
发达欧洲国家	59.5	199.3	1396.4	223.1	763.8	381.4	331.1	446.4	356.2
美国	-192.8	494.4	6653.4	3535.9	1265.4	1869.1	679.9	449.8	1493.4
日本	22.0	120.9	681.4	43.6	357.9	104.3	-26.7	-1.7	120.2
中国	-21.7	-15.9	-1814.1	-1233.8	-982.4	563.2	150.9	121.8	-166.4
新兴市场	-21.4	-0.2	-77.0	-1001.1	-19.6	969.6	274.6	330.3	-145.2
印度	-7.2	-12.0	-29.8	-48.2	39.4	22.2	11.7	24.1	-40.0

权益类基金，分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3
发达欧洲国家	0.1%	0.4%	3.1%	0.5%	1.7%	0.9%	0.9%
美国	-0.1%	0.2%	3.5%	1.9%	0.7%	1.1%	0.4%
日本	0.1%	0.6%	3.8%	0.2%	2.1%	0.7%	-0.2%
中国	-0.2%	-0.1%	-14.0%	-10.1%	-7.4%	4.3%	1.2%
新兴市场	-0.1%	0.0%	-0.2%	-2.8%	-0.1%	3.2%	1.0%
印度	-0.3%	-0.5%	-1.6%	-1.8%	1.0%	0.7%	0.4%

全球投资中国基金/ETF(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1
主动型固收共同基金	-0.9	-1.5	-15.3	-9.8	-3.6	2.9	-0.2	3.7	-10.0
被动型固收共同基金	0.5	1.3	7.5	4.1	0.6	0.1	0.9	-0.8	-0.5
安硕中国ETF	0.0	1.1	-7.6	-2.0	-5.8	-0.5	5.6	0.9	0.7
富时三倍做空中国ETF	-0.1	0.0	-1.0	-0.5	-0.8	-1.0	0.6	-0.3	2.4

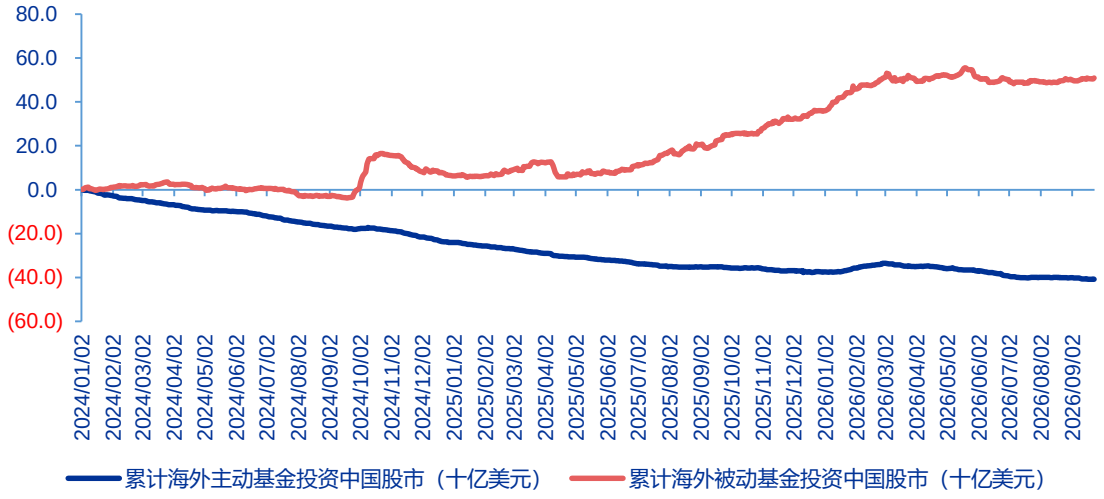
海外投资中国基金类别	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3
主动型固收共同基金	-0.2%	-0.4%	-3.7%	-2.4%	-0.9%	0.7%	-0.1%
被动型固收共同基金	0.7%	1.9%	11.7%	6.5%	1.0%	0.1%	1.5%
安硕中国ETF	0.0%	1.8%	-12.4%	-3.2%	-9.5%	-0.8%	9.2%
富时三倍做空中国ETF	-5.4%	-2.5%	-85.4%	-40.5%	-68.2%	-90.1%	53.5%

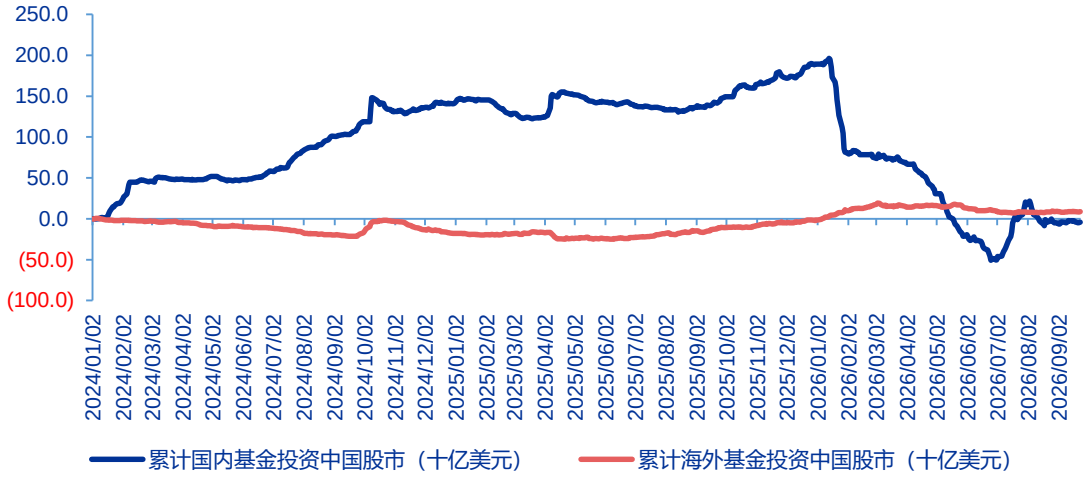
资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除ETF数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

仅供内部参考，请勿外传

过去一周，内资外资均流出中国股市

- 截至2026/9/23，过去一周，内资外资均流出中国股市。
- 海外资金主动和被动方面，海外主动基金过去一周流出1.5亿美元，而海外被动基金过去一周流出0.4亿美元。
- 内资和外资方面，外资过去一周流出1.9亿美元，内资流出21.5亿美元。





