下载日志已记录，仅供内部参考



华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

宏观月报 2026 年 10 月 06 日

【宏观月报】

# 9 月全球投资十大主线

## 事　项

2026 年 9 月全球大类资产总体表现为：美元（2.03%）>大宗商品（1.91%）>人民币（0.19%）> 0%>全球股票（-1.10%）>全球债券（-2.38%）。

## 主要观点

❖ **十张图速览全球资产脉络。**

**1、美联储加息落地后市场加息预期上修。**9 月 16 日，美联储一致决定加息 25 个基点、将联邦基金利率目标区间升至 3.75%-4%，为 2023 年 7 月以来首次加息。9 月 FOMC 会议之后，市场加息预期进一步上修，具体来看：联邦基金期货隐含的 10 月会议再次加息的概率升至 53.1%，2 年期美债收益率较决议前上升 12 个基点至 4.73%，10 年期升破 5%，美元走强而黄金与美股承压。市场的风险叙事从“是否加息”切换为“加息后的利率路径”。

**2、全球资金“股升债降”反映权益风险偏好修复。**2026 年 9 月，全球微观流动性呈现结构性分化特征。从核心资产流向看，股票基金连续 29 个月录得净流入，单月流入规模环比大幅增加至 934.2 亿美元（分位数跃升至过去十年的 90.1% 水平），显示长线资金的权益加仓意愿出现显著修复。与此同时，固收端的流入动能仍在延续放缓态势，债券基金虽连续 17 个月录得净流入，但单月流入规模进一步回落至 632.5 亿美元（处于过去十年的 80.3% 分位数水平）。9 月份全球资金配置特征转为“股升债降”，宏观层面权益风边际修复。

**3、全球股债扩散指数差值处于过去二十年来历史高位。**我们采用超过 60 日均线的比例计算全球主要市场指数以及长端利率的扩散指数。截至 2026 年 10 月 2 日，全球股指扩散指数为 25.00%，长端利率扩散指数为 83.33%，两者差值（长端利率扩散指数–全球股指扩散指数）为 58.33 个百分点，处于 2006 年以来 92.9%分位。20 个主要股指中仅 5 个（美国标普 500、日本日经 225、韩国综合、荷兰 AEX、巴西 IBOVESPA）站上 60 日均线；18 个经济体 10 年期国债收益率中 15 个高于 60 日均线，全球长端利率普遍上行。

**4、货币政策被视为自过去四年来最具刺激性的政策。**根据 2026 年 9 月的美国银行全球基金经理调查，当被问及当前全球货币政策的状况时，有 25%的全球基金经理认为货币政策过于宽松，这一比例达到自 2022 年 9 月以来的最高水平。此外，当被问及美联储是否会在 11 月美国中期选举前加息时，52%的人认为不会（较 8 月份的 72%大幅下降），41%的人认为会（较 22%有所上升）。

**5、美元对冲成本降至四年来最低水平。**截至 2026 年 9 月底，日本投资者的 3 个月期美元对冲成本为 2.94%，相比 2023 年 10 月约 6%的高点显著回落，为 2023 年 10 月以来的低位。扣除约 3%的美元汇率对冲成本后，美国 10 年期国债对日元投资者的收益率仅约 2%，已经低于同期限的日本 10 年期国债收益率，因此日本机构继续增持海外债券的收益优势正在消失。这一成本下行已经开始转化为行为：货币对冲平台 MillTech 的调查显示，截至 8 月已有 94%的机构正在对冲货币风险，敞口层面的对冲比率由去年的 45%升至 48%，另有 35%计划继续提高该比率、69%的未对冲机构正考虑加入。

**6、美国外部融资来源由债券转向股票。**截至 2026 年 7 月的 12 个月内，外国资本净流入美国股票已升至 9419 亿美元，创历史新高，而净流入政府及机构长期债券降至 3605 亿美元，股票自 2025 年 5 月起反超债券，取代其成为美国主要的外部融资来源。背后的驱动因素是资金来源结构的置换，即部分海外官方机构因地缘关系变化降低对美元政府债券的长期需求，海外个人及私人机构却在 AI 热潮吸引下增持美国股权。由官方债权人转向私人股东，有助于美国企业降低融资成本，但也使外部融资更加依赖科技企业盈利、估值和股市热度。

**7、外汇干预创记录下日本外汇储备环比显著收缩。**日本财务省在 7~8 月投入创纪录的 15.4 万亿日元（约 987 亿美元）买入日元，其中部分与美国联合实

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：李星宇

邮箱：lixingyu@hcyjs.com

执业编号：S0360524060001

相关研究报告

《【华创宏观】8 月全球投资十大主线》 2026-09-03

《【华创宏观】7 月全球投资十大主线》 2026-08-04

《【华创宏观】6 月全球投资十大主线》 2026-07-03

《【华创宏观】5 月全球投资十大主线》 2026-06-03

《【华创宏观】4 月全球投资十大主线》 2026-05-04

下载日志已记录，仅供内部参考



施，为两国 2011 年以来首次协同干预。背后的代价是，2026 年 8 月底日本外汇储备环比减少 796 亿美元至 1.208 万亿美元，降幅达到了 6.18%，创历史最大单月降幅纪录；同期外汇储备中的海外证券持仓减少 878 亿美元，降幅与干预规模接近，因此日本央行或出售了部分美国国债来支持日元汇率。

**8、AI 资本开支的电力需求推动铜价创历史新高**。AI 资本开支以及数据中心建设带来的电力需求推动铜价创历史新高。截至 2026 年 9 月底，铜价一度升至 14622.5 美元/吨，创出历史新高，年内涨幅达到了 17.7%。与此同时，镍铜比价降至约 1.10 倍，为有记录以来最低水平。美国二季度新增储能 20.2 吉瓦时创单季纪录、全年预计 71 吉瓦时创纪录。“AI→电力→铜”的链条提供是本轮 AI 资本开支的实物验证，而电力端的扩张是这条链的中间环节、也是铜需求的直接来源，因为变压器、输配电与储能铜箔恰是用铜最密集的环节。

**9、德法利差接近欧债危机期间的水平**。截至 2026 年 9 月底，法国 10 年期国债收益率升至 4.86%，为 2002 年以来的最高水平，已经超过了 2008 年金融危机时的峰值，相对同期限德国国债的收益率溢价为 1.27 个百分点，接近 2012 年欧债危机时的水平。能源进口成本、进一步加息预期和政府财政压力共同触发债券抛售，使欧洲企业、居民和政府的长期融资成本同步上升。而法国议会长期分裂、财政赤字和债务负担难以压降，如果全球国债收益率继续上升，法国的利息支出和再融资压力可能比其他主要经济体更快恶化。

**10、中美利差降至历史最低水平**。截至 2016 年 9 月底，美国 10 年期国债收益率升至 5.28%，中国同期国债收益率约为 1.68%，两者利差扩大至创纪录的 360.7 个基点。美国受油价、通胀和国债供给压力影响需要维持偏紧政策，中国则因内需和物价偏弱需要保持宽松环境。与此同时，人民币受到中间价管理、资本管制及升值预期支撑后对利差的敏感度已下降，人民币汇率更多与银行代客结售汇顺差走势保持一致。值得注意的是，人民币的过快升值可能已触发央行态度转向：根据彭博调查中间价数据倒算出的逆周期因子影子变量自 2026 年 7 月底以来基本维持在 300BP 以上，或体现了央行防止人民币过快升值的态度。

❖ **风险提示：**

美联储货币政策超预期，全球地缘风险加剧，全球贸易冲突加剧。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 目 录

