仅供内部参考，请勿外传

把握风偏回落的配置机会

20260928 多资产配置周报

报告发布日期 2026 年 09 月 29 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

假期效益渐显，市场轮动加快：20260921A 股风格及行业配置周报 2026-09-22

继续关注受益风偏和预期上行的板块：20260921 多资产配置周报 2026-09-22

研究结论

- **配置观点：近一周市场风偏上行受阻，风险资产转为震荡。美、日、法等海外发达国家长端利率升至阶段高位，但国内利率仍处在较低水平，利率预期并未跟随上行。当前多资产缺少趋势机会，资产价格的波动受境内/外风险溢价影响，当风险偏好回落至阶段低位，可继续关注具有中期配置逻辑的相关机会，如供需格局较好的商品、配置需求支撑的黄金/中债、及 A 股的上游资源品和科技自主可控等方向，同时保留流动性以应对资产波动。**
- 近一周（2026 年 9 月 21 日—9 月 27 日，下同），原油小幅走低，权益走势分化，黄金短期回调，有色整体震荡。
- **预期层面：海外发达经济体长端利率普遍新高，利率预期整体上行或带来经济预期下修；国内利率仍处在较低水平，经贸风险缓和及防风险政策出台带来风险评价稳步下行，但政策聚焦结构而非总量机会。**
  - ✓ 中美元首会晤形成多项共识，经贸风险短期下行。中美元首会晤推动经贸合作与分歧管控取得进展，两国元首同意构建中美建设性战略稳定关系，认可“300 亿美元”对等降税安排及吉隆坡经贸磋商成果延期，并指示予以落实。双方还同意建立人工智能对话及事件沟通渠道，为后续合作与分歧管控提供机制支撑。经贸风险缓和有助于降低国内风险评价，稳定出口链及跨境经营预期。具体受益行业仍需等待降税清单与实施细则明确，不宜将双边关系改善外推为各行业限制全面放松。人工智能对话尚不涉及高端芯片、前沿模型出口限制放松的明确安排，国产自主可控的配置逻辑并未改变。
  - ✓ 美债利率新高，国内利率未跟随上行。海外长端利率继续上行，国内利率仍处低位。近一周美国 10 年期国债收益率一度升破 5.2%，日本、法国等发达经济体长端利率也升至阶段性高位。美国 AI 资本开支及政府债务融资需求仍强，全球储蓄供给相对不足，单纯调整政策利率难以化解长期债券供需矛盾，海外长端利率上行压力尚未消除。相比之下，国内储蓄相对充足、需求修复仍不充分，长端利率未同步上行。海外利率快速上行抬高居民和企业融资成本，对住宅投资、耐用品消费及传统企业资本开支形成压力，权益面临估值与潜在盈利约束，或从修复转为震荡。国内需求偏弱及利率处在低位仍对债市配置形成支撑；权益风险偏好仍将受海外扰动，配置上需聚焦结构性机会。
  - ✓ 现房销售细则落地，政策指向结构而非总量。北京出台“828”新政后全国首个城市现房销售细则，通过过渡期安排、预售资金分类监管及土地款分期缴纳，在保障交付的前提下提高项目周转灵活性。国内政策指向精准滴灌而非大水漫灌，此次细则与“924”以来近两年通过化债、清欠等措施修复资产负债表的方向一致，重在缓释风险、改善现金流，而非直接刺激总需求。不宜将细则灵活性外推为地产及基建链条的整体反转，配置上应关注供需结构较好的方向，如上游资源品等，而非全面看多传统经济。
- **交易层面：A 股/黄金出现反转信号。**从资产的收益因子看，商品/美股/中债趋势信号较强，A 股/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。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、多资产周表现：风险资产走势分化 4

二、预期层面：风偏上行受阻 5

（一）中美元首会晤形成多项共识，经贸风险短期下行 5
（二）美债利率新高，国内利率未跟随上行 5
（三）现房销售细则落地，政策指向结构而非总量 6

三、交易层面：A 股/黄金出现反转信号 6

（一）A 股/黄金出现反转信号 6
（二）商品/A 股风险可控 7

风险提示 8

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。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：美债利率近一周继续攀升.....5
图 2：国内利率并未跟随上行.....5
图 3：A 股出现反转信号.....6
图 4：美股趋势信号较强.....6
图 5：黄金出现反转信号.....6
图 6：商品趋势信号较强.....6
图 7：中债趋势信号较强.....7
图 8：美债反转信号较强.....7
图 9：商品中期不确定性平稳.....7
图 10：黄金中期不确定性上行.....7
图 11：中债中期不确定性平稳.....8
图 12：A 股中期不确定性平稳.....8
图 13：美股中期不确定性平稳.....8
图 14：美债中期不确定性上行.....8