资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除ETF数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

仅供内部参考，请勿外传

过去一周，美股资金大幅流入消费、通信和公用事业，而金融板块出现较大流出，中国股市资金流入通信、材料和能源

美国权益基金行业资金流向(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1
消费	4.2	8.8	-24.3	-32.7	-7.0	-21.8	-13.5	-3.0	32.9
通信	3.5	1.8	-29.3	-4.9	-20.4	8.7	8.1	14.1	4.7
公用事业	1.4	3.9	7.1	-7.1	6.1	24.2	17.5	17.7	3.4
基建	1.0	7.0	57.3	30.0	19.6	8.9	7.4	1.2	-10.4
医疗保健	0.1	6.8	32.6	-20.2	0.2	48.2	-32.2	-44.5	-38.3
能源	-0.2	3.4	95.9	6.0	109.1	3.9	-23.2	-40.0	-38.9
材料	-0.7	2.7	44.9	23.7	23.5	7.0	0.4	-4.0	-2.5
房地产	-2.3	0.7	13.9	18.9	-6.6	13.0	-2.4	2.6	-22.7
工业品	-5.3	-4.2	191.6	103.1	81.6	43.8	50.3	2.2	-8.1
科技	-7.5	58.4	413.9	187.2	22.0	151.1	-45.4	-54.4	91.9
金融	-11.9	-20.1	-29.3	-32.2	-3.0	-19.0	52.4	-82.7	27.2

全球中国权益基金行业资金流向(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1
通信	0.9	-0.9	90.8	36.6	39.2	6.8	11.7	-1.0	1.7
材料	0.9	-1.8	59.5	-45.8	105.9	21.2	53.0	-1.1	4.2
能源	0.8	-5.1	10.7	-12.0	31.5	2.1	9.3	0.2	3.2
基建	0.5	0.5	0.1	0.0	-0.3	-0.4	0.2	-0.3	-0.1
房地产	0.0	1.0	1.0	-3.6	3.5	-3.2	-1.0	0.2	4.0
公用事业	-0.4	-1.9	9.9	6.2	5.2	0.6	0.1	-0.2	2.9
消费	-0.6	-1.9	-25.0	-12.1	-6.1	2.3	26.7	-5.9	0.8
工业品	-0.9	-7.9	53.2	-9.0	65.9	11.0	7.2	-1.3	0.8
金融	-2.7	-13.1	-6.1	-32.9	23.6	30.7	99.3	1.0	16.2
医疗保健	-8.3	-25.9	16.7	15.0	34.7	40.2	21.6	-24.1	3.1
科技	-.	.	.	-.	.	.	.	.	-.

资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除ETF数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 每周热点聚焦：美联储重启加息，美国居民信贷周期压力如何?
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流出
3. **资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平**
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下降，A股隐含波动率下降
5. 全球经济数据：美国消费信心指数大幅回落，中国LPR维持不变
6. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

上证指数的PE分位数位于历史的73.4%，但绝对水平相比美股差距仍然明显

- 截至2026/9/25，市盈率分位数角度上看，上证指数的估值分位数低于标普500和法国CAC40，高于西班牙IBEX35和德国DAX，达到过去10年来的73.4%，但是从PE的绝对水平来看，上证指数、沪深300和恒生国企的估值依旧大幅低于美股。
- ERP角度上来看，巴西圣保罗、沪深300和上证指数的ERP分位数仍然较高，从股债性价比的角度来说，中国股市相比全球仍有较好的配置价值。