一、 十张图速览全球资产脉络 ..... 5
（一） 美联储加息落地后市场加息预期上修 ..... 5
（二） 全球资金“股升债降”反映权益风险偏好修复 ..... 5
（三） 全球股债扩散指数差值处于过去二十年来历史高位 ..... 6
（四） 货币政策被视为自过去四年来最具刺激性的政策 ..... 6
（五） 美元对冲成本降至四年来最低水平 ..... 6
（六） 美国外部融资来源由债券转向股票 ..... 7
（七） 外汇干预创记录下日本外汇储备环比显著收缩 ..... 7
（八） AI 资本开支的电力需求推动铜价创历史新高 ..... 8
（九） 德法利差接近欧债危机期间的水平 ..... 8
（十） 中美利差降至历史最低水平 ..... 9
二、 四个角度看资产 ..... 9
（一） 从基本面角度：周度经济活动指数回落 ..... 9
（二） 从预期面角度：债券收益率无序上升成为最大的尾部风险 ..... 11
（三） 从估值面角度：美股 ERP 持续为负 ..... 11
（四） 从情绪面角度：市场情绪指数回升 ..... 12
三、 附录：全球及国内大类资产表现 ..... 13

下载日志已记录，仅供内部参考



# 图表目录

图表 1 FOMC 点阵图与隐含政策利率 ..... 5
图表 2 联邦基金目标利率、2 年期美债利率、伦敦金现、标普 500 以及美元指数 ..... 5
图表 3 2015 年以来大类资产月度资金流向堆积图 ..... 5
图表 4 2015 年以来大类资产月度资金流向折线图 ..... 5
图表 5 全球基金经理现金水平降至 3.5% ..... 6
图表 6 货币政策被视为自 2022 年 9 月以来最具刺激性的政策 ..... 6
图表 7 9 月份投资者对“中期选举前美联储不会加息”的信心有所减弱 ..... 6
图表 8 日本、欧洲和韩国投资者对冲成本 ..... 7
图表 9 美加投资者正在对冲更多货币风险敞口 ..... 7
图表 10 外资净流入美股与政府及机构长期债券 ..... 7
图表 11 日本央行政策利率与日央行外汇干预总额 ..... 8
图表 12 日本官方储备与外汇储备规模 ..... 8
图表 13 镍铜比与铜价 ..... 8
图表 14 美国储能市场的年度安装容量 ..... 8
图表 15 欧元区调和 CPI 同比与 10 年期法德国债利差 ..... 9
图表 16 美元兑人民币汇率与中美 10 年期国债利差 ..... 9
图表 17 美元兑人民币汇率与银行代客结售汇顺差 ..... 9
图表 18 沪深 300 指数与周度经济活动指数 ..... 10
图表 19 10 年期国债收益率与周度经济活动指数 ..... 10
图表 20 美债收益率与铜金比 ..... 10
图表 21 油价与美国油气行业高收益债回报 ..... 11
图表 22 做多全球半导体是最拥挤的交易 ..... 11
图表 23 债券收益率无序上升成为最大的尾部风险 ..... 11
图表 24 全球股市 ERP ..... 12
图表 25 中国股市 ERP ..... 12
图表 26 全球股市股债收益差（%） ..... 12
图表 27 中国股市股债收益差（%） ..... 12
图表 28 8 月市场情绪指数降至 64.8 ..... 13
图表 29 市场情绪指数与沪深 300 指数 ..... 13
图表 30 10 年期国债与国开债利差 ..... 13
图表 31 10 年期国债收益率与期限利差 ..... 13
图表 32 9 月大类资产表现 ..... 13

下载日志已记录，仅供内部参考

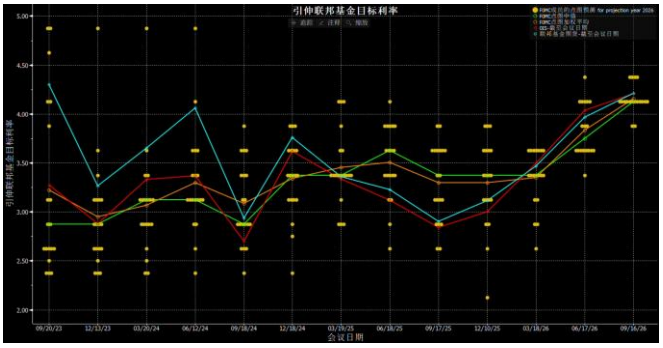


# 一、十张图速览全球资产脉络

## （一）美联储加息落地后市场加息预期上修

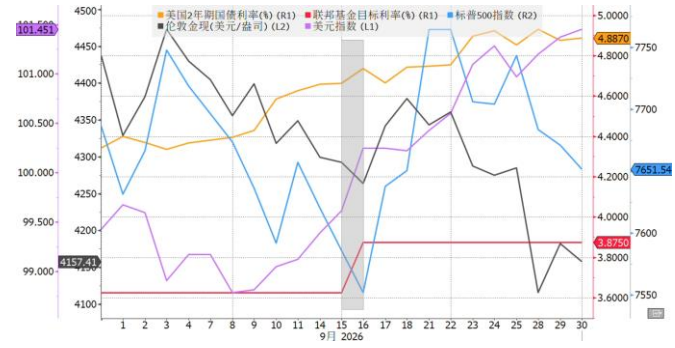
9 月 16 日，美联储一致决定加息 25 个基点、将联邦基金利率目标区间升至 3.75%-4%，为 2023 年 7 月以来首次加息。从点阵图来看，18 名官员中 12 人预计年内再加息 25 个基点、4 人预计再加息 50 个基点、仅 2 人主张维持不变，2026 年底利率预测中值由 6 月的 3.8%升至 4.1%，2027 年中值则显示利率不再上调。9 月 FOMC 会议之后，市场加息预期进一步上修，具体来看：联邦基金期货隐含的 10 月会议再次加息的概率升至 53.1%，2 年期美债收益率较决议前上升 12 个基点至 4.73%，10 年期升破 5%，美元走强而黄金与美股承压。市场的风险叙事从“是否加息”切换为“加息后的利率路径”，9 月底联邦基金期货隐含年内还有一次加息。

**图表 1　FOMC 点阵图与隐含政策利率**




*资料来源：Bloomberg，华创证券*

**图表 2　联邦基金目标利率、2 年期美债利率、伦敦金现、标普 500 以及美元指数**

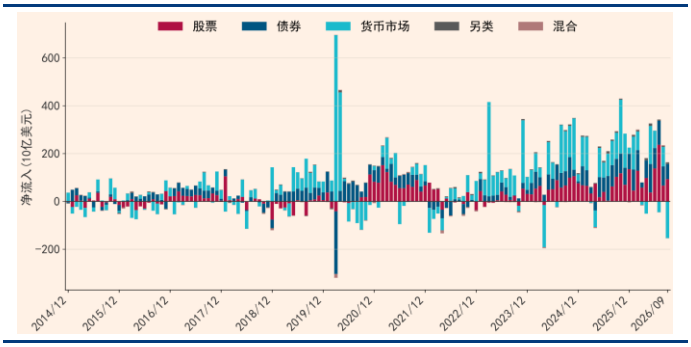



*资料来源：Bloomberg，华创证券*

## （二）全球资金“股升债降”反映权益风险偏好修复

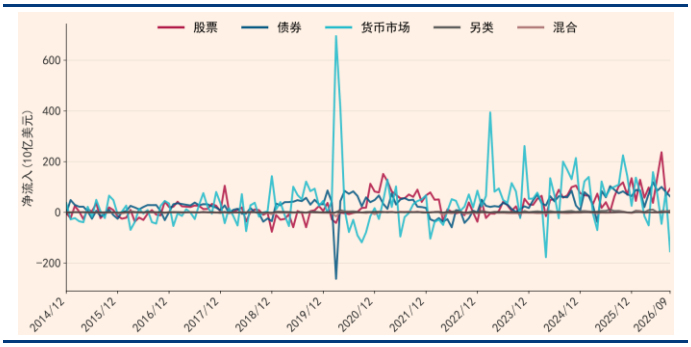
2026 年 9 月，全球微观流动性呈现结构性分化特征。从核心资产流向看，股票基金连续 29 个月录得净流入，单月流入规模环比大幅增加至 934.2 亿美元（分位数跃升至过去十年的 90.1% 水平），显示长线资金的权益加仓意愿出现显著修复。与此同时，固收端的流入动能仍在延续放缓态势，债券基金虽连续 17 个月录得净流入，但单月流入规模进一步回落至 632.5 亿美元（处于过去十年的 80.3% 分位数水平）。9 月份全球资金配置特征由上月的“股债双降”转变为“股升债降”，宏观层面权益风边际修复。

