国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

大类资产配置月报

国元期货研究咨询部　　2026 年 10 月 25 日

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76 号

巩婷婷
电话：010-84555101
邮 箱
gongtingting@guoyuanqh.com
期货从业资格号
F0277107
投资咨询资格号
Z0010147

去杠杆近尾声，均衡配置待新机

【策略观点】

2026 年 9 月以来全球大类资产主要由三条主线—美联储加息落地与美债利率冲高、国内股弱债强、地缘推升油价而金价承压；10 月以来加息预期反复，缩量之后分歧加大。

展望后市，大类资产配置维持均衡偏防御思路。海外“美债利率高位、通胀粘性、地缘风险”，国内“去杠杆近尾声、政策维稳加码、外需强内需弱”。若稳增长政策加速落地、美债利率确认见顶，风险偏好有望温和修复，但信用传导与盈利兑现仍需时间验证。

策略上，国内权益：建议均衡配置、逢低分批布局。1）成长端：关注调整充分的 AI 算力产业链与 AI 应用扩散的超跌反弹机会；2）价值端：低估值高股息红利资产具备底仓配置价值；3）股指期货单边观望，可关注沪深 300（IF）与中证 1000（IM）、中证 500（IC）之间的风格对冲组合价值。**国内债券：**建议“中短久期打底+长久期灵活交易”的结构，更多运用波段交易与国债期货工具进行久期和回撤管理。**大宗商品：1）贵金属：**建议关注黄金现货的配置价值，回调后或是较好的增配时点，期货暂时以观望为主。关注美债利率见顶与地缘风险带来的配置时点。**2）能源化工：**油价或维持高位宽幅震荡，关注美伊博弈与霍尔木兹通航变化带来的油价回调布局机会。**3）有色金属：**建议关注铜回调后的中期多头配置窗口。**4）黑色金属：**建议保持观望，焦煤、焦炭或存在阶段性反弹机会，参与需严格控制仓位与回撤，重点跟踪钢材去库节奏与地产销售。

【目 录】

一、 大类资产表现回顾 1

二、 大类资产展望分析 3

2.1 国外宏观：增长韧性与通胀粘性拉锯，美债利率高位震荡 3

2.2 国内宏观：外需强、内需边际改善，稳增长政策持续发力 4

2.3 权益类：震荡缩量筑底、配置性价比回升 8

2.4 债券类：震荡偏多，但进入低赔率、高波动阶段 9

2.5 大宗商品：原油地缘溢价主导，黄金长期配置、有色供给约束 9

三、 大类资产配置策略 11

一、 大类资产表现回顾

2026 年 9 月以来，全球大类资产在“美债利率冲高至 5.3%上方、地缘扰动推升油价”与“政策维稳加码”两条主线间剧烈波动。具体来看，

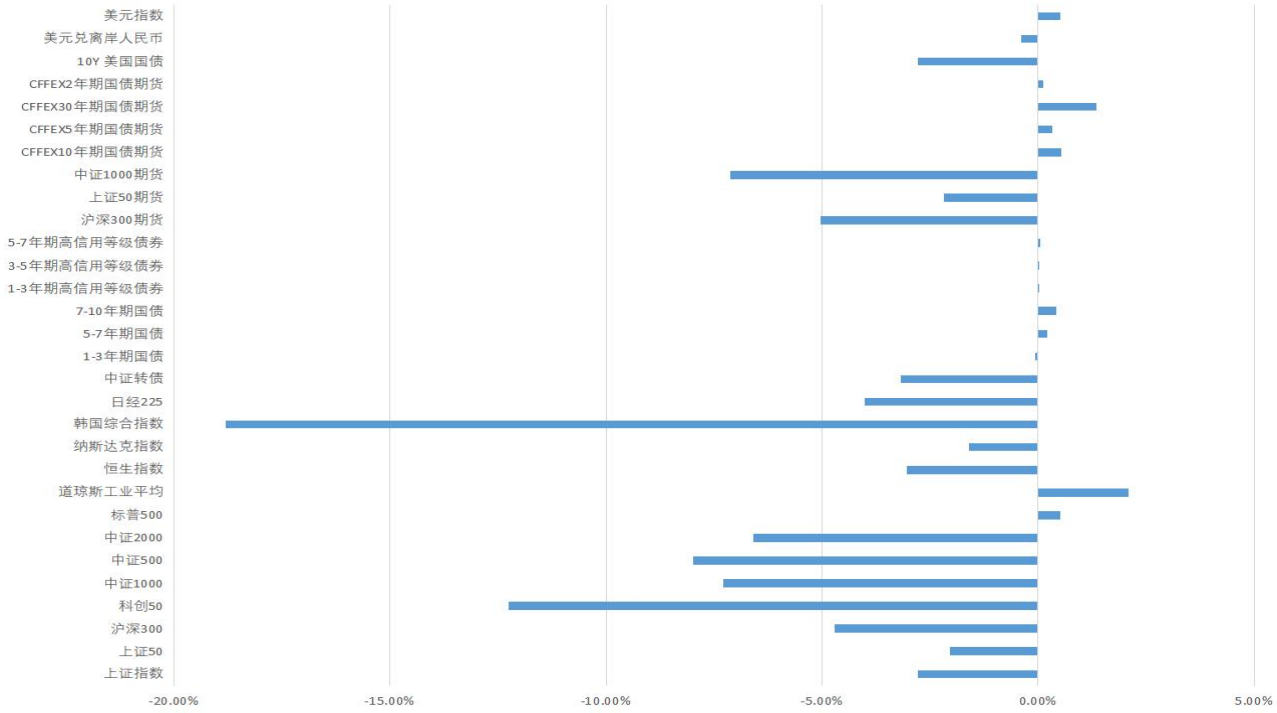
权益市场：国外，9 月全球权益普遍承压、上涨广度显著收窄；国内，A 股大幅调整，其中红利价值相对抗跌、科技成长领跌；10 月以来调整延续。

债券市场：国外长端利率大幅上行，10 年期美债升至 5.29%、盘中破 5.3%创 2002 年以来新高，10 月以来回落至 4.95%附近，全球债市普遍承压；国内债市震荡走强，10 年期国债降至 1.64%、30 年期约 2.06%，曲线趋平。

