下载日志已记录，仅供内部参考

境外扰动增加，10 月对冲为上

战术配置月报 202610

报告发布日期 2026 年 10 月 09 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
9 月聚焦风偏，兼顾 K 型下端：战术配置月报 202609 2026-09-03

相关报告
8 月聚焦境内，权益延续均衡：战术资产配置月报 202608 2026-08-04

相关报告
K 型短期扰动，配置暂且均衡：战术配置月报 202607 2026-07-08

研究结论

- **10 月资配主线：境外利率和风险溢价，境内经济短期无悲无喜。**境外扰动增加的背景下重点关注能化和科技相关板块对利率的对冲效果，风偏波动大的背景下适当以红利进行对冲。
  - ✓ **大类资产观点：（1）股票：**横盘震荡，境内主线不显轮动加快，风偏波动下择机以红利对冲。境外主线回归利率，能化和科技板块更具韧性。具体而言，驱动资产表现的核心风险因子包括增长预期、利率预期和风险溢价。增长方面，9 月 PMI 走强，9.28 国常会后一系列新政策包括下调 PSL、抵押贷款利率补贴等难以在短期提振信贷，但释放了稳增长的政策意图，有助于改善增长预期。利率方面，境内利率受内需偏弱、供给压力可控等基本面支撑，但下行空间有限且伴随止盈压力，整体波控有限。境外利率预计波动不小，9 月美国非农不及预期但受季节性影响，经济韧性和通胀压力维持利率高位，而财政担忧导致的债券抛售推升期限溢价。在此基础上，境内风险偏好预计在中间水平，不至于悲观但也难言乐观，有可能受境外风偏传导，择机以红利进行对冲。境外风险偏好则更易受高利率压制，能化和科技相关板块相对更具韧性。**（2）债券：**10 月驱动大类资产的主要风险因子包括境外利率和风险溢价，根据《再论股债相关性：风险因子视角》，10 月股债跷跷板预计不显。当前债市波动较小，定向宽松对债市情绪的提振有限，但内需、资金面仍有支撑，当前关注票息策略，长债利差 9 月进一步压缩，重点关注仍有利差保的品种。**（3）其他资产：**商品 ETF 方面，黄金 9 月底滚动一个月波动和价格相关性转正，9 月非农不及预期难改美债利率上行势头，金价短期上行空间有限，但跟随利率波动会有阶段性机会。原油 10 月以来滚动一个月波动和价格相关性转负，美国中期选举前中东事件仍不排除升级可能，油价易上难下。有色和豆粕 10 月仍受高利率和天气不确定影响但技术面暂无明确信号。
- **模型业绩表现：**主线择时全天候表现优于全天候策略，25 年以来年化 8.3%。
- **10 月配置观点：境外扰动增加，10 月对冲为上。**10 月配置仓位整体较 9 月而言，境外扰动增加，重点关注能化和科技，商品中能化胜率相对更高，黄金/有色受利率波动影响可能存在阶段性机会。**衍生品方面，**国债期货贴水小（部分合约升水）。优选票息高的信用债以国债期货对冲久期风险。股票风险对冲当前不建议上期货或直接买 put（大涨大跌概率不大），考虑当前股市的震荡行情可构建领口策略控制风险或卖出认沽逢低入场。

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；量化模型失效的风险，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。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、资产配置交易主线&主线择时全天候.....4
（一）资产配置主线：境外扰动增加，10 月对冲为上.....4
（二）主线择时全天候表现优于全天候.....5
（三）主线择时全天候：境外扰动增加，重点关注能化和科技.....5
二、大类资产观点.....6
风险提示.....7

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：主线择时全天候有更优的业绩表现 5
图 2：境外扰动增加，重点关注能化和科技 5

表 1：主线择时全天候有更优的业绩表现 5

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、资产配置交易主线&主线择时全天候

（一）资产配置主线：境外扰动增加，10 月对冲为上

我们在报告《资产配置以预期思维择主线》中提到全天候策略思路新思路。基于大类资产共同的三个因子，增长预期、利率预期和风险溢价，进一步地，我们结合当前产业升级转型、配置全球化和地缘扰动频发的背景，进一步拓展至六因子，示意如下：

