下载日志已记录，仅供内部参考

专题策略报告

海外加息落地，修复窗口渐启
——2026年四季度大类资产配置报告（总第102期）

方 正 证 券 研 究 所 证 券 研 究 报 告

分析师

金晗 登记编号：S1220525030005

杨文吉 登记编号：S1220525040001

相 关 研 究

《牛市开启第三阶段，主线如何选？》2026.09.07

《风格轮动提速，均衡配置为先——2026年9月份大类资产配置报告（总第101期）》2026.09.01

《如何理解政治局会议和对市场的影响》2026.08.03

《极致分化迎收敛，攻守兼备择良机——2026年8月份大类资产配置报告（总第100期）》2026.07.31

《北交所中长期配置价值凸显，关注估值回落绩优公司及高景气赛道优质标的》2026.07.29

《风格再平衡的最优解：2014年的行情对比与启示》2026.07.18

2026年9月，海外通胀粘性仍存，美联储政策明显偏鹰，权益市场表现分化。美股、韩股、中国台湾股市随盈利预期上修表现靠前，欧洲股市弱势运行，A股、港股、印度股市多数走弱。债券市场方面，美国、欧洲多地10年期国债收益率显著上行。大宗商品方面，原油强势上涨，工业金属小幅走强，黄金、小麦、玉米等品种下跌。外汇市场美元指数走强，多数非美货币承压。

2026年四季度，我们的大类资产配置策略如下：

A股观点：A股市场修复行情预计逐渐开启，当前积极布局的性价比持续改善。不过修复行情或将一波三折，震荡上行仍是主线。操作上关注三方面机会，一是AI产业趋势和景气度仍较为坚实，拥挤度回落之后配置价值显著提高。二是关注HALO资产逢低布局机会，待油价回落之后，聚焦核心资源相关的有色金属+化工；三是关注业绩估值匹配度较好的非银金融。

港股观点：维持偏谨慎观点。市场短期上行或面临阻力，但港股估值已处于历史偏低区间，下行空间相对有限，行情更多体现结构性机会，不宜过度悲观。后续可重点跟踪内需政策加码、美债利率拐点两大核心变量，等待基本面与流动性预期同步改善的布局窗口。

美股观点：维持偏乐观判断。当前美国多项高频经济数据表现亮眼。市场焦点将转向三季度企业财报的兑现情况。同时美债利率维持高位运行仍是压制估值的重要因素。配置层面，可重点关注盈利确定性较强的科技、能源、金融等行业，把握业绩驱动的结构性机会，同时做好波动管理。

国内债券观点：美联储加息落地形成短期外部约束，但中外周期错位下对国内市场影响有限。此次加息小幅走阔中美利差，短期压制市场做多情绪、约束长端利率下行节奏，但国内货币政策坚持“以我为主”，宽货币、弱复苏的核心组合未变，海外冲击仅为阶段性情绪扰动，无法扭转债市中期趋势。

美债观点：本轮长端美债收益率上行包含三层驱动：一是美国经济基本面表现强劲；二是AI科技企业大规模融资，与美债形成长期资本竞争；三是全球地缘冲突带来通胀不确定性，推升长债风险溢价。四季度美债利率仍易上难下，建议配置资金侧重于中短久期美债赚取稳定票息，不宜过早博弈长端美债利率趋势下行拐点，耐心等待通胀、就业数据出现持续性回落信号。

大宗商品观点：短期市场主线由地缘风险转向基本面与流动性定价。（1）原油方面：美伊冲突反复导致油价波动加剧，近期缓和预期升温，油价阶段性回落压力加大；（2）工业金属方面：全球制造业边际改善，供给端扰动持续存在，部分金属受新能源、AI算力需求拉动，工业金属价格具备上行潜力；（3）农产品方面：近期极端天气频发，部分品种出现结构性行情，关注供需格局偏紧的细分领域机会；（4）贵金属方面：9月FOMC释放鹰派信号，市场定价美联储持续加息的可能性，显著增加持有黄金的机会成本，对金价形成阶段性压制。但美国财政债务隐忧未减，长期推升黄金的对冲配置价值，趋势性上行机会尚需等待加息预期拐点出现。

风险提示：宏观经济支持政策不及预期、地缘政治风险超预期、全球通胀问题持续、海外市场大幅波动、中美贸易谈判再起波折等。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 全球市场纵览 4
1.1 大类资产表现回顾：海外长债利率显著上行 4
1.2 海外基本面洞察 5
1.2.1 美国新增就业大超预期 5
1.2.2 欧洲经济现状持续改善 8
1.2.3 日本通胀压力仍然较高 10
1.3 全球要闻速览 11
2 国内市场观察 13
2.1 国内基本面：经济运行总体平稳 13
2.2 权益市场：市场情绪持续降温 16
2.3 期货市场：原油价格大幅反弹 17
2.4 固定收益市场：超长债表现占优 18
3 大类资产配置 20
3.1 股市：建议超配 20
3.2 债市：建议低配 22
3.3 大宗商品：建议标配 23
4 配置比例及精选产品 25
5 大类资产配置分析 26

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1：2026 年 9 月全球大类资产表现(截至 2026/9/27)....4
图表 2：2026 年 9 月全球股市表现分化(截至 2026/9/27)....5
图表 3：2026 年 8 月美国新增非农就业人数大幅超出市场预期....5
图表 4：2026 年 8 月美国零售销售额同比增速再度抬升....6
图表 5：2026 年 8 月美国制造业 PMI 和服务业 PMI 维持高位....6
图表 6：2026 年 9 月美国消费者信心指数持续回落....7
图表 7：2026 年 9 月美国消费者 1 年期通胀率预期大幅攀升....7
图表 8：2026 年 8 月美国 CPI 同比再次走高....8
图表 9：2026 年 8 月欧元区 ZEW 经济景气指数继续抬升....8
图表 10：2026 年 8 月欧元区整体通胀再度反弹....9
图表 11：2026 年 9 月欧元区投资者信心明显改善....9
图表 12：2026 年 8 月日本 PPI 同比维持高位....10
图表 13：2026 年 8 月工业增加值单月同比增速回升....13
图表 14：2026 年 8 月社会消费品零售总额当月同比增速回落....14
图表 15：2026 年 1-8 月我国固定资产投资及民间投资增速回落（%）....14
图表 16：2026 年 8 月我国进口、出口增速均保持高速增长（%）....15
图表 17：我国对欧美日以及东盟国家的出口当月同比增速变化情况（%）....15
图表 18：2026 年 9 月沪深两市融资余额小幅下降....16
图表 19：2026 年 9 月 A 股通信、地产、银行表现靠前....16
图表 20：国内金属和贵金属期货指数走势....17
图表 21：国内工业品和农产品期货指数走势....17
图表 22：2026 年 9 月 1 年期国债收益率小幅上升....18
图表 23：2026 年 9 月 10 年期国债期货结算价上涨....18
图表 24：2026 年 9 月国债期限利差有所收窄....18
图表 25：2026 年 9 月国开债期限利差小幅收窄....18
图表 26：国债累计净发行规模....19
图表 27：地方政府债累计净发行规模....19
图表 28：政策银行债累计净发行规模....19
图表 29：各类型债券成交额....19
图表 30：CRB 商品价格指数走势....23
图表 31：南华综合指数走势....23
图表 32：铜价走势....24
图表 33：铝价走势....24
图表 34：锌价走势....24
图表 35：铅价走势....24
图表 36：金价走势....24
图表 37：银价走势....24
图表 38：大类资产配置比例....25
图表 39：上月末调仓后大类资产配置组合中各类资产占比....26
图表 40：组合收益跟踪....26
图表 41：组合区间收益统计....27
图表 42：组合成立以来回撤情况....27
图表 43：组合与各类资产相关性分析....27
图表 44：大类资产配置持仓归因分析....28

下载日志已记录，仅供内部参考

1 全球市场纵览

1.1 大类资产表现回顾：海外长债利率显著上行

2026 年 9 月，海外长端国债收益率显著上行，全球权益市场明显分化。美股、韩股、中国台湾股市凭借科技板块的强劲盈利整体表现靠前，欧洲股市弱势运行，A 股、港股、印度股市多数走弱。债券市场方面，美国、欧洲多地 10 年期国债收益率显著上行，中国 10 年期国债收益率小幅下行。大宗商品方面，原油强势上涨，工业金属小幅走强，黄金、小麦、玉米等品种下跌。外汇市场美元指数走强，多数非美货币承压。

图表1:2026 年 9 月全球大类资产表现(截至 2026/9/27)

		变动（%）			变动（%）	
权益		YTD	1M	外汇	YTD	1M
MSCI 全球		13.2	-0.1	美元兑瑞郎	4.5	2.5
MSCI 新兴市场		23.4	0.8	美元指数	2.8	1.6
MSCI 发达市场		11.9	-0.2	美元兑加元	3.0	2.1
道琼斯工业指数		7.8	-2.6	美元兑日元	0.4	-1.5
标普 500		13.1	0.7	美元兑离岸人民币	-3.6	0.1
纳斯达克指数		16.5	2.6	美元兑新台币	1.2	0.0
上证指数		-2.0	-2.5	美元兑港币	0.8	0.1
深证成指		-1.5	-5.0	澳元兑美元	5.3	-2.0
恒生指数		-4.4	-4.1	欧元兑美元	-3.0	-1.9
英国富时 100		7.7	-1.2	新西兰元兑美元	-1.5	-4.2
德国 DAX		3.7	-3.2	英镑兑美元	-1.7	-2.3
法国 CAC40		-0.9	-3.1	CFETS 人民币指数	5.0	1.0
日经 225		31.8	0.1	大宗商品	YTD	1M
韩国综合指数		68.0	3.8	豆一近月	13.6	2.6
印度 SENSEX30		-13.3	-4.0	LmeS-铝 3	9.4	1.1
台湾加权指数		65.8	4.1	沪铝连三	5.3	1.0
债券		YTD	1M	沪金近月	-0.3	-4.2
美国	10 年期国债	99.0bp	42.0bp	ICE 布油连续	101.5	15.3
中国	10 年期国债	-17.4bp	-1.5bp	CBOT 玉米连续	7.6	-1.9
英国	10 年期国债	82.5bp	22.8bp	LmeS-铜 3	17.8	2.4
德国	10 年期国债	69.0bp	26.0bp	NYMEX 轻质原油	94.2	14.2
法国	10 年期国债	109.8bp	48.5bp	沪铜连三	11.2	1.4
日本	10 年期国债	100.7bp	13.0bp	COMEX 黄金连续	-1.9	-3.2
意大利	10 年期国债	100.2bp	34.9bp	CBOT 小麦连续	28.7	-8.9
印度	10 年期国债	99.0bp	42.0bp			

资料来源：wind，方正证券研究所

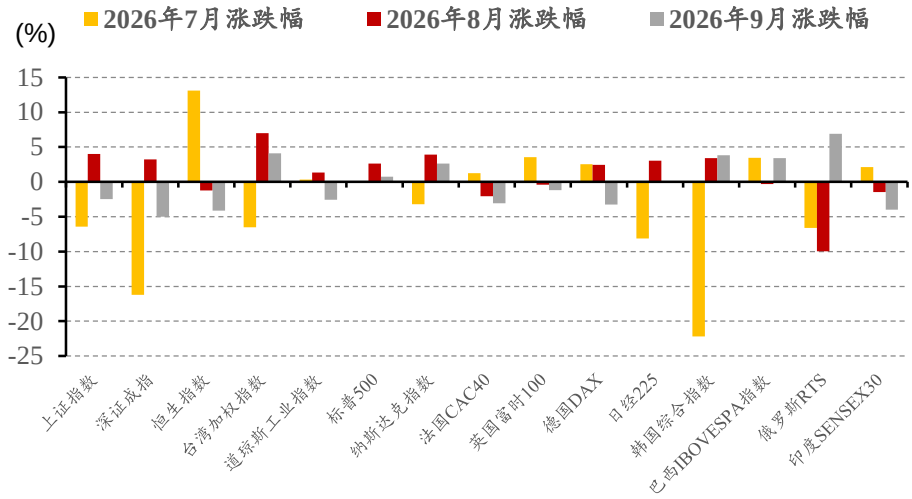
注：YTD 代表 2026 年年初至今，1M 代表最新月份，数值含义为价格涨跌幅（%）或债券到期收益率变动基点数（bp）

具体来看权益市场，9 月地缘冲突反复推升能源价格，海外通胀粘性仍存，美联储政策明显偏鹰，美欧长端国债收益率上行压制大类资产估值，叠加各区域股市盈利预期分化，全球股市走势也呈现明显分化。截至 9 月 27 日，上证指数、深证成指当月分别下跌 2.5%、5.0%，恒生指数下跌 4.1%，台湾加权指数上涨 4.1%。美股方面，道琼斯工业指数下跌 2.6%，标普 500 指数上涨 0.7%，纳斯达克指数上涨 2.6%。欧洲方面，英国富时 100、法国 CAC40、德国 DAX 指数分别下跌