**图表 3　2015 年以来大类资产月度资金流向堆积图**




*资料来源：EPFR，华创证券；注：除特别注明外，所有流量数据均以美元（USD）计价*

**图表 4　2015 年以来大类资产月度资金流向折线图**




*资料来源：EPFR，华创证券；注：除特别注明外，所有流量数据均以美元（USD）计价*

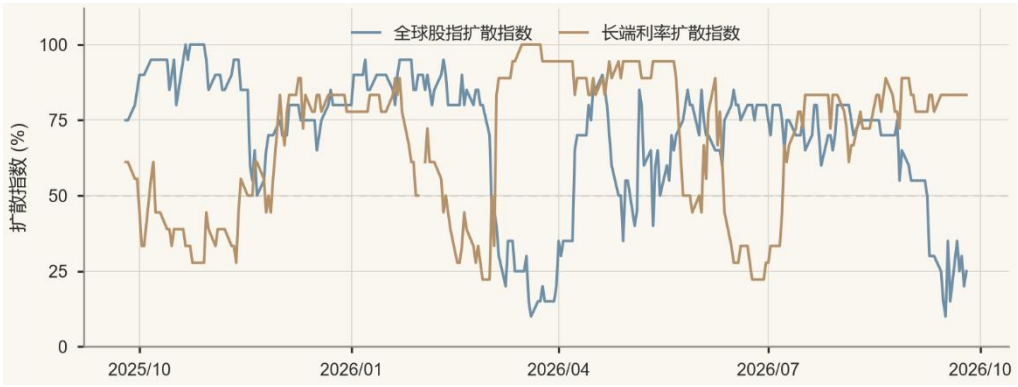
下载日志已记录，仅供内部参考



### （三）全球股债扩散指数差值处于过去二十年来历史高位

我们采用超过 60 日均线的比例计算全球主要市场指数以及长端利率的扩散指数。其中，长端利率扩散指数基于中国、美国、日本、德国等 18 个国家的 10 年期国债利率；全球股指扩散指数基于中国、美国、中国香港、日本等 20 个国家或地区的主要股指。截至 2026 年 10 月 2 日，全球股指扩散指数为 25.00%，长端利率扩散指数为 83.33%，两者差值（长端利率扩散指数–全球股指扩散指数）为 58.33 个百分点，处于 2006 年以来 92.9%分位。20 个主要股指中仅 5 个（美国标普 500、日本日经 225、韩国综合、荷兰 AEX、巴西 IBOVESPA）站上 60 日均线；18 个经济体 10 年期国债收益率中 15 个高于 60 日均线，全球长端利率普遍上行。

**图表 5　全球基金经理现金水平降至 3.5%**

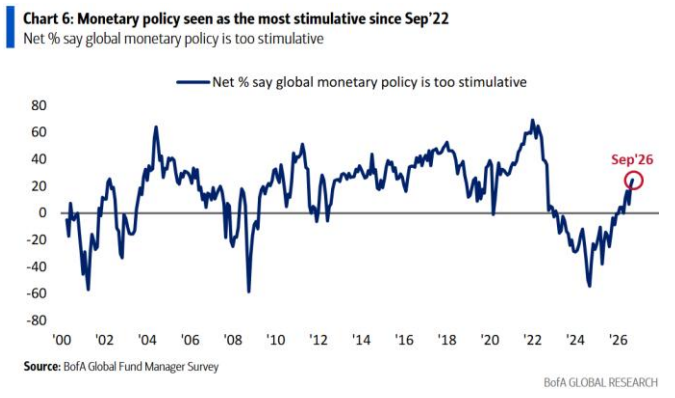



*资料来源：Bloomberg，华创证券*

### （四）货币政策被视为自过去四年来最具刺激性的政策

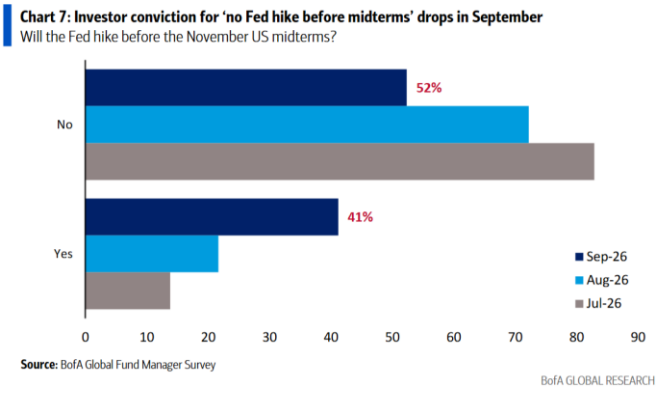
根据 2026 年 9 月的美国银行全球基金经理调查，当被问及当前全球货币政策的状况时，有 25%的全球基金经理认为货币政策过于宽松，这一比例达到了自 2022 年 9 月以来的最高水平。此外，当被问及美联储是否会在 11 月美国中期选举前加息时，52%的人认为不会（较 8 月份的 72%大幅下降），41%的人认为会（较 22%有所上升）。

**图表 6　货币政策被视为自 2022 年 9 月以来最具刺激性的政策**




*资料来源：BofA Global Fund Manager Survey*

**图表 7　9 月份投资者对“中期选举前美联储不会加息”的信心有所减弱**




*资料来源：BofA Global Fund Manager Survey*

### （五）美元对冲成本降至四年来最低水平

下载日志已记录，仅供内部参考



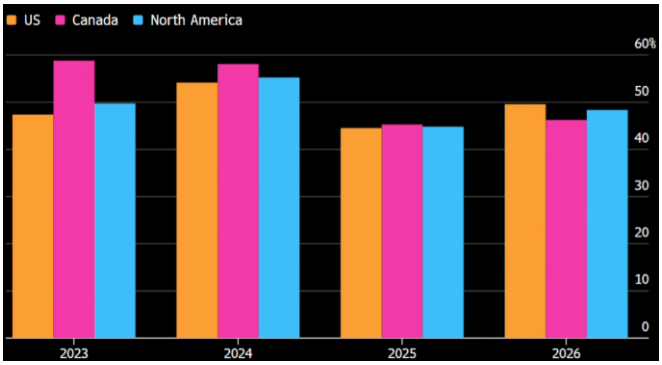
截至 2026 年 9 月底，日本投资者的 3 个月期美元对冲成本为 2.94%，相比 2023 年 10 月约 6%的高点显著回落，为 2023 年 10 月以来的低位。考虑到日本 10 年期收益率已升破 3%，扣除约 3%的美元汇率对冲成本后，美国 10 年期国债对日元投资者的收益率仅约 2%，已经低于同期限的日本 10 年期国债收益率，因此日本机构继续增持海外债券的收益优势正在消失。这一成本下行已经开始转化为行为：货币对冲平台 MillTech 对 250 位美加基金决策者的调查显示，截至 8 月已有 94%的机构对冲货币风险、为其开始追踪以来最高，但敞口层面的对冲比率仍只有 48%（去年 45%），另有 35%计划继续提高该比率、69%的未对冲机构正考虑加入。

