



光期研究 见微知著

大类资产配置周报

赵复初

2026年9月6日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

摘要

大类资产配置：关注美国通胀数据是否继续降温

(赵复初，期货从业资格号：F03107639；期货交易咨询资格号：Z0021469)

1. 海外宏观：就业与经济走势偏强，但滞胀疑虑依旧存在

(1) **美国经济类“滞胀风险”仍然存在**：美国8月ISM制造业与服务业PMI数据虽双双处于扩张区间（分别为54.6和55.4），但共同勾勒出经济类滞胀风险依旧存在的隐忧。制造业扩张动能边际减弱，新订单降温与投入品价格高企并存，企业利润持续承压；服务业虽需求强劲，却呈现“强需求、高通胀、弱就业”的脆弱组合，投入价格飙至近四年峰值而就业连续萎缩。两大行业同步暴露出的“增长放缓、通胀顽固”特征，叠加就业市场的意外反弹，暗示美国经济类滞胀压力正从隐忧走向显性化。

(2) **美联储褐皮书描绘了一幅“温差显著”的经济图景**：整体温和增长，但消费分化、制造业局部回暖，AI与数据中心成为少数亮点，拉动建筑、能源及地产需求。然而，通胀顽固——投入品价格普涨叠加关税传导，企业转嫁能力却因消费者价格敏感而受限；就业仅微幅增长，熟练技工短缺与AI替代并存。政策不确定性笼罩，9月加息与否分歧明显。经济表面平稳，实则脆弱平衡，任何外部冲击都可能打破僵局。

(3) **静待通胀数据“一锤定音”**：非农数据公布后，市场对美联储9月加息的预期概率一度升至约60%，但并未继续攀升。多数机构认为，这份就业报告本身尚不足以成为决策的“一锤定音”之据，最终走向仍取决于9月11日公布的8月CPI数据。美联储内部同样存在分歧：主席沃什偏鹰，理事沃勒则释放鸽派信号，暗示若通胀降温则支持维持利率不变。这使得9月会议的悬念大概率将延续至最后一刻。

2. 大类资产表现：本周全球市场围绕美联储政策信号分化与地缘风险展开博弈：美债收益率高位震荡，美元先抑后扬，股市风险偏好回暖，原油因地缘冲突大涨，黄金宽幅拉锯；短期各大类资产走向高度集中于下周CPI数据指引，方向性突破仍需通胀信号最终明朗。

(1) **债市方面**，本周美债收益率高位震荡，核心驱动因素在于美联储内部信号分歧显著：主席沃什偏鹰表态推高加息预期，叠加AI资本开支扩张与企业债供给激增带来的“财政+融资”双重冲击，持续施压长端；而理事沃勒随后释放鸽派信号，暗示若通胀降温则倾向维持利率不变，带动收益率自高位有所回落。短期来看，非农数据公布后10年期收益率维持在4.79%附近，市场对9月加息预期仅升温至约六成，市场情绪变化有限，需等待下周CPI数据给出最终指引。国内方面，进入9月份，债市迎来小幅修复。一是月初资金面边际转松，资金面由8月末的“边际收紧”切换为9月初“中性偏友好”。二是8月份PMI数据环比改善，仅仅是边际修复，没有出现经济强复苏信号。短期来看，资金面月初宽松红利还会持续一段时间，基本面关注点在于现实经济数据而非政策刺激，震荡行情延续。

(2) **汇率方面**，本周美元指数先抑后扬，核心驱动在于理事沃勒释放偏鸽信号，叠加日元意外拉升，推动美元跌至5月以来最低；而随后8月非农新增就业远超预期，又带动加息概率回升至约57%，美元短线反弹。短期来看，市场核心矛盾已从就业数据转向下周CPI数据，方向性突破仍需等待通胀信号最终明朗。