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2%、3.1%、3.2%。日经 225 小幅上涨 0.1%，韩国综合指数上涨 3.8%；部分新兴市场表现亮眼，巴西 IBOVESPA 指数上涨 3.4%，俄罗斯 RTS 上涨 6.9%，印度 SENSEX30 指数下跌 4.0%。

图表2:2026 年 9 月全球股市表现分化(截至 2026/9/27)



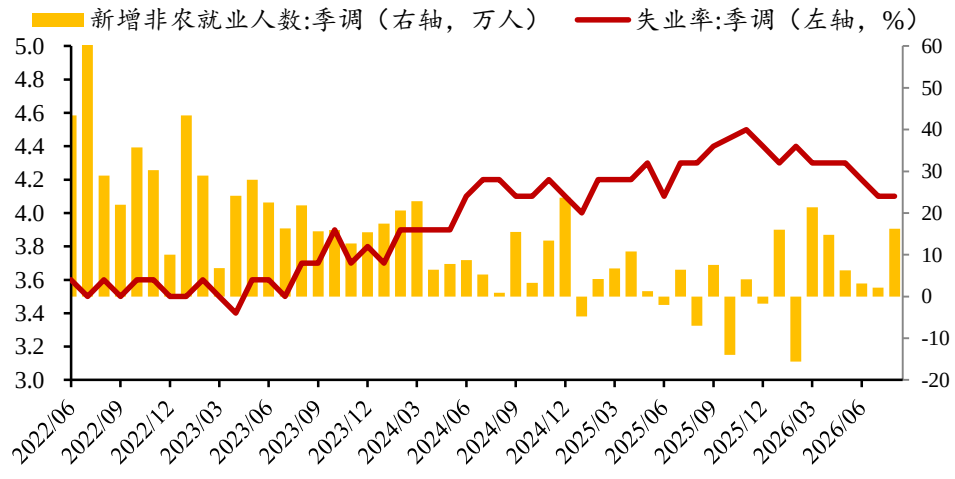
资料来源：wind，方正证券研究所

1.2 海外基本面洞察

1.2.1 美国新增就业大超预期

美国 8 月新增非农就业人数反弹至 16.2 万人，较 7 月的 2.1 万人大幅回升，就业增量显著修复，明显好于市场预期；但前期就业数据波动较大，7 月及更早月份数据存在反复下修，就业市场扩张动能仍不稳定，单月反弹尚不足以确认趋势性走强。失业率连续两个月持平于 4.1%，处于温和低位，劳动力市场整体仍具韧性。8 月就业数据大超预期后，市场对后续紧缩路径的预期有所回升。但就业数据的高波动特征意味着美联储政策判断更加两难，市场对后续持续紧缩的定价将反复博弈，仍需持续跟踪薪资与通胀数据确认就业修复的持续性。

图表3:2026 年 8 月美国新增非农就业人数大幅超出市场预期

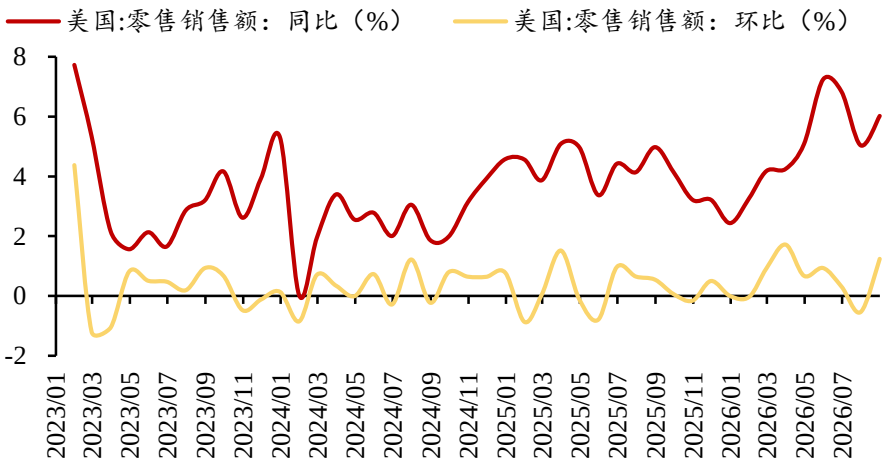


资料来源：wind，方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 8 月美国零售销售额同比增长 6.0%，同比增速再度抬升，环比大幅上行 1.2%，显著好于 7 月的偏弱表现。7 月零售同比 5.03%、环比-0.54%，当时受汽车消费回落叠加电商促销前置拖累，线上零售明显走弱，剔除汽车、汽油等波动项的核心零售同样环比回落，一度体现居民消费动能边际降温。而 8 月数据反弹，反映美国居民消费韧性再度显现，前期消费走弱更多源于季节性促销错位等短期扰动，并非趋势性下行。叠加 8 月非农就业数据大幅修复，消费端回暖进一步印证美国经济基本面韧性，市场上调美联储维持高利率的预期，年内继续加息的定价有所抬升。

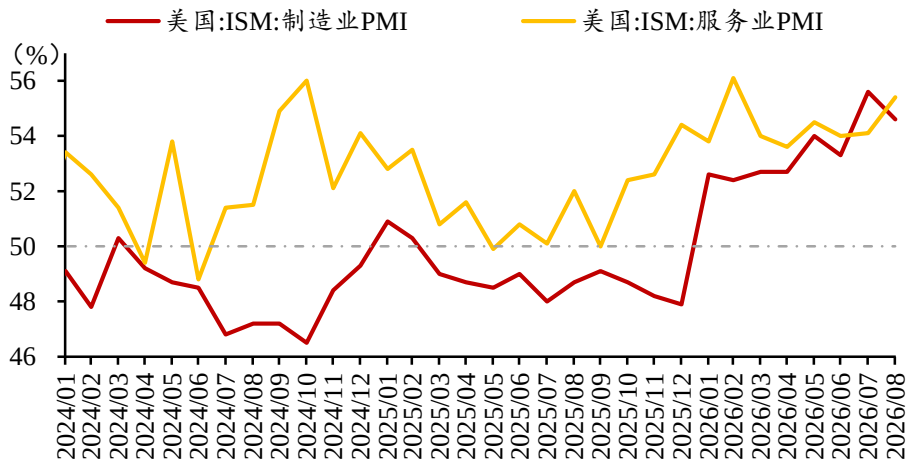
图表4:2026 年 8 月美国零售销售额同比增速再度抬升



资料来源：wind，方正证券研究所

2026 年 8 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 54.60、服务业 PMI 录得 55.40。制造业 PMI 自 7 月 55.6 小幅回落，但仍持续处于 50 荣枯线以上的扩张区间，景气维持高位，补库需求与终端订单依旧形成支撑；服务业 PMI 较 7 月 54.1 明显抬升，服务业景气再度走强。制造业、服务业双双维持扩张，反映美国经济整体基本面韧性强于预期。服务业景气回升的同时，服务端价格分项仍有黏性，叠加 8 月非农就业大幅反弹，进一步印证劳动力市场并未持续走弱。经济韧性支撑维持高利率的必要性，而通胀粘性则约束货币政策转向宽松的节奏。

图表5:2026 年 8 月美国制造业 PMI 和服务业 PMI 维持高位

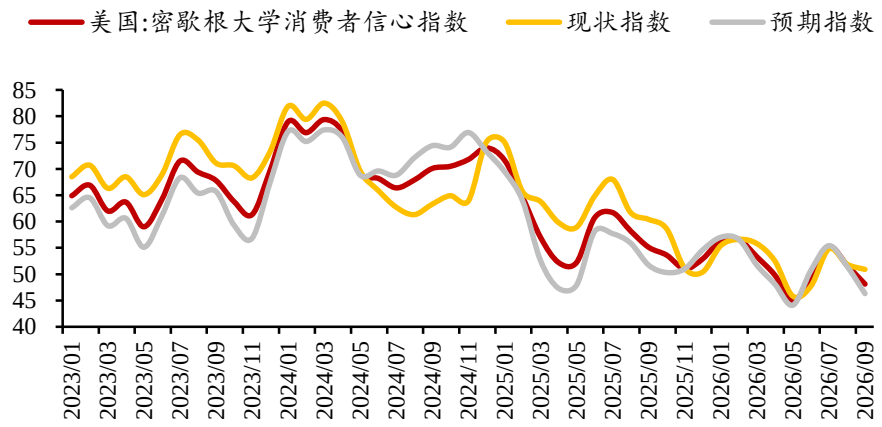


资料来源：wind，方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 9 月密歇根大学消费者信心指数回落至 48.1（前值 51.7），其中现状指数 50.9（前值 51.9），预期指数 46.3（前值 51.5），三项指标同步走弱，8 月的小幅回落态势进一步加剧。具体来看，现状指数从 8 月水平继续下行，居民对于当下收入、就业环境的乐观感受持续降温；预期指数降幅更为明显，民众对远期经济前景的信心明显走弱。复盘来看，5 月信心指数跌至阶段低点后，6、7 月出现一轮明显反弹，7 月的信心回暖本有望对后续居民消费意愿形成支撑，但 8 月、9 月连续两月回落，提示此前修复更多属于前期深度下行后的阶段性反弹，居民预期根基仍不稳固，消费修复的持续性需要持续观察。

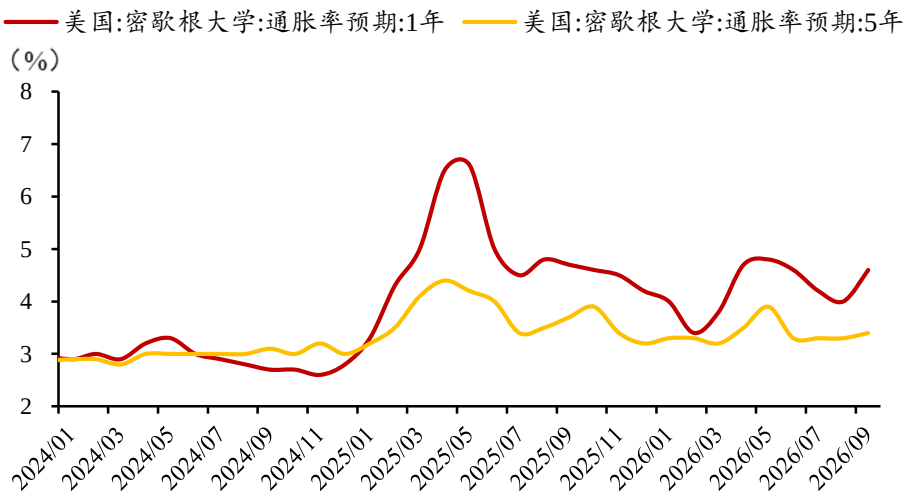
图表6:2026 年 9 月美国消费者信心指数持续回落



资料来源：wind，方正证券研究所

2026 年 9 月，美国居民短期通胀预期再度反弹，长期通胀预期小幅抬升，通胀预期脱锚风险整体仍处于可控区间。1 年期通胀预期从 2026 年 8 月的 4.0%回升至 9 月的 4.6%；5 年期通胀预期从 8 月 3.3%小幅上行至 9 月 3.4%。短期通胀预期明显抬升，主要受成品油、食品等高频消费品价格波动扰动，居民对短期物价上行的担忧有所反复；长期通胀预期虽小幅上行，但并未出现大幅跳升，意味着消费者对长期物价中枢的预期整体仍相对稳定，长期通胀担忧未发生明显恶化。

图表7:2026 年 9 月美国消费者 1 年期通胀率预期大幅攀升

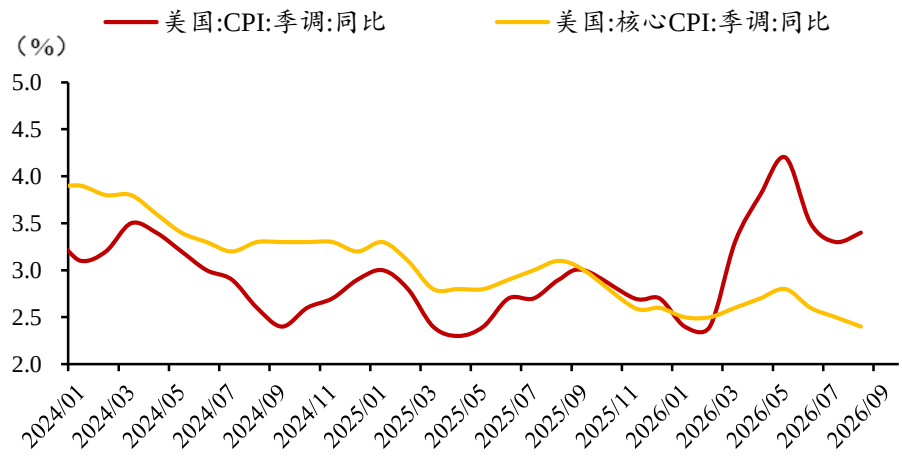


资料来源：wind，方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 8 月，美国 CPI 同比上涨 3.4%，较 8 月 3.3%小幅回升，核心 CPI 上涨 2.4%，较前值继续下行。前期能源涨价带来的总通胀压力出现阶段性反弹，内生核心通胀延续降温态势。但整体通胀中枢仍高于美联储 2%的政策目标，大宗商品外部扰动风险尚未消除，叠加服务价格存在粘性，通胀下行通道存在波折，后续回落的持续性仍有待观察。