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。

仅供内部参考，请勿外传

一、多资产周表现：风险资产走势分化

近一周（2026年9月21日—9月27日，下同），原油小幅走低，权益走势分化，黄金短期回调，有色整体震荡。

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	-0.60%	-2.03%	30.77%	32.47%	34.51%
		沪深 300	-1.51%	-4.12%	11.54%	17.53%	21.57%
		中证 A500	-1.79%	-2.78%	15.38%	15.58%	19.22%
		中证 500	-2.25%	2.12%	23.08%	17.53%	17.65%
		中证 1000	-1.53%	-0.33%	30.77%	30.52%	30.59%
		国证 2000	-0.79%	0.33%	36.54%	38.31%	37.65%
		中证 2000	0.55%	0.20%	55.77%	51.95%	53.73%
		北证 50	1.09%	-26.71%	65.38%	64.29%	67.26%
		创业板	-2.48%	2.68%	26.92%	23.38%	25.49%
		科创 50	-1.86%	20.66%	38.46%	27.92%	30.20%
	港股	恒生指数	-0.97%	-3.39%	36.54%	37.66%	39.22%
		恒生科技	-2.13%	-20.94%	30.77%	29.22%	32.94%
	发达市场	标普 500	1.21%	12.54%	75.00%	68.18%	68.24%
		纳斯达克 100	3.25%	20.71%	88.46%	86.36%	84.71%
		英国富时 100	0.34%	7.54%	51.92%	56.49%	54.12%
		欧元区斯托克 50	0.81%	8.00%	67.31%	64.94%	63.92%
		德国 DAX30	0.41%	3.17%	51.92%	51.95%	54.12%
		法国 CAC40	0.16%	-0.84%	51.92%	51.95%	50.20%
		意大利富时 MIB	0.62%	14.68%	50.00%	50.65%	51.37%
		西班牙 IBEX35	0.95%	13.09%	57.69%	62.34%	62.75%
		日经 225	2.07%	30.14%	67.31%	72.08%	77.25%
债券	利率债	1-3 年国债	0.01%	1.24%	19.23%	25.97%	27.45%
		5-7 年国债	0.06%	1.32%	61.54%	54.55%	61.96%
		10 年以上国债	0.67%	4.70%	92.31%	81.82%	85.88%
	信用债	1-3 年高等级信用债	0.05%	1.94%	50.00%	47.40%	43.53%
		5-7 年高等级信用债	0.20%	4.11%	84.62%	71.43%	69.41%
	可转债	中证转债指数	-2.23%	-4.08%	13.46%	7.14%	5.88%
	境外债	2Y 美债期货	-0.15%	-2.63%	28.85%	24.68%	32.94%
		10Y 美债期货	-0.81%	-6.39%	11.54%	14.29%	19.61%
商品	贵金属	Comex 黄金	-2.36%	-4.03%	23.08%	14.94%	12.16%
		境内 Au9999	-1.65%	-5.01%	30.77%	17.53%	12.55%
	有色	上期所有色金属指数	0.48%	9.50%	48.08%	57.14%	56.08%
		伦敦铜	0.76%	17.20%	55.77%	60.39%	61.18%
		上期所铝	-0.76%	3.63%	21.15%	25.97%	29.41%
	原油	布伦特原油	-1.68%	111.91%	32.69%	31.17%	30.59%
外汇	人民币	美元兑人民币汇率	0.24%	-3.95%	92.31%	83.12%	74.51%
	美元	美元指数	0.82%	3.03%	82.69%	85.06%	83.53%
	欧元	欧元兑美元汇率	-0.83%	-3.11%	15.38%	12.99%	15.69%

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。

仅供内部参考，请勿外传

	日元	美元兑日元汇率	0.26%	1.39%	53.85%	59.09%	52.94%
宏观	新兴市场指数		1.26%	23.34%	65.38%	67.53%	70.98%
	美国花旗经济意外指数		数值：42.6		78.12%	86.82%	82.73%
	全球经济意外指数		数值：39.3		95.51%	98.51%	96.31%

