仅供内部参考，请勿外传

国联民生证券 GUOLIAN MINSHENG SECURITIES

资产配置周策略 20261021

红利防御，科技择机

- **市场震荡与风格分化之下，红利防御与科技成长的配置价值值得兼顾。**近期 A 股调整过程中，银行等高股息资产表现相对稳健，体现资金对现金流与分红确定性的重视；与此同时，随着三季报进入披露期，后续算力、光模块、半导体等领域的订单与盈利表现，也为科技投资提供了进一步筛选的依据。我们认为，当前宜以分红可持续的红利资产稳固底仓，同时结合业绩兑现与估值消化情况，择机布局科技方向，通过不同类型 ETF 的搭配平衡短期防御与中期收益弹性。

- **股票 ETF 覆盖不同市值、行业与风格，为投资者参与权益市场、调整组合敞口提供了丰富工具。**不同产品的收益弹性与防御能力存在差异，其相对优势也会随市场环境变化而切换。对于配置而言，将产品特征与市场阶段相结合，有助于更好地平衡收益获取与回撤控制。

- **我们根据全市场指数走势，将市场环境划分为上涨、下跌和震荡三种阶段，分别观察宽基 ETF、行业主题 ETF 及风格策略 ETF 在不同市场周期下的表现。**

- **整体来看，股票 ETF 呈现出较为明显的风格轮动特征：**市场调整阶段，资金偏好低波动、高股息资产，大盘宽基、银行、家电以及红利、价值类策略防御属性较强；震荡修复阶段，科技成长、金融及红利低波等方向相对占优；趋势上涨阶段，高β、高成长方向弹性显著增强，双创宽基、通信、半导体、有色金属以及成长、质量因子成为获取超额收益的重要方向。

- **A 股短期或延续震荡整固，资金托底与盈利验证或是后续修复的关键。**近期海外利率高位运行、科技产业投资回报预期反复，持续压制市场风险偏好，成长板块调整幅度较大，大盘及防御方向相对占优。与此同时，股票 ETF 净申购释放积极信号，中长期资金介入有望缓解流动性压力，但市场持续回升仍需增量资金、成交活跃度及盈利预期改善配合。**我们认为，短期市场或以震荡和结构轮动为主，三季报将进一步检验行业景气成色，配置宜重视盈利兑现与估值的匹配程度。**

- **ETF 配置宜兼顾红利防御与科技弹性，围绕业绩确定性把握结构性机会。**基础配置可关注大盘宽基及分红可持续性较强的红利类 ETF，通过银行、公用事业等方向平衡组合波动；进攻配置则结合三季报表现、估值消化程度与资金承接情况，关注半导体、通信及算力产业链中的景气优势环节。宜兼顾科技与红利，关注业绩改善的科技硬件、部分有色及高股息资产。考虑到科技板块持续修复仍需企稳信号验证，短期宜分步布局；中小盘可待成交和赚钱效应扩散后进一步关注，周期品种则需结合商品价格与盈利趋势筛选。

- **风险提示：**数据统计偏差或滞后；政策及市场变化超预期；地缘政治风险。



分析师 徐亮
执业证书：S0590525110037
邮箱：xliang@glms.com.cn
分析师 梁克淳
执业证书：S0590525110038
邮箱：liangkechun@glms.com.cn
分析师 吴雅楠
执业证书：S0590526090003
邮箱：wuyanan@glms.com.cn

相关研究

1. 信用债周策略 20261020：近期什么债券 ETF 规模在增长？-2026/10/20
2. 流动性跟踪与地方债策略专题：DR001 运行区间重定价-2026/10/20
3. 海外利率周报 20261019：美债拐点因何故？-2026/10/20
4. 债券策略周报 20261018：当前超长债怎么看-2026/10/18
5. 转债周策略 20261017：哪些期限结构的转债性价比较高-2026/10/17

仅供内部参考，请勿外传

目录

1 股票 ETF 不同市场环境下的表现与近期配置思路.....3
1.1 宽基 ETF 各类市场环境下的表现.....4
1.2 行业主题 ETF 各类市场环境下的表现.....6
1.3 风格策略 ETF 各类市场环境下的表现.....8
2 本周大类资产表现.....11
2.1 大类资产表现复盘.....11
2.2 权益市场.....13
2.3 债券市场.....16
2.4 商品市场.....20
3 风险提示.....25
插图目录.....26

仅供内部参考，请勿外传

1 股票 ETF 不同市场环境下的表现与近期配置思路

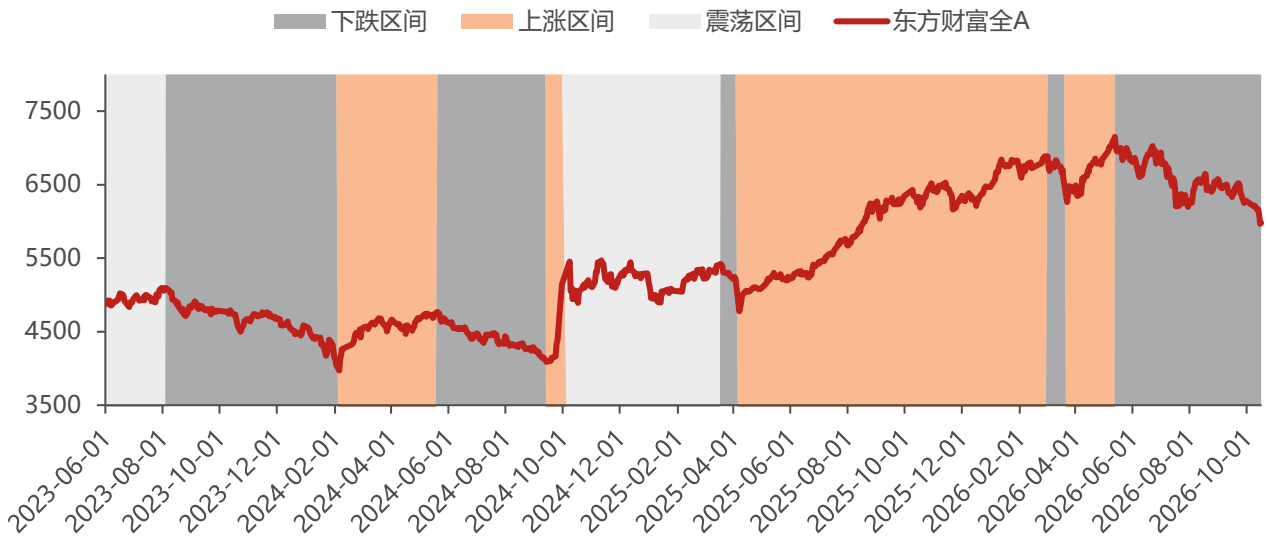
市场震荡与风格分化之下，红利防御与科技成长的配置价值值得兼顾。近期 A 股调整过程中，银行等高股息资产表现相对稳健，体现资金对现金流与分红确定性的重视；与此同时，随着三季报进入披露期，后续算力、光模块、半导体等领域的订单与盈利表现，也为科技投资提供了进一步筛选的依据。我们认为，当前宜以分红可持续的红利资产稳固底仓，同时结合业绩兑现与估值消化情况，择机布局科技方向，通过不同类型 ETF 的搭配平衡短期防御与中期收益弹性。

股票 ETF 覆盖不同市值、行业与风格，为投资者参与权益市场、调整组合敞口提供了丰富工具。不同产品的收益弹性与防御能力存在差异，其相对优势也会随市场环境变化而切换。对于配置而言，将产品特征与市场阶段相结合，有助于更好地平衡收益获取与回撤控制。

我们根据全市场指数走势，将市场环境划分为上涨、下跌和震荡三种阶段，分别观察宽基 ETF、行业主题 ETF 及风格策略 ETF 在不同市场周期下的表现。

整体来看，股票 ETF 呈现出较为明显的风格轮动特征：市场调整阶段，资金偏好低波动、高股息资产，大盘宽基、银行、家电以及红利、价值类策略防御属性较强；震荡修复阶段，科技成长、金融及红利低波等方向相对占优；趋势上涨阶段，高β、高成长方向弹性显著增强，双创宽基、通信、半导体、有色金属以及成长、质量因子成为获取超额收益的重要方向。

图1：A 股市场环境区间划分（点）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.1 宽基 ETF 各类市场环境下的表现

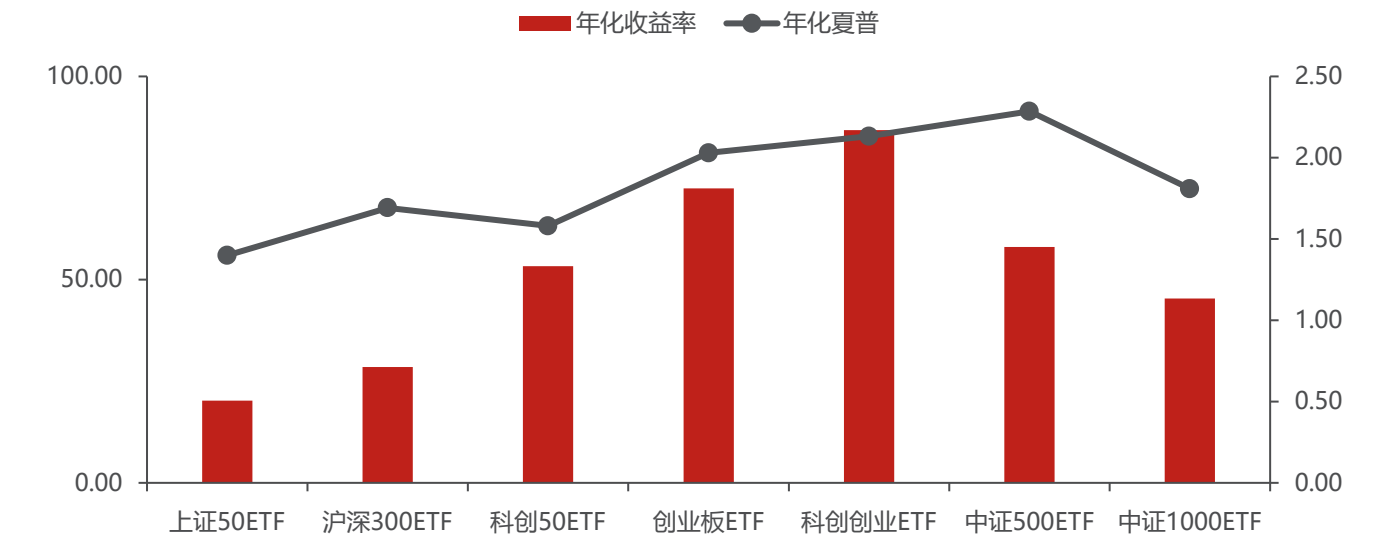
宽基 ETF 的相对优势随市场环境切换，大盘品种偏重防御，双创及中小盘品种更具进攻弹性。以东方财富全 A 指数走势为参照，选取上涨、下跌及震荡三个代表性区间，对主要宽基 ETF 的收益与风险调整后表现进行比较。

全 A 指数下跌阶段，大盘 ETF 相对抗跌。2026 年 5 月 13 日至 10 月 16 日，上证 50ETF、沪深 300ETF 年化收益率分别为-15.67%和-30.61%，跌幅小于其余样本；中小盘及双创产品年化亏损均超过 40%，其中创业板 ETF、科创创业 ETF 跌幅较深。

全 A 指数震荡阶段，结构性机会突出，科创与小盘风格占优。2024 年 10 月 8 日至 2025 年 3 月 17 日，科创 50ETF 年化收益率达 64.78%，夏普比率为 1.32，两项指标均居首；中证 1000ETF 分别为 38.16%和 1.13，表现次之。同期上证 50ETF、沪深 300ETF 年化收益率接近零，指数整体震荡期间，风格选择仍可带来明显的收益差异。

全 A 指数上涨阶段，双创产品领涨，中盘品种的风险收益效率更突出。2025 年 4 月 7 日至 2026 年 2 月 27 日，科创创业 ETF、创业板 ETF 年化收益率分别为 86.81%和 72.42%，夏普比率分别为 2.13 和 2.03，体现较强上涨弹性；中证 500ETF 以 58.03%的年化收益率和 2.29 的夏普比率，取得样本中最高的风险调整后回报。相比之下，上证 50ETF、沪深 300ETF 年化收益率分别为 20.27%和 28.51%，进攻性相对有限。