图表8:2026 年 8 月美国 CPI 同比再次走高

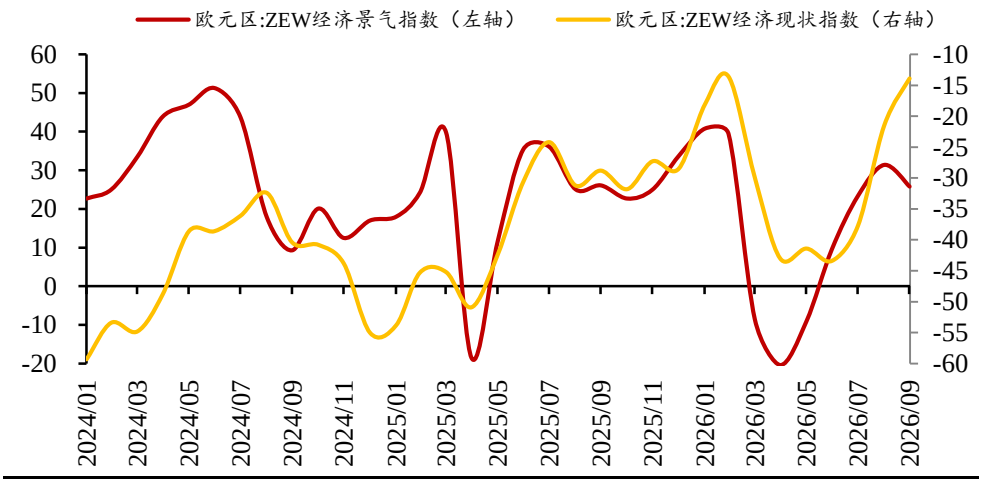


资料来源：wind，方正证券研究所

1.2.2 欧洲经济现状持续改善

2026 年 9 月欧元区 ZEW 经济景气指数有所回落，但依旧维持在正值区间，经济现状指数仍处负值区间，远期预期与当下实体经济基本面依旧呈现明显分化。欧元区 ZEW 经济景气指数由 8 月的 31.4 回落至 9 月的 25.8，虽有所回调，但仍保持正值；欧元区 ZEW 经济现状指数从 8 月的-21.5 小幅修复至 9 月的-13.9，边际改善明显，但仍处于收缩区间。德国 ZEW 经济景气指数自 8 月 34.2 小幅抬升至 9 月 34.7；德国经济现状指数由 8 月-61.1 改善至 9 月-47.1，现实景气回暖幅度进一步扩大，但整体依旧低迷。市场对欧元区、德国未来经济的乐观预期边际降温，但当前实体经济的底部修复信号持续显现，预期与现实之间的裂口仍未完全收敛。

图表9:2026 年 8 月欧元区 ZEW 经济景气指数继续抬升

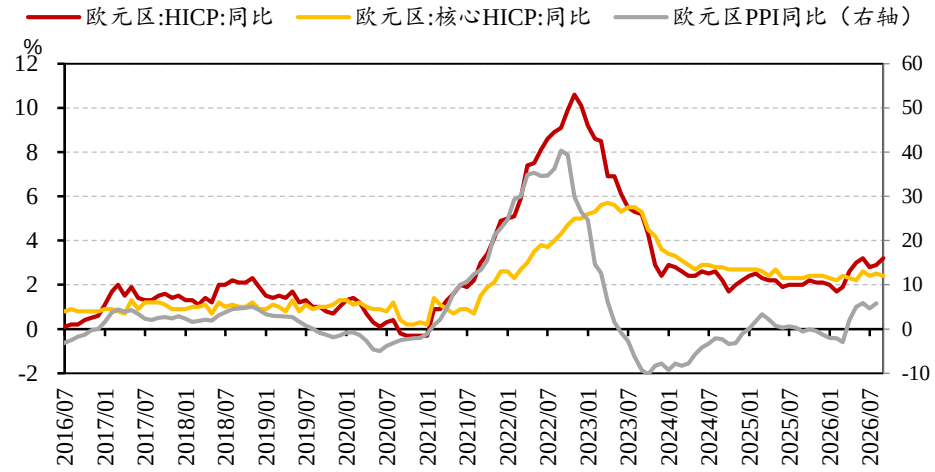


资料来源：wind，方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 8 月欧元区 HICP 同比回升至 3.2%，核心 HICP 同比小幅回落至 2.4%，总通胀反弹主要受能源价格外部扰动的带动，前期上游工业品 PPI 在 5 月冲高后虽有所回落，但仍维持较高水平，部分成本压力继续向消费端传导；与此同时，核心通胀仍存在一定粘性，服务分项通胀下行节奏偏慢。虽然通胀较 5 月高点已有明显回落，但 HICP 读数依旧高于欧央行 2%的通胀目标，叠加内部内需偏弱、能源地缘等外部不确定性仍在，通胀后续回落进程并非线性，欧元区仍面临加息压力。

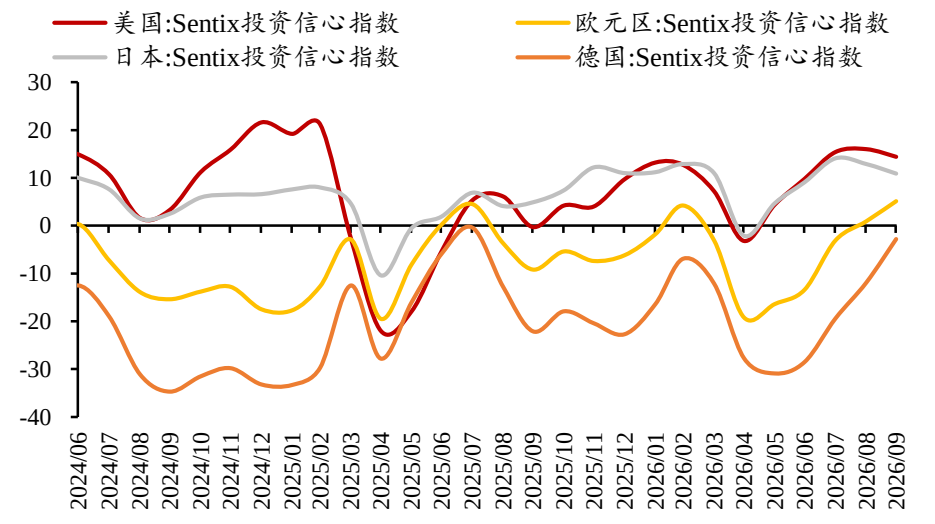
图表10:2026 年 8 月欧元区整体通胀再度反弹



资料来源：wind，方正证券研究所

欧元区 9 月 Sentix 投资信心指数从 8 月的 0.9 进一步修复至 5.1，单月上行 4.2 个百分点，投资信心延续转正态势，区域市场乐观情绪继续抬升。德国 9 月 Sentix 投资信心指数从 8 月的-11.9 回升至-2.8，单月改善幅度显著，负值区间大幅收窄。能源成本回落阶段性缓解工业压力，但德国制造业转型、财政约束等中长期结构性难题仍未解决，投资信心修复节奏仍有制约。美国 9 月 Sentix 投资信心指数由 8 月 16.0 回落至 14.4，投资者乐观情绪虽小幅降温，但依旧维持在高位区间。日本 9 月 Sentix 投资信心指数从 8 月 12.9 小幅回落至 10.9，单月下降 2.0 个百分点；日元弱势对出口盈利的支撑仍在，消费修复偏弱继续对市场信心形成一定拖累。

图表11:2026 年 9 月欧元区投资者信心明显改善



资料来源：wind、方正证券研究所

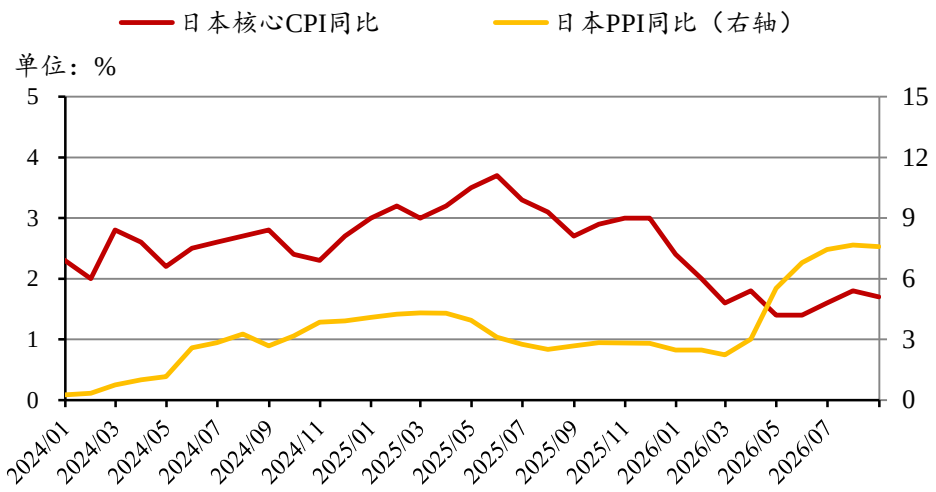
下载日志已记录，仅供内部参考

1.2.3 日本通胀压力仍然较高

2026 年 9 月日本央行议息会议宣布加息，小幅上调政策利率，是本轮货币政策正常化进程的延续。从通胀基本面看，8 月日本核心 CPI 同比 1.7%，虽较 7 月小幅回落，但生产者价格指数 PPI 仍维持 7.59%高位，日元贬值带来的输入性通胀持续向上游传导，企业端成本压力尚未完全消退，为本次加息提供基本面支撑。日本央行核心考量在于，在薪资-通胀良性循环持续修复的背景下，逐步退出超宽松货币政策，适度收窄日美货币政策利差，缓解日元持续贬值带来的进口成本抬升压力，降低输入性通胀对居民实际购买力的侵蚀。

但本次加息节奏偏谨慎，一方面，核心 CPI 距离 2%的稳定通胀目标仍有差距，内需复苏力度偏弱，消费端通胀内生动力尚不稳固；另一方面，若加息节奏过快，会加大国内企业债务压力，抑制脆弱的经济复苏。往后看，日本央行将维持渐进式收紧路径，加息节奏高度依赖薪资、核心 CPI 及日元汇率变化；日美利差的边际收敛有望缓和日元单边贬值压力，但美联储政策周期仍是决定日元中长期走势的核心变量。

图表12:2026 年 8 月日本 PPI 同比维持高位



资料来源：wind，方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 全球要闻速览

（1）2026 年 9 月 2 日，加拿大央行连续第七次维持基准利率不变，将政策利率保持在 2.25%，符合市场普遍预期。加拿大央行行长麦克勒姆指出，央行对高通胀的容忍度有限，若判断通胀构成持续性问题，可能需要多次加息。

（2）2026 年 9 月 2 日，美联储褐皮书显示，自 7 月初以来，美国经济活动温和增长。12 个联储辖区中，10 个地区轻微至温和增长，2 个地区没有变化。企业预计未来经济前景总体积极，但对能源价格、政策和国际冲突带来的不确定性保持关注。

（3）2026 年 9 月 2 日，纽约联储主席威廉姆斯表示，近期长期美债收益率上升并非由市场对通胀的担忧所推动，而更多是强劲美国经济的反映，主因是 AI、数据中心等科技领域大规模投资。他同时表示，目前仍在继续收集相关经济数据，以决定下一步货币政策走向。

（4）2026 年 9 月 4 日，美加关税战再度升级。在加拿大宣布对价值约 200 亿美元的美国商品加征报复性关税后，美方宣布将从 9 月 29 日起禁止进口部分加拿大酒精饮料、机动车辆和乳制品，并将从 9 月 15 日起对约 100 个品类的加拿大产品加征 50%关税。

（5）2026 年 9 月 10 日，欧洲央行决定将三大关键利率均上调 25 个基点，符合市场预期。欧洲央行表示，中东冲突持续推高通胀，预计通胀率将在较长时间内远高于目标水平。知情人士称，欧洲央行官员预计将进一步加息，下一次行动最快可能就在 10 月。