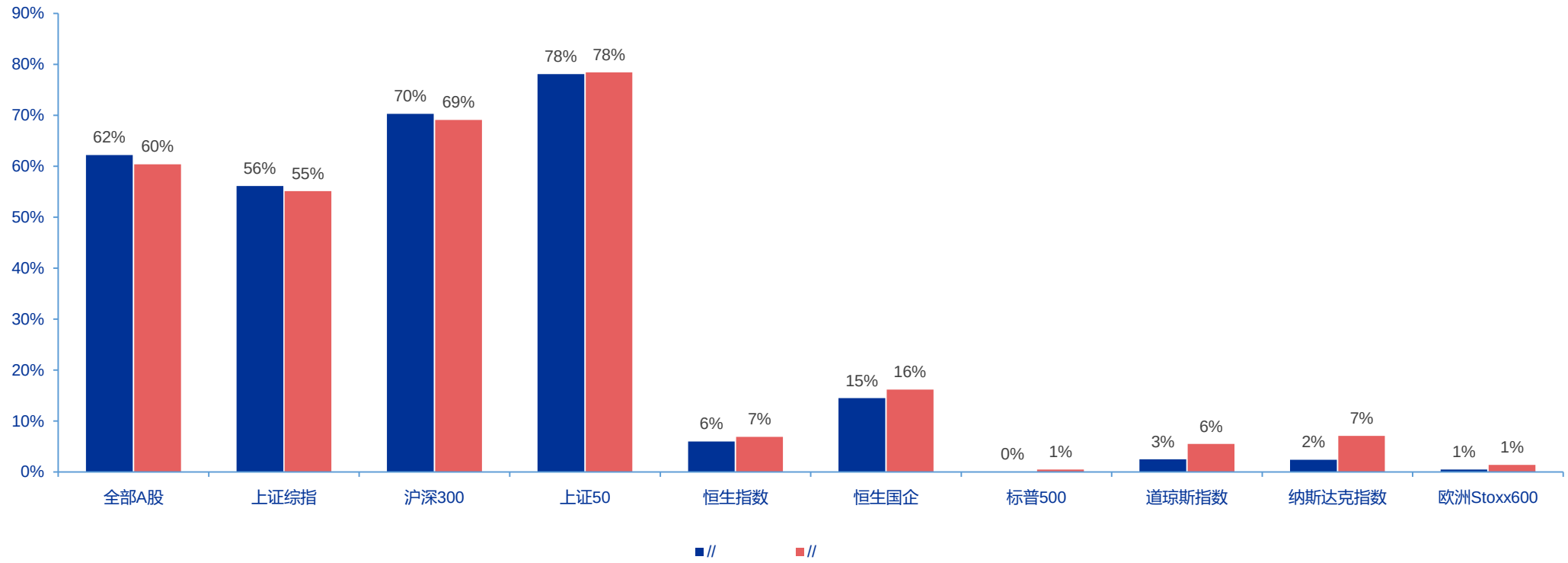
市场名称	PE所处分位数	2026-09-25的PE	2025年4月PE	2022年4月PE	2018年12月PE	市场名称	ERP所处分位数	2026-09-25的ERP	2025年4月ERP	2022年4月ERP	2018年12月ERP
标普500	77.8%	26.0	24.2	21.4	17.7	沪深300	70.3%	5.9%	6.6%	5.6%	6.5%
法国CAC40	77.2%	19.2	16.6	14.7	14.4	上证指数	56.1%	4.7%	5.6%	5.5%	5.9%
上证指数	73.4%	15.7	13.8	11.9	11.0	巴西圣保罗交易所指数	55.7%	5.0%	6.0%	12.3%	3.1%
西班牙IBEX35	68.6%	16.0	11.0	9.0	10.8	富时100	22.3%	1.1%	1.8%	4.1%	6.2%
德国DAX	68.1%	16.4	15.0	14.0	12.2	越南证交所指数	16.0%	3.2%	4.0%	3.6%	3.6%
恒生国企	66.0%	9.3	8.8	8.4	8.5	恒生国企	14.5%	5.5%	6.9%	9.0%	9.0%
沪深300	64.6%	13.3	12.1	11.8	10.2	韩国KOSPI200	12.1%	2.2%	4.3%	5.2%	9.0%
斯托克600	61.9%	17.1	14.5	15.1	13.7	印度Sensex	7.7%	-0.1%	0.2%	1.1%	1.5%
恒生指数	61.6%	10.8	9.4	9.5	9.5	富时大马吉隆坡综合指数	7.5%	2.1%	1.4%	3.4%	2.5%
恒生指数	61.6%	10.8	9.4	9.5	9.5	恒生指数	6.0%	4.1%	6.2%	7.6%	7.9%
日经225	55.7%	20.4	16.5	15.2	13.8	西班牙IBEX35	5.9%	1.1%	4.6%	8.2%	6.5%
富时100	51.4%	15.9	15.8	14.3	11.2	泰国证交所100	3.7%	1.3%	2.2%	2.4%	4.0%
巴西圣保罗交易所指数	26.2%	9.8	9.6	6.6	17.3	法国CAC40	2.6%	0.0%	1.6%	3.9%	4.2%
越南证交所指数	24.0%	11.9	11.9	15.5	15.8	日经225	2.2%	-0.3%	1.6%	3.7%	4.5%
泰国证交所100	19.6%	15.5	14.9	19.0	14.8	德国DAX	0.9%	0.9%	2.2%	4.3%	5.4%
印度Sensex	.%	.	.	.	.	斯托克	.%	.%	.%	.%	.%
富时马来西亚	2.6%	13.8	16.9	15.9	19.2	标普500	0.0%	-1.3%	-0.4%	1.8%	2.9%

仅供内部参考，请勿外传

全部A股的ERP边际较上周上行，处于历史中性水平

- **全部A股的ERP分位数本周录得62%，上周为60%。**
- **截至2026/9/25，**标普500、道琼斯指数、纳斯达克指数和欧洲斯托克600指数的ERP分位数分别为0%、3%、2%、1%。

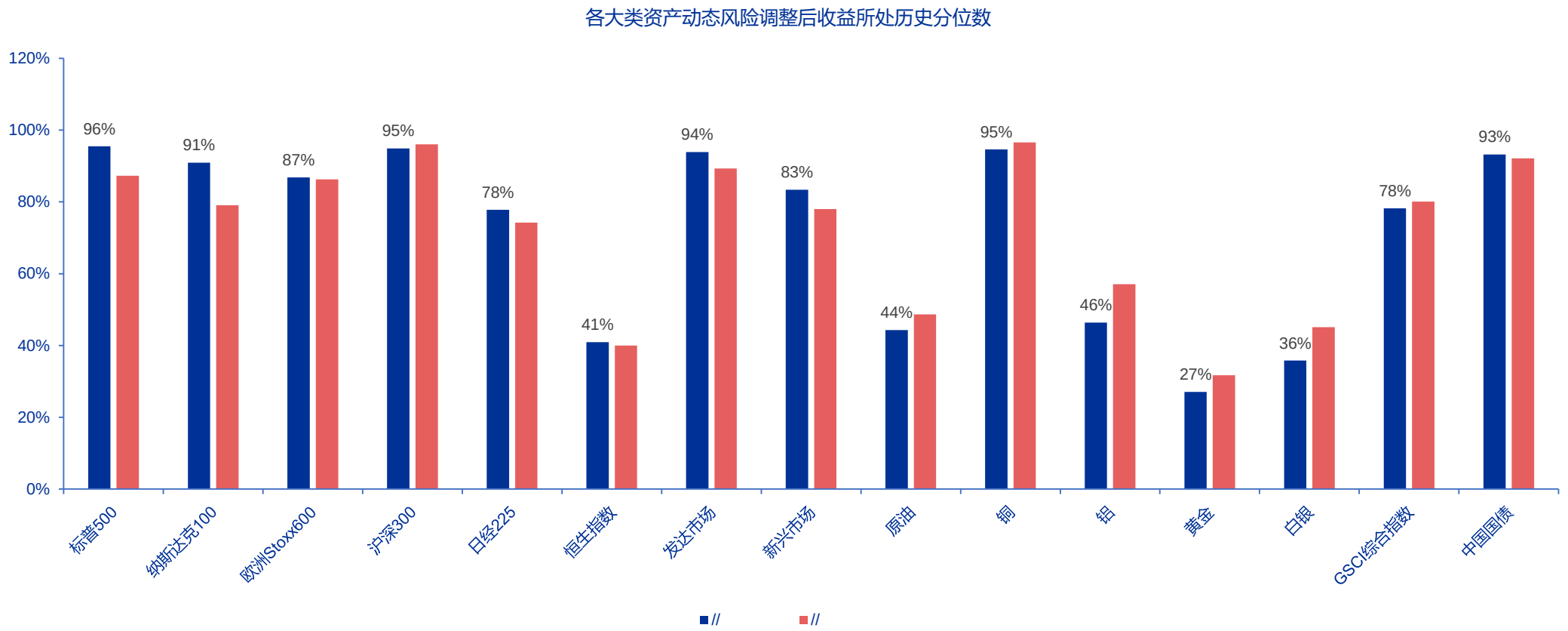
全球股市隐含ERP历史分位数（2006年以来）



仅供内部参考，请勿外传

本周权益类资产的动态风险调整后收益分位数多数上升

- **截至2026/9/25，标普500的风险调整后收益所处分位数上升至96%，纳斯达克100的风险调整后收益所处分位数上升至91%，沪深300的风险调整收益分位数微降至95%。**