数据来源：Wind，东方证券研究

二、预期层面：风偏上行受阻

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）中美元首会晤形成多项共识，经贸风险短期下行

中美元首会晤推动经贸合作与分歧管控取得进展。当地时间 9 月 23 日至 25 日，习近平主席对美国进行国事访问，两国元首同意构建中美建设性战略稳定关系，认可“300 亿美元”对等降税安排及吉隆坡经贸磋商成果延期，并指示予以落实。双方还同意建立人工智能对话及事件沟通渠道，为后续合作与分歧管控提供机制支撑。

经贸风险缓和有助于降低国内风险评价，稳定出口链及跨境经营预期。具体受益行业仍需等待降税清单与实施细则明确，不宜将双边关系改善外推为各行业限制全面放松。人工智能对话尚不涉及高端芯片、前沿模型出口限制放松的明确安排，国产自主可控的配置逻辑并未改变。

（二）美债利率新高，国内利率未跟随上行

海外长端利率继续上行，国内利率仍处低位。近一周美国 10 年期国债收益率一度升破 5.2%，日本、法国等发达经济体长端利率也升至阶段性高位。美国 AI 资本开支及政府债务融资需求仍强，全球储蓄供给相对不足，单纯调整政策利率难以化解长期债券供需矛盾，海外长端利率上行压力尚未消除。相比之下，国内储蓄相对充足、需求修复仍不充分，长端利率未同步上行。

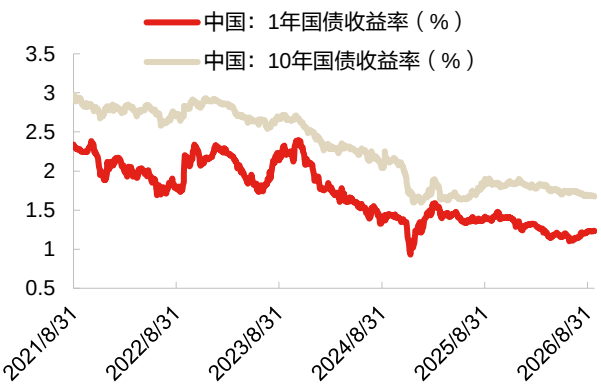
海外利率快速上行抬高居民和企业融资成本，对住宅投资、耐用品消费及传统企业资本开支形成压力，权益面临估值与潜在盈利约束，或从修复转为震荡。国内需求偏弱及利率处在低位仍对债市配置形成支撑；权益风险偏好仍将受海外扰动，配置上需聚焦结构性机会。

图 1：美债利率近一周继续攀升



数据来源：Wind，东方证券研究

图 2：国内利率并未跟随上行



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。

仅供内部参考，请勿外传

（三）现房销售细则落地，政策指向结构而非总量

北京落实现房销售细则，缓解过渡期项目资金压力。9 月 24 日，北京出台“828”新政后全国首个城市现房销售细则，通过过渡期安排、预售资金分类监管及土地款分期缴纳，在保障交付的前提下提高项目周转灵活性。但改革对土地市场及地方财政的影响仍需关注。海南试点经验显示，开发端未必明显收缩，土地出让收入却可能承压，局部资金安排优化尚不足以扭转地方财政约束下的传统投资压力。

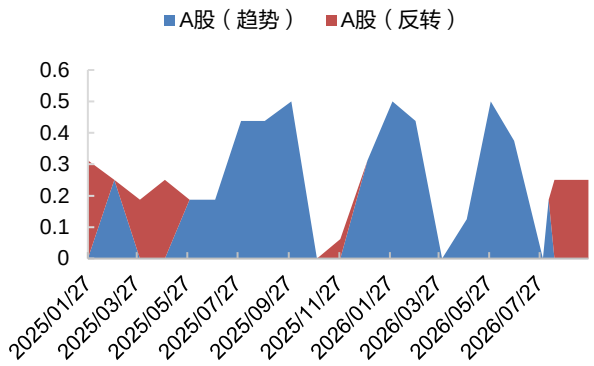
政策侧重保民生、防风险，权益应关注结构性受益方向。此次细则与“924”以来近两年通过化债、清欠等措施修复资产负债表的方向一致，重在缓释风险、改善现金流，而非直接刺激总需求。不宜将细则灵活性外推为地产及基建链条的整体反转，配置上应关注供需结构较好的方向，如上游资源品等，而非全面看多传统经济。