（6）2026 年 9 月 11 日，曼德海峡通行受阻，全球能源供应风险持续上升。也门胡塞武装已夺取位于曼德海峡至少 5 个岛屿，完成对曼德海峡控制。胡塞武装发表《关于打击沙特的军事行动声明》称，除沙特船只外，其余国家船只红海航行安全。

（7）2026 年 9 月 14 日，韩国交易所推出股票盘后交易，交易时段为当地时间 16:00 至 20:00，可交易标的包括韩国综合指数、KOSDAQ 股票及存托凭证。盘后交易同样适用个股每日涨跌幅限制以及熔断等市场稳定机制。

（8）2026 年 9 月 14 日，印度 8 月 CPI 同比涨幅从 7 月的 4.45%升至 4.82%，已连续 10 个月上升，进一步加大了印度央行上调关键基准利率的压力。印度央行多次强调重点关注核心通胀，目前核心通胀尚未构成重大风险。

（9）2026 年 9 月 15 日，美联储利率决议即将出炉，美国国债抛售潮进一步加剧。10 年期美债收益率一度上涨 5.35bp 至 5.041%，30 年期美债收益率上涨 5.1bp 至 5.399%，均创 2007 年以来新高。

（10）2026 年 9 月 16 日，美联储宣布加息 25 个基点，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，符合市场预期，此前美联储已连续五次会议按兵不动。政策声明显示，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）以 12 票赞成、0 票反对通过上述决议。最新点阵图显示，2026 年底联邦基金利率预测中值从 6 月的 3.8%升至 4.1%，16 名官员预计年内至少再加息一次。声明指出，经济活动稳健扩张，生产率增长强劲，但通胀仍然高企。

（11）2026 年 9 月 16 日，美联储主席沃什在新闻发布会上重申“通胀太高且持续太久”，不确信通胀正向目标回落。沃什拒绝提供前瞻指引，强调经济“正

下载日志已记录，仅供内部参考

在走强”。沃什认为，债券收益率上升有三个原因：首先是经济强劲；第二是资本竞争，资本支出激增是真实存在的；第三是地缘政治。

（12）2026 年 9 月 17 日，英国央行将基准利率维持在 3.75%，这是基准利率连续第六次维持不变，符合市场预期。英国央行警告，若中东冲突导致通胀压力加剧，央行可能需要加息。同时，英国央行放弃了出售长期国债的计划，并表示将在 2034 年 9 月前完成 4880 亿英镑债务资产组合的缩减。

（13）2026 年 9 月 18 日，日本央行宣布，将政策利率上调 25 个基点至 1.25%。本次加息距离 6 月加息间隔最短，为 1990 年以来首见，利率水平达到 31 年高位。日本央行表示，将从可持续、稳定实现通胀目标的角度，适时实施货币政策；将审视中东局势、人工智能需求和外汇对经济、物价影响，以制定政策；将继续根据经济和价格发展以及金融状况提高利率。

（14）2026 年 9 月 20 日，明尼阿波利斯联储主席卡什卡利称，美国通胀仍然过高，压力已经超出伊朗战争导致的油价冲击，扩散至经济多个领域。卡什卡利表示，美联储越来越担心通胀并非只集中在受中东冲突或关税影响的领域，服务业也出现通胀迹象。

（15）2026 年 9 月 20 日，德国经济研究所将德国 2026 年经济增长预期从此前的 0.4%大幅上调至 1.2%，主要得益于今年上半年经济增长强劲。2026 年德国通货膨胀率预计将略高于 2.5%，而消费预计仅增长 0.3%。

（16）2026 年 9 月 21 日，加拿大央行行长麦克勒姆表示，如果通胀压力显示出更加持久的迹象，决策者不希望在加息问题上行动过慢。随着中东冲突推高能源价格，加拿大通胀维持高位的风险正在上升。

（17）2026 年 9 月 21 日，芝加哥联储主席古尔斯比警告称，近年来供给冲击出现得更频繁、持续时间也更长，美联储不能再将其简单视为暂时性因素“看穿”。如果供给端的价格压力持续向更广泛领域蔓延，央行仍需通过收紧政策压制通胀。

（18）2026 年 9 月 21 日，美联储穆萨莱姆称，如果没有进一步的政策限制，通胀在 18 个月后仍有可能大幅高于 2%的目标。利率可能需要进一步上升，以抑制由需求和供应驱动的通胀；加息最好是“提前且逐步的”，而不是“延后且大幅度的”。

（19）2026 年 9 月 22 日，美联储巴尔金表示，目前尚不清楚是否需要进一步加息。除数据中心和人工智能领域外，其他领域也呈现出增长势头，消费者支出保持稳定，国防和制造业表现强劲。

（20）2026 年 9 月 22 日，美国总统特朗普在第 81 届联合国大会发表讲话时重申，美国将在 12 月中期选举后与伊朗达成协议。特朗普预计，若伊朗冲突结束，油价将大跌，甚至可能跌至冲突前水平以下。在 AI 问题上，特朗普明确反对通过国际协议限制技术发展，称美国完全拒绝任何旨在建立全球性机制来管控 AI 的企图。

下载日志已记录，仅供内部参考

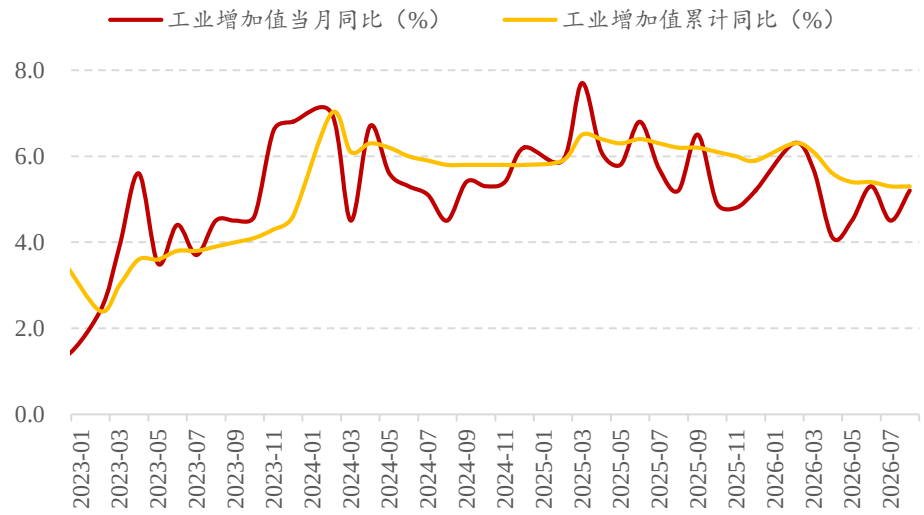
2 国内市场观察

2.1 国内基本面：经济运行总体平稳

2026 年 9 月 15 日，国家统计局公布 2026 年 8 月主要经济数据。整体看，8 月份国民经济运行总体平稳，生产端边际改善，新动能持续壮大，就业、物价基本保持稳定，出口表现亮眼。但外部环境不利影响加深，国内供需修复尚不均衡，内需回暖仍有待加强，部分企业经营困难，结构性矛盾依然存在，经济稳中向好的基础还需巩固。

工业生产同比增速回升，新动能引领作用凸显。2026 年 8 月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.2%，较 7 月加快 0.7 个百分点，环比增长 0.54%。其中制造业 8 月同比增长 6.1%，成为工业主要支撑，采矿业 8 月同比下降 1.4%。结构上新旧动能分化明显，装备制造业增加值同比增长 12.1%，高技术制造业增加值同比增长 16.7%，显著高于工业平均水平。分产品看，锂离子电池、工业机器人、3D 打印设备等产品产量保持高增。

图表13:2026 年 8 月工业增加值单月同比增速回升

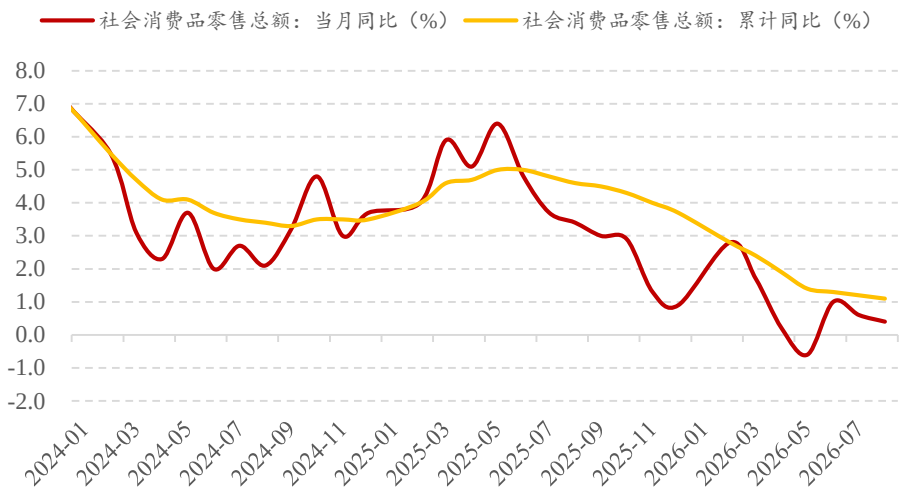


资料来源：iFind、方正证券研究所

消费规模继续扩大，服务零售增长较快。8 月社会消费品零售总额同比增长 0.4%，环比小幅回落 0.13%，1-8 月社零累计同比增长 1.1%。消费市场呈现明显结构性分化。分类型看，8 月单月餐饮收入同比增长 1.1%，表现好于商品零售的 0.3%，服务消费韧性更强。分城乡看，乡村消费同比增长 1.6%，显著高于城镇消费 0.2%的增速。基本生活类商品销售保持稳定，大宗可选商品恢复偏弱。1-8 月网上商品和服务零售额同比增长 4.6%，线上消费持续发挥拉动作用。整体来看居民消费信心仍有待提振，消费持续回暖仍需收入改善和消费场景拓展的持续支持。

下载日志已记录，仅供内部参考

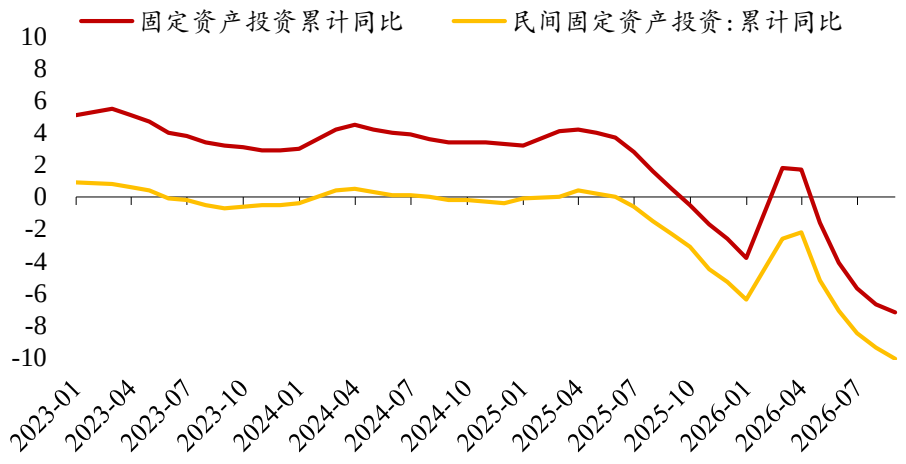
图表14:2026年8月社会消费品零售总额当月同比增速回落



资料来源：iFind，方正证券研究所

固定资产投资下降，投资结构呈现分化。1-8月全国固定资产投资累计同比下降7.2%，扣除房地产开发的固定资产投资下降4.2%。其中，知识产权产品投资同比增长9.2%。高技术产业投资同比增长5.2%，其中信息服务业，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长22.7%、14.9%、6.9%。分领域看，制造业投资依托产业升级、技术改造保持一定韧性，其中高技术产业投资增速亮眼，新产业领域扩产意愿较强。基建投资持续发挥稳增长托底作用，交通、能源、新型基础设施项目有序推进，对冲部分领域下行压力。房地产开发投资仍是拖累整体投资的主要因素，商品房销售、新开工指标仍处在调整阶段。下一阶段需要继续发挥政府投资撬动作用，激发民间投资活力，改善企业投资预期。