仅供内部参考，请勿外传

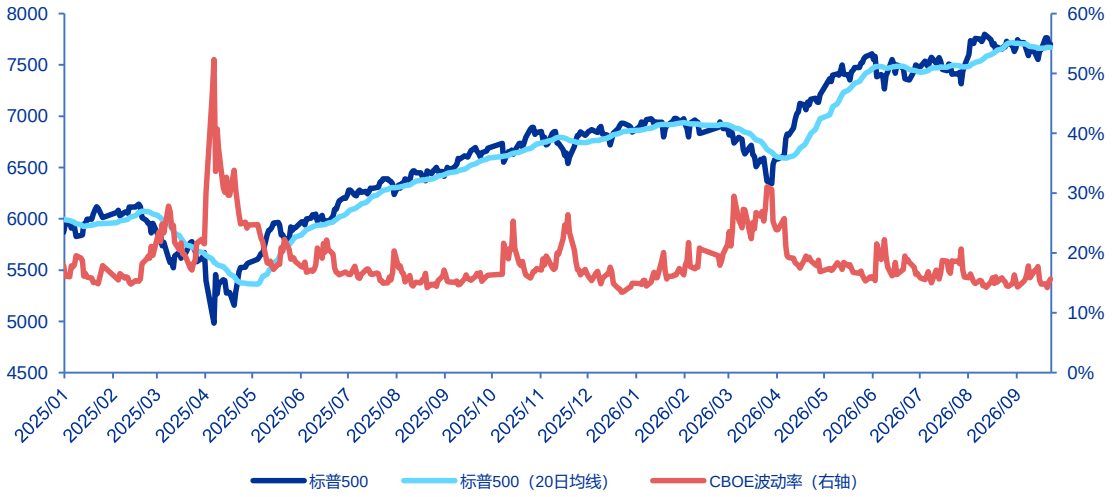
主要内容

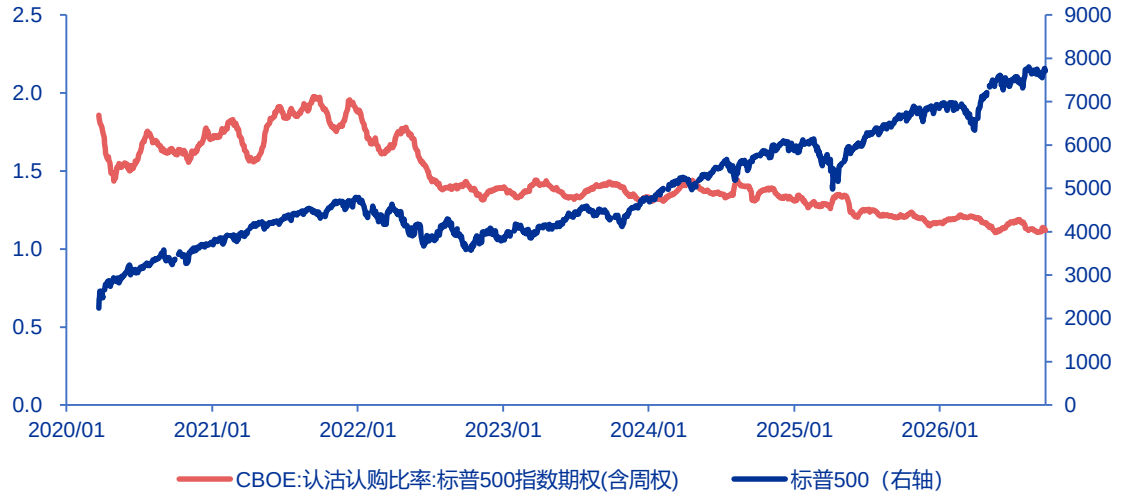
1. 每周热点聚焦：美联储重启加息，美国居民信贷周期压力如何？
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流出
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. **资产风险情绪：美股认沽/认购比例下降，A股隐含波动率下降**
5. 全球经济数据：美国消费信心指数大幅回落，中国LPR维持不变
6. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

标普500重回20日均线上方，本周期权认沽认购比率有所回落

- 截至2026/9/24，标普500指数收于7704.13点，向上突破并重回20日均线上方运行，CBOE波动率指数（VIX）围绕15%中枢温和震荡，市场恐慌情绪维持在偏低区间。
- 本周标普500期权认沽/认购比率回落至1.0下方，中枢由上周的1.14平稳回落至1.12附近，市场下行对冲诉求明显释放，风险偏好整体回升。