V≈经济预期+利率预期+风险溢价

≈（传统经济预期+新兴增长预期）

+（境内利率预期+境外利率预期）

+（境内风险溢价+境外风险溢价）

我们在报告中得到了上述六个因子和各类资产在历史上的映射关系，资产类型覆盖 A 股、中债、黄金 ETF、有色 ETF、能化 ETF、纳指 ETF 等，其中 A 股又进一步细分为金融地产、周期、消费、科技、先进制造、医药医疗等。在此基础上可以构建每一类因子对应的风险因子组合。与此同时，我们在报告中提出大类资产交易的主线有一定的持续性，而风险因子的择时相比收益择时理论上也应有更高的胜率（波动发生突变的概率更低）。我们可以结合大类资产交易主线的变化进行择时。具体而言，我们观察上述六个风险因子（各因子取代表性指标）每个因子在过去 1 期的变化，变化越大我们认为越有可能成为当前大类资产交易的主线之一。我们将上述主线进行择时可得主线择时全天候。策略效果较非择时全天候更优。基于我们的跟踪框架，今年以来大类资产交易的主线如下：

（1）3 月配置主线：境外利率、境内/境外风险溢价

（2）4 月配置主线：境外利率、境内风险溢价、境内增长（包含新兴/传统，下同）、境内利率（相对均衡）

（3）5 月配置主线：境内/境外风险溢价、境外利率

（4）6 月配置主线：境内风险溢价、境外利率

（5）7 月配置主线：境内增长、境外利率

（6）8 月配置主线：境内传统增长、境内利率、境内风险溢价

（7）9 月配置主线：境内传统增长、境内风险溢价、境外风险溢价

（8）10 月配置主线：境外利率、境外风险溢价

3 月资产配置交易的主线较为极致，关注点在境外，对应加仓原油相关标的（如原油期货或能化 ETF）。4 月交易主线均衡，海外影响弱化，对应的是减仓原油相关标的。5 月大类资产交易主线聚焦境内外风险偏好，海外利率的影响仍在但不及 4 月以前，对应加仓风险资产。6 月相比 5 月，主线变化不大，境内资产仍然重点关注风偏相关性高的板块如科技。7 月境内主线重回增长，包括传统和新兴增长，海外主线仍在利率，对应股票市场结构更加均衡。8 月主线在传统增长、境内利率和风险溢价，海外影响钝化。整体风格仍然以均衡为主。9 月主线在传统增长、境内风险溢价和境外风险溢价。风险偏好主导的行情兼顾 K 型下端的修复，房地产等板块有所表现。

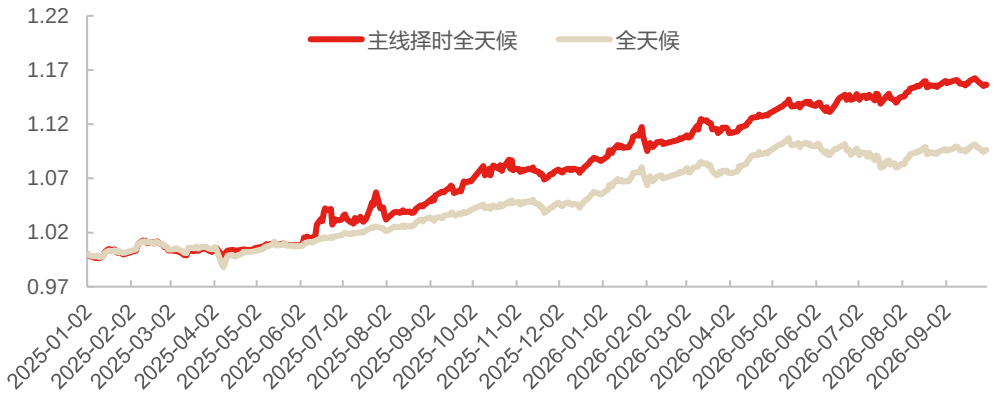
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

10 月主线在境外利率和风险溢价，境内经济短期无悲无喜。境外扰动增加的背景下重点关注能化和科技相关板块对利率的对冲效果，风偏波动大的背景下适当以红利进行对冲。

（二）主线择时全天候表现优于全天候

图 1：主线择时全天候有更优的业绩表现



数据来源：Wind，东方证券研究；数据截至 2026 年 9 月 30 日

表 1：主线择时全天候有更优的业绩表现

2025 年以来	主线择时全天候	全天候策略
年化收益	8.3%	5.3%
标准差	4.3%	3.2%
下行波动	4.2%	3.3%
最大回撤	-2.4%	-2.5%
夏普比	1.93	1.65
索提纳比	2.00	1.60
卡玛比	3.52	2.14