(3) **股指方面**，本周海外股市整体回暖，美股、欧洲及亚洲主要市场多数收涨。核心驱动在于沃勒释放偏鸽信号，表示若通胀持续降温则倾向支持维持利率不变，缓解了市场对9月加息的担忧，叠加美债收益率从高位回落，共同推动风险偏好修复。短期来看，当前行情更多是技术性反弹而非趋势反转，建议投资者在9月CPI数据公布前保持观望。

(4) **原油方面**，本周国际原油大幅上涨，美伊军事冲突再度升级，霍尔木兹海峡通行量骤降，加剧市场对供应中断的担忧，叠加美国EIA原油库存超预期大增445万桶、全球供需缺口扩大至180万桶/日以上，多重利好共振推高油价。短期来看，地缘僵局与低库存格局对油价形成支撑，但美联储加息预期升温压制需求前景，加之夏季消费旺季临近尾声，油价或维持高位宽幅震荡格局。贵金属方面，本周金价宽幅震荡，核心驱动在于美联储政策信号与地缘避险需求持续拉锯。沃勒释放偏鸽信号一度推动黄金反弹，中东局势亦巩固避险买盘，但非农数据走强使加息预期重新升温，压制金价上行空间。短期金价高度依赖下周CPI数据，若通胀超预期回升或再度施压，但全球央行购金与去美元化逻辑仍为中长期底部提供支撑。

3. 下周关注重点：

国内关注8月通胀数据、货币与金融信贷数据；海外关注欧央行议息会议、美国通胀以及美债回购情况



大类资产配置

图表：大类资产价格变化

权益类	周度涨跌幅	月度变化	债权类	周度变化（单位，bp）	月度变化	美元/日元	-2.41%	-0.69%
MSCI 世界领先	0.14%	3.05%	美国1年期	-2.00	5.00	瑞郎/美元	-0.07%	-0.24%
MSCI 世界	0.30%	3.16%	美国2年期	3.00	9.00	美元/人民币	-0.04%	-0.16%
MSCI 发达国家	0.03%	3.14%	美国5年期	6.00	9.00	美元/离岸人民币	-0.08%	-0.44%
MSCI 新兴市场	-1.09%	2.25%	美国10年期	5.00	3.00	大宗商品	周度变化	月度变化
纳斯达克	0.17%	4.27%	美国10-2yr	2.00	-6.00	COMEX黄金	-1.94%	7.85%
标普500	0.47%	3.44%	中国10年期	-1.70	-3.71	WTI期货（NYMEX）	9.32%	5.09%
道琼斯工业指数	0.24%	2.29%	中美利差	-6.70	-6.71	布伦特期货（ICE）	7.25%	6.39%
德国DAX	-1.99%	1.61%	德国10年期	7.00	18.00	TTF天然气期货（CME）	7.40%	22.74%
法国CAC40	-1.47%	-2.72%	英国10年期	7.14	10.88	原油	11.63%	21.49%
富时100	-0.13%	-0.54%	日本10年期	3.60	16.50	铁矿石	0.41%	2.02%
日经225	-2.09%	1.02%	外汇	周度变化	月度变化	生猪	-0.96%	4.01%
恒生指数	0.26%	-0.90%	美元指数	-0.53%	-0.64%	螺纹钢	0.38%	4.69%
沪深300	-1.33%	-0.88%	美元/澳元	-0.51%	-2.50%	沪铜	-0.20%	3.07%
上证50	0.02%	0.03%	欧元/美元	-0.18%	1.19%	沪金	-3.26%	8.88%
中证500	-3.07%	2.12%	英镑/美元	-0.39%	0.45%	豆一	1.51%	6.72%
中证1000	-2.56%	6.11%	美元/加元	-0.50%	-1.35%	PTA	4.82%	4.38%