大宗商品剧烈分化：10 月以来原油受美伊冲突、霍尔木兹通航扰动大幅上涨，布伦特原油突破 110 美元/桶；黄金 9 月以来持续调整，10 月 23 日跌破 4000 美元，主要受强美元与实际利率上行压制；有色金属、黑色系与农产品普遍收跌；前期“超强厄尔尼诺”气候交易明显降温。

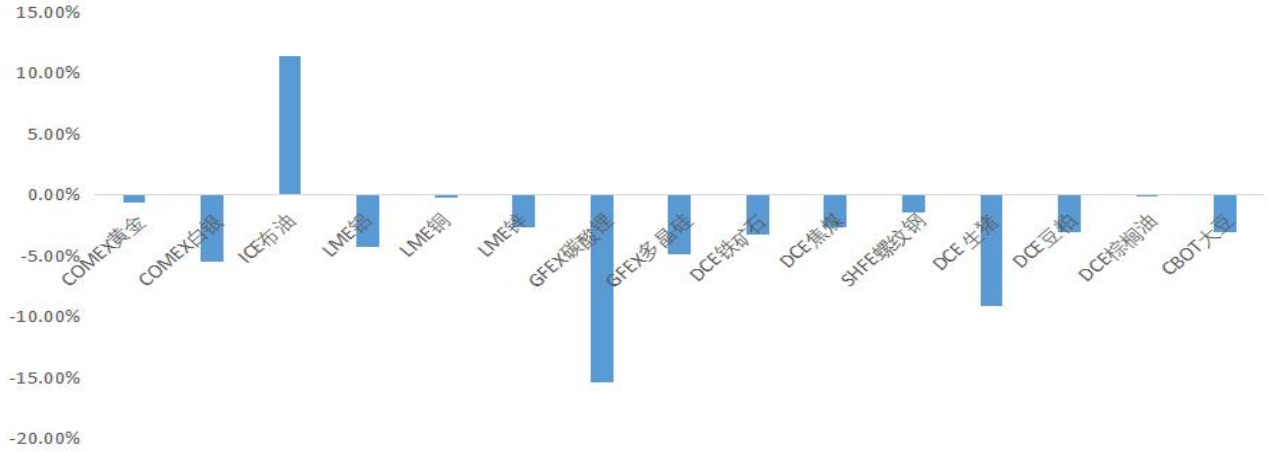
整体来看，大类资产 9 月主要由三条主线—美联储加息落地与美债利率冲高、国内股弱债强、地缘推升油价而金价承压；10 月以来加息预期反复，缩量之后分歧加大。