**图表 8 日本、欧洲和韩国投资者对冲成本**




*资料来源：Bloomberg，华创证券*

**图表 9 美加投资者正在对冲更多货币风险敞口**

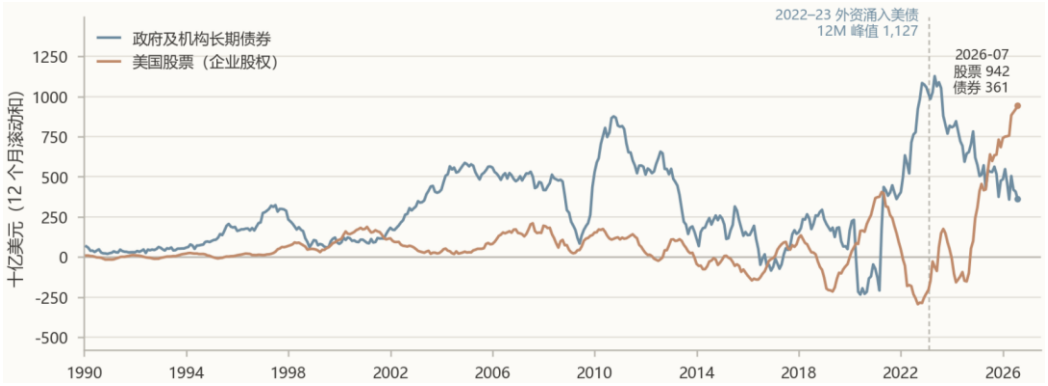



*资料来源：Bloomberg，华创证券*

### （六）美国外部融资来源由债券转向股票

截至 2026 年 7 月的 12 个月内，外国资本净流入美国股票已升至 9419 亿美元，创历史新高，而净流入政府及机构长期债券降至 3605 亿美元，股票自 2025 年 5 月起反超债券，取代其成为美国主要的外部融资来源。背后的驱动因素是资金来源结构的置换，即部分海外官方机构因贸易和地缘关系变化降低对美元政府债券的长期需求，海外个人及私人机构却在 AI 热潮吸引下增持美国股权。由官方债权人转向私人股东，有助于美国企业降低融资成本，但也使外部融资更加依赖科技企业盈利、估值和股市热度。

**图表 10 外资净流入美股与政府及机构长期债券**




*资料来源：TIC，华创证券*

### （七）外汇干预创记录下日本外汇储备环比显著收缩

日本财务省在 7~8 月投入创纪录的 15.4 万亿日元（约 987 亿美元）买入日元，其中部分

下载日志已记录，仅供内部参考



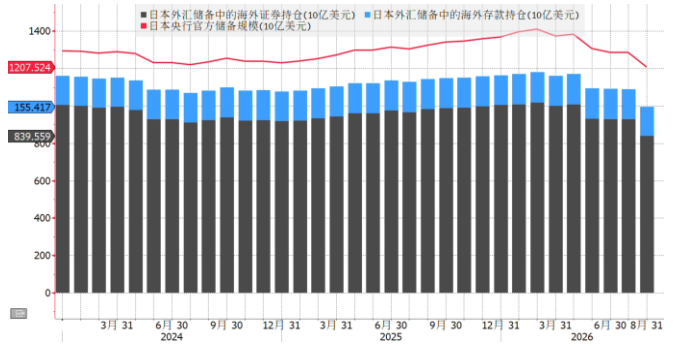
与美国联合实施，为两国 2011 年以来首次协同干预。背后的代价是，2026 年 8 月底日本外汇储备环比减少 796 亿美元至 1.208 万亿美元，降幅达到了 6.18%，创历史最大单月降幅纪录；同期外汇储备中的海外证券持仓减少 878 亿美元，降幅与干预规模接近，因此日本央行或出售了部分美国国债来支持日元汇率。

**图表 11　日本央行政策利率与日央行外汇干预总额**




*资料来源：Bloomberg，华创证券*

**图表 12　日本官方储备与外汇储备规模**




*资料来源：Bloomberg，华创证券*

### （八）AI 资本开支的电力需求推动铜价创历史新高

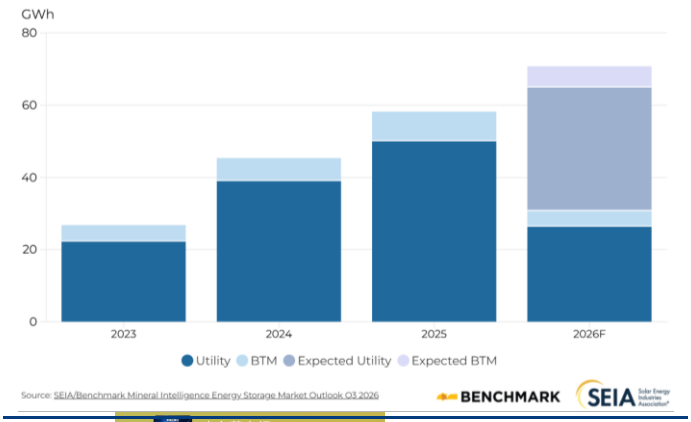
AI 资本开支以及数据中心建设带来的电力需求推动铜价创历史新高。截至 2026 年 9 月底，铜价一度升至 14622.5 美元/吨，创出历史新高，年内涨幅达到了 17.7%。与此同时，镍铜比价降至约 1.10 倍，为有记录以来最低水平。美国二季度新增储能 20.2 吉瓦时创单季纪录、全年预计 71 吉瓦时创纪录。“AI→电力→铜”的链条提供是本轮 AI 资本开支的实物验证，而电力端的扩张是这条链的中间环节、也是铜需求的直接来源，因为变压器、输配电与储能铜箔恰是用铜最密集的环节。

**图表 13　镍铜比与铜价**




*资料来源：Bloomberg，华创证券*

**图表 14　美国储能市场的年度安装容量**




*资料来源：SE*

### （九）德法利差接近欧债危机期间的水平

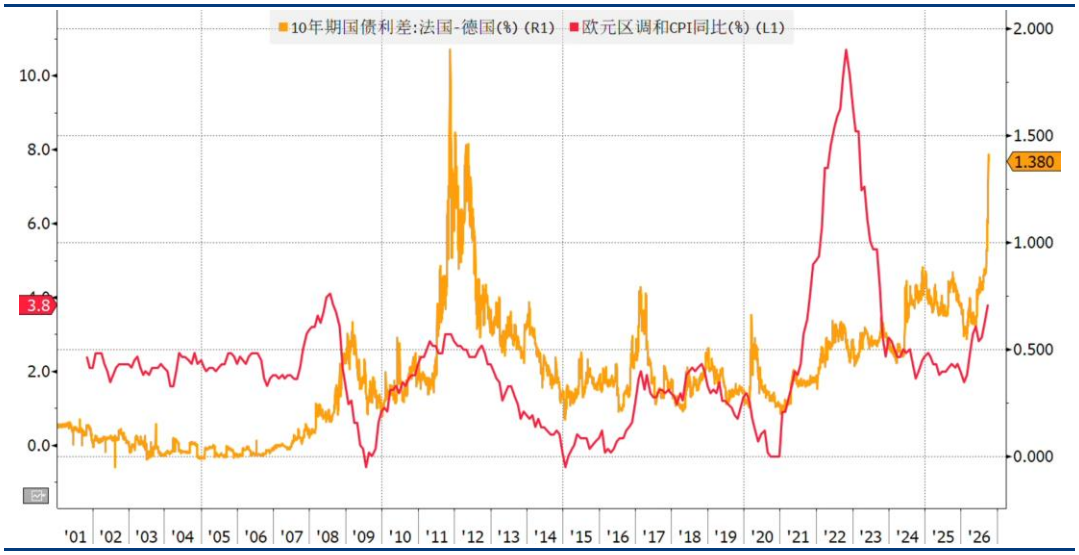
截至 2026 年 9 月底，法国 10 年期国债收益率升至 4.86%，为 2002 年以来的最高水平，已经超过了 2008 年金融危机时的峰值，相对同期限德国国债的收益率溢价为 1.27 个百分点，接近 2012 年欧债危机时的水平。能源进口成本、进一步加息预期和政府财政压力共同触发债券抛售，使欧洲企业、居民和政府的长期融资成本同步上升。而法国议会长