图表15:2026年1-8月我国固定资产投资及民间投资增速回落（%）

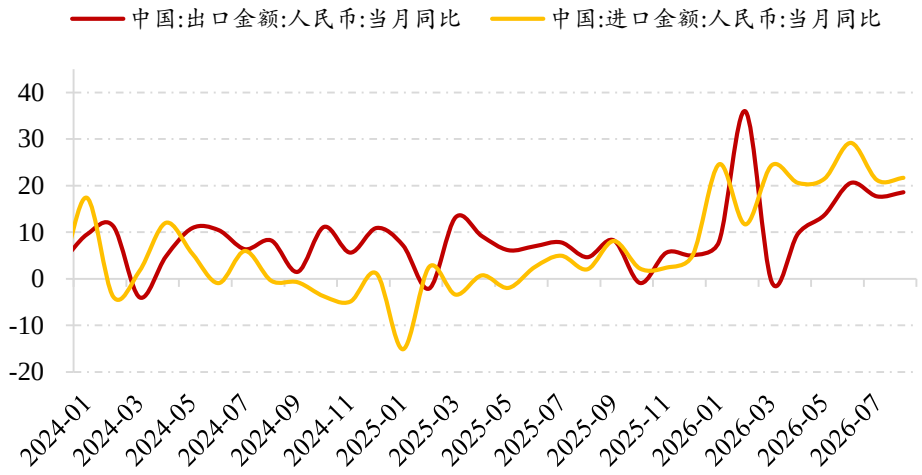


资料来源：iFind、方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

外贸韧性仍是本轮宏观数据最突出亮点。据海关统计，2026 年前 8 个月，我国货物贸易进出口总值 34.78 万亿元人民币，同比增长 17.6%。其中，8 月单月进出口、出口、进口分别增长 19.8%、18.6%、21.7%，进口月度同比增速连续 6 个月超过出口。

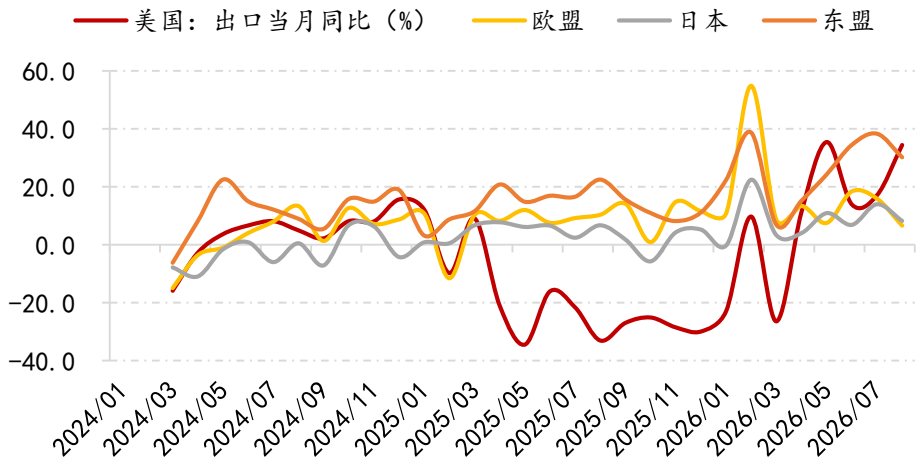
图表16:2026 年 8 月我国进口、出口增速均保持高速增长（%）



资料来源：iFind、方正证券研究所

从贸易伙伴看，前 8 个月，我国与 112 个国家和地区实现出口、进口双增长，比去年同期增加 17 个，东盟稳居第一大贸易伙伴地位。同期，我国对东盟、拉美、非洲进出口同比分别增长 20.6%、14.5%、18.5%，对共建“一带一路”国家进出口增长 15.9%。值得注意的是，截至 8 月，我国对美国进出口连续 5 个月增长，1 至 8 月累计进出口 2.76 万亿元，同比增长 1.3%。8 月份我国货物贸易增势稳定，出口、进口同比增速连续四个月同时两位数增长，充分体现了我国完整产业体系对外贸的坚韧支撑，以及科技创新能力对外贸的有力助推。

图表17:我国对欧美日以及东盟国家的出口当月同比增速变化情况（%）



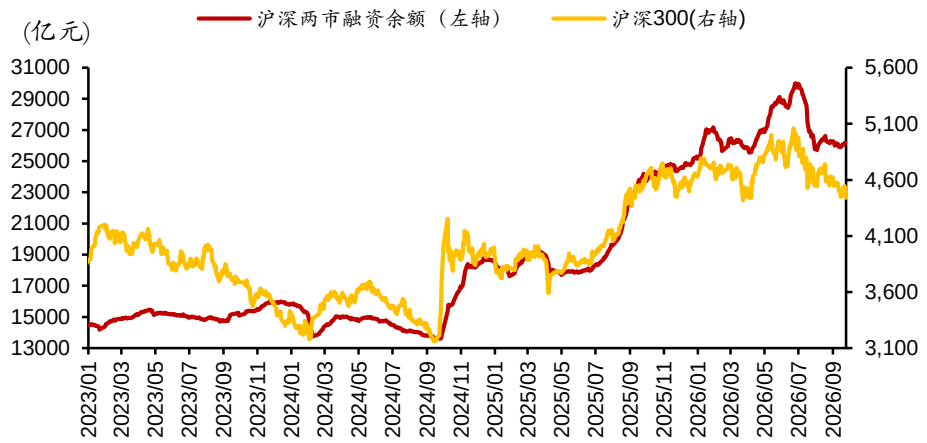
资料来源：iFind、方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 权益市场：市场情绪持续降温

截至 2026 年 9 月 25 日，沪深 300 指数当月下跌 4.0%。过去一个月，外部风险扰动持续升温，美联储表态偏鹰叠加地缘冲突推升油价，A 股风格轮动加快，市场交投情绪持续降温，杠杆资金入场节奏放缓。截至 9 月 25 日，9 月 A 股日均成交额回落至 1.9 万亿元，较 8 月的 2.3 万亿元进一步缩量，资金避险属性凸显。两市融资余额下降，9 月 25 日回落至 2.60 万亿元附近，较 8 月末下降约 276 亿元。

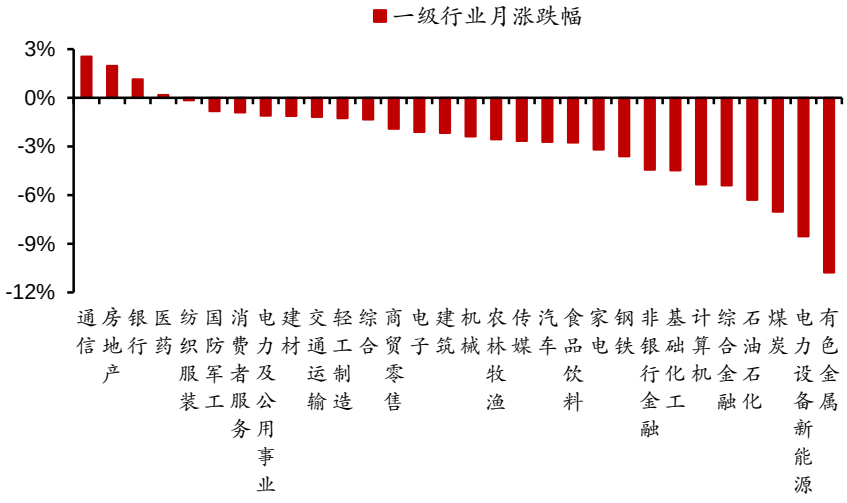
图表18:2026 年 9 月沪深两市融资余额小幅下降



资料来源：wind，方正证券研究所

从各行业涨跌幅看，9 月 A 股行业呈现明显分化，仅少数板块收红，周期、新能源板块大幅回调。具体来看，通信、房地产、银行板块领涨，分别上涨 2.6%、2.0%、1.1%；医药小幅上涨 0.2%；有色金属、电力设备新能源、煤炭跌幅居前，分别下跌 10.8%、8.5%、7.0%；石油石化、综合金融、计算机也出现较大回撤，食品饮料下跌 2.8%。

图表19:2026 年 9 月 A 股通信、地产、银行表现靠前



资料来源：wind，方正证券研究所

从风格表现看，9 月小盘表现明显好于大盘。截至 9 月 25 日，中证 2000 指数上涨 0.9%，中证 1000 指数下跌 2.6%，中证 500 指数下跌 4.1%，沪深 300 指数下跌 4.0%，上证 50 指数下跌 3.2%。

下载日志已记录，仅供内部参考

成长风格跌幅整体大于价值风格。截至 9 月 25 日，国证成长、国证价值当月分别下跌 4.6%、下跌 3.1%。成长风格内部，中盘成长跌幅最深，当月下跌 5.0%，大盘成长下跌 4.7%，小盘成长下跌 3.6%。价值风格内部，大盘价值相对抗跌，当月下跌 1.8%，中盘价值、小盘价值分别下跌 5.1%、4.6%。

2.3 期货市场：原油价格大幅反弹

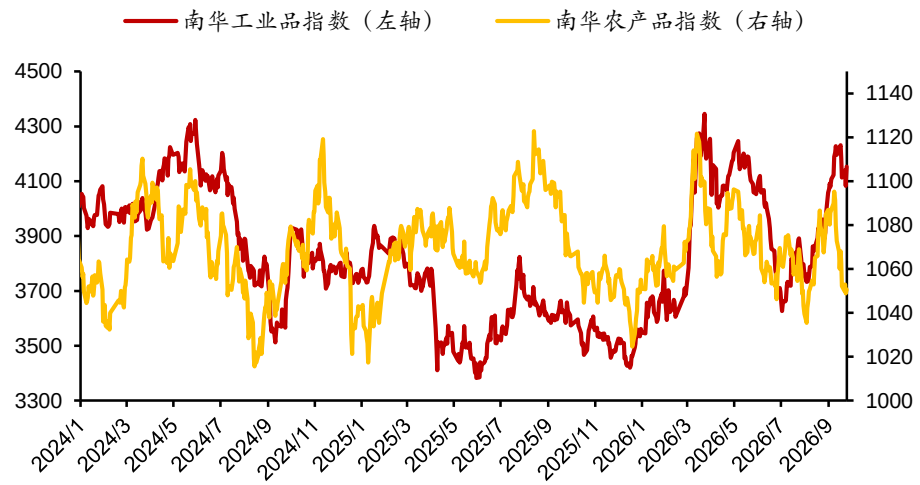
2026 年 9 月国内商品期货价格整体上行，但板块分化明显。截至 2026 年 9 月 25 日，南华综合指数收于 3034 点，较 8 月末环比上涨 1.9%。能化、工业品板块领涨，金属、贵金属、农产品板块有所回调。海外能源供给扰动推升能源化工价格，南华能化指数环比上行 6.1%；工业品需求预期边际修复，南华工业品指数环比上涨 2.3%。南华金属指数环比下跌 2.4%；贵金属受美元和美债收益率波动压制，南华贵金属指数环比下行 3.9%；南华农产品指数环比回落 3.3%。

图表20：国内金属和贵金属期货指数走势



资料来源：wind，方正证券研究所

图表21：国内工业品和农产品期货指数走势



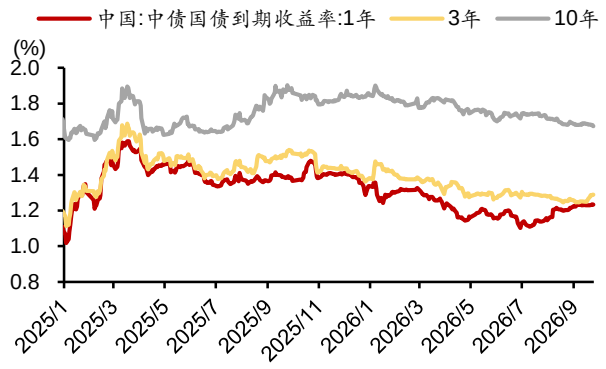
资料来源：wind，方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 固定收益市场：超长债表现占优

9 月份，国债曲线呈现短端小幅上行、长端收益率下行的形态，超长端下行幅度更大。截至 9 月 25 日，1 年期中债国债到期收益率较 8 月末上行 0.9BP 至 1.23%；3 年期收益率上行 3.2BP 至 1.29%；5 年期收益率小幅下行 0.5BP 至 1.41%；10 年期收益率下行 1.5BP 至 1.67%；30 年期超长国债收益率下行 6.7BP 至 2.08%，在各期限品种中表现最优。