图2：全 A 指数上涨区间各宽基 ETF 表现（%）

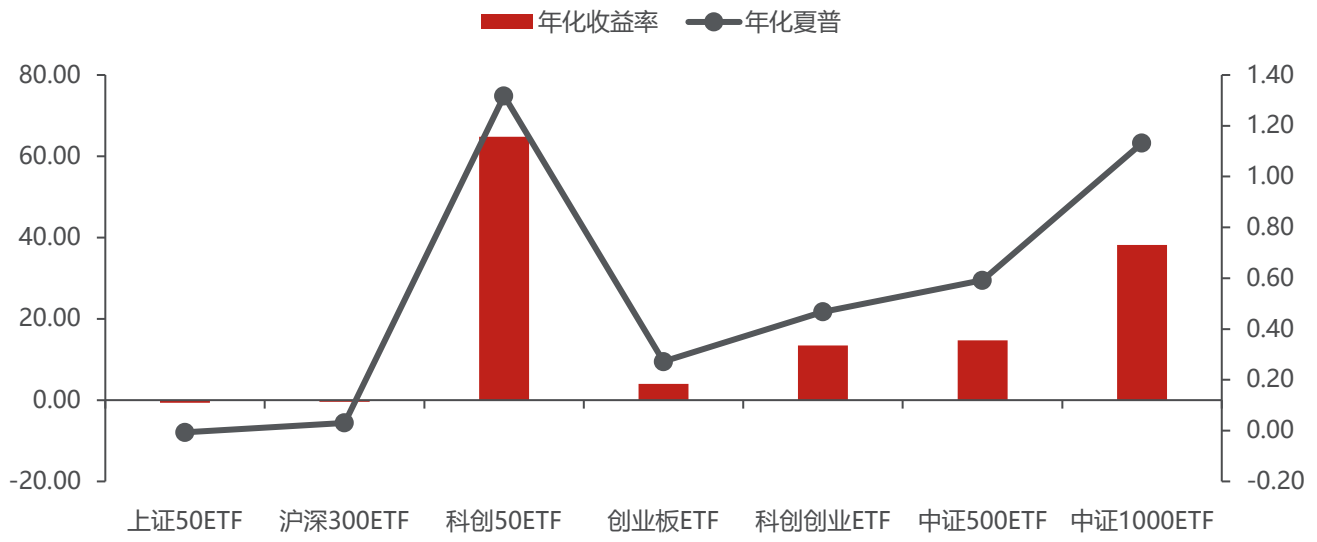


资料来源：Choice，国联民生证券研究所

注：数据统计范围为 2025/4/7-2026/2/27

仅供内部参考，请勿外传

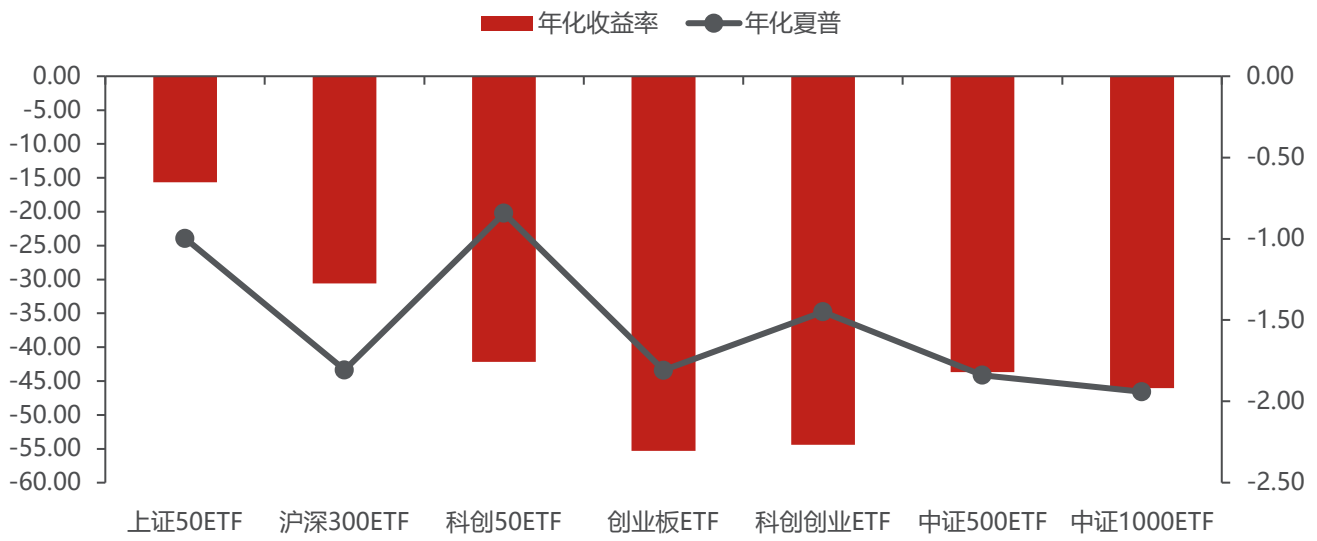
图3：全 A 指数震荡区间各宽基 ETF 表现（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

注：数据统计范围为 2024/10/8-2025/3/17

图4：全 A 指数下跌区间各宽基 ETF 表现（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

注：数据统计范围为 2026/5/13-2026/10/16

仅供内部参考，请勿外传

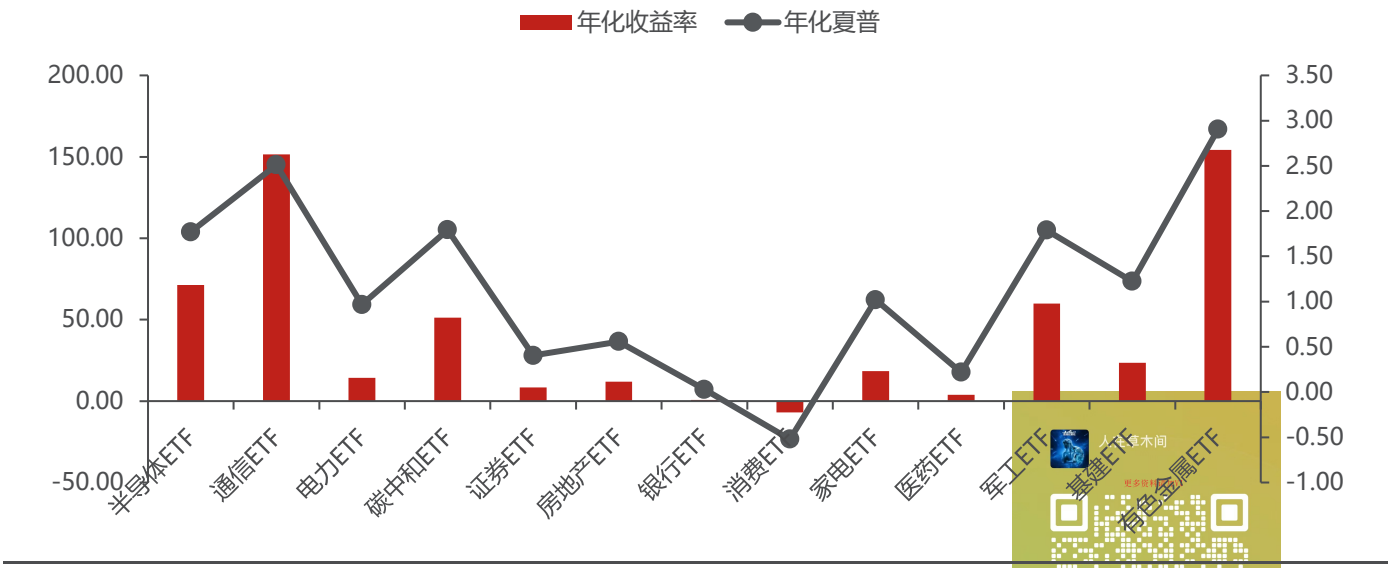
1.2 行业主题 ETF 各类市场环境下的表现

全 A 指数下跌阶段，银行逆势上涨，防御优势集中于少数行业。2026 年 5 月 13 日至 10 月 16 日，银行 ETF 年化收益率达 25.48%，夏普比率为 1.35，是样本中唯一取得正收益的行业 ETF；医药 ETF 年化收益率为-1.80%，同样表现出较强抗跌性。相比之下，军工、碳中和、通信及有色金属 ETF 年化跌幅均超过 50%。行业表现明显分化，防御配置更需重视具体品种，难以简单依赖红利或低估值标签。

全 A 指数震荡阶段，半导体独立走强，银行、家电兼具收益韧性。2024 年 10 月 8 日至 2025 年 3 月 17 日，半导体 ETF 年化收益率达 90.02%，夏普比率为 1.55，两项指标均居样本首位，结构性行情特征鲜明。银行、军工和家电 ETF 年化收益率分别为 20.39%、23.07%和 19.30%，其中银行 ETF 夏普比率达 0.96，风险调整后表现仅次于半导体。电力、房地产及医药 ETF 则录得负收益，震荡环境下行业选择对组合回报的影响较大。

全 A 指数上涨阶段，有色与通信领跑，行业进攻弹性充分释放。2025 年 4 月 7 日至 2026 年 2 月 27 日，有色金属 ETF、通信 ETF 年化收益率分别达 154.32%和 151.55%，夏普比率分别为 2.90 和 2.51，收益及风险调整后表现均领先其他样本；半导体、军工 ETF 年化收益率分别为 71.24%和 59.94%，同样具备较强进攻性。同期银行 ETF 年化收益率仅为 0.81%，消费 ETF 则下跌 6.94%，表明上涨行情并未带来行业普涨，收益主要集中于科技与部分周期方向。

图5：全 A 指数上涨区间各行业主题 ETF 表现（%）

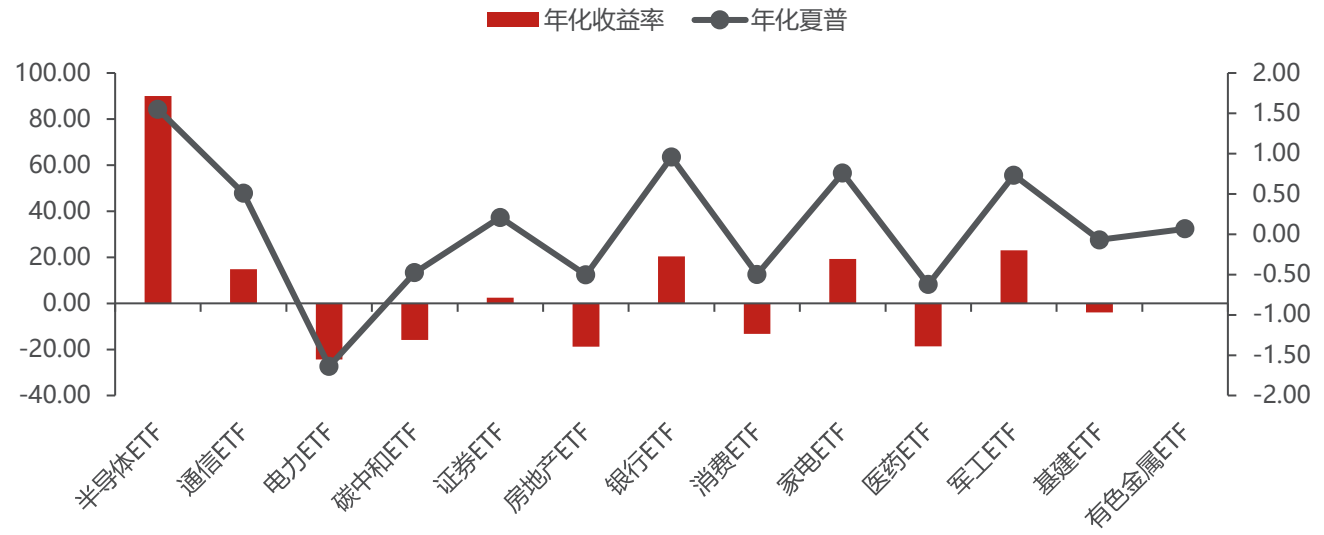


资料来源：Choice，国联民生证券研究所

注：数据统计范围为 2025/4/7-2026/2/27

仅供内部参考，请勿外传

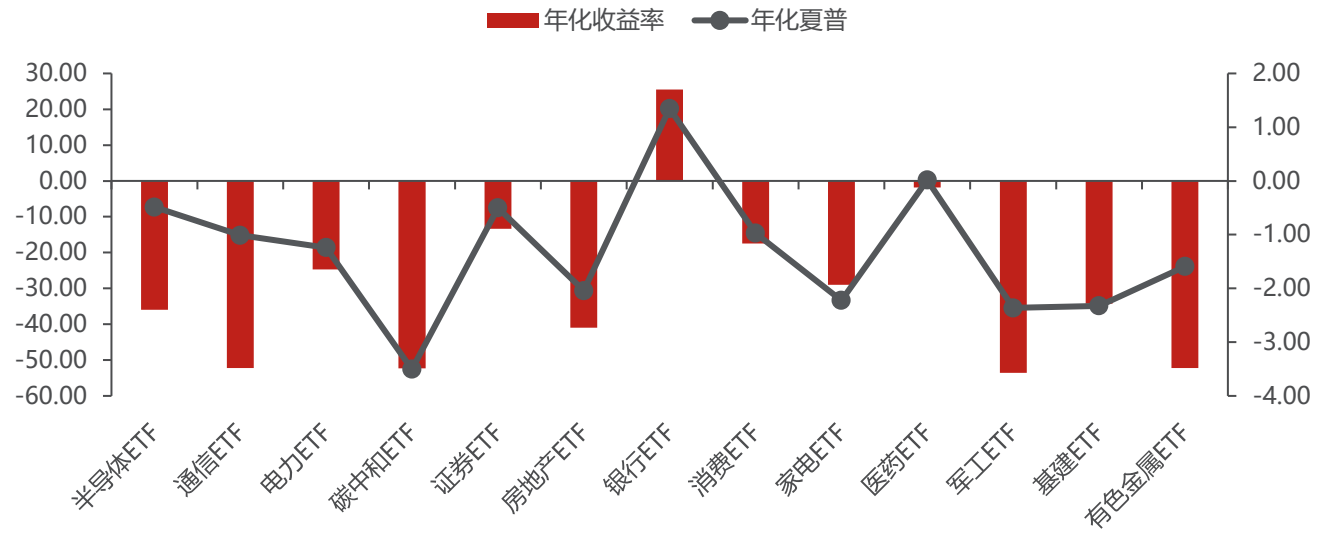
图6：全 A 指数震荡区间各行业主题 ETF 表现（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