下载日志已记录，仅供内部参考



期分裂、财政赤字和债务负担难以压降，如果全球国债收益率继续上升，法国的利息支出和再融资压力可能比其他主要经济体更快恶化。

**图表 15 欧元区调和 CPI 同比与 10 年期法德国债利差**

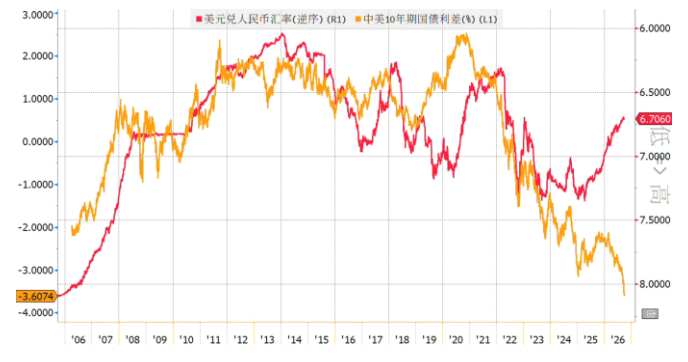



*资料来源：Bloomberg，华创证券*

### （十）中美利差降至历史最低水平

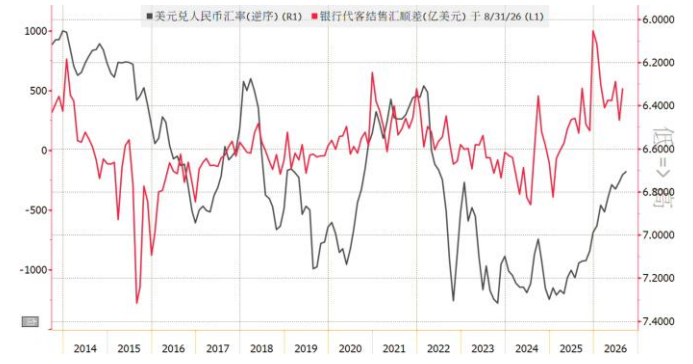
截至 2016 年 9 月底，美国 10 年期国债收益率升至 5.28%，中国同期国债收益率约为 1.68%，两者利差扩大至创纪录的 360.7 个基点。美国受油价、通胀和国债供给压力影响需要维持偏紧政策，中国则因内需和物价偏弱需要保持宽松环境。与此同时，人民币受到中间价管理、资本管制及升值预期支撑后对利差的敏感度已下降，人民币汇率更多与银行代客结售汇顺差走势保持一致。值得注意的是，人民币的过快升值可能已触发央行态度转向：根据彭博调查中间价数据倒算出的逆周期因子影子变量自 2026 年 7 月底以来基本维持在 300BP 以上，或体现了央行防止人民币过快升值的态度。

**图表 16 美元兑人民币汇率与中美 10 年期国债利差**




*资料来源：Bloomberg，华创证券*

**图表 17 美元兑人民币汇率与银行代客结售汇顺差**




*资料来源：Bloomberg，华创证券*

## 二、四个角度看资产

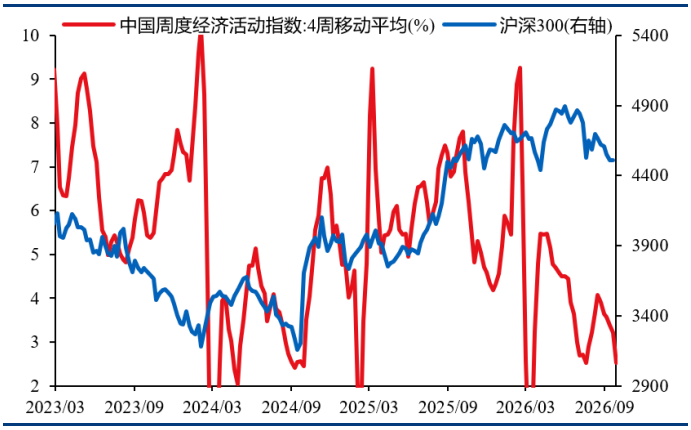
### （一）从基本面角度：周度经济活动指数回落

下载日志已记录，仅供内部参考



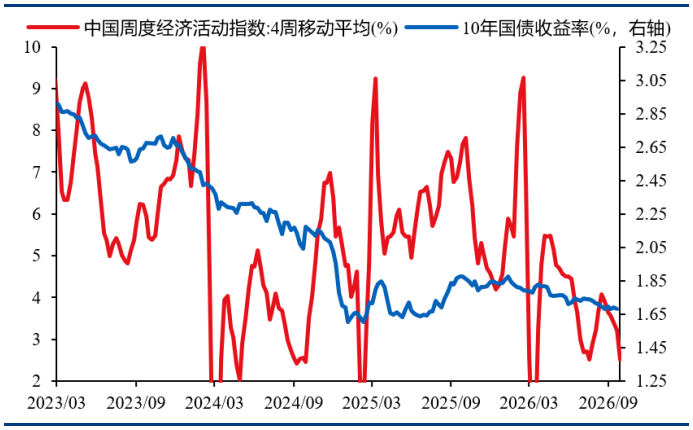
华创宏观周度经济活动指数是衡量经济基本面状况的高频指数，可以通过资产价格与周度经济活动指数的走势观察股债资产价格与经济基本面的背离状况。我们对华创宏观中国周度经济活动指数的 4 周移动平均与 10 年期国债收益率以及沪深 300 指数做相关分析，发现 2020 年以来两者的相关系数分别为 0.37 和 0.20。

**图表 18　沪深 300 指数与周度经济活动指数**




*资料来源：Wind，华创证券*

**图表 19　10 年期国债收益率与周度经济活动指数**




*资料来源：Wind，华创证券*

铜金比通常被认为是美债收益率的领先指标，其背后的原理是：铜具有工业属性，被广泛应用于电子电气、家电、机械、建筑等领域，铜的需求通常反映了实体经济的活跃程度；而黄金具有价值储藏功能和避险价值。铜金比可以作为市场对风险资产的偏好和对美国国债安全的感知程度的指标。

**图表 20　美债收益率与铜金比**




*资料来源：Bloomberg，华创证券*

美国油气开发企业的垃圾债相对于垃圾债整体市场的回报表现与油价走势高度一致。油价上涨不利于实体经济中的大多数行业，但有助于改善油气开发企业的财务状况，降低该行业公司债的信用利差水平。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 21 油价与美国油气行业高收益债回报

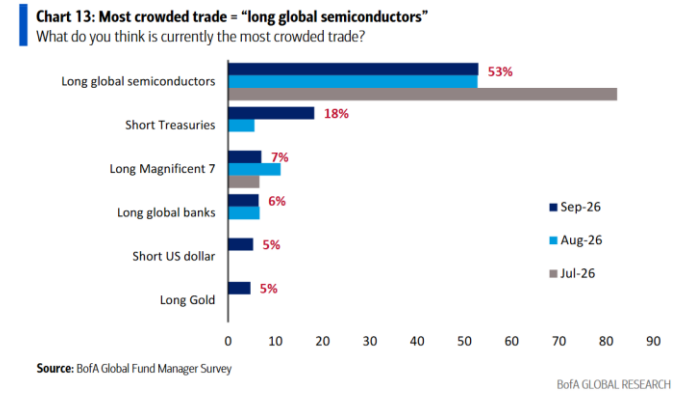



资料来源：Bloomberg，华创证券

### （二）从预期面角度：债券收益率无序上升成为最大的尾部风险

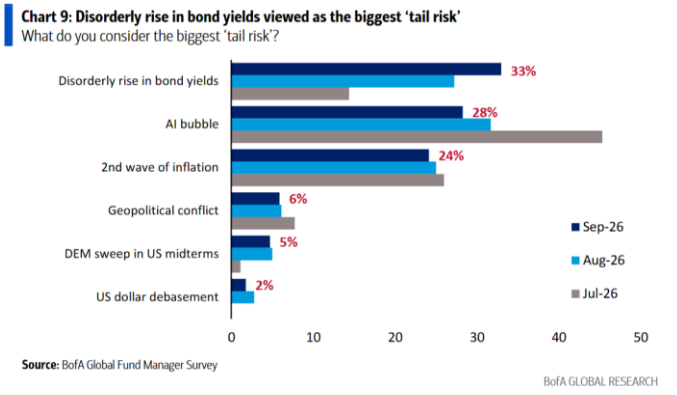
**根据美银全球基金经理调查报告，AI 泡沫是最大的尾部风险**。2026 年 8 月，32%的基金经理认为 AI 泡沫是最大的尾部风险，其次是债券收益率无序上升（27%），第 3 位是二次通胀（25%）。2026 年 9 月，33%的基金经理认为债券收益率无序上升是最大的尾部风险，其次是 AI 泡沫（28%），第 3 位是二次通胀（24%）。