三、交易层面：A 股/黄金出现反转信号

（一）A 股/黄金出现反转信号

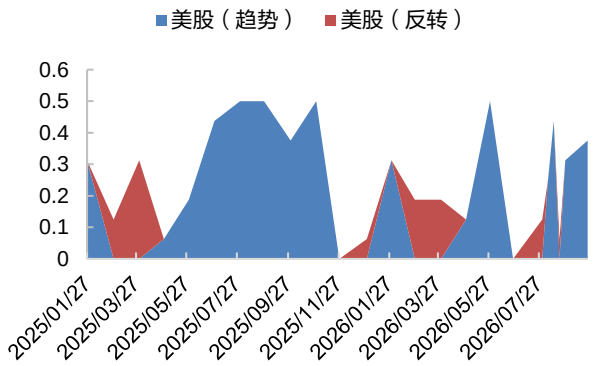
从大类资产的收益因子看，商品/美股/中债趋势信号较强，A 股/黄金出现反转信号，美债反转信号较强。

图 3：A 股出现反转信号



数据来源：Wind，东方证券研究

图 4：美股趋势信号较强



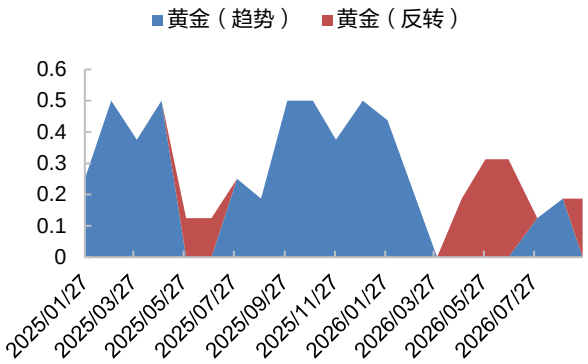
数据来源：Wind，东方证券研究

图 5：黄金出现反转信号

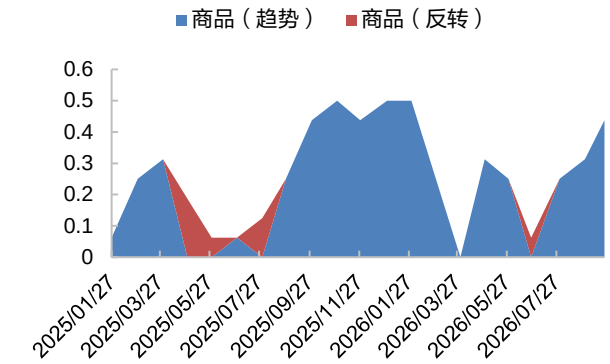
图 6：商品趋势信号较强

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。

仅供内部参考，请勿外传

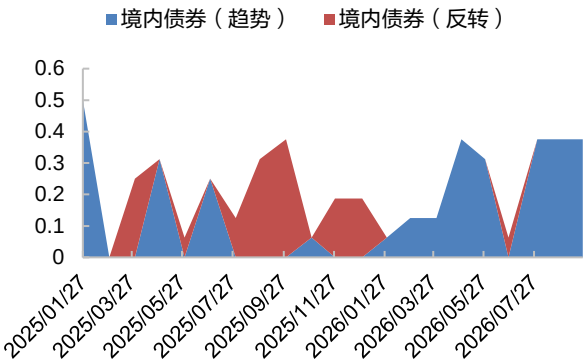


数据来源：Wind，东方证券研究



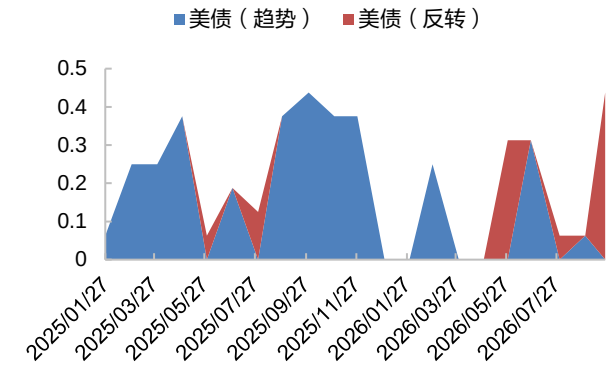
数据来源：Wind，东方证券研究

图 7：中债趋势信号较强



数据来源：Wind，东方证券研究

图 8：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 9：商品中期不确定性平稳

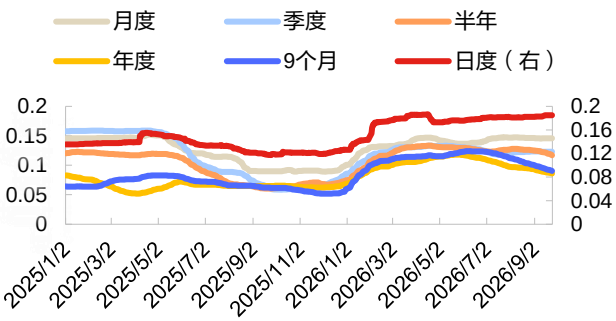