图表22:2026 年 9 月 1 年期国债收益率小幅上升



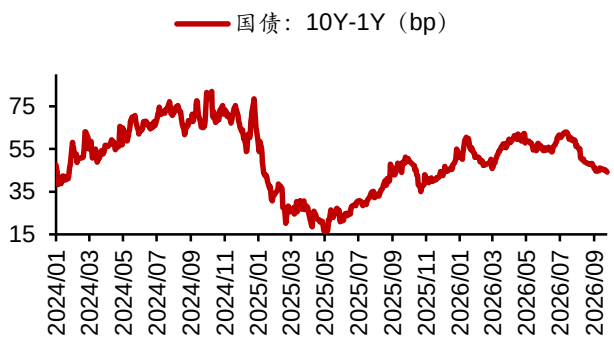
资料来源：wind，方正证券研究所

图表23:2026 年 9 月 10 年期国债期货结算价上涨



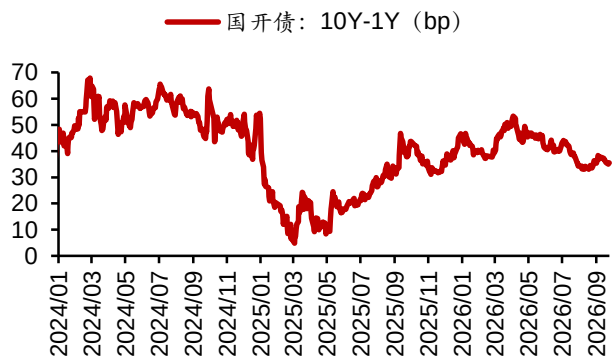
资料来源：wind，方正证券研究所

图表24:2026 年 9 月国债期限利差有所收窄



资料来源：wind，方正证券研究所

图表25:2026 年 9 月国开债期限利差小幅收窄

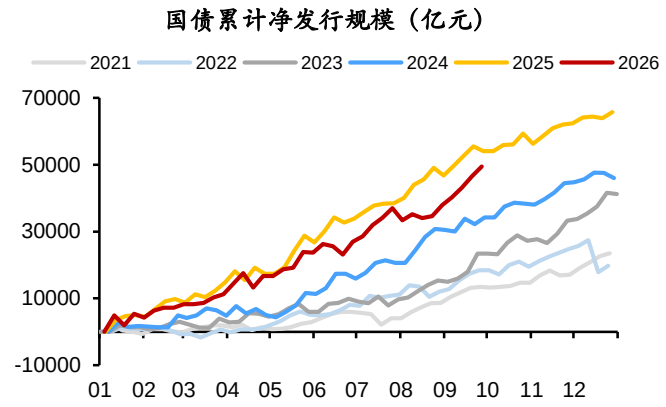


资料来源：wind，方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

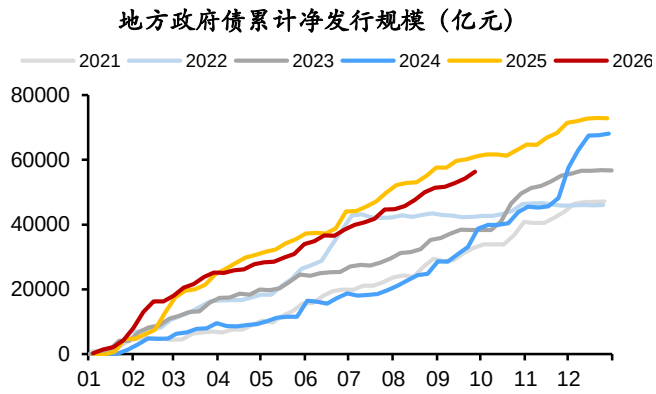
债券供给方面，截至 9 月 27 日，2026 年国债累计发行逾 11.8 万亿元，扣除到期赎回金额后累计净发行约 5.0 万亿元，2026 年地方政府债累计发行约 8.5 万亿元，扣除到期赎回金额后累计净发行约 5.6 万亿元，2026 年政策银行债累计发行约 4.9 万亿元，扣除到期赎回金额后累计净赎回约 1315 亿元。从供给节奏看，9 月国债净融资提速，地方政府债净融资规模仍处于较高水平，政金债净增量回落至负值区间。政府债券发行提速对实体经济具备重要支撑意义：一是拓宽财政资金筹措渠道，保障基建项目资金接续，稳定基建投资，对冲地产、内需修复偏弱带来的增长压力；二是地方政府债资金重点投向新型基建、产业升级、民生保障等领域，有效发挥财政资金撬动作用，引导社会资本跟进，放大投资乘数；三是保障转移支付、民生刚性支出，稳固居民收入与消费基础，助力内需稳步修复。

图表26:国债累计净发行规模



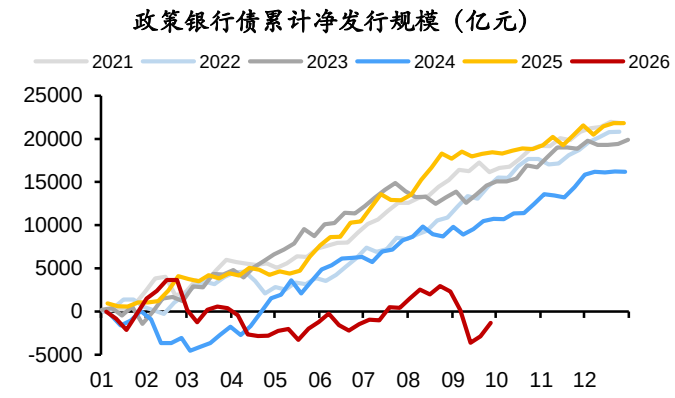
资料来源：wind，方正证券研究所

图表27:地方政府债累计净发行规模



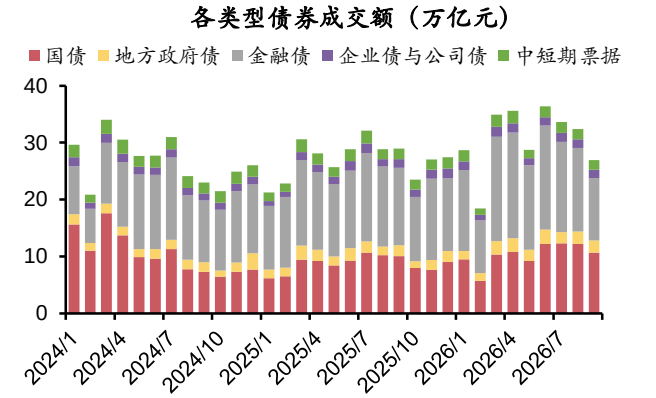
资料来源：wind，方正证券研究所

图表28:政策银行债累计净发行规模



资料来源：wind，方正证券研究所

图表29:各类型债券成交额



资料来源：wind，方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3 大类资产配置

回顾 9 月以来市场表现，A 股行情大致可分为三个阶段：9 月初，在中报业绩落地、国内稳增长政策持续发力的支撑下，大盘维持高位箱体震荡，市场整体情绪尚可。9 月中旬，市场迎来明显回调，指数连续下探，市场成交明显萎缩，观望情绪快速升温。外部层面，美联储加息预期持续发酵，叠加中东地缘冲突推升油价，压制市场风险偏好；内部层面，国内工业生产与出口走强，消费与投资偏弱，经济数据的 K 型分化加剧市场担忧，资金主动收缩风险敞口。9 月 16 日美联储加息落地后，市场迎来“利空出尽”的修复窗口，指数企稳反弹。

全月行情的核心矛盾在于外部流动性约束与国内政策托底的博弈。美联储加息预期压制整体估值与风险偏好，而国内稳增长政策为指数提供支撑。资金向通信、国防军工等景气赛道集中，回避有色、化工、煤炭、石油等周期板块，呈现科技成长与防御板块相对占优、周期资源板块回调的特征。往后看，A 股后续风格将取决于海外流动性预期、地缘扰动以及国内稳增长政策落地效果。若外部流动性预期缓和、国内政策持续发力，则科技成长等高景气赛道有望延续相对收益；若油价上行、外部流动性收紧超预期，则资源、周期板块仍将承压，高股息防御板块相对占优。

整体来看，建议保持适度积极仓位，不盲目追高，围绕景气方向与业绩验证优化持仓结构。进攻端聚焦科技回归主线，平衡端把握顺周期板块逢低布局机会。另外适度布局海外权益资产，拓宽组合收益来源；同时配置以二级债基为主的固收+资产作为底仓，平滑净值波动，对冲海外流动性扰动、地缘冲突反复、经济复苏力度不及预期等潜在风险。

3.1 股市：建议超配

9 月 A 股市场震荡走弱。外部风险扰动持续升温，美联储加息预期发酵叠加地缘冲突推升油价，A 股风格轮动加快，市场交投情绪明显降温，杠杆资金入场节奏放缓。截至 9 月 25 日收盘，上证指数本月下跌 2.5%，深证成指下跌 5.0%，创业板指下跌 4.4%，万得全 A 指数下跌 3.0%。从各行业涨跌幅看，通信、房地产、银行板块领涨，有色金属、电力设备新能源、煤炭跌幅居前。

A 股短期观点：四季度 A 股市场有望震荡上行，市场风险偏好迎来修复窗口，积极布局的性价比逐步抬升。近期海外美联储加息靴子落地，原油价格同步回落，外部流动性约束部分缓解；叠加外交层面积极预期升温，地缘扰动边际弱化，为市场反弹创造有利外部条件。不过反弹过程可能不会一蹴而就，进二退一式的震荡上行是主基调。操作上关注三方面配置机会，一是科技回归，AI 的产业趋势和景气度仍较为坚实，拥挤度回落之后配置价值显著提高，优先布局能涨价、可放量、具备新技术突破的细分赛道。A 股科技板块相对海外标的存在滞涨，后续反弹空间较大，布局顺序可先海外算力、后国产算力，同时兼顾低位 AI 应用。二是关注 HALO 资产逢低布局机会，油价回落之后，聚焦核心资源相关的有色金属+化工；三是对于货币政策变化反应最为直接，业绩估值匹配度较好的非银金融。

A 股中长期观点：我国经济基本面韧性强，流动性环境保持平稳，PPI 转正带动 A 股非金融企业盈利同步回升，为市场慢牛行情筑牢核心基础。展望未来，我们认为多重积极利好因素决定了中国资本市场长期向好的趋势不会改变：一是经济短期虽需求端承压，但内需改善与产业升级共同推动中长期向好态势。二是当前 A 股股权风险溢价处于合理区间，权益资产性价比突出。三是上市公司质量稳步提升，科技、制造领域龙头企业研发投入持续增加，盈利韧性不断增强。四是分红

下载日志已记录，仅供内部参考

回购机制逐步完善，A 股分红率持续提升，投资者长期回报稳定性增强。五是增量资金具备入场空间，耐心资本持续流入助力市场健康发展。

9 月港股市场弱势运行。截至 9 月 25 日，恒生指数当月下跌 4.1%，恒生科技指数下跌 6.7%，恒生中国企业指数同步下跌 4.1%。行业方面，恒生综指一级行业内部分化明显，仅医疗保健业录得正收益，上涨 1.4%；其余行业普遍收跌。原材料业跌幅最深，当月下跌 12.2%；必需性消费、能源业、非必需性消费跌幅靠前，分别下跌 8.2%、7.8%、7.1%；工业、地产建筑业、信息科技业跌幅依次为 5.0%、4.4%、4.0%；公用事业、金融业、电讯业也有所回调，分别下跌 2.4%、2.2%、1.9%。

港股短期观点：四季度对港股市场维持偏谨慎观点。国内内需修复节奏仍偏平缓，盈利端改善尚待更多数据验证；叠加美债利率维持高位运行，外部流动性环境对港股估值修复形成一定约束，市场短期上行或面临阻力。但同时港股估值已处于历史偏低区间，下行空间相对有限，行情更多体现结构性机会，不宜过度悲观。后续可重点跟踪内需政策加码、美债利率拐点两大核心变量，等待基本面与流动性预期同步改善的布局窗口。配置上建议控制整体仓位，优先筛选现金流稳健、分红能力较强的标的，规避盈利不确定性高的板块，等待更明确的催化信号再逐步增配。

港股中长期观点：我国经济稳中有进的基本面为港股提供坚实支撑，叠加新质生产力、数字经济相关政策利好持续释放，港股中长期配置价值明确。从核心逻辑看，一方面，港股科技板块扎根国内庞大数字经济内需市场，AI 应用与高端制造出海叙事具备长期成长空间；另一方面，国内产业政策向科技基建、创新药等领域倾斜，将进一步提升港股相关板块的业绩确定性；此外，南向资金长期增持港股核心资产，成为市场稳定运行的压舱石，未来随着全球资金对新兴市场配置比例提升，港股有望吸引更多增量资金入场。

9 月美股市场整体震荡上行。大盘成长表现占优，小盘与道指走弱。截至 9 月 25 日，道琼斯工业指数下跌 2.6%，标普 500 指数上涨 0.7%，纳斯达克指数上涨 2.6%，罗素 2000 指数下跌 4.0%。行业方面，通讯服务、信息技术板块领涨，分别上涨 5.7%、4.8%；医疗保健小幅收涨 0.4%；能源、日常消费小幅回调，分别下跌 2.1%、1.7%；工业、可选消费、金融、材料跌幅扩大，依次下跌 2.5%、4.6%、4.7%、4.9%；房地产、公用事业板块表现偏弱，分别下跌 5.1%、5.9%。