图表 1 2026 年 10 月以来全球股债汇表现



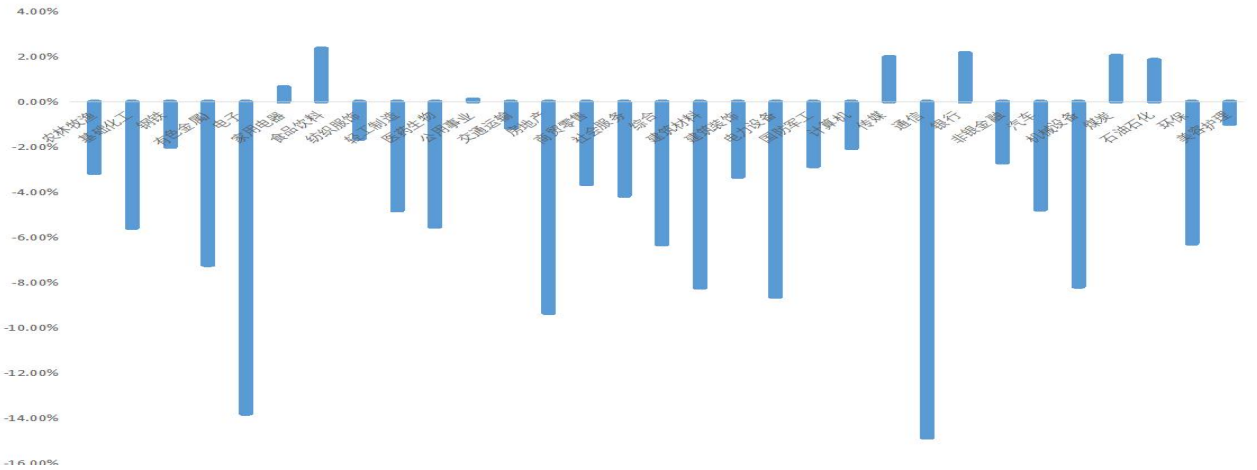
数据来源：WIND、国元期货

图表 2 2026 年 10 月以来大宗商品表现



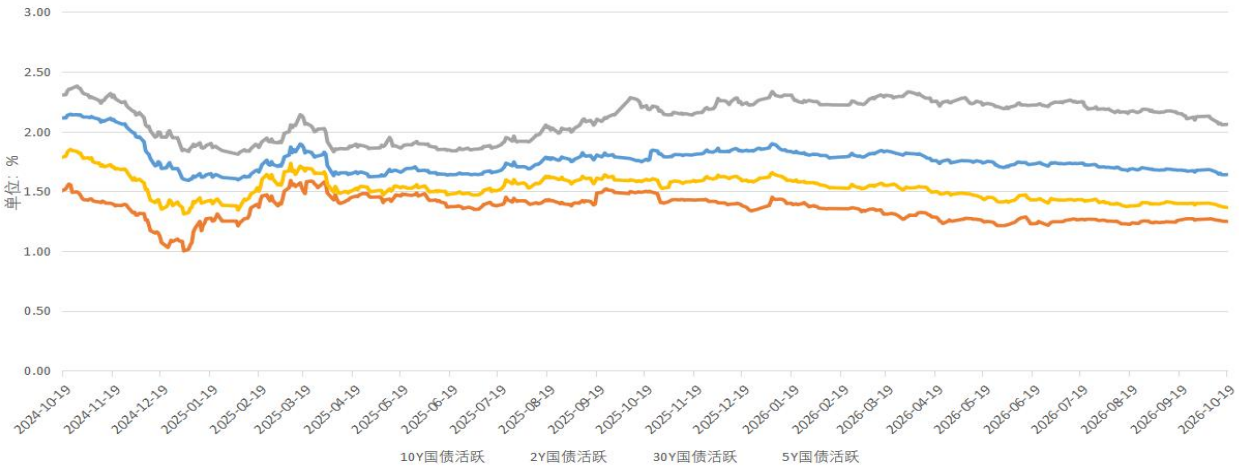
数据来源：WIND、国元期货

图表 3 2026 年 10 月以来 A 股各行业涨跌幅



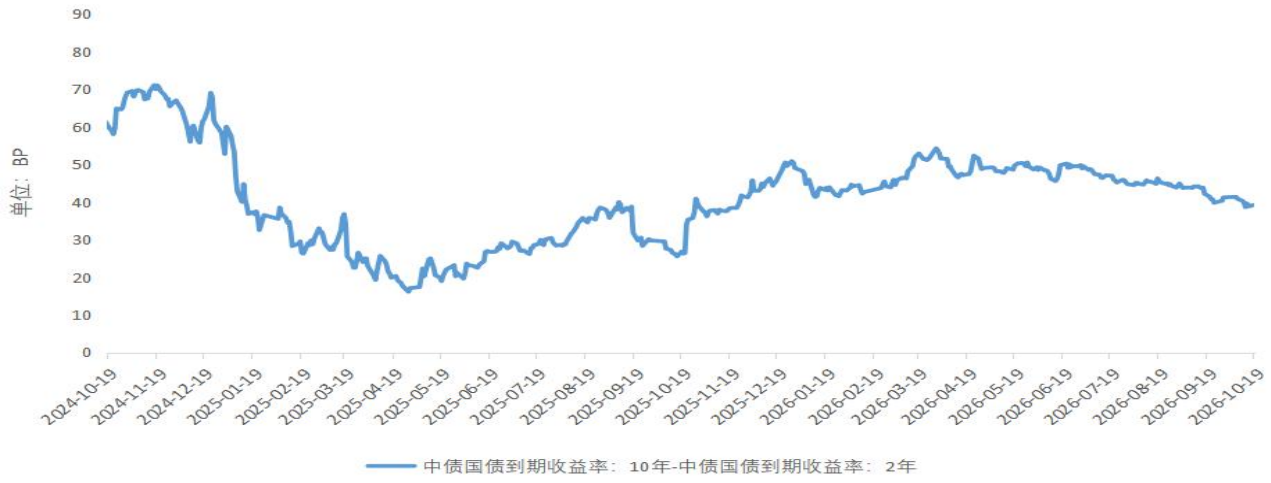
数据来源：WIND、国元期货

图表 4 中债国债收益率



数据来源：WIND、国元期货

图表 5 国债期限利差窄幅震荡



数据来源：WIND、国元期货

二、大类资产展望分析

2.1 国外宏观：增长韧性与通胀粘性拉锯，美债利率高位震荡

（1）地缘政治

9 月以来地缘局势再度升温：美伊围绕霍尔木兹海峡反复博弈，商船频遭袭、通航量低于冲突前常态，油价风险溢价居高不下；美国中期选举临近（11 月 3 日），选前地缘与贸易摩擦不确定性上升，特朗普威胁打击伊朗核设施、并从俄购柴油以平抑国内通胀，地缘仍是油价与全球风险偏好的尾部变量。

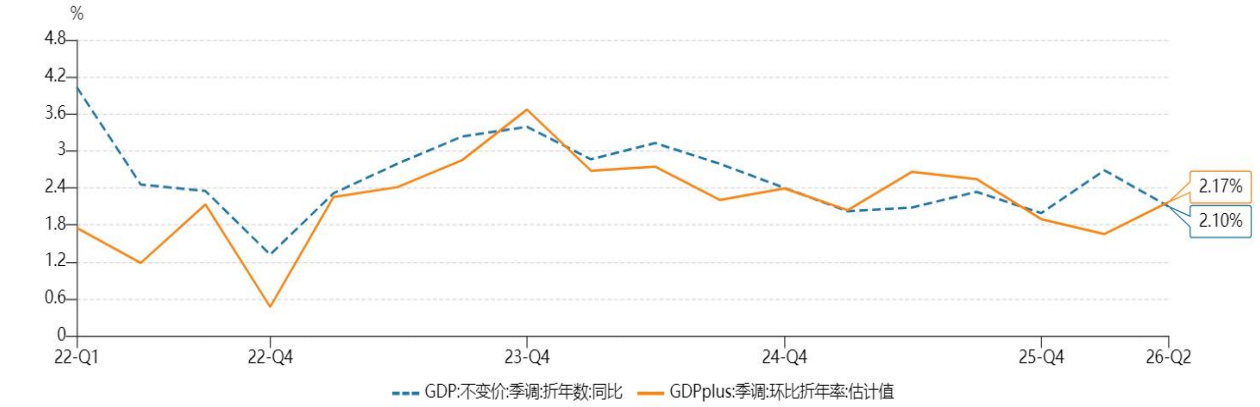
（2）美国经济

美国经济呈现“增长韧性、就业降温、通胀粘性”组合：二季度实际 GDP 终值 2.17%，增长仍具韧性；但 9 月 CPI 同比上涨至 3.7%、核心 CPI 同比上涨 2.6%、PPI 同比上涨 6.3%（创 2022 年 12 月以来新高）；9 月非农仅增 2.9 万人、大幅不及预期，失业率升至 4.2%，通胀粘性与就业走弱并存，“类滞涨”特征显现。

（3）美联储货币政策

9 月 16 日加息 25BP 至 3.75%-4.00%，为 2023 年 7 月以来首次；9 月 CPI 超预期后，市场对年内再度加息的定价升温，预计 10 月 28 日 FOMC 按兵不动概率约 78%、12 月再加息概率升至约 77%，美债利率在 5.3%上方脉冲后回落，10 月 22 日跌破 5.0%至 4.95%附近。目前美联储官员分歧加大，部分观点认为 2 年期美债或已探明本轮加息周期顶部，AI 信用向增长叙事的切换成为利率阶段性见顶的关键变量。