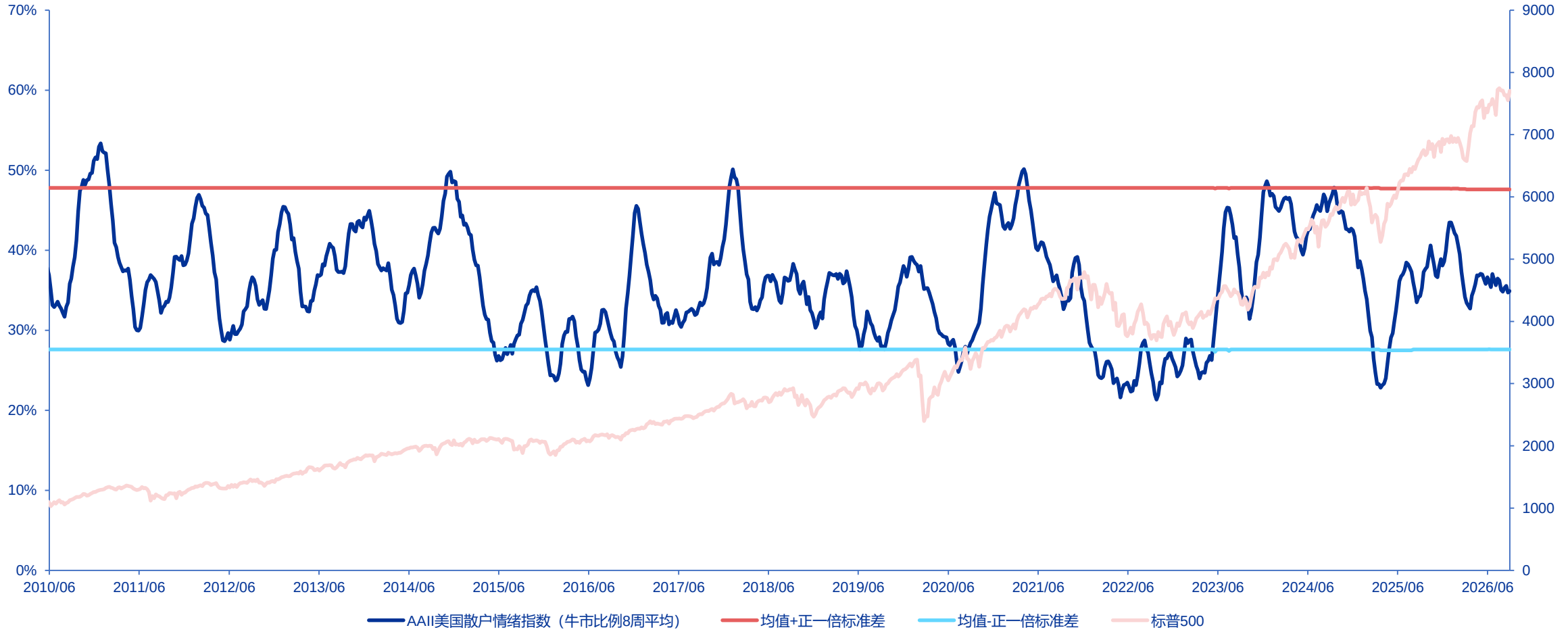




资料来源：Wind、申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

本周美国散户看涨比例为32.69%，环比上周上升3.92pct



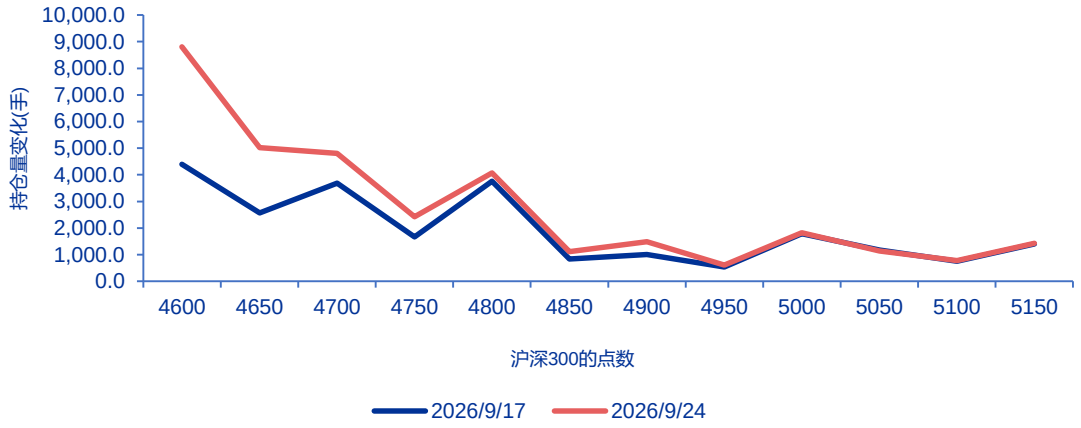
资料来源：美国个人投资者协会，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

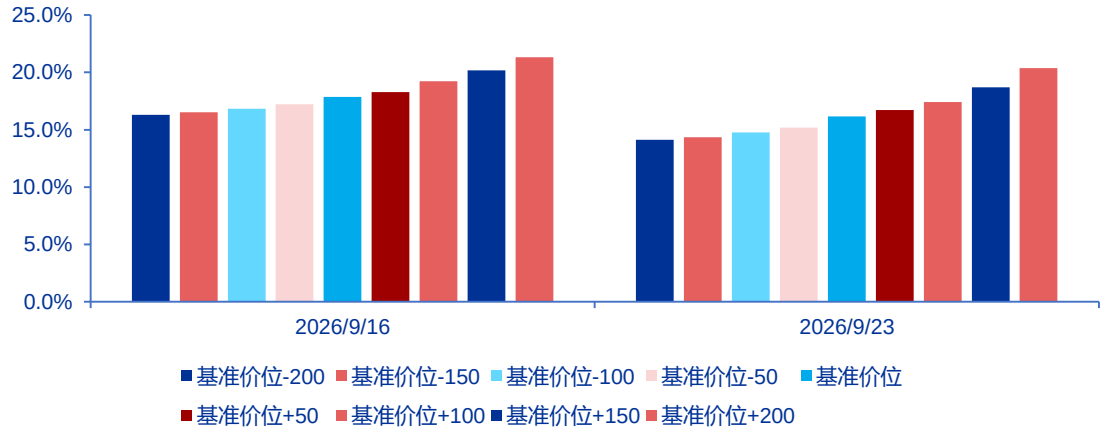
10月看涨期权浅虚值大幅增仓，隐含波动率中枢持续全线下移

- **期权持仓层面，**截至2026/9/24，沪深300 10月到期看涨期权持仓增量在近端浅虚值进一步集中放量。其中4600–4750点合约持仓增量显著走阔，而4800点及以上远虚值增量维持低位平稳，多头资金博弈重心高度聚焦于现价附近的阻力突破。
- **隐含波动率层面，**截至2026/9/23，期权隐含波动率中枢全线持续下行，衍生品定价溢价收敛，市场短期单边突破预期明显降温。