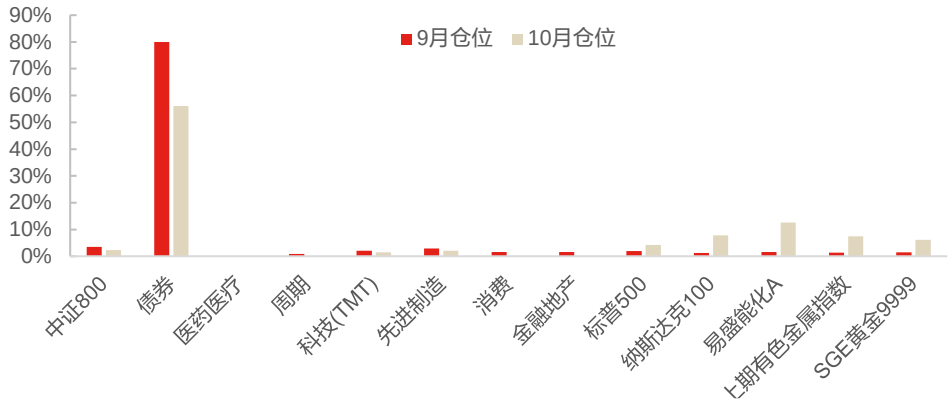
数据来源：Wind，东方证券研究；数据截至 2026 年 9 月 30 日

（三）主线择时全天候：境外扰动增加，重点关注能化和科技

图 2：境外扰动增加，重点关注能化和科技

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。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：Wind，东方证券研究

上述“9 月仓位”对应 8 月底动态全天候策略给出的各类资产仓位，“10 月仓位”对应截至 9 月底模型给出的各类资产仓位。主线择时全天候 10 月仓位整体较 9 月而言，境外扰动增加，重点关注能化和科技，商品中能化胜率相对更高，黄金/有色受利率波动影响可能存在阶段性机会。

二、大类资产观点

股票：横盘震荡，境内主线不显轮动加快，风偏波动下择机以红利对冲。境外主线回归利率，能化和科技板块更具韧性。具体而言，驱动资产表现的核心风险因子包括增长预期、利率预期和风险溢价。增长方面，9 月 PMI 走强，9.28 国常会后一系列新政策包括下调 PSL、抵押贷款利率补贴等难以在短期提振信贷，但释放了稳增长的政策意图，有助于改善增长预期。利率方面，境内利率受内需偏弱、供给压力可控等基本面支撑，但下行空间有限且伴随止盈压力，整体波控有限。境外利率预计波动不小，9 月美国非农不及预期但受季节性影响，经济韧性和通胀压力维持利率高位，而财政担忧导致的债券抛售推升期限溢价。在此基础上，境内风险偏好预计在中间水平，不至于悲观但也难言乐观，有可能受境外风偏传导，择机以红利进行对冲。境外风险偏好则更易受高利率压制，能化和科技相关板块相对更具韧性。

债券：10 月驱动大类资产的主要风险因子包括境外利率和风险溢价，根据《再论股债相关性：风险因子视角》，10 月股债跷跷板预计不显。当前债市波动较小，定向宽松对债市情绪的提振有限，但内需、资金面仍有支撑，当前关注票息策略，长债利差 9 月进一步压缩，重点关注仍有利差保的品种。

其他资产：商品 ETF 方面，黄金 9 月底滚动一个月波动和价格相关性转正，9 月非农不及预期难改美债利率上行势头，金价短期上行空间有限，但跟随利率波动会有阶段性机会。原油 10 月以来滚动一个月波动和价格相关性转负，美国中期选举前中东事件仍不排除升级可能，油价易上难下。有色和豆粕 10 月仍受高利率和天气不确定影响但技术面暂无明确信号。衍生品方面，国债期货贴水小（部分合约升水）。优选票息高的信用债以国债期货对冲久期风险。股票风险对冲当前不建议上期货或直接买put（大涨大跌概率不大），考虑当前股市的震荡行情可构建领口策略控制风险或卖出认沽逢低入场。

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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、 量化模型失效的风险，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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

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

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。