图表 6 美国实际 GDP 增速放缓



数据来源：WIND、国元期货

图表 7 9 月美国 CPI 超预期，通胀粘性仍强



数据来源：WIND、国元期货

2.2 国内宏观：外需强、内需边际改善，稳增长政策持续发力

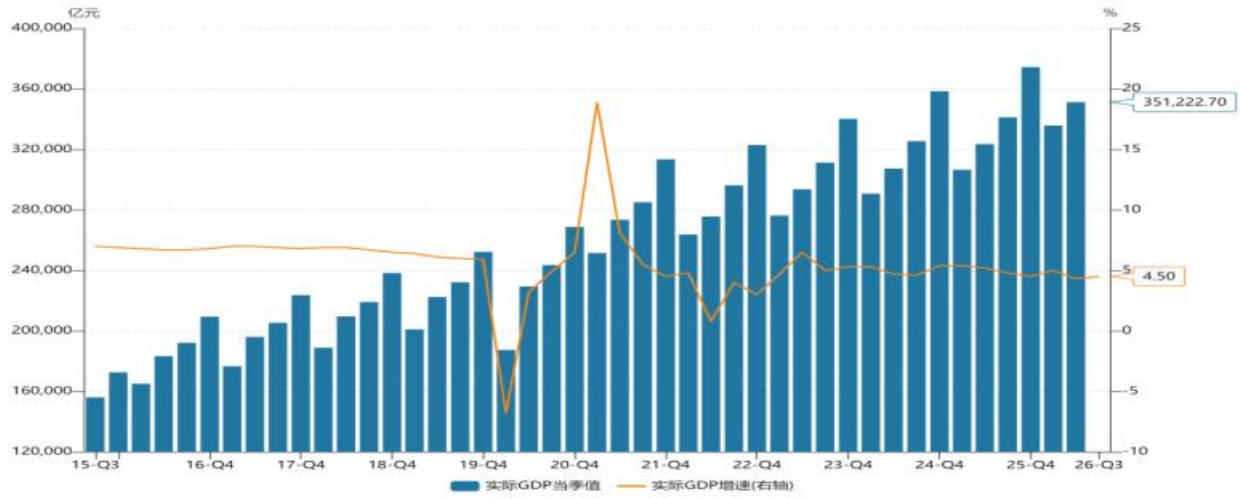
（1）国内宏观经济基本面

三季度实际 GDP 同比 4.5%（前值 4.3%），前三季度累计 4.6%；9 月规上工业增加值同比 5.5%（连续两月回升），其中高技术制造业增长 15.3%；但内需仍偏弱，9 月社零同比仅增长 1.1%，1-9 月固定资产投资累计-7.2%、房地产投资-20.6%，继续探底。外需强劲：三季度出口同比增长 28.4%，其中 9 月出口同比增长 36.3%、进口增长 31%，单月顺差 1335.3 亿美元，其中集成电路出口同比+136%，AI 硬件与高端制造链条拉动显著，经济 K 型分化特征明显。

金融与景气方面，9 月新增人民币贷款 1.08 万亿元，但居民中长期贷款仅增 1062 亿元，信贷结构改善而总量仍偏弱；前三季度社融增量 27.46 万亿元、同比少增 2.63 万亿元，9 月末 M2 同比增长 7.2%、M1 增长 3.2%，资产荒格局延续。价格端，9 月 CPI 同比 0.9%、PPI 同比升至 5.0%，创 2022 年 7 月以来新高，通胀温和回升但上下游分化明显，价格修复仍停留