图表 22 做多全球半导体是最拥挤的交易




资料来源：BofA Global Fund Manager Survey

图表 23 债券收益率无序上升成为最大的尾部风险



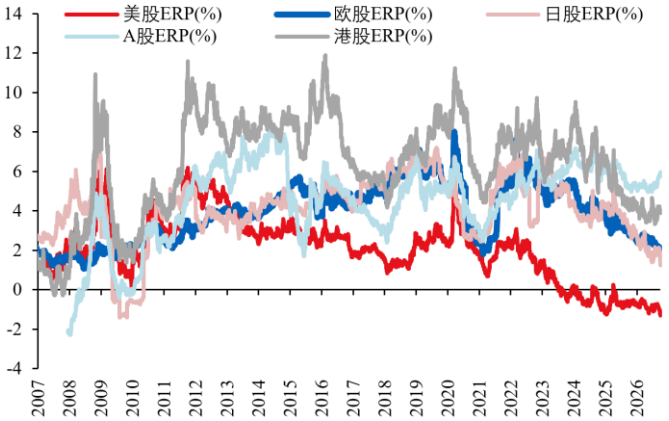

资料来源：BofA Global Fund Manager Survey

### （三）从估值面角度：美股 ERP 持续为负

下载日志已记录，仅供内部参考

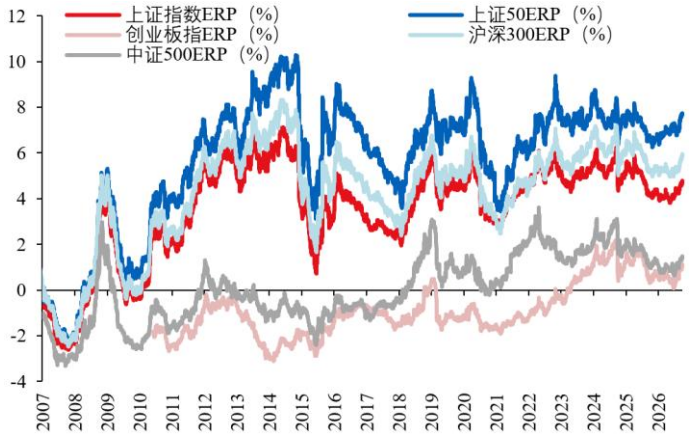


图表 24 全球股市 ERP



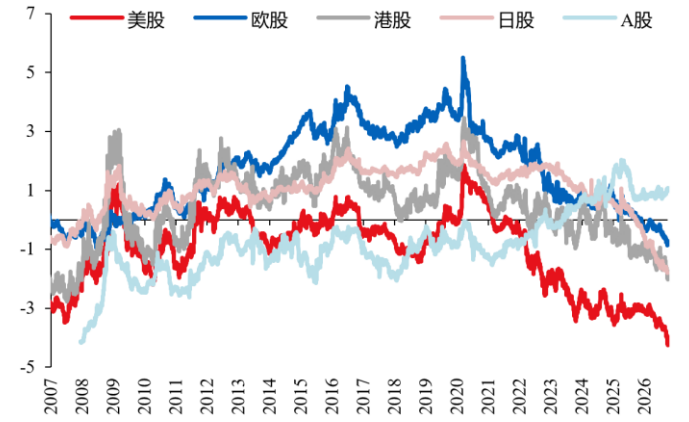

*资料来源：Wind，华创证券；注：风险溢价的计算方式是 1/PE-10 年期国债利率，美股为标普 500 指数，日股为日经 225 指数，港股为恒生指数，欧股为斯托克 50 指数*

图表 25 中国股市 ERP



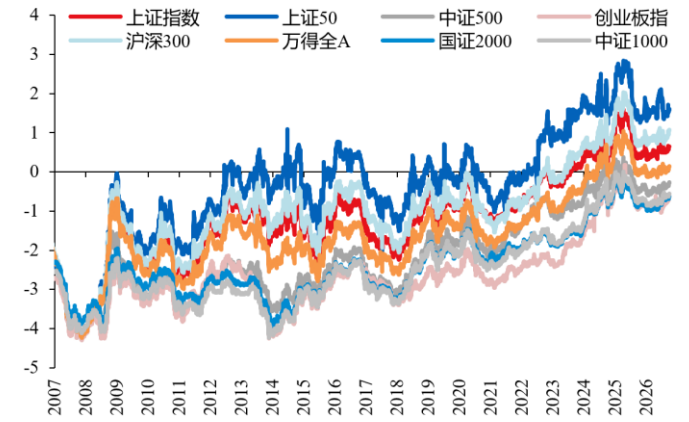

*资料来源：Wind，华创证券；注：风险溢价的计算方式是 1/PE-10 年期中国国债利率*

图表 26 全球股市股债收益差（%）




*资料来源：Wind，华创证券；注：股债收益差的计算方式是股息率减去 10 年期国债收益率*

图表 27 中国股市股债收益差（%）




*资料来源：Wind，华创证券；注：股债收益差的计算方式是股息率减去 10 年期国债收益率*

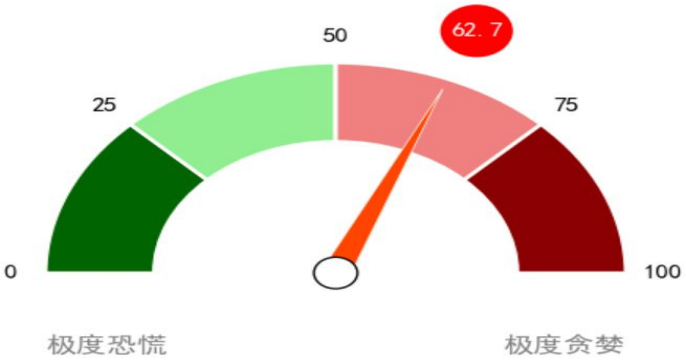
### （四）从情绪面角度：市场情绪指数回升

通过五个指标合成情绪指数，包括股价动量、避险需求、看涨期权/看跌期权、低等级信用债需求、市场波动率等。其中，股价动量是沪深 300 指数与 125 个交易日移动平均之差，避险需求是沪深 300 与国债财富指数月度涨跌幅之差，看涨期权/看跌期权是上证 50ETF 看涨期权与看跌期权成交量之比，低等级信用债需求是中债 AAA 企业债与 AA 企业债收益率之差，而市场波动率采用的是上证 50ETF 期权波动率。

下载日志已记录，仅供内部参考

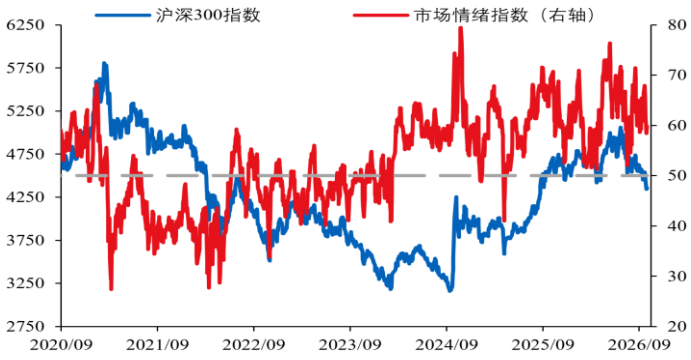


**图表 28　8 月市场情绪指数降至 64.8**




*资料来源：Wind，华创证券计算*

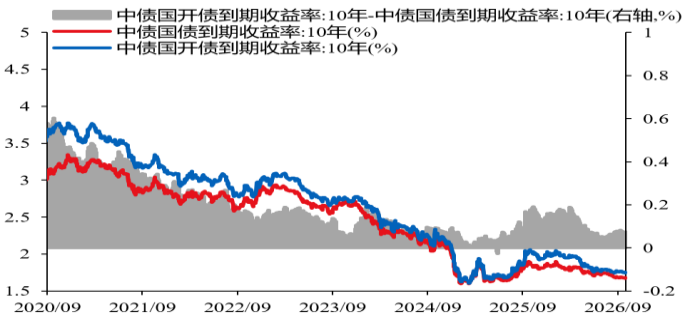
**图表 29　市场情绪指数与沪深 300 指数**




*资料来源：Wind，华创证券；注：计算日期是 2020.9.30-2026.9.30*

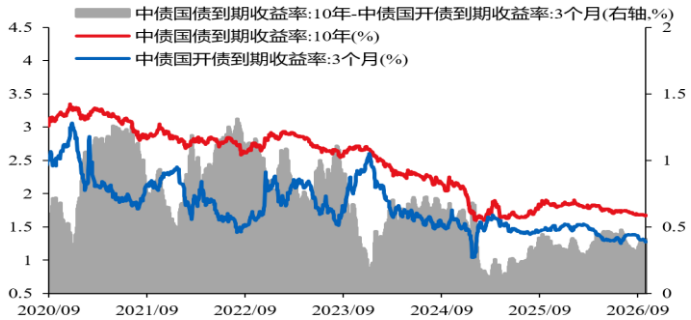
10 年国债是无风险利率的标杆品种，我国债券市场成交最活跃的品种有两个：一个是 10 年国开债，一个是 10 年国债。两者波动趋势基本一致，但波动幅度不同，这种偏差可以反映债券市场的情绪。此外，长短端利差拉大、收益率曲线陡峭是资金套利的基础，也是债券牛市的基础。