沪深300的10月到期看涨期权的周均持仓量环比变化



沪深300期权的各价位隐含波动率



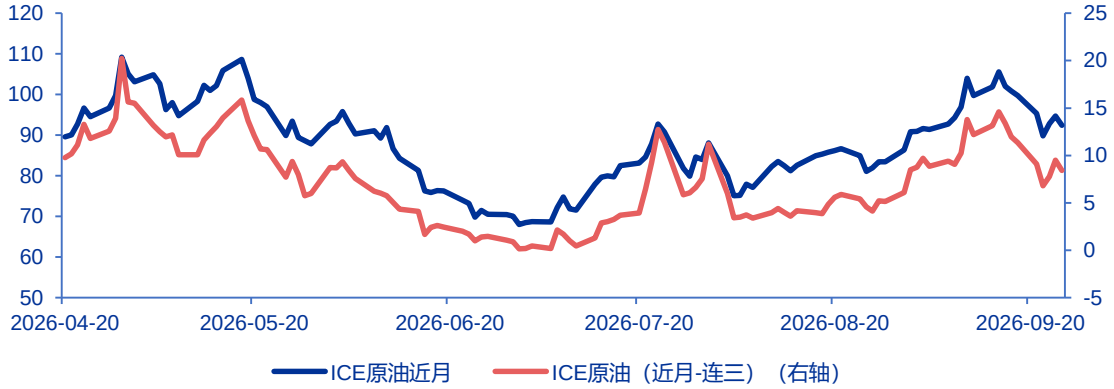
资料来源：iFind、申万宏源研究 注：选取期权为沪深300在2026年10月的看涨期权，基准价为当日沪深300收盘价向上取整

仅供内部参考，请勿外传

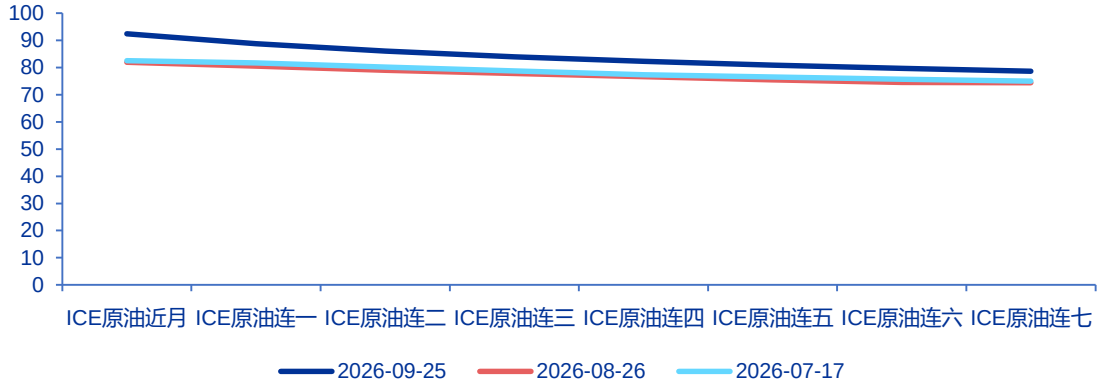
期限结构：原油近端溢价持续挤出，沪铜高位运行且月差企稳反弹

- **本周大宗商品期限结构呈现原油溢价深度收敛、沪铜高位整固且升水企稳特征。**原油价格震荡走弱带动跨期月差持续下行，Backwardation结构边际趋缓，短期近端供需溢价有效释放；沪铜价格中枢维持高位，期限结构曲线全线上移，近月升水在前期大幅回落后重新企稳回升，现货端偏紧格局依然延续。

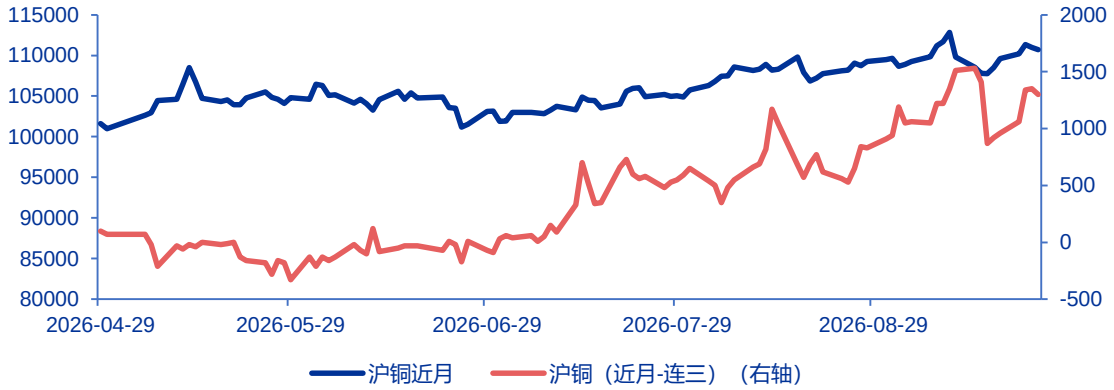
原油期限结构（美元/桶）



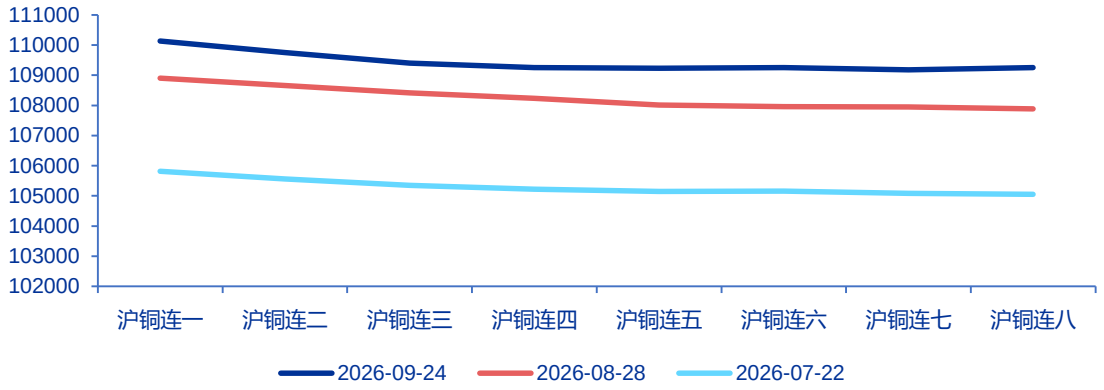
原油期限结构（美元/桶）



沪铜期限结构（元/吨）



沪铜期限结构（元/吨）



仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 每周热点聚焦：美联储重启加息，美国居民信贷周期压力如何?
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流出
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下降，A股隐含波动率下降
5. **全球经济数据：美国消费信心指数大幅回落，中国LPR维持不变**
6. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