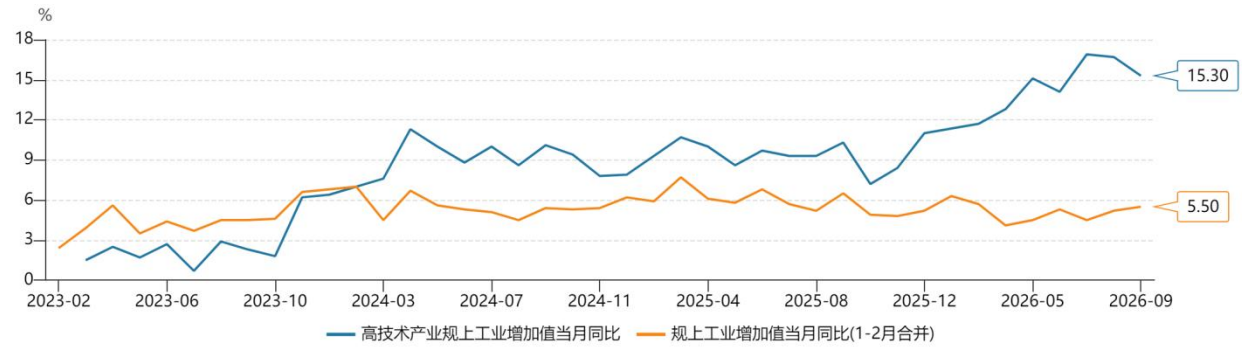
在上游。

图表 8 三季度 GDP 同比增长



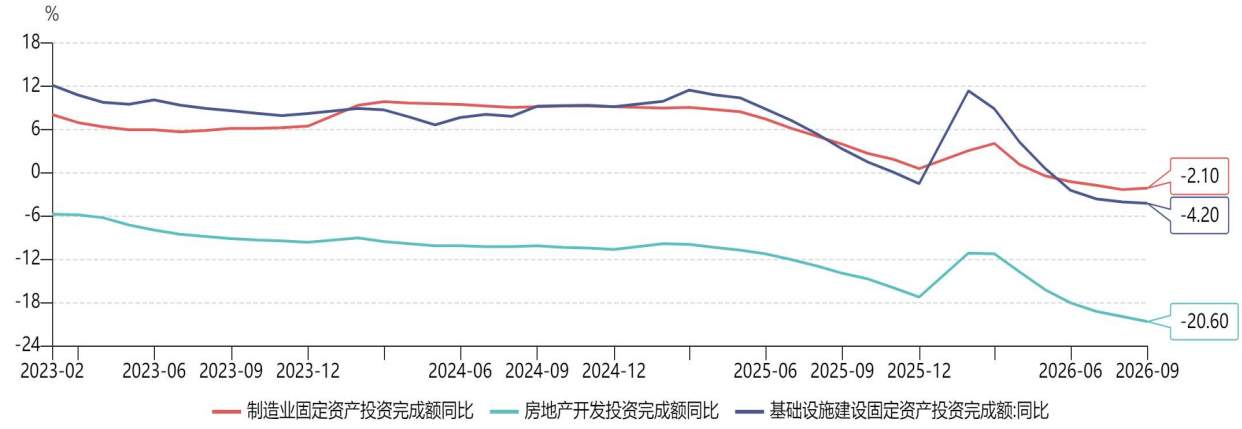
数据来源：WIND、国元期货

图表 9 工业增加值连续增长



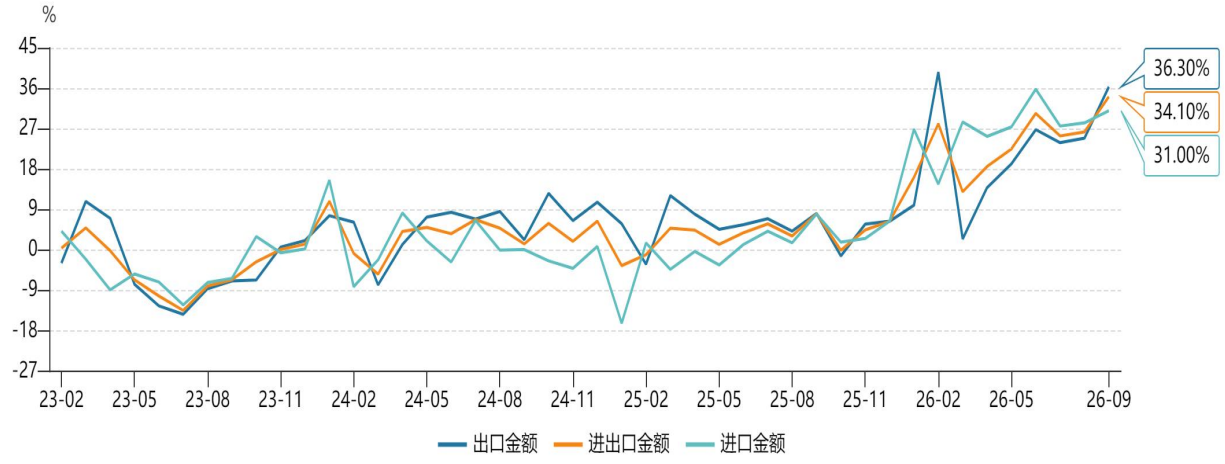
数据来源：WIND、国元期货

图表 10 固定资产投资累计同比持续负增长



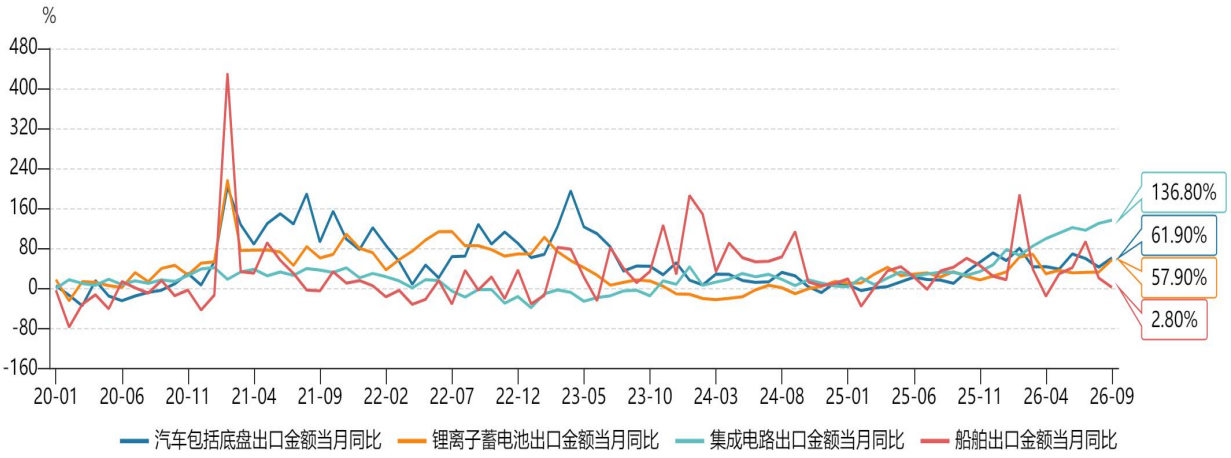
数据来源：WIND、国元期货

图表 11 出口连续保持高增速



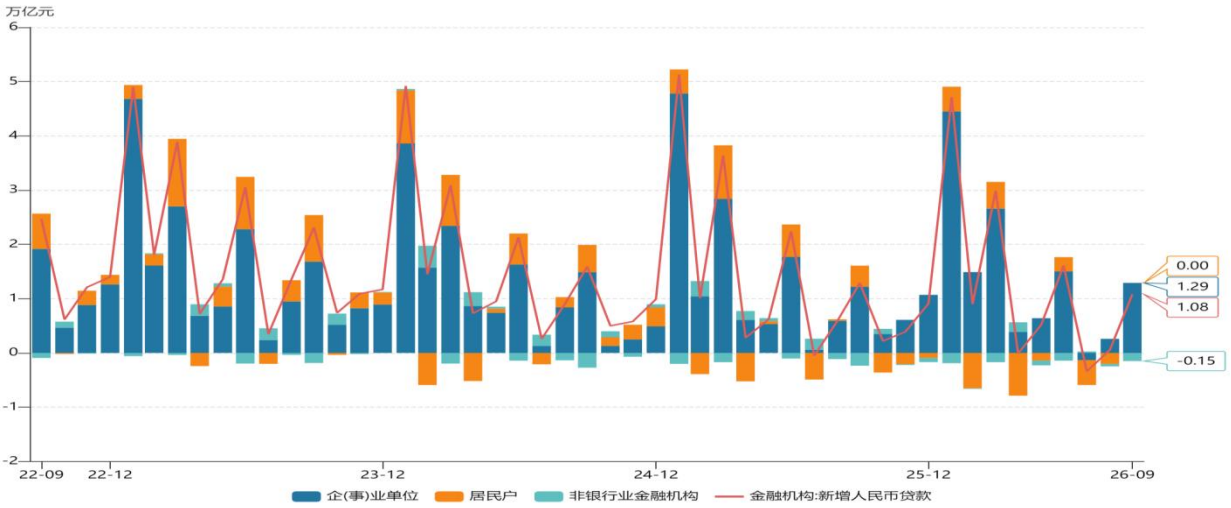
数据来源：WIND、国元期货

图表 12 集成电路等高端制造拉动出口



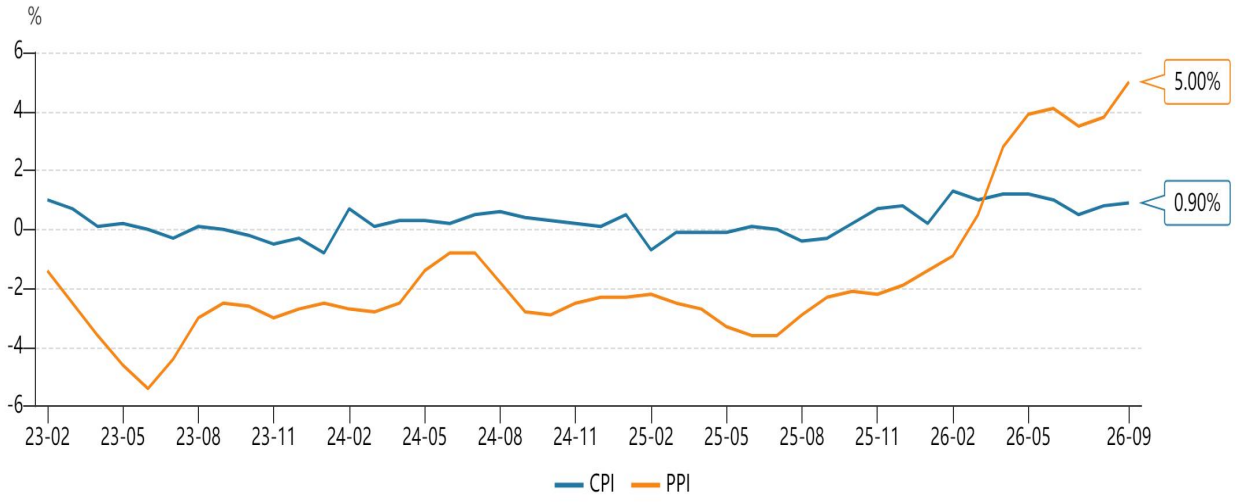