注：数据统计范围为 2024/10/8-2025/3/17

图7：全 A 指数下跌区间各行业主题 ETF 表现（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

注：数据统计范围为 2026/5/13-2026/10/16

仅供内部参考，请勿外传

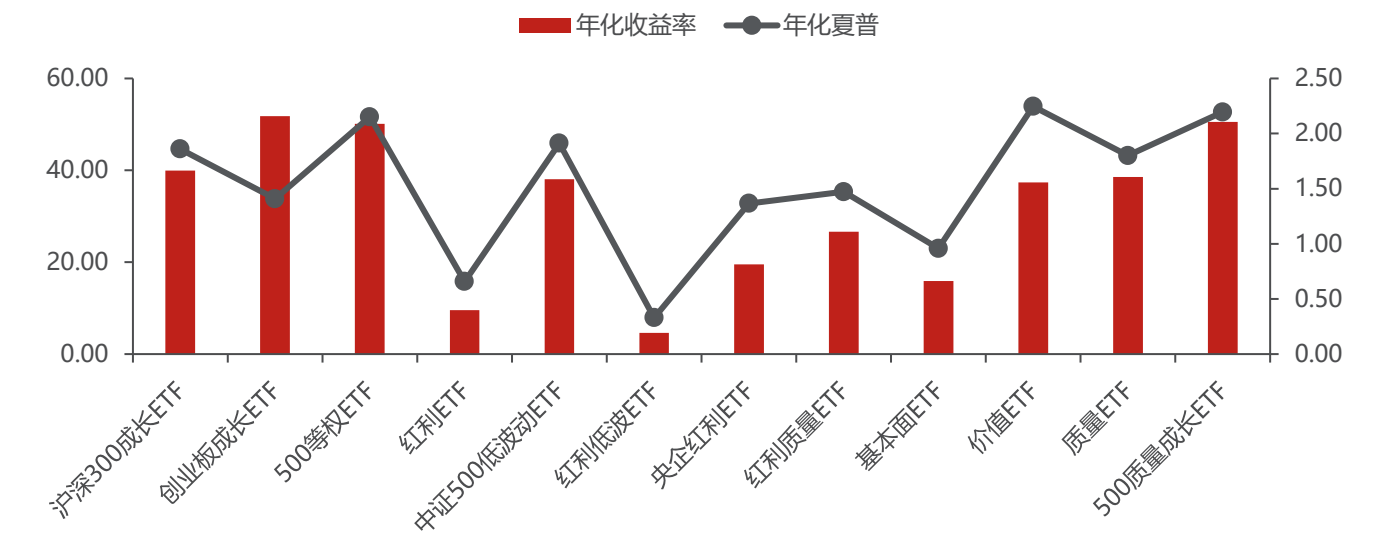
1.3 风格策略 ETF 各类市场环境下的表现

全 A 指数下跌阶段，红利策略防御优势突出，成长风格承压。2026 年 5 月 13 日至 10 月 16 日，红利 ETF、央企红利 ETF 和红利低波 ETF 年化收益率分别为 13.36%、11.92%和 8.87%，是样本中仅有的正收益品种，夏普比率分别为 0.70、0.71 和 0.56。不过，红利质量 ETF 年化下跌 21.26%，表明不同红利策略的防御效果仍有分化。沪深 300 成长 ETF 年化收益率为-42.00%，弱于沪深 300ETF 的-30.61%；500 等权 ETF 则较中证 500ETF 少跌 6.73 个百分点，体现一定抗跌性。

全 A 指数震荡阶段，等权策略相对占优，多数风格产品收益偏弱。2024 年 10 月 8 日至 2025 年 3 月 17 日，500 等权 ETF 年化收益率为 15.48%，夏普比率为 0.62，两项指标均居样本首位，略高于中证 500ETF 的 14.68%和 0.59%。中证 500 低波 ETF、500 质量成长 ETF 分别取得 6.60%和 4.95%的年化收益，而成长、价值及多数红利产品录得负收益。该阶段策略收益差异明显，等权配置表现较好，但相对对应宽基的增益较为有限。

全 A 指数上涨阶段，成长与等权产品收益靠前，价值策略的风险调整后表现更优。2025 年 4 月 7 日至 2026 年 2 月 27 日，创业板成长 ETF、500 质量成长 ETF 和 500 等权 ETF 年化收益率分别为 51.77%、50.51%和 50.14%，位居样本前列；价值 ETF 以 37.36%的年化收益率取得 2.25 的夏普比率，风险调整后回报居首。沪深 300 成长 ETF 年化收益率为 39.98%，较沪深 300ETF 高 11.47 个百分点，但 500 等权 ETF 仍落后于中证 500ETF 的 58.03%，说明策略增强效果具有差异。红利低波 ETF 年化收益率仅为 4.61%，上涨弹性相对有限。

图8：全 A 指数上涨区间各风格策略 ETF 表现（%）

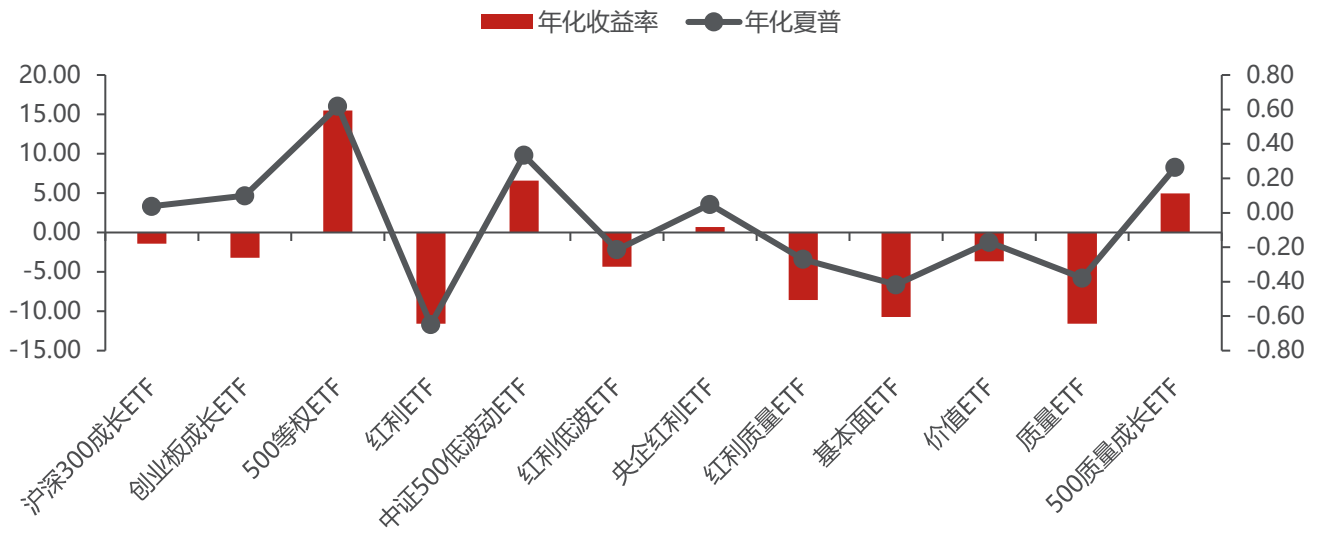


资料来源：Choice，国联民生证券研究所

注：数据统计范围为 2025/4/7-2026/2/27

仅供内部参考，请勿外传

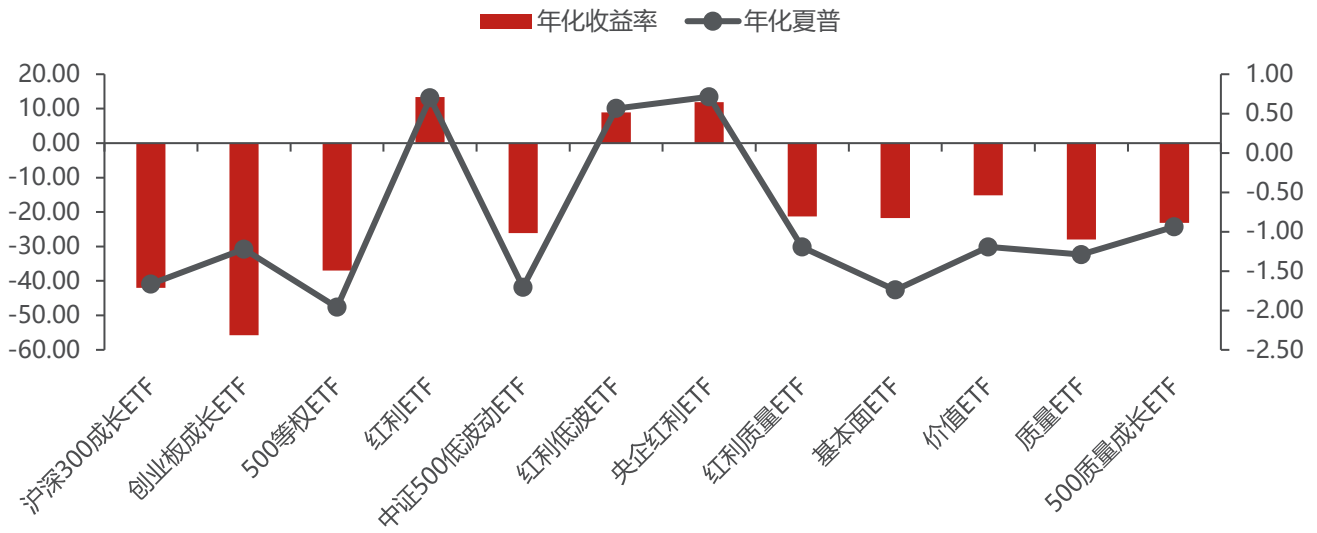
图9：全 A 指数震荡区间各风格策略 ETF 表现（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