美股观点：四季度对美股市场维持偏乐观判断。当前美国经济基本面展现较强韧性，多项高频经济数据表现亮眼。市场核心观察焦点将转向三季度企业财报的兑现情况，盈利能否持续上修将成为驱动美股行情的核心分子端变量。同时美债利率维持高位运行仍是压制估值的重要因素，若通胀粘性反复，利率波动会给市场带来阶段性扰动。此外，随着下半年各类双边、多边国际重大会议召开，全球政治沟通机制修复，地缘局势存在进一步边际缓和的潜在契机。若地缘局势边际缓和，将有助于缓解油价上行压力、降低市场风险溢价，为美股打开更好的修复空间。配置层面，可重点关注盈利确定性较强的科技、能源、金融等行业，把握业绩驱动的结构性机会，同时做好波动管理。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 债市：建议低配

9 月份，国债期限利差持续收窄，短端利率小幅上行、长端国债收益率普遍下行。截至 9 月 25 日，1 年期中债国债到期收益率较 8 月末上行 0.9BP 至 1.23%；10 年期收益率下行 1.5BP 至 1.67%；30 年期超长国债收益率下行 6.7BP 至 2.08%，在各期限品种中表现最优。

国内债市观点：近期美联储加息落地形成短期外部约束，但中外周期错位下对国内市场影响有限。此次加息小幅走阔中美利差，短期压制市场做多情绪、约束长端利率下行节奏，但国内货币政策坚持“以我为主”，宽货币、弱复苏的核心组合未变，海外冲击仅为阶段性情绪扰动，无法扭转债市中期趋势。8 月经济与金融数据延续弱修复格局，内生融资需求疲软持续利好债市行情。8 月社融总量小幅回升但同比大幅少增，增速创下历史新低，政府债发行成为核心支撑，居民信贷持续低迷、企业经营性融资意愿偏弱。经济层面呈现工业韧性凸显、内需全面走弱的分化特征，消费、固投、地产数据持续承压，就业压力边际上行。整体经济缺少自主修复动能，资产荒格局延续，为债市中长期行情提供坚实基本面支撑。

美债观点：当前美国长端国债收益率处于过去 20 年的历史高位，本轮长端美债收益率上行包含三层驱动：一是美国经济基本面表现强劲；二是 AI 科技企业大规模融资，与美债形成长期资本竞争；三是全球地缘冲突带来通胀不确定性，推升长债风险溢价。9 月 FOMC 会议如期加息 25bp，点阵图维持偏鹰指引，保留年内额外加息可能性，长端美债利率大概率维持高位震荡格局，短期难以走出趋势性下行行情。利好变量在于美伊冲突缓和预期升温，国际原油价格冲高回落，一定程度缓解通胀上行风险，对美债形成边际支撑。基准情景下，四季度美债利率仍易上难下，建议配置资金侧重于中短久期美债赚取稳定票息，不宜过早博弈长端美债利率趋势下行拐点，耐心等待通胀、就业数据出现持续性回落信号，再考虑拉长久期布局。

中资美元债观点：受美债高利率环境压制，9 月中资美元债市场波动加大，整体以票息防御为主，资本利得机会相对有限。美联储 9 月加息落地后，后续政策路径仍存在不确定性，美债利率高位震荡带来持续扰动；地产板块尾部信用风险尚未完全出清，叠加汇率波动会放大组合净值波动。在此背景下，配置思路以高评级品种作为底仓，适度增配基本面稳健的优质国企产业债，严格控制低评级信用下沉，持仓以中短久期为主，降低久期风险暴露。在守住信用安全底线的前提下，把握板块内结构性修复机会，兼顾票息收益与波动风险，等待外部利率环境、地产风险出现明确改善信号后再适度提升仓位弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 大宗商品：建议标配

截至 2026 年 9 月 25 日，CRB 商品价格指数收于 419 点，较 8 月底上涨 1.9%。国内方面，南华综合指数收于 3034 点，较 8 月底上涨 1.9%，其中，能源化工指数上涨 6.1%，工业品指数上涨 2.3%，贵金属指数下跌 3.9%，农产品指数下跌 3.3%，金属指数下跌 2.4%。

大宗商品短期观点：市场定价主线由地缘风险转向基本面与美元流动性逻辑。（1）原油方面：美伊冲突反复导致油价波动加剧，近期缓和预期升温，前期市场提前交易的供给冲击溢价充分回吐，油价下行压力加大；（2）工业金属方面：全球制造业边际改善，供给端扰动持续存在，叠加 AI 算力、新能源产业需求拉动，工业金属价格具备上行潜力；（3）农产品方面：近期极端天气频发，部分品种出现结构性行情，关注供需格局偏紧的细分领域机会；（4）贵金属方面：9 月 FOMC 释放鹰派信号，市场定价美联储持续加息的可能性，美国实际利率高位运行，显著增加黄金持有机会成本，对金价形成阶段性压制。但美国财政债务隐忧未减，长期推升黄金的对冲配置价值，趋势性上行机会尚需等待加息预期拐点出现。

大宗商品中长期观点：逆全球化加剧，供需错配商品价格有望抬升。（1）原油方面：新兴市场能源消费仍有增量空间，而能源转型作为长期趋势可能持续压低远期需求预期，需求端难以形成强驱动，约束油价的长期中枢；（2）工业金属方面：国内供给约束延续、海外矿山增量有限，叠加新能源与数字经济长期需求支撑，长期价格仍倾向震荡上行；（3）农产品方面，关注天气、种植面积和贸易政策变化，长期定价仍由供需周期主导；（4）贵金属方面：在美元信用边际走弱与全球央行购金常态化共振的背景下，黄金价格长期上行依然值得期待；

图表30：CRB 商品价格指数走势



资料来源：wind，方正证券研究所

图表31：南华综合指数走势



资料来源：wind，方正证券研究所

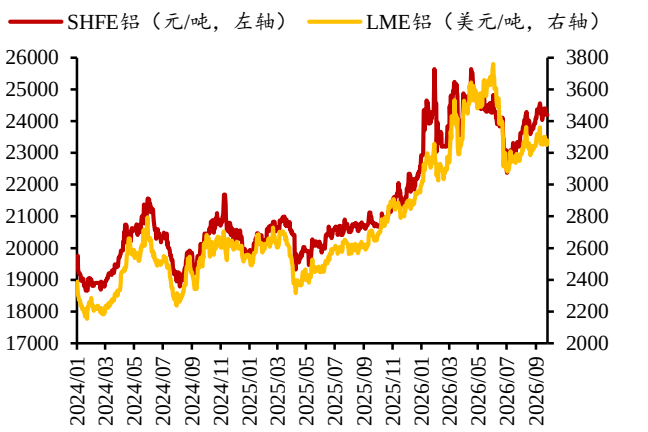
下载日志已记录，仅供内部参考

图表32:铜价走势



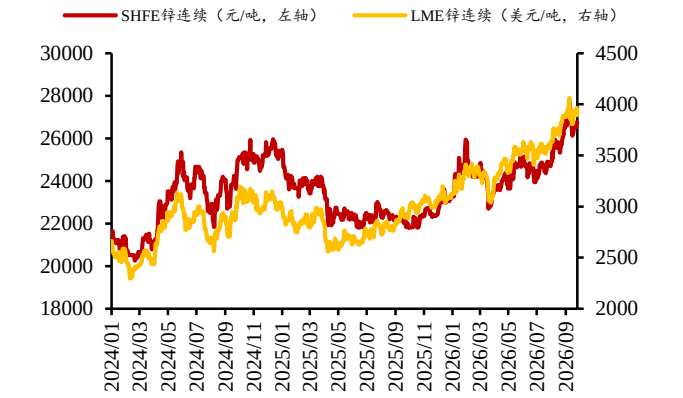
资料来源：wind，方正证券研究所

图表33:铝价走势



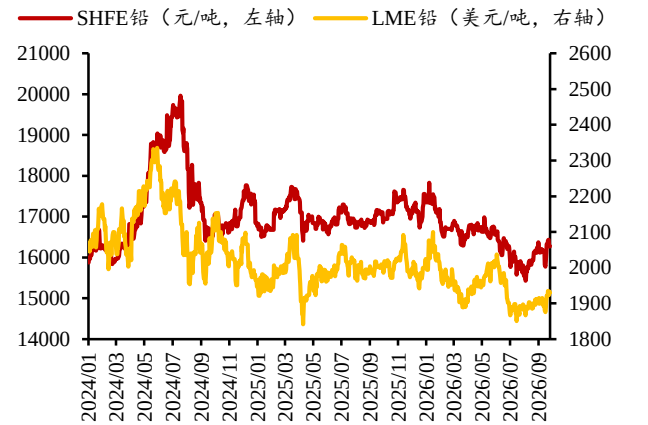
资料来源：wind，方正证券研究所

图表34:锌价走势



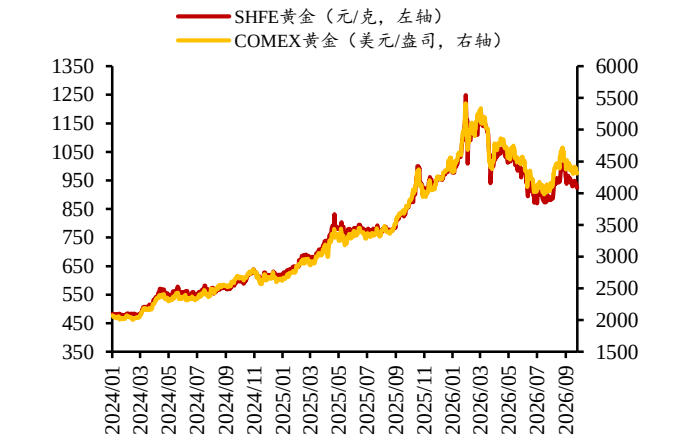
资料来源：wind，方正证券研究所

图表35:铅价走势



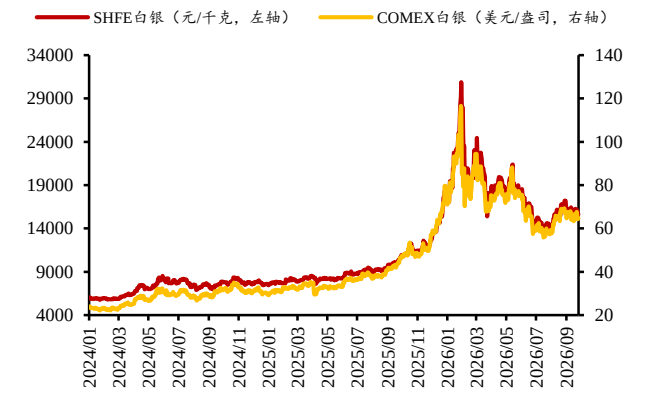
资料来源：wind，方正证券研究所

图表36:金价走势



资料来源：wind，方正证券研究所

图表37:银价走势



资料来源：wind，方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4 配置比例及精选产品

图表38：大类资产配置比例

大类		产品种类	--	-	中性	+	++	参考收益基准	本月近期配置建议（百分比）
现金类		货币基金	☐	☐	☑	☐	☐	中国人民银行一年期定期存款利率	5%
固定收益类	国内	利率债	☐	☐	☑	☐	☐	中证国债指数	15%
		信用债	☐	☑	☐	☐	☐	中证信用债指数	
		可转债	☐	☐	☑	☐	☐	中证可转债指数	
	国外	全球国债	☐	☑	☐	☐	☐	巴克莱全球国债指数	
权益类	A股	大盘股	☐	☐	☑	☐	☐	中证 A500	35%
		中盘股	☐	☐	☐	☑	☐	中证 500	
		小盘股	☐	☐	☐	☐	☑	中证 2000	
	港股	港股	☐	☐	☑	☐	☐	恒生指数	10%
	国外	美国	☐	☐	☐	☑	☐	标普 500	25%
		欧洲	☐	☐	☑	☐	☐	欧洲 STOXX600	
		日本	☐	☐	☑	☐	☐	日经 225	
		新兴市场	☐	☑	☐	☐	☐	MSCI 新兴市场	
大宗商品		能源化工	☐	☑	☐	☐	☐	南华能化指数	10%
		金属	☐	☐	☑	☐	☐	南华金属指数	
		贵金属	☐	☐	☑	☐	☐	南华贵金属指数	
		农业	☐	☐	☑	☐	☐	南华农产品指数	