数据来源：WIND、国元期货

图表 13 金融机构新增人民币贷款结构



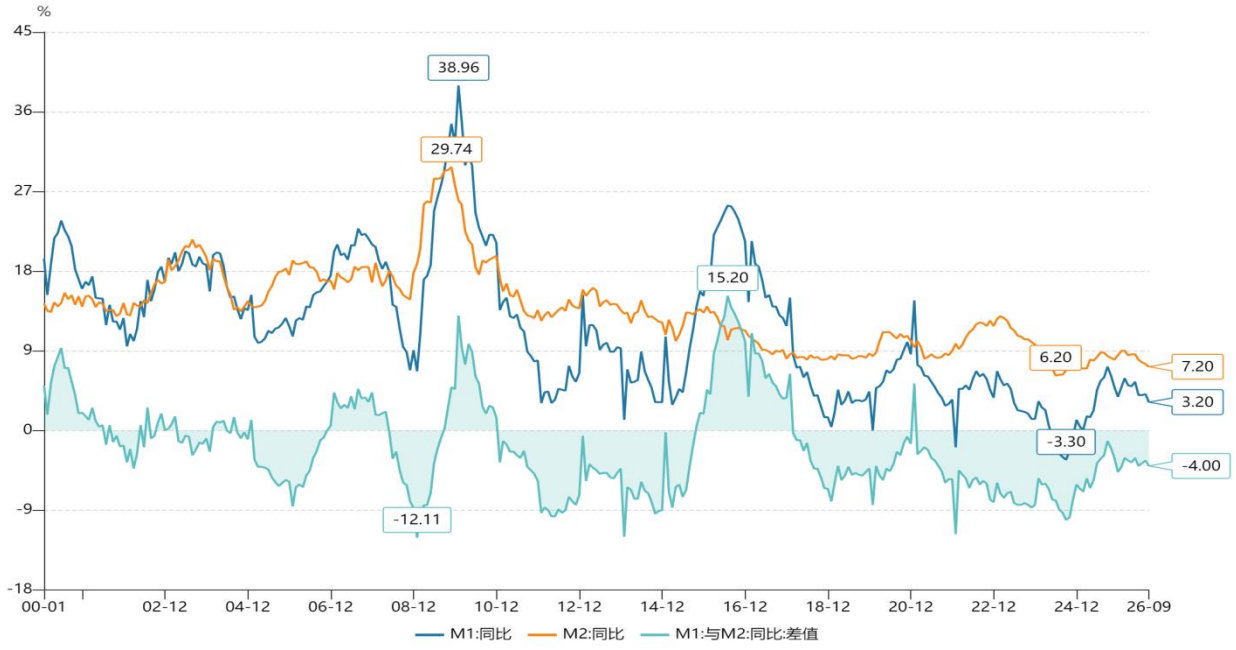
数据来源：WIND、国元期货

图表 14 CPI 与 PPI 同比走势



数据来源：WIND、国元期货

图表 15 M1 与 M2 同比剪刀差



数据来源：WIND、国元期货

（2）国内宏观经济政策

政策层面，9 月份以来稳增长持续加码。10 月金融街论坛释放货币政策框架转型信号：隔夜回购利率成为主要政策利率，“换锚”意在纠正期限错配、熨平资金波动，实质等同温和宽松但非主动降息，并设立应对非银大额赎回的流动性支持工具，强化稳市机制。地产端，现房销售、信贷期限延长至 40 年等基础制度持续落地；财政端专项债提速（1-9 月累计 3.55 万亿）、8000 亿政策性金融工具启动、PSL 利率下调 25BP 至 1.5%并纳入“六张网”，加发