**图表 30　10 年期国债与国开债利差**




*资料来源：Wind，华创证券*

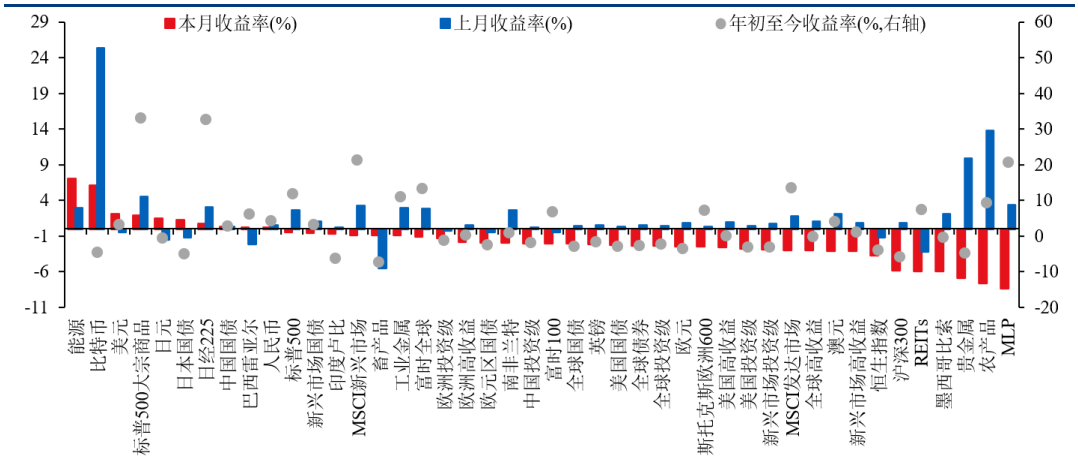
**图表 31　10 年期国债收益率与期限利差**




*资料来源：Wind，华创证券*

## 三、附录：全球及国内大类资产表现

**图表 32　9 月大类资产表现**



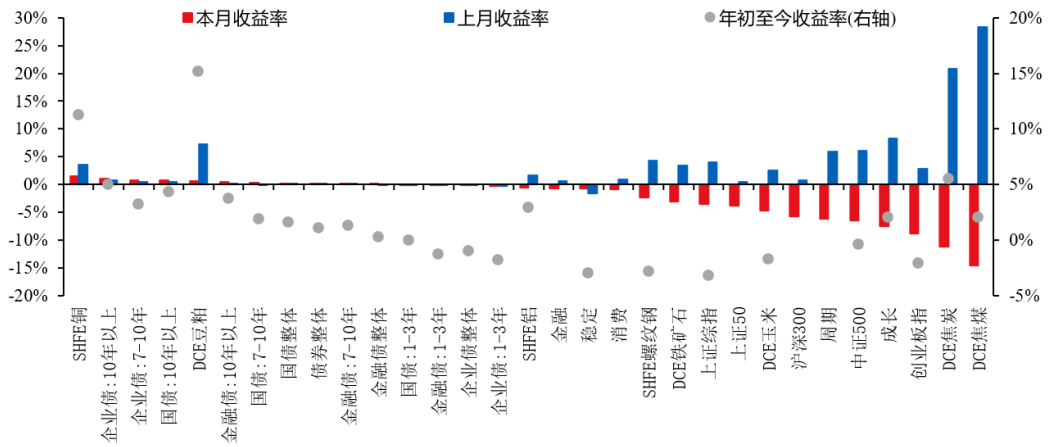
下载日志已记录，仅供内部参考



| 资产 | 本月收益率(%) | 上月收益率(%) | 年初至今收益率(%) |
|---|---|---|---|
| 能源 | 7.07 | 2.92 | 66.50 |
| 比特币 | 6.05 | 25.37 | -4.59 |
| 美元 | 2.03 | -0.49 | 3.18 |
| 标普500大宗商品 | 1.91 | 4.45 | 33.16 |
| 日元 | 1.49 | -1.46 | -0.44 |
| 日本国债 | 1.19 | -1.15 | -4.96 |
| 日经225 | 0.67 | 3.03 | 32.61 |
| 中国国债 | 0.28 | 0.30 | 2.87 |
| 巴西雷亚尔 | 0.21 | -2.13 | 6.21 |
| 人民币 | 0.19 | 0.48 | 4.21 |
| 标普500 | -0.45 | 2.62 | 11.77 |
| 新兴市场国债 | -0.53 | 1.05 | 3.27 |
| 印度卢比 | -0.69 | 0.23 | -6.21 |
| MSCI新兴市场 | -0.84 | 3.21 | 21.40 |
| 畜产品 | -0.90 | -5.49 | -7.32 |
| 工业金属 | -0.90 | 2.92 | 10.99 |
| 富时全球 | -1.10 | 2.80 | 13.37 |
| 欧洲投资级 | -1.33 | -0.22 | -1.20 |
| 欧洲高收益 | -1.80 | 0.51 | 0.31 |
| 欧元区国债 | -1.87 | -0.47 | -2.52 |
| 南非兰特 | -1.87 | 2.57 | 0.84 |
| 中国投资级 | -2.00 | 0.20 | -1.75 |
| 富时100 | -2.02 | -0.40 | 6.79 |
| 全球国债 | -2.07 | 0.35 | -2.91 |
| 英镑 | -2.10 | 0.49 | -1.56 |
| 美国国债 | -2.24 | 0.31 | -2.77 |
| 全球债券 | -2.38 | 0.45 | -2.67 |
| 全球投资级 | -2.39 | 0.40 | -2.31 |
| 欧元 | -2.48 | 0.79 | -3.54 |
| 斯托克斯欧洲600 | -2.49 | 0.29 | 7.21 |
| 美国高收益 | -2.52 | 0.97 | 0.10 |
| 美国投资级 | -2.72 | 0.43 | -3.11 |
| 新兴市场投资级 | -2.82 | 0.68 | -3.01 |
| MSCI发达市场 | -2.93 | 1.79 | 13.54 |
| 全球高收益 | -2.96 | 1.04 | -0.14 |
| 澳元 | -3.07 | 2.11 | 4.11 |
| 新兴市场高收益 | -3.08 | 0.87 | 1.13 |
| 恒生指数 | -3.73 | -1.23 | -3.97 |
| 沪深300 | -5.78 | 0.80 | -5.88 |
| REITs | -5.92 | -3.15 | 7.36 |
| 墨西哥比索 | -5.93 | 2.03 | -0.34 |
| 贵金属 | -6.90 | 9.81 | -4.80 |
| 农产品 | -7.59 | 13.72 | 9.29 |
| MLP | -8.32 | 3.30 | 20.70 |