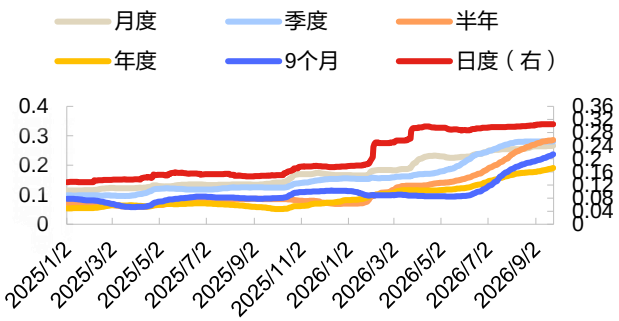


图 10：黄金中期不确定性上行



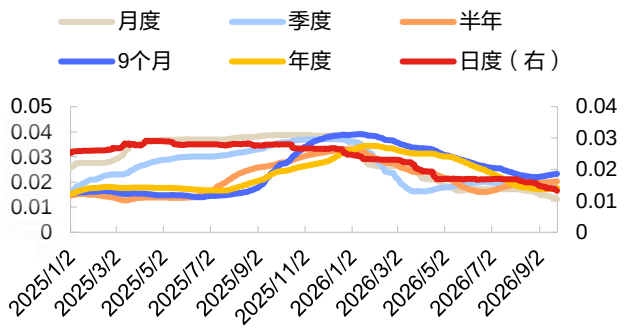
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

数据来源：Wind，东方证券研究；样本选取上期所有色金属指数

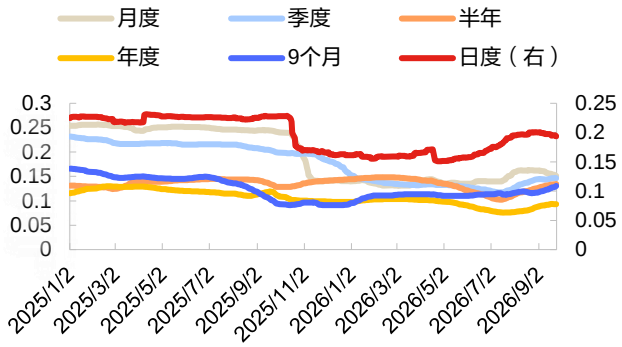
数据来源：Wind，东方证券研究

图 11：中债中期不确定性平稳



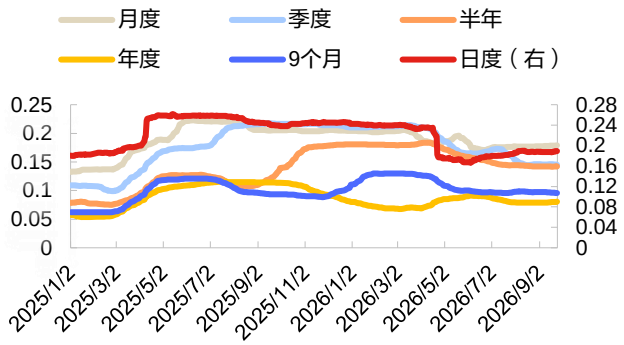
数据来源：Wind，东方证券研究

图 12：A 股中期不确定性平稳



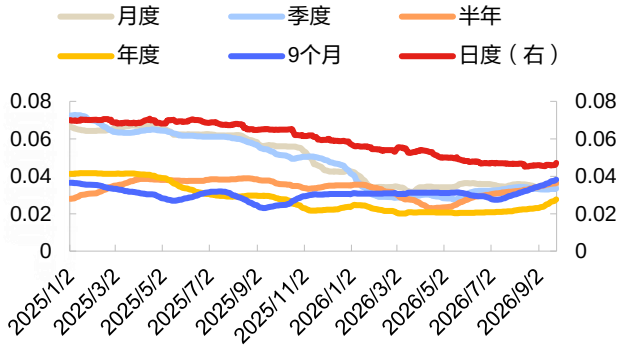
数据来源：Wind，东方证券研究

图 13：美股中期不确定性平稳



数据来源：Wind，东方证券研究

图 14：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。

仅供内部参考，请勿外传

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。

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。