注：数据统计范围为 2024/10/8-2025/3/17

图10：全 A 指数下跌区间各风格策略 ETF 表现（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

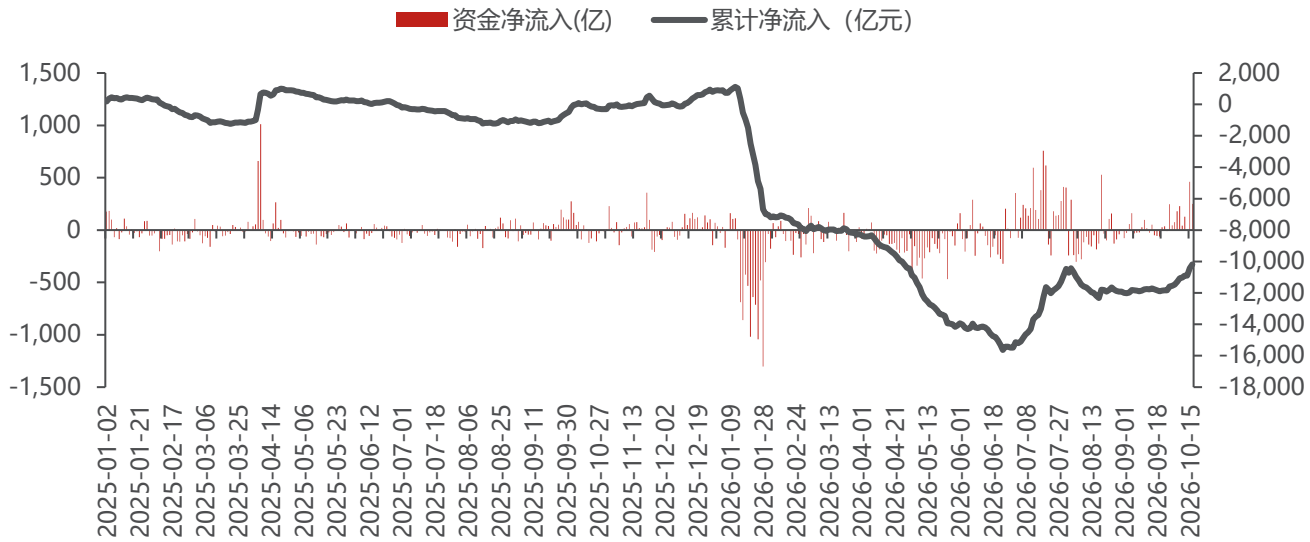
注：数据统计范围为 2026/5/13-2026/10/16

A 股短期或延续震荡整固，资金托底与盈利验证或是后续修复的关键。近期海外利率高位运行、科技产业投资回报预期反复，持续压制市场风险偏好，成长板块调整幅度较大，大盘及防御方向相对占优。与此同时，股票 ETF 净申购释放积极信号，中长期资金介入有望缓解流动性压力，但市场持续回升仍需增量资金、成交活跃度及盈利预期改善配合。**我们认为，短期市场或以震荡和结构轮动为主，三季**

仅供内部参考，请勿外传

报将进一步检验行业景气成色，配置宜重视盈利兑现与估值的匹配程度。

图11：股票型 ETF 资金净流入情况（亿元）



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

ETF 配置宜兼顾红利防御与科技弹性，围绕业绩确定性把握结构性机会。基础配置可关注大盘宽基及分红可持续性较强的红利类 ETF，通过银行、公用事业等方向平衡组合波动；进攻配置则结合三季报表现、估值消化程度与资金承接情况，关注半导体、通信及算力产业链中的景气优势环节。宜兼顾科技与红利，关注业绩改善的科技硬件、部分有色及高股息资产。考虑到科技板块持续修复仍需企稳信号验证，短期宜分步布局；中小盘可待成交和赚钱效应扩散后进一步关注，周期品种则需结合商品价格与盈利趋势筛选。

仅供内部参考，请勿外传

2 本周大类资产表现

2.1 大类资产表现复盘

本周海外紧缩预期与地缘扰动交织，权益及商品市场整体承压，债券资产表现相对稳健。权益方面，A 股主要指数跌幅为 0.37%—6.77%，大盘及红利方向相对抗跌；恒生指数、恒生科技指数分别下跌 0.10%、2.13%。海外股市分化，标普 500、纳斯达克指数分别下跌 1.95%、4.48%，道琼斯工业指数上涨 0.67%；图示欧洲主要股指全线上涨，涨幅为 0.22%—3.13%，其中欧洲斯托克 50、富时意大利 MIB 分别上涨 0.50%、0.22%；日经 225、韩国 KOSPI200 分别下跌 5.37%、15.93%。商品方面，贵金属、有色金属及农产品普遍走弱，跌幅分别为 0.70%—6.41%、1.24%—3.25%和 1.15%—2.44%，布伦特原油上涨 4.99%。美元指数下跌 0.44%。债券方面，各期限国债、高等级信用债指数分别上涨 0.05%—0.64%、0.08%—0.64%，长久期品种涨幅居前；2 年期、10 年期美债期货分别上涨 0.18%、0.99%，中证转债指数随权益市场调整，下跌 3.64%。

仅供内部参考，请勿外传

图12：大类资产表现一览（%）

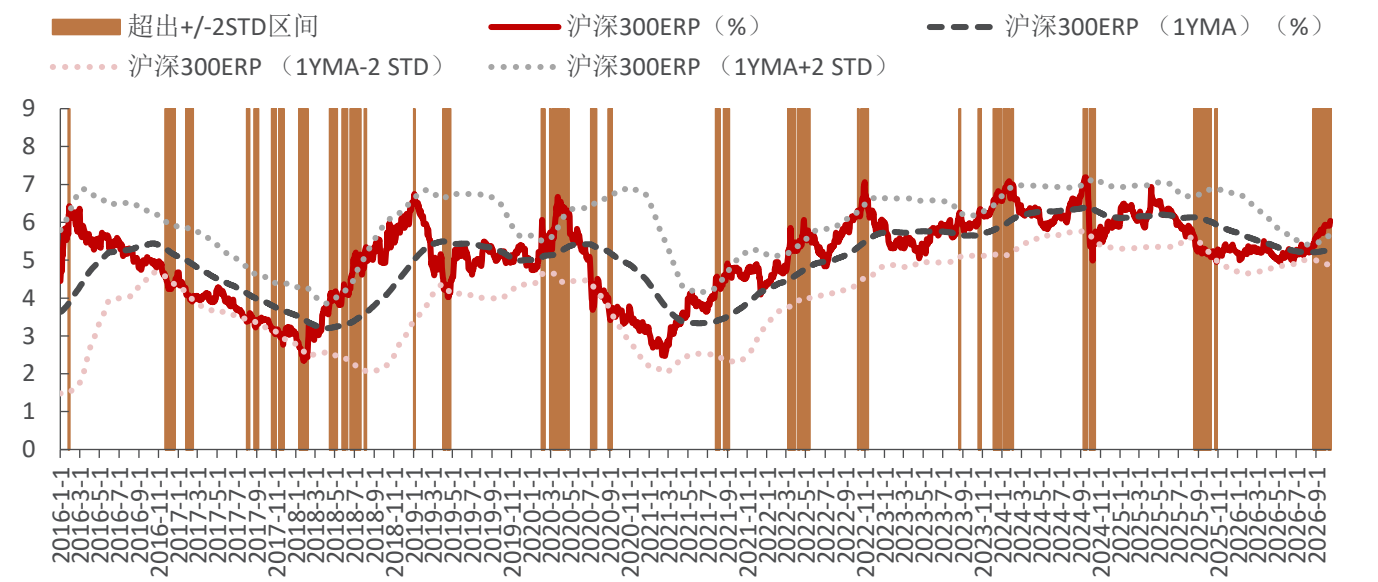
资产类别		资产	年初至今	近1周	近1月	近3月	近6月	近1年
权益	A股	上证指数	-5.88	-2.56	-4.51	-0.76	-7.80	-2.72
		上证50	-8.75	-1.39	-3.32	-2.19	-4.99	-6.81
		沪深300	-10.32	-3.40	-7.88	-8.32	-12.19	-8.02
		中证500	-8.36	-6.60	-12.28	-8.95	-16.71	-2.49
		中证2000	-9.38	-6.40	-9.07	1.09	-16.75	-2.05
		中证红利	0.94	-0.37	1.72	5.18	-2.45	-0.73
		科创50	-0.13	-6.77	-18.77	-21.74	-5.69	-1.52
	港股	恒生指数	-6.88	-0.10	-3.57	-2.83	-8.76	-5.46
		恒生科技	-26.65	-2.13	-8.16	-12.49	-19.77	-29.76
	境外	标普500	12.35	-1.95	0.53	3.12	7.92	15.41
		纳斯达克	13.72	-4.48	-0.35	3.57	8.02	16.54
		道琼斯工业平均	8.12	0.67	0.55	-0.35	5.09	12.50
		欧洲斯托克50	6.10	0.50	-1.47	-1.38	1.44	9.58
		德国DAX	3.39	2.13	0.06	1.97	2.50	6.25
		法国CAC40	-3.45	1.97	-2.44	-5.65	-6.61	-3.75
		英国富时100	8.39	3.13	0.99	1.55	0.91	15.07
		富时意大利MIB	9.22	0.22	-4.77	-5.39	0.44	17.55
		西班牙IBEX35	10.00	1.54	-2.43	-0.92	3.00	22.04
		日经225	27.29	-5.37	-1.45	-0.10	9.58	34.66
		韩国KOSPI200	41.72	-15.93	-21.23	-20.51	-7.80	63.43
债券	利率债	中债国债总财富(1-3年)指数	1.39	0.05	0.15	0.35	0.80	1.86
		中债国债总财富(3-5年)指数	2.33	0.13	0.28	0.67	1.29	2.80
		中债国债总财富(5-7年)指数	3.22	0.16	0.37	0.98	1.83	3.53
		中债国债总财富(7-10年)指数	3.86	0.29	0.50	1.42	2.39	3.90
		中债国债总财富(10年以上)指数	7.46	0.64	1.57	4.14	5.55	4.92
	信用债	中债高信用等级债券财富(1-3年)指数	2.23	0.08	0.27	0.63	1.26	2.80
		中债高信用等级债券财富(3-5年)指数	3.57	0.15	0.47	1.09	2.00	4.40
		中债高信用等级债券财富(5-7年)指数	4.85	0.24	0.66	1.59	2.70	6.03
		中债高信用等级债券财富(7-10年)指数	6.31	0.39	1.02	2.26	3.56	6.99
		中债高信用等级债券财富(10年以上)指数	8.19	0.64	1.72	3.78	5.75	8.70
	可转债	中证转债指数	-7.68	-3.64	-5.90	-7.86	-11.96	-4.24
	美债	2Y美债期货	-2.28	0.18	-0.02	-1.05	-1.71	-2.25
		10Y美债期货	-6.06	0.99	-0.29	-3.36	-5.15	-6.72
商品	贵金属	COMEX黄金	-3.56	-0.70	-3.37	3.33	-13.20	-0.35
		COMEX白银	-19.08	-6.41	-10.53	-0.52	-28.25	11.21
	能源	布伦特原油	80.69	4.99	1.10	29.43	15.82	77.60
		NYMEX天然气	-0.42	-3.20	6.78	6.60	19.43	3.35
	有色金属	LME铜	14.91	-1.24	1.74	5.73	8.16	34.87
		LME铝	0.37	-1.33	-7.52	-4.60	-17.00	7.87
		LME锌	17.79	-3.25	-3.90	3.67	8.29	23.85
		LME镍	-8.24	-1.61	-3.58	-8.67	-15.64	0.67
	黑色系	铁矿石	-14.82	-1.61	-5.01	-11.45	-11.40	-13.84
	农产品	CBOT小麦	30.13	-1.68	-9.44	-2.62	9.64	32.28
		CBOT玉米	7.72	-1.15	-11.48	1.01	5.10	13.80
		CBOT大豆	20.33	-2.44	-4.42	4.89	8.01	25.24
外汇	美元	美元指数	3.57	-0.44	2.16	1.26	3.77	3.15
	人民币	美元兑人民币汇率	-4.34	-0.08	-0.40	-1.24	-1.93	-6.13
	欧元	欧元兑美元汇率	-4.31	0.33	-2.62	-1.96	-4.74	-3.50
	英镑	英镑兑美元汇率	-1.04	0.74	-1.10	-1.55	-1.72	-0.55
	日元	美元兑日元汇率	0.84	-0.19	1.87	-2.58	-0.61	4.60

资料来源：Choice，国联民生证券研究所

截至 2026 年 10 月 16 日，沪深 300 指数股债溢价率（ERP）为 6.04%，较 10 月 9 日上行 13bp，反映出权益资产相对债券的估值优势进一步凸显，当前 ERP 已突破 1YMA+2 倍标准差上限。

仅供内部参考，请勿外传

图13：股债溢价率（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

2.2 权益市场

本周（10 月 12 日–10 月 16 日）A 股多数下跌，消费与红利板块相对占优，科技成长板块回调较为显著。上涨板块中，传媒、食品饮料、煤炭涨幅居前，分别上涨 3.59%、2.48%、1.00%；银行、非银金融、家电分别上涨 0.41%、0.29%、0.26%。下跌板块中，通信、电子跌幅居前，分别下跌 11.54%、9.82%；机械、基础化工、建材、房地产分别下跌 7.94%、7.39%、6.82%、6.40%；电力设备及新能源、有色金属、钢铁、计算机分别下跌 5.31%、5.17%、1.78%、4.69%；综合、医药、汽车、消费者服务、轻工制造分别下跌 4.47%、4.46%、4.25%、4.13%、3.95%；电力及公用事业、商贸零售、国防军工、建筑、纺织服装、农林牧渔分别下跌 2.06%、1.82%、1.72%、1.72%、1.52%、1.44%；石油石化、交通运输、综合金融分别下跌 1.25%、1.17%、1.07%。