5500 亿元地方债（其中 2500 亿元用于项目建设），首套新房商贷贴息 10 月起实施。

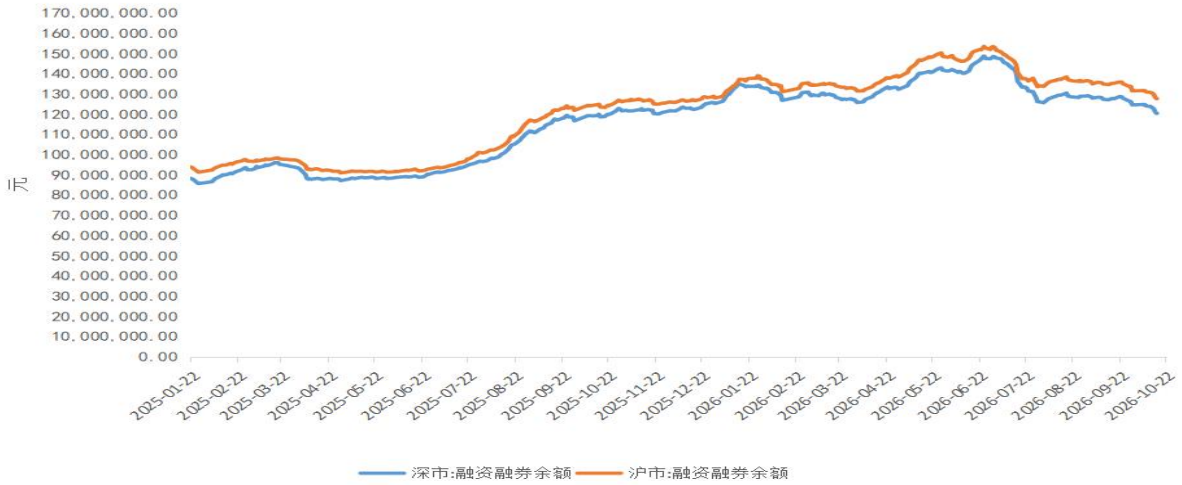
整体来看，经济呈“外需强、内需弱”K 型格局；通胀温和回升但上下游分化明显，价格修复仍停留在上游；政策进入密集落地期，信用传导与地产企稳仍是关键验证点。

2.3 权益类：震荡缩量筑底、配置性价比回升

9 月以来 A 股整体承压、结构极致分化：8 月 18 日后的风格切换在 9 月延续，上证一度反弹至 3950 点附近后回落，创业板指跌 8.82%；10 月以来继续下跌，其中，红利价值相对抗跌，科技成长（通信、电子）领跌。

目前来看，股指正处在震荡筑底过程中，10 月 23 日 A 股主要指数的放量深 V＋普涨是典型的技术性修复信号，但短期能否转为趋势性上行，关键看后续量能能否持续以及科技主线能否连续走强。中期来看，市场积极信号正在增多，股指中期有望修复。主要因一方面，国内政策底比较明确，前期出台的一系列稳增长、稳楼市政策，以及 2026 金融街论坛年会也释放多项增量政策信号。另一方面，近期公布的三季度以及 9 月份宏观数据显示国内生产端和需求端经济景气同步回升，为市场提供基本面支撑。再次，去杠杆行情或已临近尾声：融资余额回吐年内全部增量、回落至去年末水平下方；股票型 ETF10 月 15 日以来连续多日累计净流入超千亿，险资等中长期资金持续入市。此外，美债收益率高位回落，海外流动性边际改善。后续关注量能、政策催化以及三季报验证。待成交放量、两融止跌与三季报催化共振，A 股有望迎来修复窗口。

图表 16 两市融资融券余额



数据来源：WIND、国元期货

行业配置方面，建议“均衡配置、逢低布局”。价值端，低估值高股息红利资产（银行、

公用事业、交运、煤炭）具备底仓配置价值；成长端，关注调整充分的 AI 算力产业链（光模块、CPO、半导体设备、存储）与 AI 应用扩散（传媒游戏、机器人、港股互联网、创新药）的超跌反弹机会，避免追高，注意节奏与估值匹配。

股指期货方面，当前 IF、IH 深度贴水，反映大市值蓝筹悲观预期与对冲需求集中，可提供低成本套保与跨品种对冲空间；单边建议观望，可关注沪深 300（IF）与中证 1000（IM）、中证 500（IC）之间的风格对冲组合价值，也可关注中小盘与大盘合约间的套利机会。

2.4 债券类：震荡偏多，但进入低赔率、高波动阶段

9 月国内债市震荡走强、曲线由牛平转向震荡走陡，10 月份以来，债券市场在资金面宽松、权益市场偏弱和配置盘提前布局的共振下，走出了一轮加速行情，其中 10 年期国债收益率从 10 月初的约 1.68%下行至 10 月 22 日的 1.627%，30 年期国债收益率一度下破 2.05%；信用债收益率跟随利率债全面下行，但整体下行幅度不及利率品种，保险与广义基金成为超长端核心买盘。

展望后市，信贷结构改善但总量仍偏弱，资产荒延续，债市大方向未变，但收益率已处历史低位，预计后市震荡偏多为主，更适合逢调整配置而非追涨。

策略上，建议“票息打底、逢调整配置”：短端关注 1 年期存单与 2-3 年政金债，长久期以 7-10 年国债/国开为核心、30 年期灵活交易并严控回撤；整体维持“中短久期打底+长久期灵活交易”结构，更多运用国债期货管理久期与回撤。

对于转债：9 月中证转债下跌 5.24%，10 月份以来再次下跌 2.1%，估值已从极高位置回落至 2023 年底的水平（百元溢价率一度降至 30%附近），但高评级、高平价转债溢价仍偏贵。建议以防御思路为主，关注高评级大盘品种的配置价值，待权益量能回升后关注超跌反弹的波段机会。

2.5 大宗商品：原油地缘溢价主导，黄金长期配置、有色供给约束

（1）原油

美伊谈判反复、霍尔木兹海峡商船频遭袭，叠加美国“柴油危机”推升通胀预期，布伦特 9 月涨约 14.4%、一度突破 110 美元/桶；10 月以来高位剧烈震荡，美国中期选举前“稳油价”诉求与 IEA 释放储备又限制上方，多空交织下油价呈宽幅震荡。

展望后市，地缘方面，美伊围绕霍尔木兹的博弈与中期选举前政治风险仍是关键变量，若通航恢复超预期，油价存在回落空间；供给端，OPEC+增产与制裁扰动并存，美国战略石油