美国经济：9月消费者信心指数边际大幅回落

			2026-09-30	2026-08-31	2026-07-31	2026-06-30	2026-05-31	线性图
经济指标	经济景气度	实际GDP折年同比/%				2.1		
		实际GDP折年季调环比/%				1.5		
		制造业PMI/%		54.6	55.6	53.3	54.0	
		非制造业PMI/%		55.4	54.1	54.0	54.5	
		密歇根消费者信心指数	48.1	51.7	55.2	49.5	44.8	
	通胀	CPI同比/%		3.4	3.4	3.5	4.2	
		核心CPI同比/%		2.4	2.5	2.6	2.9	
		PCE同比/%			3.7	3.7	4.1	
		核心PCE同比/%			3.3	3.3	3.5	
		PPI同比/%		5.4	4.8	5.6	5.9	
		核心PPI同比/%		4.6	4.3	4.8	4.5	
		1年通胀预期/%	4.6	4.0	4.2	4.6	4.8	
		5年通胀预期/%	3.2	3.3	3.3	3.3	3.9	
供给	生产	制造业工业生产指数同比/%		1.0	1.4	1.7	1.8	
		工业产能利用率/%		76.3	76.3	76.2	76.2	
		PMI——工业产出指数/%		58.3	58.5	52.2	54.3	
	劳动力市场	新增非农就业人数/千人		162.0	21.0	31.0	63.0	
		失业率/%		4.1	4.1	4.2	4.3	
		平均时薪环比/%		0.27	0.16	0.27	0.21	
	库存	美国:库存总额:季调环比/%				0.1	0.4	
需求	消费	个人实际可支配收入同比/%				0.5	0.1	
		个人实际消费支出同比/%		1.0	1.4	1.7	1.8	
		零售和食品服务销售额同比/%		6.0	5.0	6.8	7.2	
		PMI——新订单指数/%		53.7	56.7	56.0	56.8	
	地产	新房销售同比/%		-2.0	-0.8	1.1	2.3	
		成屋销售同比/%		-1.2	0.7	3.8	3.7	
		新房开工同比/%		-1.2	-8.6	4.4	-8.3	
		成屋开工同比/%		4.2	2.4	-1.8	-0.4	
信贷与杠杆		M同比/%		.	.	.	.	
		M1同比/%		6.1	5.8	5.6	5.6	

资料来源：Wind、申万宏源研究 注：红色底色代表数据边际上行，绿色底色代表数据边际下行

仅供内部参考，请勿外传

中国经济：9月LPR按兵不动，连续16个月维持平稳

		2026-08-31	2026-07-31	2026-06-30	2026-05-31	2026-04-30
经济和通胀景气度指标	实际GDP当季同比/%			4.3		
	GDP季调环比/%			0.9		
	工业增加值增速/%	5.2	4.5	5.3	4.5	4.1
	制造业PMI/%	49.8	49.2	50.3	50	50.3
	服务业PMI/%	49.3	49.3	50.4	50.3	49.6
	CPI同比/%	0.8	0.5	1	1.2	1.2
	核心CPI同比/%	1	0.9	1	1.1	1.2
	PPI同比/%	3.8	3.5	4.1	3.9	2.8
消费	社会消费品零售总额增速（%，当期）	0.4	0.6	1	-0.6	0.2
	PMI——新订单指数/%	50.6	48.5	51.2	49.9	50.6
	房地产销售面积增速/%	-12.1	-11.8	-11.6	-10.8	-10.2
	房地产新开工面积增速/%	-24.8	-24	-23.4	-22.6	-22
投资	固定资产投资增速/%	-7.2	-6.7	-5.7	-4.1	-1.6
	制造业投资增速/%	-2.3	-1.7	-1.2	-0.4	1.2
	基建投资增速/%	-5.4	-4.1	-2.4	0.8	4.9
	房地产投资增速/%	-21.5	-20.4	-18	-15.9	-13.4
	服务业投资/%	-9.9	-9.5	-8.4	-6.8	-4.2
出口	出口同比/%	25.0	23.9	26.9	19.2	14.0
	进口同比/%	28.2	27.5	35.8	27.4	25.3
信贷与杠杆	M2/%	7.5	7.7	8	8.6	8.6
	M1/%	4.1	4	4	5.5	5
	社会融资存量同比/%	7.2	7.4	7.4	7.7	7.8
	新增人民币贷款/亿元	600	-3400	16100	5200	-100
	新增中长期人民币贷款/亿元		-		-	-
利润	工业企业利润同比/%		17.6	18.7	18.8	18.2