行情复盘：本周 A 股指数调整，科技板块回调。海外利率压力与 AI 交易降温共振，是本周风险偏好回落的重要原因。美国 9 月 CPI、PPI 同比分别上涨 3.7%、6.3%，均高于市场预期，推动美联储进一步加息的预期升温，美债长端收益率一度冲高。10 月 16 日，沃什表示不会预判后续议息会议的利率决策，未释放明确的 10 月加息信号。其讲话后，市场对 10 月加息的预期有所降温，但政策路径仍存在不确定性，高利率环境对风险资产估值的约束或尚未消除。与此同时，市场对 AI 产业融资及投资回报的审视趋严，美股科技与芯片板块调整向亚太市场传导，A 股科技板块同步承压。中东局势反复进一步增加市场不确定性，推动权益配置向防御方向倾斜，跨市场、跨行业的收益分化有所加剧。

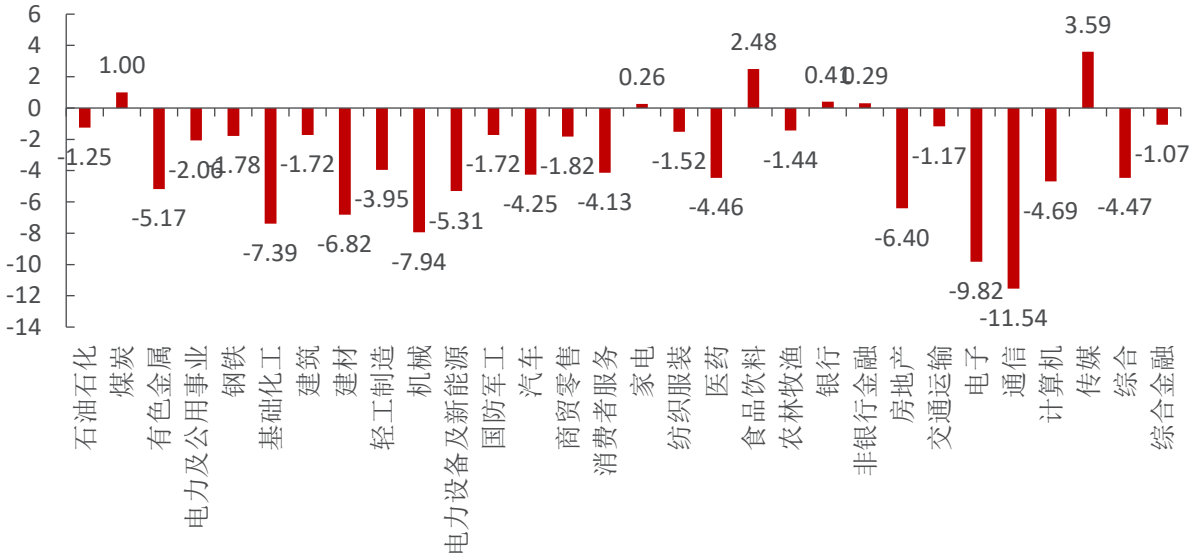
A 股方面，风险溢价回落与政策预期改善有望驱动估值修复。当前 A 股的驱

仅供内部参考，请勿外传

动力在于市场风险偏好的边际改善，随着海外不确定性逐步被市场消化、美债利率上行压力趋缓，外部扰动对 A 股估值的约束有望减弱，叠加国内稳增长与资本市场支持政策持续发力，市场下行风险总体可控。考虑到当前交易拥挤主要集中于部分科技龙头，市场尚不具备全面估值扩张的基础，后续行情或更多体现为结构性的修复。配置上建议重点关注政策支持与产业景气形成共振、盈利预期有望上修的优质科技板块，同时通过红利等高股息资产平衡组合波动。

美股方面，盈利增长与科技产业趋势支撑市场上行。与 A 股主要依赖风险偏好修复不同，美股的定价逻辑更侧重于企业盈利兑现与产业景气延续。美国经济韧性较强，企业盈利增长或具备一定持续性，叠加 AI 相关资本开支扩张及技术商业化进程推进，有望继续支撑美股盈利预期。尽管地缘政治风险及美联储政策不确定性可能引发阶段性估值波动，但在盈利增长支撑下，流动性收紧预期对美股的压制或相对有限。配置上建议以盈利确定性和业绩兑现能力为核心筛选标准，重点关注具备技术壁垒与现金流优势的科技龙头，把握市场回调带来的布局机会。

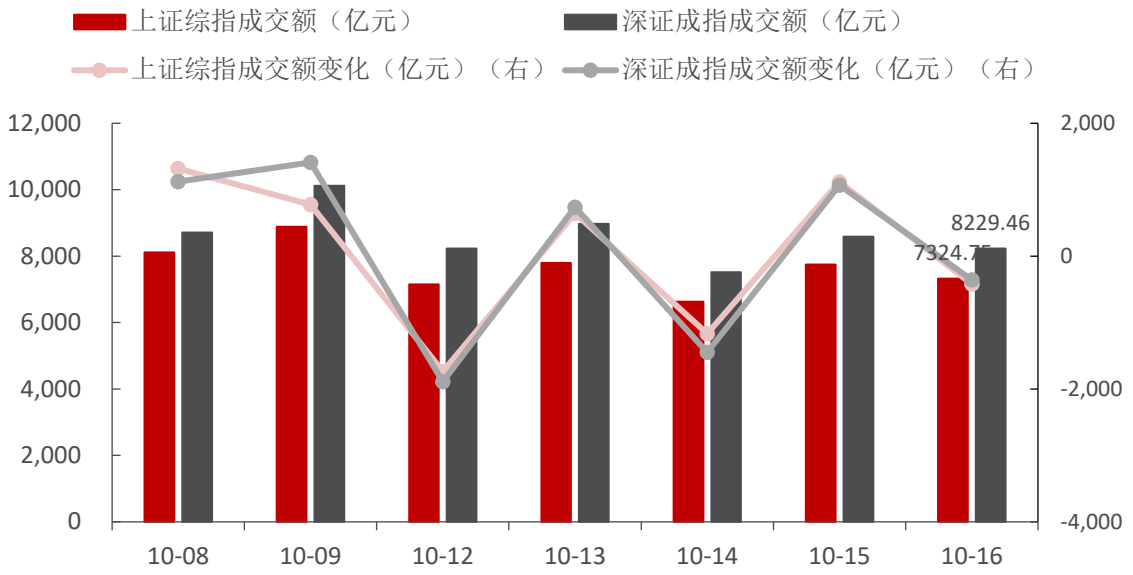
图14：各行业本周涨跌幅（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

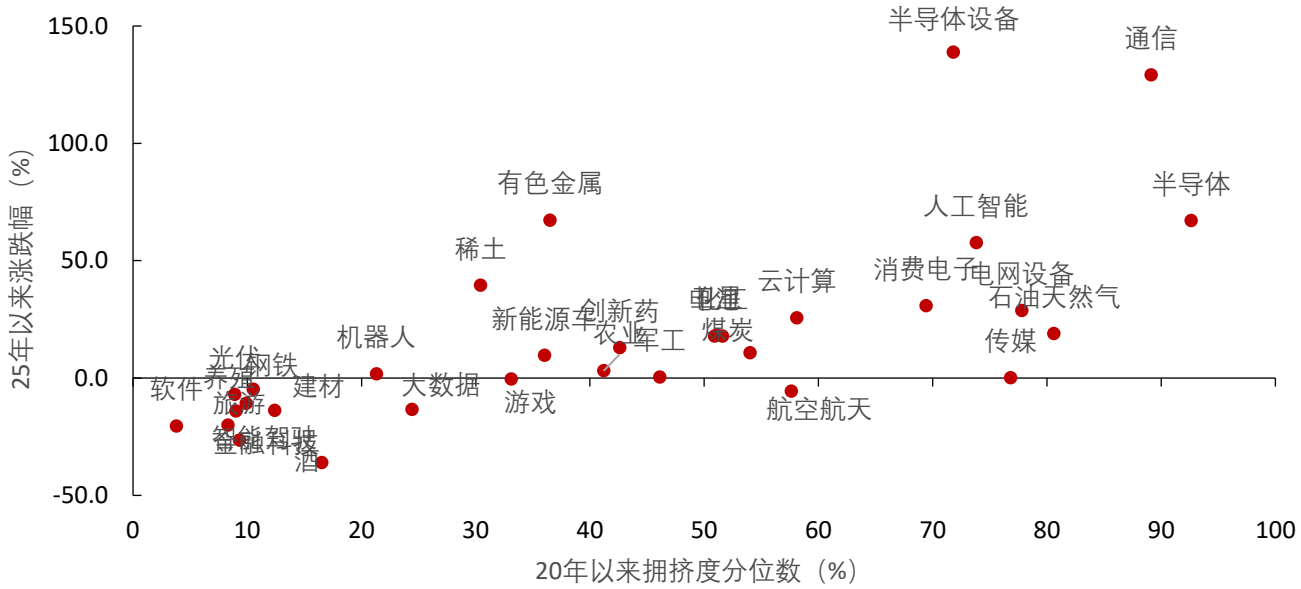
仅供内部参考，请勿外传

图15：沪深两市成交额（亿元）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

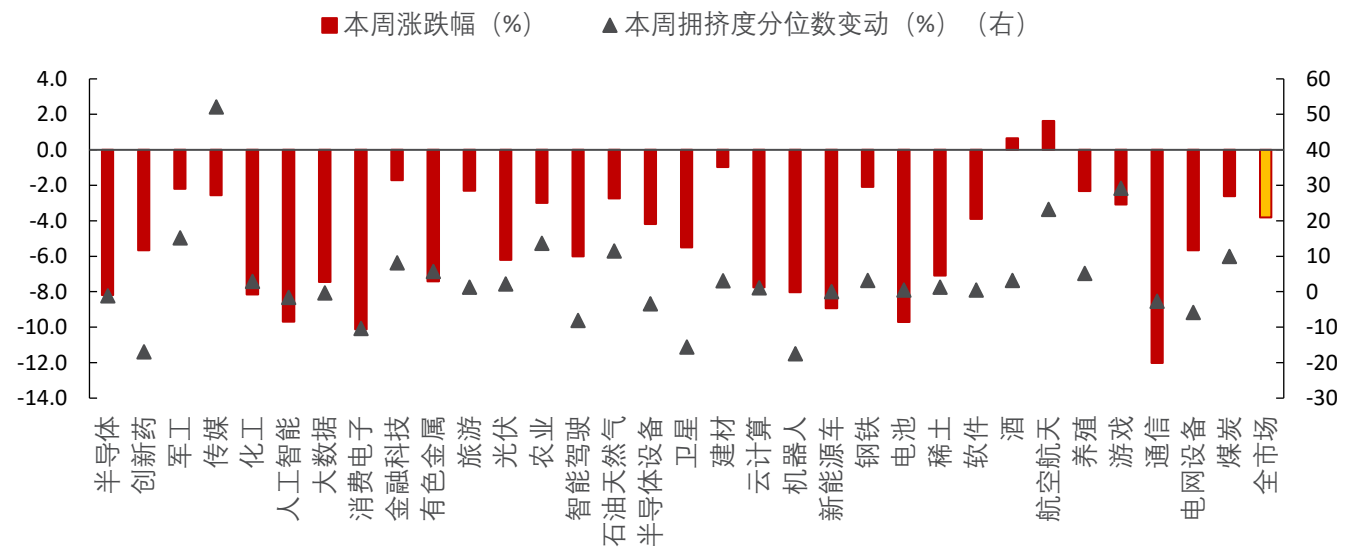
图16：各主题板块 2025 年以来涨跌幅及 2020 年以来拥挤度分位数情况（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