储备处历史低位，IEA 成员国同意尽快释放超 2000 万桶柴油储备，供应不确定性延续。需求端，旺季渐近尾声、高利率压制全球需求预期。中短期油价仍由地缘主导，双向波动风险均大，预计油价维持 95-115 美元/桶宽幅震荡，短期建议保持观望、不宜追高；关注地缘缓和后的回调布局与能化链（PX、PTA、沥青、燃料油）结构性机会，警惕制裁升级引发的脉冲上行。

（2）贵金属

9 月贵金属冲高回落，伦敦金 9 月自 4500 美元/盎司回落至 4100-4200 美元区间，10 月以来加速下行，10 月 23 日跌破 4000 美元/盎司关口、创三个多月新低，主要受强美元与实际利率上行压制。

展望后市，黄金大概率维持区间震荡。短期受美债利率高位与强美元压制，预计运行区间下移至 3900-4200 美元/盎司，短期反弹空间有限；若美债利率确认见顶、地缘风险升温或美元走弱，金价有望重回升势。我们认为紧缩预期反复带来的回调不改黄金中长期上行逻辑，央行购金与美元信用弱化提供坚实支撑，建议关注黄金现货的配置价值，回调后或是较好的增配时点；期货暂时观望。关注 10 月 FOMC 与 12 月议息落地后的增配时点。

（3）有色金属

前期由全球制造业景气改善、矿端供应偏紧与 AI/电网/新能源需求支撑的上涨在 9 月出现阶段性回吐，短期强美元与加息预期压制其进一步上行，但供给约束并未解除。

展望后市，铜供给偏紧、配置价值显著，铜价中长期中枢有望上移；铝受益于供给约束维持震荡偏强。建议关注铜回调后的中期多头配置窗口。

（4）黑色金属

9 月黑色系高位回落，南华黑色指数跌约 3.6%、螺纹钢跌约 2%；10 月以来偏弱震荡，焦煤、铁矿石承压，“金九银十”旺季验证偏弱。

展望后市，黑色系终端需求仍弱，1-9 月房地产投资下降 20.6%拖累用钢需求，冶炼利润处低位。旺季验证偏弱后，价格弹性取决于政策：若地产贴息新政带动销售企稳、基建在财政追赶期发力，黑色存在阶段性修复空间。建议保持观望，焦煤、焦炭或存在阶段性反弹机会，参与需严格控制仓位与回撤，重点跟踪钢材去库节奏与地产销售。铁矿石以及地产链相关品种（纯碱、玻璃）维持偏空思路。

（5）农产品

9 月以来农产品普遍回调，前期“超强厄尔尼诺”气候交易明显降温，软商品内部分化；原油上涨推升油脂成本，但整体缺乏单边驱动。南美方面，巴西中部旱情未解、南部再迎强

对流，产量影响进入验证期。

三、大类资产配置策略

综合以上分析，展望后市大类资产配置维持均衡偏防御思路：海外“美债利率高位、通胀粘性、地缘风险”，国内“去杠杆近尾声、政策维稳加码、外需强内需弱”，但信用传导与盈利兑现仍需时间验证。

资产配置建议：

1. **国内权益：**建议“均衡配置、逢低布局”。价值端，低估值高股息红利资产（银行、公用事业、交运、煤炭）具备底仓配置价值；成长端，关注调整充分的 AI 算力产业链（光模块、CPO、半导体设备、存储）与 AI 应用扩散（传媒游戏、机器人、港股互联网、创新药）的超跌反弹机会，避免追高，注意节奏与估值匹配。

股指期货方面，单边建议观望，可关注沪深 300（IF）与中证 1000（IM）、中证 500（IC）之间的风格对冲组合价值，也可关注中小盘与大盘合约间的套利机会。

2.国内债券：建议“票息打底、逢调整配置”：短端关注 1 年期存单与 2-3 年政金债，长久期以 7-10 年国债/国开为核心、30 年期灵活交易并严控回撤；整体维持“中短久期打底+长久期灵活交易”结构，更多运用国债期货管理久期与回撤。

对于转债：建议以防御思路为主，关注高评级大盘品种的配置价值，待权益量能回升后关注超跌反弹的波段机会。

3.大宗商品：建议结构性参与、重视地缘与供给约束

1）贵金属：建议关注黄金现货的配置价值，回调后或是较好的增配时点，期货暂时以观望为主。关注美债利率见顶与地缘风险带来的配置时点。

2）能源化工：建议以观望为主，关注美伊博弈与霍尔木兹通航变化带来的油价回调布局机会，把握能化产业链结构性行情。

3）有色金属：建议关注铜回调后的中期多头配置窗口。

4）黑色金属：旺季需求待验证，建议保持观望，焦煤、焦炭或存在阶段性反弹机会，参与需严格控制仓位与回撤，重点跟踪钢材去库节奏与地产销售企稳情况。

风险提示：1）美联储 12 月加息或提速、全球流动性超预期收紧；2）美债长端利率继续大幅上行引发全球风险资产估值收缩；3）地缘冲突再度升级、油价大幅波动。

免责声明

本报告非期货交易咨询业务项下服务，内容仅供参考，不构成任何投资建议且不代表国元期货立场。请交易者务必独立进行投资决策，交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，国元期货不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告基于公开或调研资料，我们力求分析内容及观点的客观公正，但对于本报告所载内容及观点的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货，未经国元期货书面许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载或引用本报告内容，违者将被追究法律责任。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部
地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B
电话：010-84555000

福建分公司
地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室（即磐基商务楼 1502-1503 室）
电话：0592-5312522

大连分公司
地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407
电话：0411-84807840

西安分公司
地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司
地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实际楼层 13 层)04 室
电话：021-50872756

广州分公司
地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元
电话：020-89816681

北京分公司
地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室
电话：010-84555050

安徽分公司
地址：安徽省合肥市金寨路 91 号立基大厦 6 层
电话：0551-68115888/65170177

河南分公司
地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386809

青岛营业部
地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户
电话：0532-66728681

深圳营业部
地址:广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B
电话：0755-82891269

杭州营业部
地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

通辽营业部
地址:内蒙古自治区通辽市科尔沁区西门街道龙兴紫云公馆 9#楼 1-101-2 室
电话：0475-6386928

上海中山北路营业部
地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室
电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：
国元投资管理(上海)有限公司
注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元
办公地址：（北京地区）北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906
（上海地区）上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B
电话：010-84555145