下载日志已记录，仅供内部参考






| 资产 | 本月收益率 | 上月收益率 | 年初至今收益率 |
|---|---|---|---|
| 上证综指 | -3.6% | 4.0% | -3.2% |
| 沪深300 | -5.8% | 0.8% | -5.9% |
| 创业板指 | -8.8% | 2.8% | -2.1% |
| 上证50 | -3.9% | 0.5% | -6.9% |
| 中证500 | -6.5% | 6.1% | -0.4% |
| 金融 | -0.7% | 0.6% | -6.1% |
| 周期 | -6.1% | 5.9% | -8.2% |
| 消费 | -0.8% | 0.8% | -7.7% |
| 成长 | -7.6% | 8.3% | 2.0% |
| 稳定 | -0.8% | -1.6% | -3.0% |
| 债券整体 | 0.1% | 0.1% | 1.0% |
| 国债整体 | 0.2% | 0.1% | 1.6% |
| 国债:1-3年 | -0.1% | 0.0% | 0.0% |
| 国债:7-10年 | 0.3% | -0.1% | 1.8% |
| 国债:10年以上 | 0.8% | 0.4% | 4.3% |
| 金融债整体 | 0.1% | 0.0% | 0.3% |
| 金融债:1-3年 | -0.1% | -0.2% | -1.3% |
| 金融债:7-10年 | 0.1% | 0.0% | 1.3% |
| 金融债:10年以上 | 0.5% | 0.0% | 3.7% |
| 企业债整体 | -0.1% | -0.2% | -1.0% |
| 企业债:1-3年 | -0.3% | -0.3% | -1.9% |
| 企业债:7-10年 | 0.8% | 0.4% | 3.2% |
| 企业债:10年以上 | 1.1% | 0.7% | 5.0% |
| SHFE铜 | 1.4% | 3.6% | 11.3% |
| SHFE铝 | -0.6% | 1.6% | 2.9% |
| SHFE螺纹钢 | -2.3% | 4.3% | -2.8% |
| DCE铁矿石 | -3.2% | 3.3% | -6.5% |
| DCE焦煤 | -14.6% | 28.4% | 2.0% |
| DCE焦炭 | -11.3% | 20.8% | 5.5% |
| DCE玉米 | -4.7% | 2.5% | -1.7% |
| DCE豆粕 | 0.6% | 7.2% | 15.2% |

*资料来源：Bloomberg，Wind，华创证券；注：风格选取中信风格指数，债券选取中债财富指数*

下载日志已记录，仅供内部参考



# 宏观组团队介绍

**首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜**

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。 现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

**组长、资深分析师：陆银波**

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。 中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

**副组长、资深分析师：文若愚**

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。 美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

**高级分析师：高拓**

研究方向：财政政策。 麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

**高级分析师：殷雯卿**

研究方向：海外宏观与大类资产。 中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

**分析师：付春生**

研究方向：全球通胀和海外经济。 中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

**分析师：李星宇**

研究方向：大类资产。 清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

**分析师：夏雪**

研究方向：海外宏观。 中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考



**分析师：袁玲玲**

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

**分析师：韩港**

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---|---|---|---|---|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 副总经理、北京机构销售总监 | 010-63214682 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 张婷 | 北京机构销售副总监 | | zhangting3@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 公募机构销售总监 | 010-63214682 | liuyi@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 资深销售经理 | 010-63214682 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 顾翎蓝 | 资深销售经理 | 010-63214682 | gulinglan@hcyjs.com |
| | 刘颖 | 资深销售经理 | 010-66500821 | liuying5@hcyjs.com |
| | 阎星宇 | 销售经理 | | yanxingyu@hcyjs.com |
| | 车一哲 | 销售经理 | | cheyizhe@hcyjs.com |
| | 张羽驰 | 销售经理 | | zhangyuchi@hcyjs.com |
| | 骆振琳 | 高级销售经理 | | luozhenlin@hcyjs.com |
| | 刘亚东 | 销售经理 | | liuyadong@hcyjs.com |
| | 白嘉琪 | 销售助理 | | baijiaqi@hcyjs.com |
| | 吴昱颖 | 销售经理 | | wuyuying@hcyjs.com |
| | 龚佳宁 | 机构销售 | | gongjianing@hcyjs.com |
| | 朱晞毓 | 高级销售经理 | | zhuxiyu@hcyjs.com |
| | 周怡圆 | 资深销售经理 | | zhouyiyuan@hcyjs.com |
| 深圳机构销售部 | 张娟 | 副总经理、深圳机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 张嘉慧 | 资深销售经理 | 0755-82756804 | zhangjiahui1@hcyjs.com |
| | 王春丽 | 资深销售经理 | 0755-82871425 | wangchunli@hcyjs.com |
| | 王越 | 高级销售经理 | | wangyue5@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 温雅迪 | 销售经理 | | wenyadi@hcyjs.com |
| | 胡丁琳 | 销售经理 | | hudinglin@hcyjs.com |
| | 付雅琦 | 销售经理 | | fuyaqi@hcyjs.com |
| | 王艺嘉 | 销售助理 | | wangyijia1@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 许彩霞 | 总经理助理、上海机构销售总监 | 021-20572536 | xucaixia@hcyjs.com |
| | 祁继春 | 上海机构销售副总监 | | qijichun@hcyjs.com |
| | 黄畅 | 保险机构销售总监 | 021-20572257-2552 | huangchang@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 资深销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 资深销售经理 | 021-20572585 | zhangjiani@hcyjs.com |
| | 郭静怡 | 高级销售经理 | | guojingyi@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 高级销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 吴菲阳 | 资深销售经理 | | wufeiyang@hcyjs.com |
| | 朱涨雨 | 高级销售经理 | 021-20572573 | zhuzhangyu@hcyjs.com |
| | 许馨匀 | 销售助理 | | xuxinyun@hcyjs.com |
| | 李凯月 | 高级销售经理 | | likaiyue@hcyjs.com |
| | 张豫蜀 | 销售经理 | 15301633144 | zhangyushu@hcyjs.com |
| | 刘雯 | 销售经理 | | liuwen@hcyjs.com |
| | 金可依 | 销售经理 | | jinkeyi@hcyjs.com |
| | 姜茜 | 销售助理 | | jiangxi@hcyjs.com |
| | 罗兰丹波 | 资深销售经理 | | luolandanbo@hcyjs.com |
| | 谢玮颖 | 资深销售经理 | | xieweiying@hcyjs.com |
| 广州机构销售部 | 段佳音 | 广州机构销售总监 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 王世韬 | 高级销售经理 | | wangshitao1@hcyjs.com |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 古舞 | 销售助理 | | guwu@hcyjs.com |
| | 郭有渔 | 销售助理 | | guoyouyu@hcyjs.com |
| | 曹雅博 | 高级销售经理 | | caoyabo@hcyjs.com |
| 私募销售组 | 潘亚琪 | 机构服务部总经理助理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 副总监 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 江赛专 | 副总监 | 0755-82756805 | jiangsaizhuan@hcyjs.com |
| | 汪戈 | 副总监 | 021-20572559 | wangge@hcyjs.com |
| | 宋丹玓 | 高级销售经理 | 021-25072549 | songdanyu@hcyjs.com |
| | 赵毅 | 销售经理 | | zhaoyi@hcyjs.com |
| | 陈孟昕 | 销售经理 | | chenmengxin@hcyjs.com |
| | 文焱艺 | 销售经理 | | wenyanyi@hcyjs.com |
| | 王秋晓 | 销售经理 | | wangqiuxiao@hcyjs.com |
| | 谭雯欣 | 销售经理 | | tanwenxin@hcyjs.com |
| | 陈蕾 | 销售助理 | | chenlei1@hcyjs.com |
| | 赵方圆 | 销售经理 | | zhaofangyuan@hcyjs.com |

下载日志已记录，仅供内部参考



## 华创行业公司投资评级体系

**基准指数说明：**

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/纳斯达克指数。

**公司投资评级说明：**

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

**行业投资评级说明：**

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所



| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
| --- | --- | --- |
| 地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A | 地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 | 地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层 |
| 邮编：100033 | 邮编：518034 | 邮编：200120 |
| 传真：010-66500801 | 传真：0755-82027731 | 传真：021-20572500 |
| 会议室：010-66500900 | 会议室：0755-82828562 | 会议室：021-20572522 |