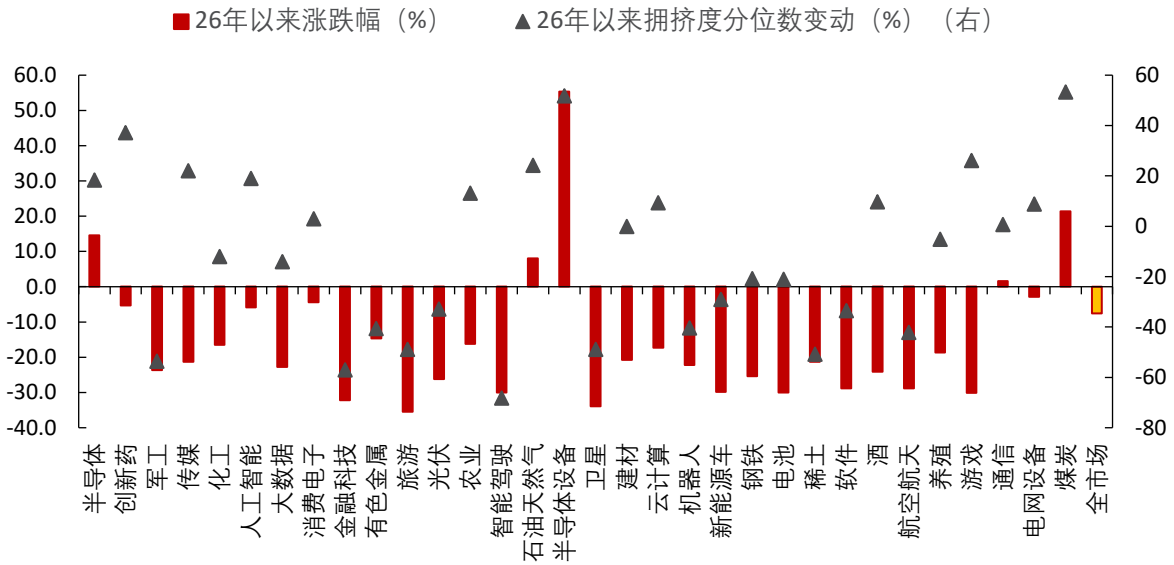
仅供内部参考，请勿外传

图17：各主题板块本周涨跌幅及拥挤度分位数情况（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

图18：各主题板块今年以来涨跌幅及拥挤度分位数情况（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

2.3 债券市场

本周（10 月 12 日—10 月 16 日）债券市场整体走强，国债收益率普遍下行。具体来看，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 和 30Y 国债收益率分别下行 4.69BP、0.87BP、2.74BP、4.35BP、3.84BP 和 3.15BP，至 1.17%、1.27%、1.38%、1.47%、1.65%和 2.06%，其中短端 1Y 及中长期 7Y 收益率下行幅度相对较大。国债期货主力合约全线上涨，2Y、5Y、10Y 和 30Y 国债期货结算价分别上涨 0.10 元、0.23 元、

仅供内部参考，请勿外传

0.34 元和 0.78 元，债券市场情绪有所改善。

行情复盘：流动性方面，本周央行累计开展 2,760 亿元 7 天期逆回购及 7,000 亿元买断式逆回购操作，综合到期规模后净投放 1,740 亿元，维持银行体系流动性合理充裕。其中，6 个月期买断式逆回购加量续作 2,000 亿元，进一步稳定市场流动性预期。基本面方面，本周 9 月物价、进出口及金融数据集中公布，部分指标有所改善，但居民融资需求仍偏弱，社融存量同比增速由 8 月的 7.2%降至 7.1%，市场对经济持续修复的预期仍有分歧。信用债方面，中短票收益率普遍下行，但部分信用利差有所走阔，其中 3Y、5Y AAA 级中短票信用利差分别走阔 0.60BP 和 3.06BP 至 17.27BP 和 18.98BP，反映高等级信用债相对国开债表现偏弱。

中债方面，资金面宽松与配置需求仍对债市形成支撑，但收益率进一步下行需要新的催化。 当前实体融资需求修复仍偏缓，居民信贷偏弱，叠加央行维持流动性合理充裕，债券市场仍具备一定配置支撑。与此同时，随着本周收益率快速下行，10Y 国债收益率已回落至 1.65%附近，利率进一步下行的空间需要增量宽松预期或基本面进一步走弱形成支撑。后续需重点关注政府债券供给、货币政策操作及经济数据的边际变化。策略上建议维持适度久期，关注中短端票息收益及中长端调整后的配置机会，避免收益率快速下行后过度追涨。

美债方面，通胀约束与避险需求交织，收益率自前期高位明显回落。 本周美国 9 月通胀数据高于市场预期，一度强化市场对美联储进一步收紧货币政策的担忧，但随后美股科技板块调整、市场风险偏好回落，推动避险资金流向美债。截至 10 月 16 日，10Y 美债收益率较 10 月 9 日下行约 15BP 至 5.09%。尽管美债收益率明显回落，但美国经济仍具有一定韧性，通胀压力尚未完全消退，叠加中东地缘冲突可能进一步推升能源价格，货币政策宽松空间仍受到约束。预计短期美债收益率仍以高位震荡为主，后续走势取决于通胀演变、美联储政策预期及市场风险偏好的变化。

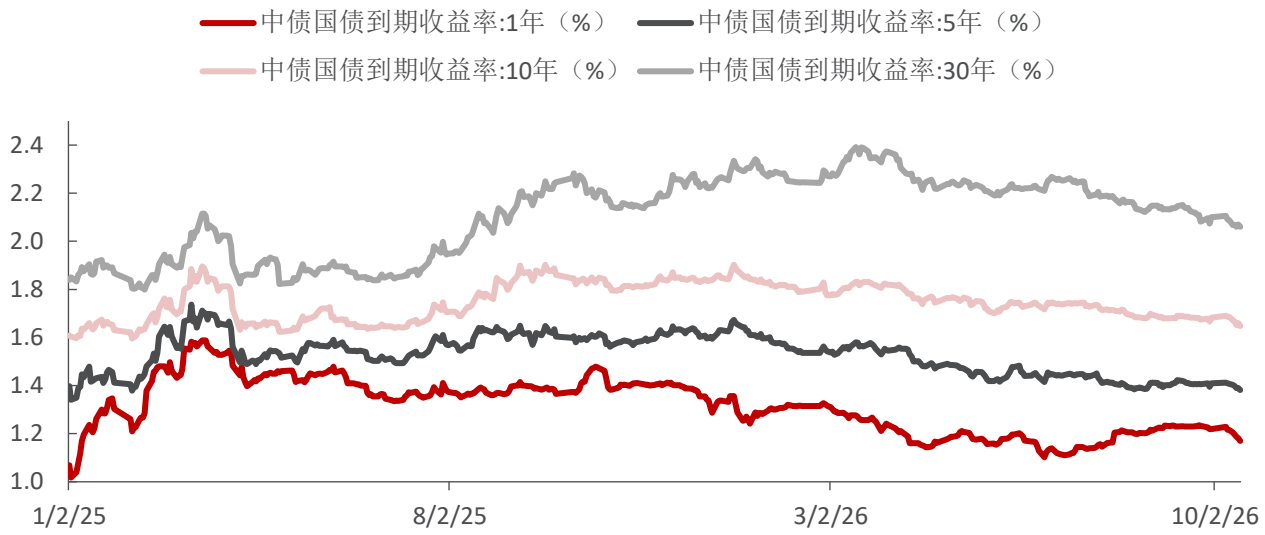
图19：各债券品种持有 3 个月收益测算情况（%）

债券品种		假设持有期为3个月，曲线形态不变								假设持有期为3个月，曲线上行20BP								假设持有期为3个月，曲线下行10BP							
		1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	30Y	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	30Y	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	30Y
国债		0.31%	0.35%	0.33%	0.38%	0.41%	0.44%	0.54%	0.63%	0.16%	0.01%	-0.21%	-0.35%	-0.50%	-0.83%	-1.24%	-3.77%	0.38%	0.52%	0.60%	0.74%	0.87%	1.07%	1.43%	2.83%
国开债		0.36%	0.35%	0.37%	0.39%	0.40%	0.51%	0.48%	-	0.21%	0.01%	-0.16%	-0.33%	-0.51%	-0.75%	-1.30%	-	0.43%	0.52%	0.64%	0.75%	0.85%	1.14%	1.37%	-
中短票	AAA	0.37%	0.42%	0.42%	0.46%	0.44%	0.54%	0.56%	-	0.23%	0.08%	-0.11%	-0.26%	-0.46%	-0.72%	-1.20%	-	0.45%	0.59%	0.69%	0.82%	0.89%	1.16%	1.44%	-
	AA+	0.39%	0.43%	0.43%	0.48%	0.47%	0.59%	0.65%	-	0.24%	0.09%	-0.10%	-0.24%	-0.44%	-0.66%	-1.09%	-	0.46%	0.60%	0.70%	0.84%	0.92%	1.21%	1.52%	-
	AA	0.40%	0.44%	0.44%	0.49%	0.52%	0.65%	0.81%	-	0.25%	0.10%	-0.09%	-0.23%	-0.38%	-0.60%	-0.91%	-	0.47%	0.62%	0.70%	0.85%	0.97%	1.27%	1.67%	-
	AA-	0.49%	0.53%	0.64%	0.64%	0.63%	-	-	-	0.34%	0.19%	0.11%	-0.07%	-0.26%	-	-	-	0.56%	0.70%	0.90%	1.00%	1.07%	-	-	-
城投	AAA	0.39%	0.42%	0.42%	0.46%	0.47%	0.54%	0.58%	-	0.24%	0.08%	-0.11%	-0.26%	-0.43%	-0.72%	-1.18%	-	0.46%	0.59%	0.69%	0.82%	0.92%	1.17%	1.46%	-
	AA+	0.39%	0.42%	0.43%	0.47%	0.47%	0.57%	0.66%	-	0.24%	0.08%	-0.10%	-0.25%	-0.43%	-0.68%	-1.08%	-	0.46%	0.59%	0.70%	0.83%	0.92%	1.20%	1.53%	-
	AA	0.39%	0.44%	0.43%	0.50%	0.47%	0.66%	0.70%	-	0.24%	0.10%	-0.10%	-0.22%	-0.43%	-0.59%	-1.03%	-	0.46%	0.61%	0.70%	0.86%	0.92%	1.28%	1.56%	-
	AA(2)	0.39%	0.45%	0.44%	0.51%	0.49%	0.80%	0.83%	-	0.25%	0.11%	-0.09%	-0.21%	-0.41%	-0.44%	-0.88%	-	0.47%	0.62%	0.71%	0.87%	0.94%	1.42%	1.68%	-
	AA-	0.40%	0.47%	0.45%	0.63%	0.62%	1.04%	1.20%	-	0.26%	0.13%	-0.08%	-0.09%	-0.27%	-0.19%	-0.45%	-	0.48%	0.64%	0.72%	0.99%	1.07%	1.65%	2.02%	-
二级资本债	AAA-	0.39%	0.42%	0.44%	0.49%	0.50%	0.55%	0.53%	-	0.24%	0.08%	-0.09%	-0.23%	-0.40%	-0.71%	-1.22%	-	0.46%	0.59%	0.71%	0.85%	0.95%	1.17%	1.41%	-
	AA+	0.40%	0.42%	0.44%	0.49%	0.52%	0.54%	0.55%	-	0.25%	0.08%	-0.09%	-0.23%	-0.38%	-0.72%	-1.21%	-	0.47%	0.59%	0.71%	0.85%	0.97%	1.16%	1.42%	-
	AA	0.41%	0.43%	0.46%	0.50%	0.53%	0.64%	0.58%	-	0.26%	0.09%	-0.07%	-0.22%	-0.37%	-0.61%	-1.17%	-	0.48%	0.60%	0.72%	0.86%	0.98%	1.26%	1.45%	-
	AA-	0.42%	0.44%	0.48%	0.55%	0.58%	0.79%	0.65%	-	0.27%	0.10%	-0.05%	-0.17%	-0.31%	-0.44%	-1.06%	-	0.49%	0.61%	0.74%	0.91%	1.03%	1.41%	1.51%	-
银行永续债	AAA-	0.39%	0.41%	0.45%	0.50%	0.51%	0.58%	0.60%	-	0.24%	0.07%	-0.08%	-0.21%	-0.39%	-0.67%	-1.15%	-	0.46%	0.58%	0.72%	0.86%	0.96%	1.21%	1.47%	-
	AA+	0.39%	0.42%	0.46%	0.51%	0.52%	0.63%	0.61%	-	0.24%	0.08%	-0.07%	-0.21%	-0.38%	-0.62%	-1.13%	-	0.47%	0.59%	0.72%	0.87%	0.97%	1.25%	1.48%	-
	AA	0.40%	0.42%	0.46%	0.52%	0.53%	0.68%	0.65%	-	0.25%	0.08%	-0.07%	-0.20%	-0.37%	-0.56%	-1.08%	-	0.48%	0.59%	0.73%	0.87%	0.98%	1.31%	1.52%	-
	AA-	0.42%	0.44%	0.58%	0.61%	0.60%	0.82%	0.74%	-	0.28%	0.10%	0.05%	-0.10%	-0.30%	-0.41%	-0.96%	-	0.50%	0.61%	0.84%	0.97%	1.04%	1.44%	1.59%	-