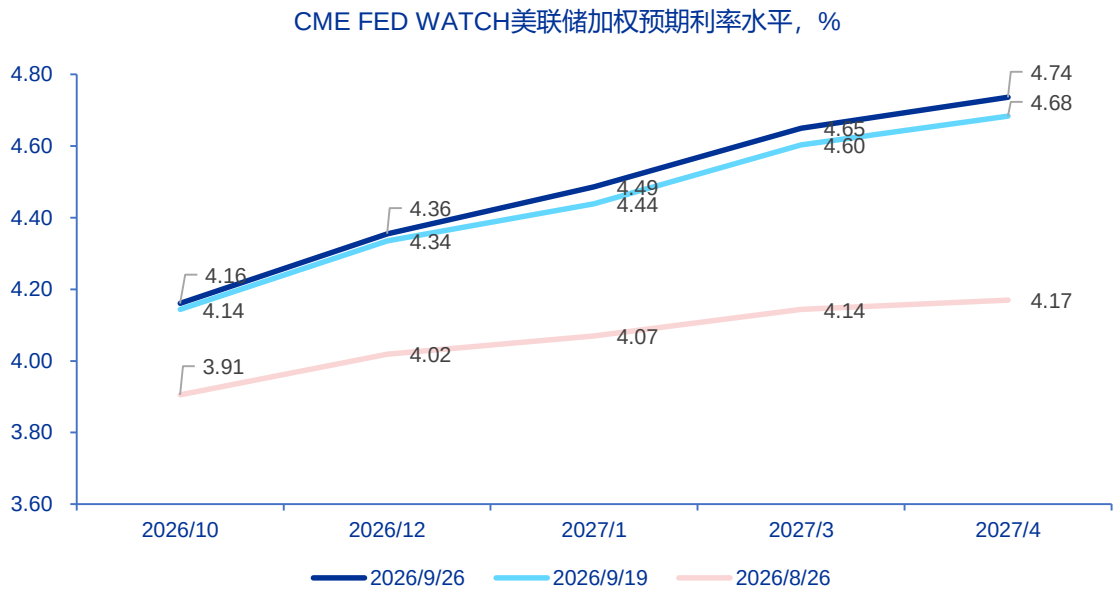
资料来源：Wind、申万宏源研究 注：红色底色代表数据边际上行，绿色底色代表数据边际下行

仅供内部参考，请勿外传

美联储加息预期：远期利率曲线全线上抬，10月加息25bp概率超六成

- **美联储CME远期加权预期利率曲线较前一周全线上抬，衍生品市场对紧缩路径的定价持续深化；10月议息会议加息25bp（至400-425bp）的概率进一步攀升至64.2%，27年春季终点预期利率高点进一步推升至4.74%的阶段新高。**

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/10/28	35.8%	64.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2026/12/9	7.3%	41.6%	51.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	3.6%	24.3%	46.3%	25.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	1.2%	10.3%	31.4%	39.6%	17.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.7%	7.0%	23.7%	36.6%	25.5%	6.3%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.5%	4.6%	17.2%	31.6%	29.8%	13.8%	2.5%	0.0%
2027/7/28	0.4%	4.1%	15.8%	30.0%	30.0%	15.6%	3.7%	0.3%
2027/9/15	0.4%	3.7%	14.4%	28.3%	30.0%	17.3%	5.1%	0.7%
2027/10/27	0.4%	3.7%	14.4%	28.3%	30.0%	17.3%	5.1%	0.7%
2027/12/8	0.6%	4.5%	15.5%	28.5%	29.0%	16.3%	4.8%	0.6%



仅供内部参考，请勿外传

下周重要经济指标：国内9月PMI与工企利润，美国8月PCE与9月非农

日期	时间	国家/地区	指标名称
2026/9/28	9:30	中国	8月工业企业利润:累计同比(%)
2026/9/29	17:00	中国	8月服务贸易差额:当月值(亿美元)
	20:55	美国	9月26日红皮书商业零售销售:周同比(%)
	22:00	美国	8月非农职位空缺数:季调(千个)
2026/9/30	9:30	中国	9月官方非制造业PMI:商务活动(%)
	9:30	中国	9月官方制造业PMI(%)
	9:30	中国	9月官方综合PMI:产出指数(%)
	20:15	美国	9月ADP就业人数:季调(人)
	20:15	美国	9月新增ADP就业人数:季调(人)
	20:30	美国	第二季度实际GDP:季调:环比折年率(终值)(%)
	20:30	美国	8月PCE物价指数:同比(%)
	20:30	美国	8月个人支出:季调:折年数(十亿美元)
	20:30	美国	8月个人收入:季调:折年数(十亿美元)
	20:30	美国	8月实际个人消费支出:季调(十亿美元)
2026/10/1	22:00	美国	9月ISM制造业PMI
2026/10/2	20:30	美国	9月政府就业人数:季调(千人)
	20:30	美国	9月平均时薪:季调(美元)
	20:30	美国	9月U6失业率:季调(%)
	20:30	美国	9月失业率:季调(%)
	20:30	美国	9月非农就业人口变动:季调(千人)
	20:30	美国	9月劳动力参与率:季调(%)
	20:30	美国	9月制造业就业人口变动:季调(千人)
	20:30	美国	9月新增非农就业人数:私人部门:季调(初值)(千人)
	20:30	美国	9月平均每周工时:季调(小时)
	20:30	美国	9月私人非农企业生产和非管理人员:平均时薪:环比(%)
	:	美国	月除国防外的耐用品新增订单(终值):季调:环比(%)
	22:00	美国	8月制造业新增订单:季调:环比(%)

资料来源：Wind、申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

- **1、美国通胀及货币政策收紧幅度或超预期，**9月美联储已将联邦基金目标区间上调25bp至3.75%—4.00%，同时通胀仍高于目标；若能源价格维持高位、通胀黏性进一步增强，美联储后续加息幅度或持续时间可能超出市场预期，进而加大居民信贷、房地产及风险资产压力；
- **2、美国居民信用风险恶化程度或超预期，**当前美国居民新增信贷已经明显降温，部分消费贷款拖欠和撇账指标仍高于疫情前水平。若高利率环境延续，就业或收入增长进一步放缓，居民偿债压力可能加速显现，并通过消费走弱影响美国经济增长；
- **3、地缘冲突、能源供给及美国经贸政策变化或超预期，**若中东等地区地缘冲突进一步升级，或关键能源供给和运输通道受到扰动，可能推升全球能源价格和通胀压力；同时，美国贸易、能源及外交政策若出现较大调整，也可能通过全球贸易、企业成本及市场风险偏好等渠道加大全球资产价格波动。

仅供内部参考，请勿外传

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：
以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；
增持（Outperform）：相对强于市场表现5%～20%；
中性（Neutral）：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
减持（Underperform）：相对弱于市场表现5%以下。
行业的投资评级：
以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。
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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。
本报告采用的基准指数：沪深300指数（A股）、恒生中国企业指数（H股）、纳斯达克指数（美股）

仅供内部参考，请勿外传

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

仅供内部参考，请勿外传

有信仰 敢担当
守正创新 追求卓越

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

金倩婧
jinqj@swsresearch.com

冯晓宇
fengxy2@swsresearch.com

王胜
wangsheng@swsresearch.com

林遵东
linzd@swsresearch.com