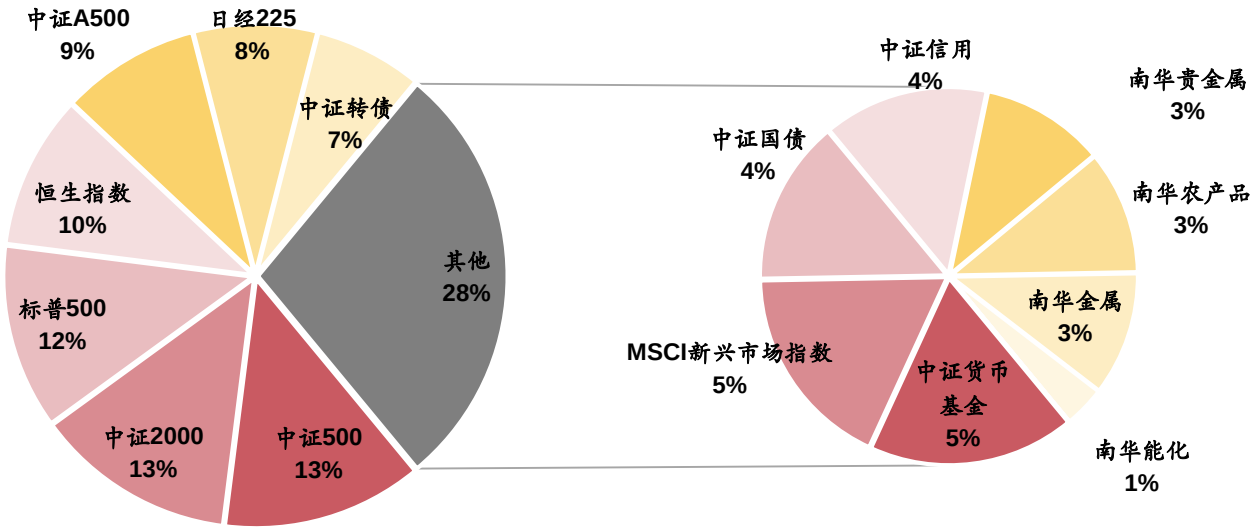
资料来源：wind，方正证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5 大类资产配置分析

我们通过选取各大指数对标各类资产，来构建该大类资产组合，对该组合的跟踪从 2018 年 5 月份开始，每月的大类资产调整后运行结果，采用定期再平衡的调整方式，每月进行一次模拟仓位调整。本月跟踪的为 2026 年 8 月底调仓后的整体效果，2026 年 9 月大类资产目标组合继续跑赢基准指数，长期来看，目标组合波动更小，收益稳定，资产配置的复合收益效果更为有效。

图表39:上月末调仓后大类资产配置组合中各类资产占比



资料来源：方正证券研究所

图表40:组合收益跟踪

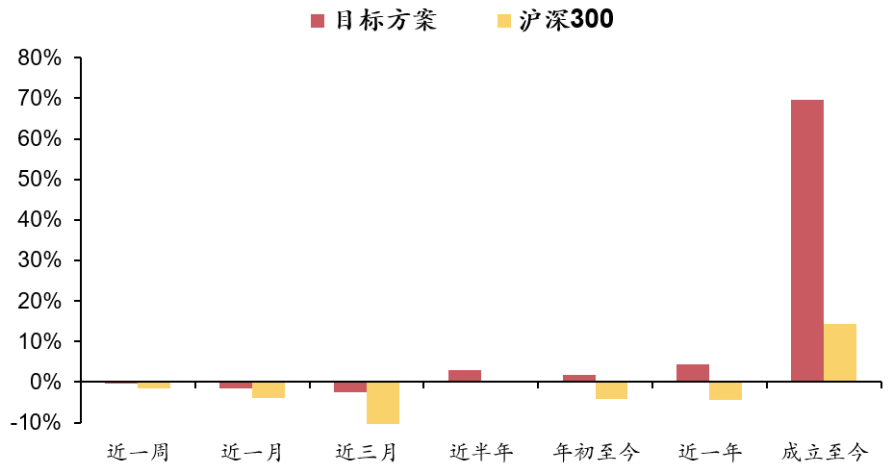


资料来源：Wind，方正证券研究所 注：红色曲线代表组合收益，黄色曲线代表沪深 300 指数

注：数据截至 2026/9/25

下载日志已记录，仅供内部参考

图表41:组合区间收益统计

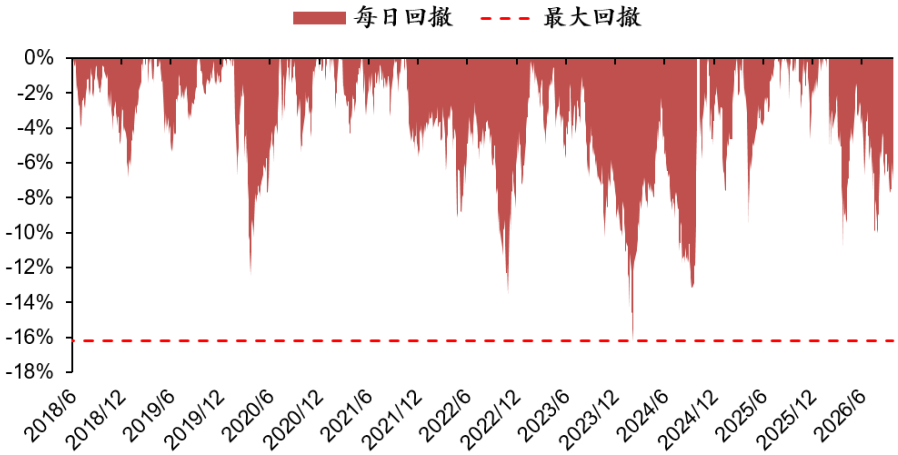


统计周期	目标方案	沪深300
近一周	-0.31%	-1.51%
近一月	-1.59%	-4.02%
近三月	-2.61%	-10.85%
近半年	2.89%	-0.25%
年初至今	1.87%	-4.12%
近一年	4.28%	-4.34%
成立至今	69.56%	14.45%

资料来源：Wind，方正证券研究所

注：数据截至2026/9/25

图表42:组合成立以来回撤情况



评价标准	最新值
最大回撤	16.21%
最大单期跌幅	7.60%
最大连跌期数	4
最大回撤修复期数	8
亏损期占比	42.00%
年化波动率	14.01%
下行风险	10.35%
与股市的相关性	0.93
与债市的相关性	0.03

资料来源：Wind，方正证券研究所 注：一个月为一期，波动率、下行风险、相关性统计区间为近一年

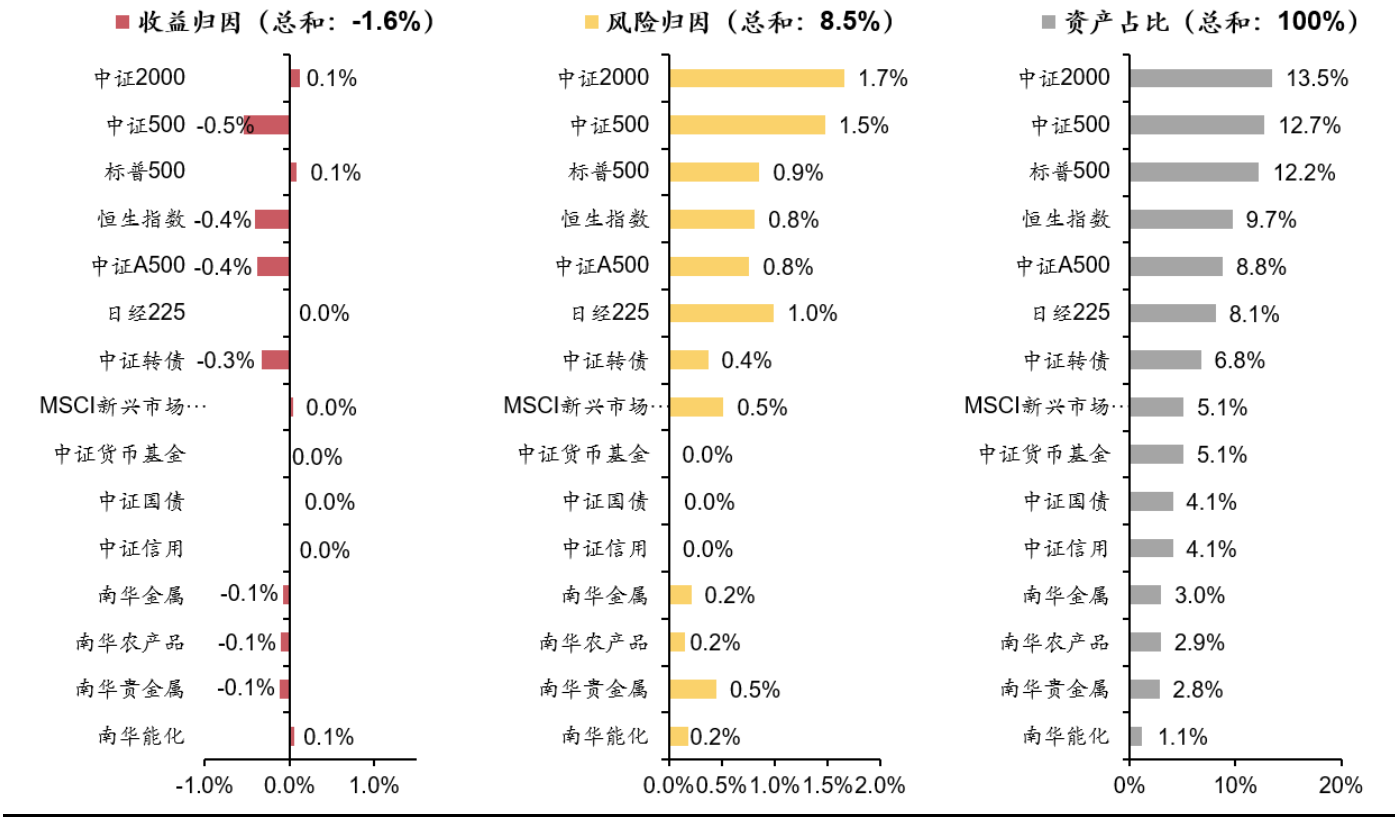
图表43:组合与各类资产相关性分析

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
1	中证货币基金	1.00																		
2	中证A500	0.17	1.00																	
3	中证500	0.14	0.92	1.00																
4	中证2000	0.11	0.79	0.91	1.00															
5	中证转债	0.13	0.70	0.81	0.78	1.00														
6	中证信用	0.24	-0.01	-0.01	0.00	-0.02	1.00													
7	中证综合债	0.13	-0.02	0.00	0.01	0.00	0.57	1.00												
8	中证金融债	0.14	0.00	0.02	0.00	0.00	0.49	0.88	1.00											
9	中证50债	0.08	-0.01	0.02	0.00	0.01	0.40	0.87	0.96	1.00										
10	恒生指数	-0.01	0.47	0.43	0.39	0.50	-0.08	-0.06	-0.07	-0.06	1.00									
11	标普500	0.16	0.17	0.17	0.14	0.18	0.06	0.09	0.01	0.00	0.11	1.00								
12	日经225	0.03	0.64	0.61	0.55	0.49	0.02	-0.01	-0.02	-0.03	0.42	0.15	1.00							
13	MSCI新兴市场指数	0.06	0.68	0.65	0.59	0.58	0.02	-0.02	-0.04	-0.03	0.57	0.24	0.82	1.00						
14	南华商品	0.24	0.19	0.19	0.14	0.18	0.04	-0.02	0.01	0.01	0.15	0.04	-0.09	-0.01	1.00					
15	南华贵金属	0.17	0.45	0.49	0.45	0.50	0.02	0.07	0.08	0.08	0.43	0.14	0.36	0.48	0.42	1.00				
16	南华工业品	0.19	0.03	0.01	-0.03	0.00	0.03	-0.08	-0.04	-0.04	0.00	-0.02	-0.24	-0.20	0.91	0.04	1.00			
17	南华能化	0.13	-0.18	-0.21	-0.23	-0.20	0.04	-0.06	-0.03	-0.03	-0.17	-0.06	-0.39	-0.38	0.77	-0.20	0.93	1.00		
18	南华农产品	0.03	0.12	0.12	0.10	0.09	0.02	-0.03	-0.05	-0.04	0.12	0.05	-0.07	-0.02	0.60	0.09	0.57	0.49	1.00	
19	南华金属	0.21	0.49	0.54	0.47	0.53	-0.02	-0.07	-0.05	-0.04	0.43	0.09	0.31	0.41	0.62	0.61	0.46	0.13	0.34	1.00

资料来源：Wind，方正证券研究所 注：相关性统计区间为近一年

下载日志已记录，仅供内部参考

图表44：大类资产配置持仓归因分析



资料来源：Wind，方正证券研究所

注：统计区间为 2026 年 8 月底调仓以来

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C1 及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容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，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。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、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。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层
上海：静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳：福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层
广州：天河区兴盛路12号楼隽峰苑2期3层方正证券
长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层
网址：https://www.foundersc.com
E-mail：yjzx@foundersc.com