资料来源：Choice，国联民生证券研究所测算

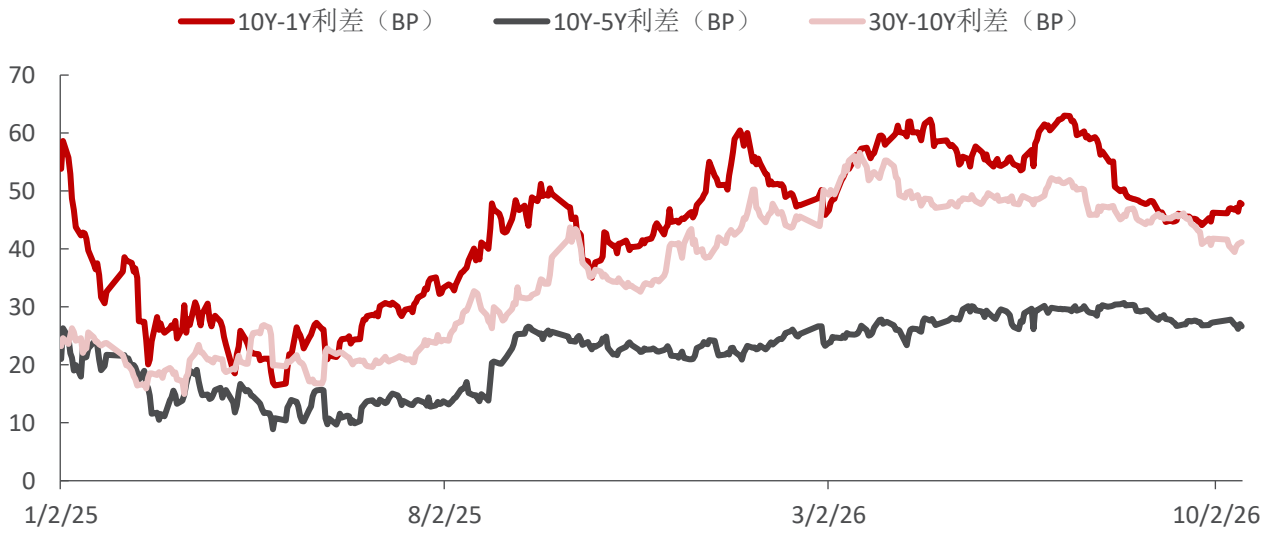
仅供内部参考，请勿外传

图20：2025 年以来国债收益率走势（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

图21：2025 年以来国债期限利差走势（BP）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

图22：近一周中短票信用利差变化（BP）

截至2026-10-16	近一周信用利差变化（BP）				
	AAA+	AAA	AAA-	AA+	AA
1Y	-1.97	-2.91	-2.91	-1.91	-0.91
3Y	0.51	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15
5Y	-0.03	-0.8	-0.8	0.2	-0.8
7Y	0.32	1.4	-0.6	-0.6	-0.6
10Y	-0.18	-0.33	-0.33	-2.33	-2.33

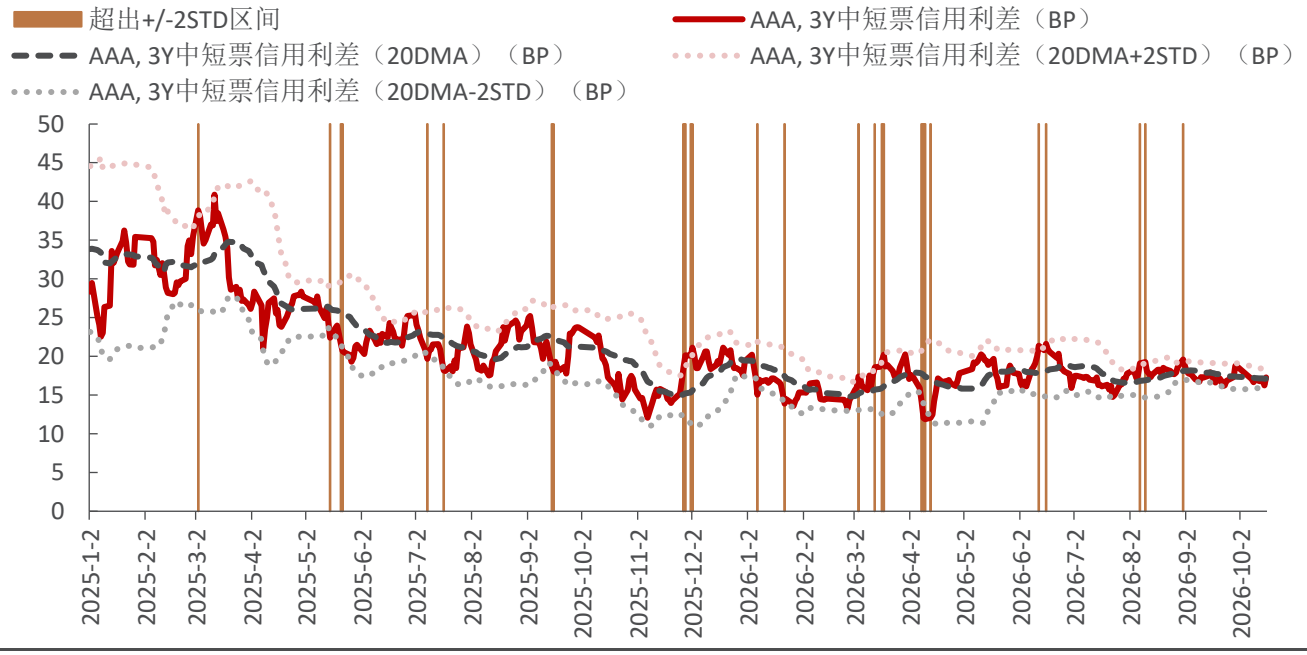
资料来源：Choice，国联民生证券研究所

图23：中短票信用利差及 2024 年以来分位数（BP，%）

截至2026-10-16	信用利差（BP）					2024年初以来信用利差分位数				
	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA+	8.58	13.52	15.6	13.8	19.26	8.1%	6.8%	2.0%	17.2%	16.9%
AAA	9.07	16.67	15.92	15.24	20.46	4.9%	16.6%	1.0%	8.1%	11.7%
AAA-	10.07	18.67	17.92	19.24	29.46	1.5%	9.4%	0.2%	6.6%	11.9%
AA+	12.07	20.67	21.92	24.24	35.46	0.8%	3.6%	0.8%	5.2%	9.2%
AA	15.07	24.67	28.92	38.24	61.46	2.9%	0.4%	0.7%	5.9%	10.7%

资料来源：Choice，国联民生证券研究所

图24：2025 年以来 AAA 级中短票信用利差走势（BP）

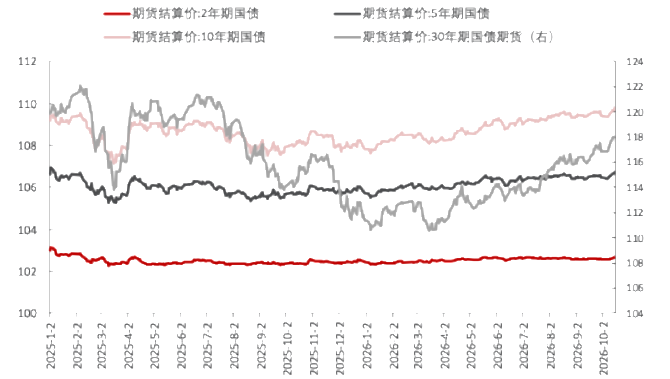


资料来源：Choice，国联民生证券研究所

注：数据截至 2026/10/16

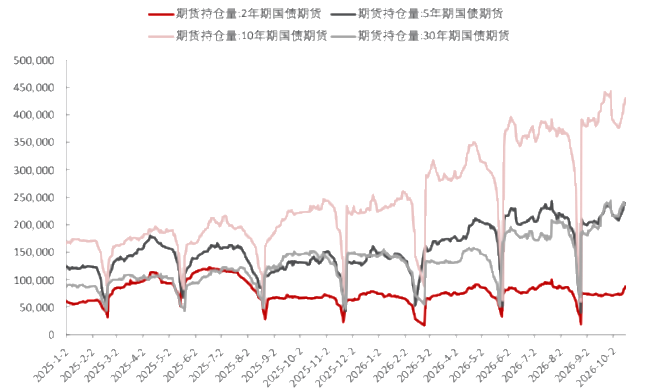
仅供内部参考，请勿外传

图25：国债期货价格走势（元）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

图26：国债期货持仓量（手）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

2.4 商品市场

本周（10 月 12 日—10 月 16 日）南华商品指数普遍下跌，国际原油价格则明显上涨。具体来看，南华综合指数下跌 2.07%，金属、贵金属和农产品分别下跌 2.60%、2.16%和 2.82%，能化与工业品分别下跌 2.37%和 2.52%。海外贵金属方面，伦敦现货黄金和白银分别下跌 0.71%和 6.25%，白银调整幅度较大。国际原油价格则明显反弹，WTI 和布伦特原油期货结算价分别上涨 10.41%和 4.91%，至 101.41 美元/桶和 109.86 美元/桶。

行情复盘：本周商品市场整体承压，但地缘风险推动国际原油价格逆势上涨。贵金属方面，美国 9 月通胀数据偏强，强化市场对货币政策维持偏紧的担忧，前期利率压力及投资者仓位调整对金银价格形成扰动。不过，随着本周后期美债收益率明显回落、美元走弱，贵金属价格获得一定支撑。能源方面，中东地缘局势持续紧张，市场对沙特能源设施及原油运输安全的担忧升温，推动国际油价快速反弹。与此同时，美国原油库存下降进一步强化供应偏紧预期。不过，国际能源署协调战略储备释放，以及市场对部分能源制裁可能调整的预期，对油价上行形成一定制约。

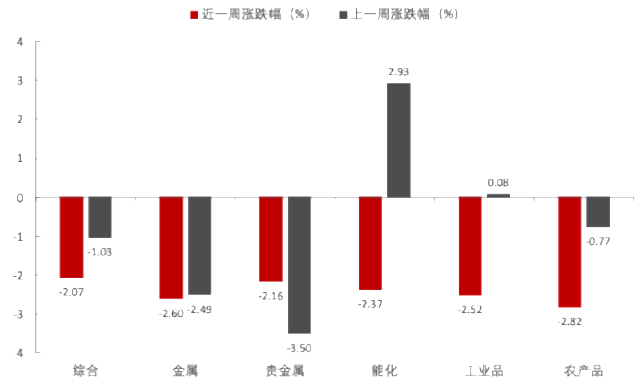
黄金方面，实际利率与美元回落提供边际支撑，但短期价格仍受货币政策预期和交易情绪扰动。 本周美国 10Y TIPS 收益率由 2.91%降至 2.74%，美元指数由 102.23 降至 101.78，理论上有利于缓解黄金的持有成本压力，但金价全周仍小幅下跌，反映价格走势并非完全由实际利率和美元主导，前期紧缩预期及市场仓位调整的影响仍在。从中长期看，全球财政债务压力、地缘政治不确定性及储备资产多元化趋势仍为黄金提供配置支撑。但短期美国通胀压力尚未消退，美联储政策路径仍存在不确定性，金价可能维持较高波动。配置上可关注调整后的中长期布局机会，同时警惕货币政策预期反复带来的短期回撤。

原油方面，中东地缘风险重新推升供应溢价，短期油价或继续维持高位波动。本周国际原油价格明显上涨，WTI 涨幅超过 10%，布伦特原油重新升至 110 美元/桶附近，反映中东局势升级背景下市场对原油供应安全的担忧明显增强。与此同

仅供内部参考，请勿外传

时，美国原油库存下降，对短期价格形成进一步支撑。不过，战略储备持续释放、部分能源制裁可能调整以及高油价对终端需求的抑制，均可能限制油价进一步上涨的空间。预计短期原油价格仍主要受到地缘局势及供应扰动主导，波动可能维持高位；中期走势则取决于中东供应恢复情况、战略储备释放效果及全球原油需求变化。

图27：本周南华商品指数涨跌幅（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

图28：贵金属现货价格走势（美元/盎司）



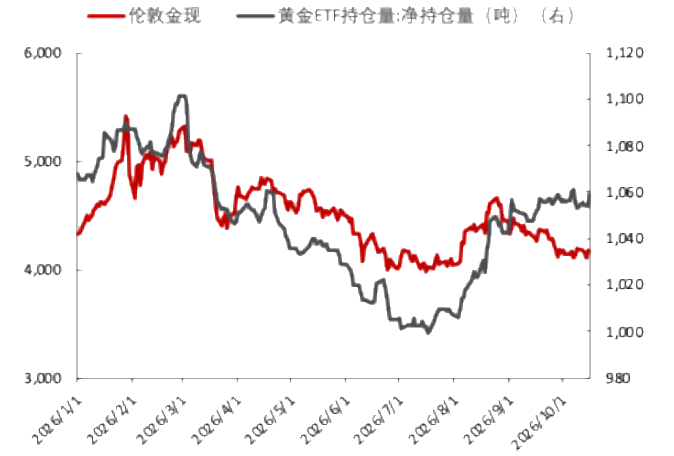
资料来源：Choice，国联民生证券研究所

图29：美元指数及美国 10Y TIPS 收益率走势（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

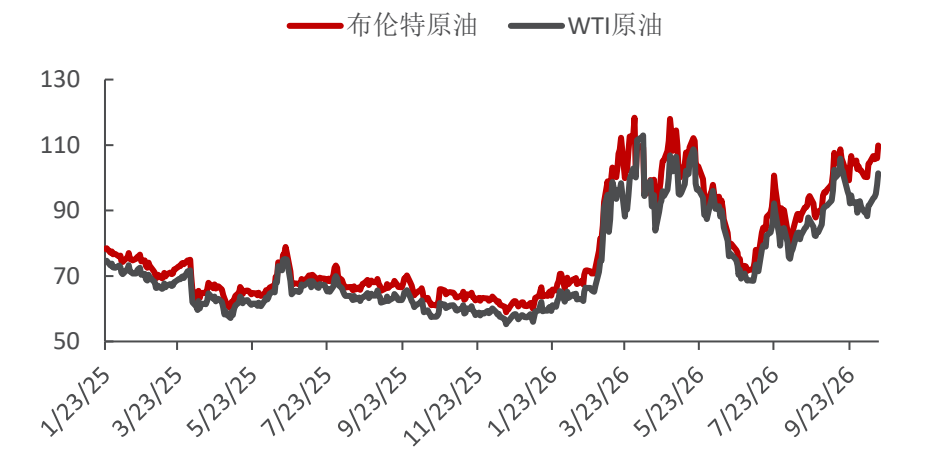
图30：黄金 ETF 持仓量走势（美元/盎司，吨）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

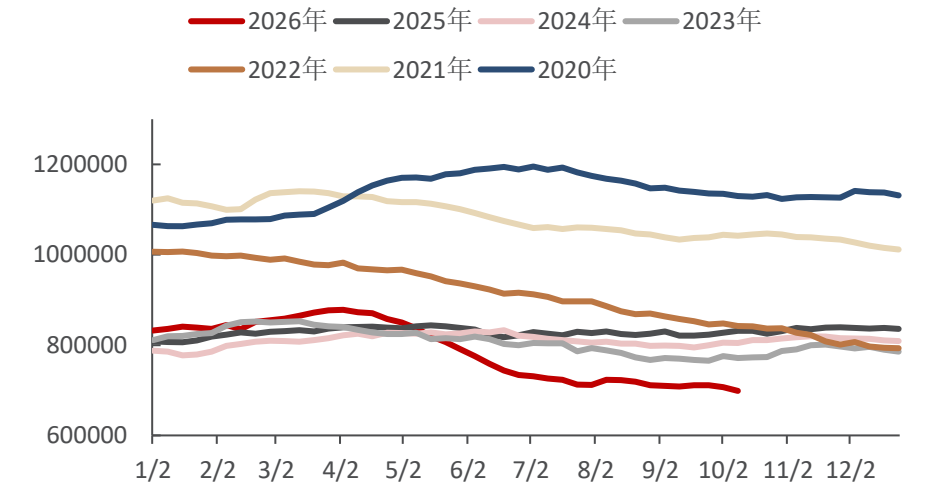
仅供内部参考，请勿外传

图31：WTI、布伦特原油价格（美元/桶）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

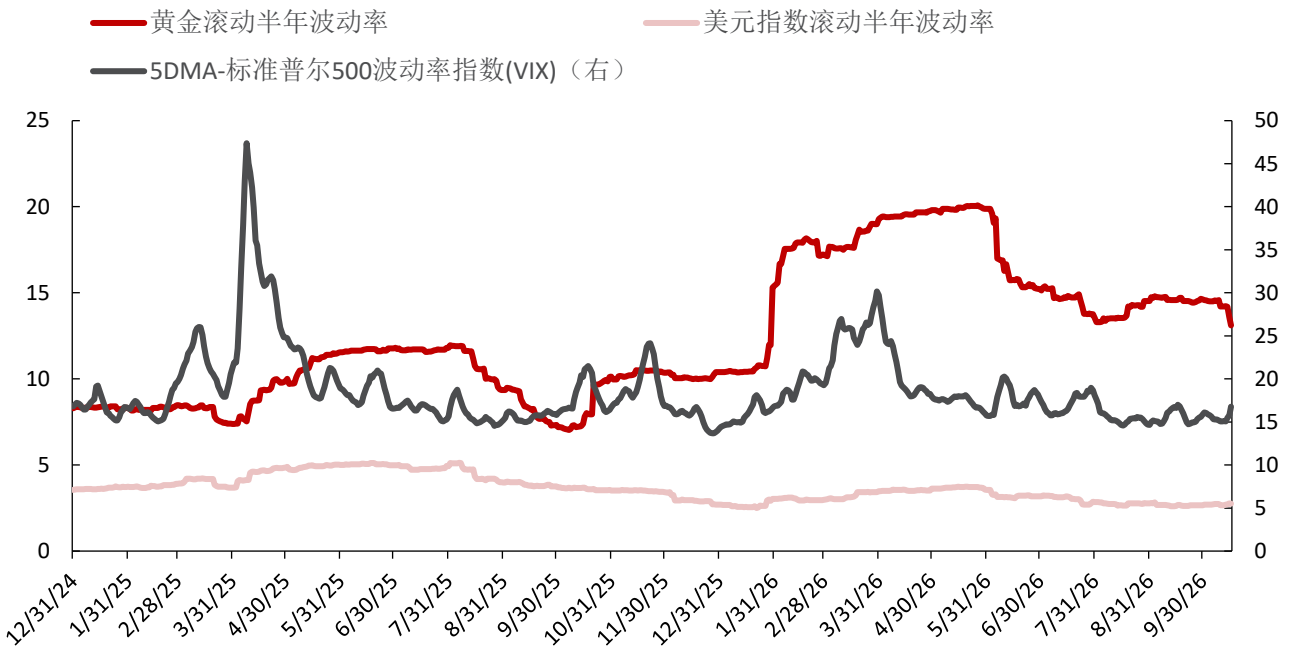
图32：美国原油库存（千桶）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

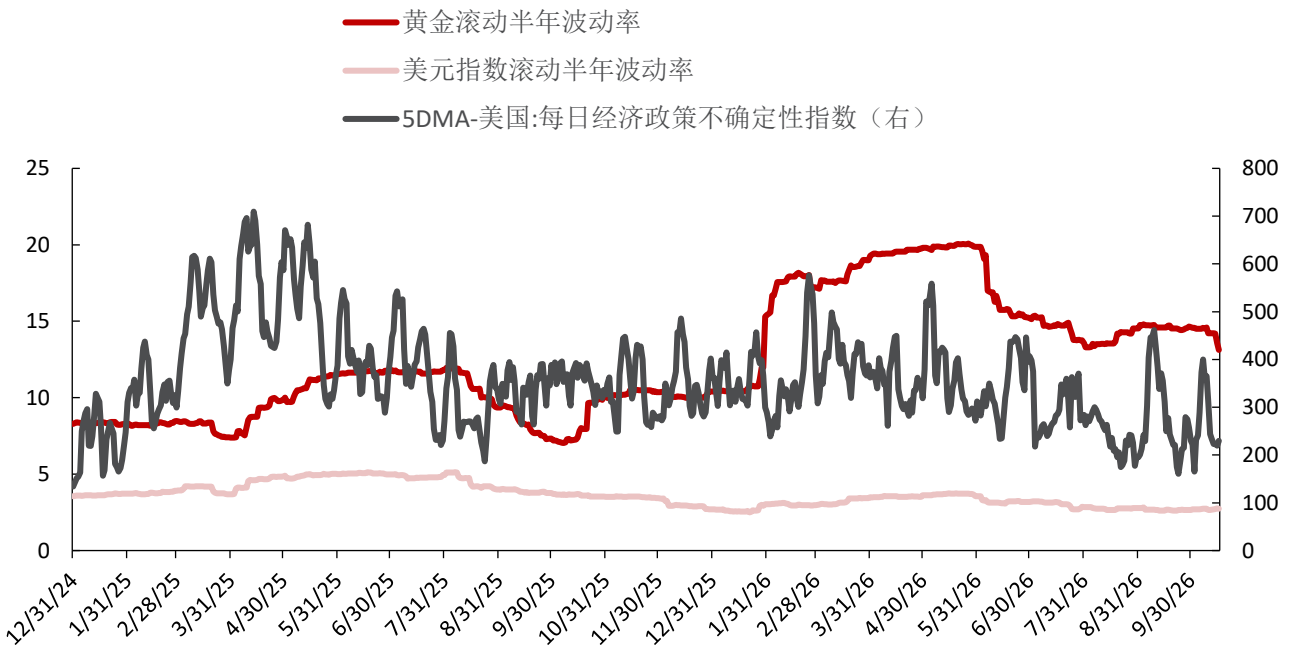
仅供内部参考，请勿外传

图33：黄金、美元指数波动率与 VIX 走势（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

图34：黄金、美元指数波动率与 EPU 走势（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图35：黄金、美元指数波动率与 GPR 走势（%）



资料来源：Choice，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3 风险提示

1）数据统计偏差或滞后。若相关数据存在统计口径差异、更新不及时等情况，可能导致市场判断与实际情况出现偏差。

2）政策及市场变化超预期。若政策调整方向、实施力度或市场环境变化超出预期，可能对相关资产价格及投资策略产生不利影响。

3）地缘政治风险。若全球地缘政治冲突升级，可能加剧市场避险情绪波动，并对金融市场运行造成扰动。

仅供内部参考，请勿外传

插图目录

图 1： A 股市场环境区间划分（点） 3
图 2： 全 A 指数上涨区间各宽基 ETF 表现（%） 4
图 3： 全 A 指数震荡区间各宽基 ETF 表现（%） 5
图 4： 全 A 指数下跌区间各宽基 ETF 表现（%） 5
图 5： 全 A 指数上涨区间各行业主题 ETF 表现（%） 6
图 6： 全 A 指数震荡区间各行业主题 ETF 表现（%） 7
图 7： 全 A 指数下跌区间各行业主题 ETF 表现（%） 7
图 8： 全 A 指数上涨区间各风格策略 ETF 表现（%） 8
图 9： 全 A 指数震荡区间各风格策略 ETF 表现（%） 9
图 10： 全 A 指数下跌区间各风格策略 ETF 表现（%） 9
图 11： 股票型 ETF 资金净流入情况（亿元） 10
图 12： 大类资产表现一览（%） 12
图 13： 股债溢价率（%） 13
图 14： 各行业本周涨跌幅（%） 14
图 15： 沪深两市成交额（亿元） 15
图 16： 各主题板块 2025 年以来涨跌幅及 2020 年以来拥挤度分位数情况（%） 15
图 17： 各主题板块本周涨跌幅及拥挤度分位数情况（%） 16
图 18： 各主题板块今年以来涨跌幅及拥挤度分位数情况（%） 16
图 19： 各债券品种持有 3 个月收益测算情况（%） 17
图 20： 2025 年以来国债收益率走势（%） 18
图 21： 2025 年以来国债期限利差走势（BP） 18
图 22： 近一周中短票信用利差变化（BP） 19
图 23： 中短票信用利差及 2024 年以来分位数（BP，%） 19
图 24： 2025 年以来 AAA 级中短票信用利差走势（BP） 19
图 25： 国债期货价格走势（元） 20
图 26： 国债期货持仓量（手） 20
图 27： 本周南华商品指数涨跌幅（%） 21
图 28： 贵金属现货价格走势（美元/盎司） 21
图 29： 美元指数及美国 10Y TIPS 收益率走势（%） 21
图 30： 黄金 ETF 持仓量走势（美元/盎司，吨） 21
图 31： WTI、布伦特原油价格（美元/桶） 22
图 32： 美国原油库存（千桶） 22
图 33： 黄金、美元指数波动率与 VIX 走势（%） 23
图 34： 黄金、美元指数波动率与 EPU 走势（%） 23
图 35： 黄金、美元指数波动率与 GPR 走势（%） 24

仅供内部参考，请勿外传

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。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。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，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。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

深圳 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室