资料来源：Bloomberg，iFinD，光大期货研究所

备注：本期周度数据统计周期为8月31日-9月4日，月度数据统计周期为8月1日-9月4日，北京时间9月4日18.00

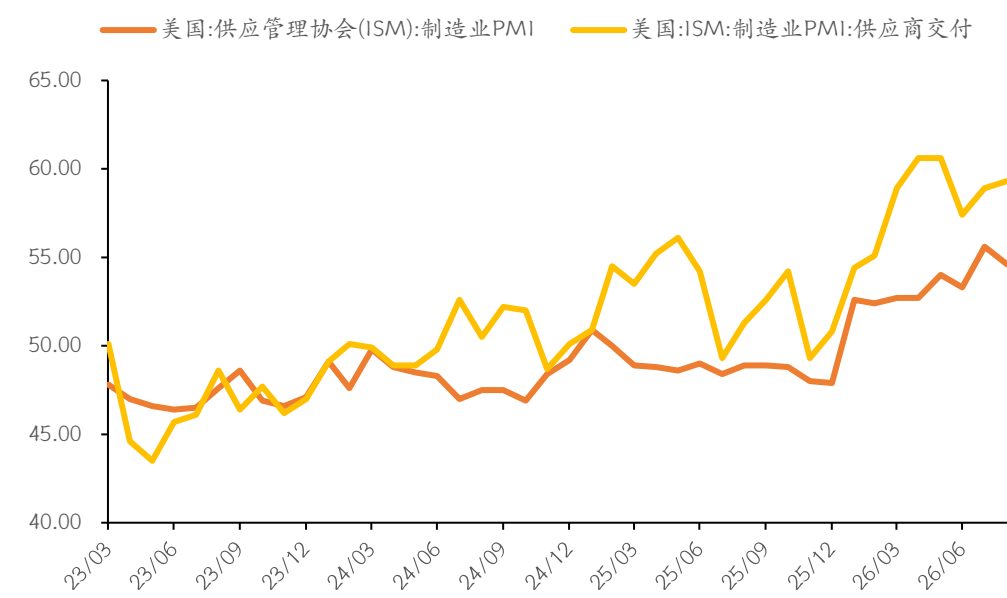
目 录

- 1、海外市场热点追踪
- 2、大类资产走势分析
- 3、下周重点关注事件



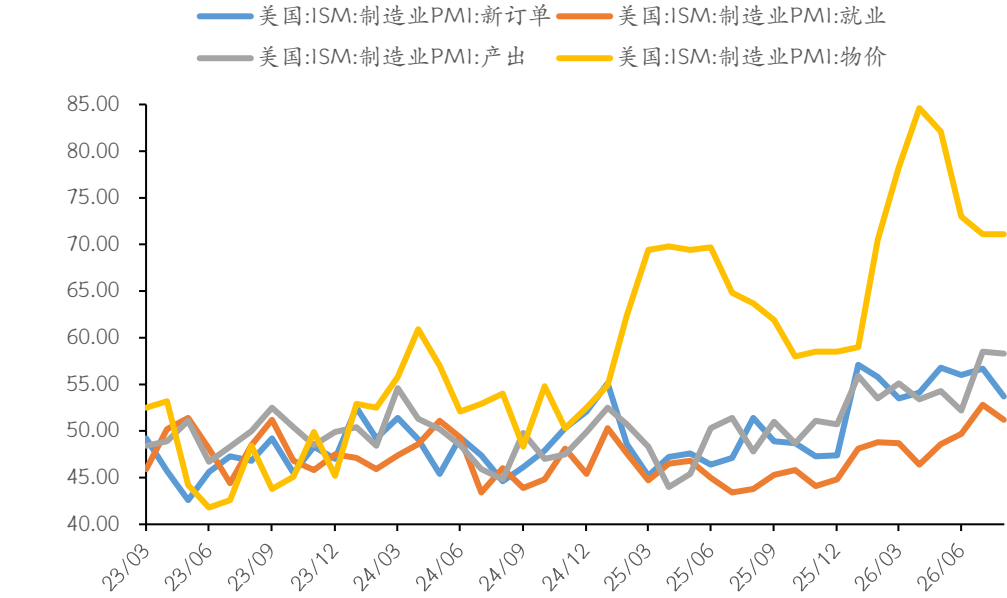
1.1 美国制造业扩张略有放缓

图表：美国制造业连续八月处于扩张区间（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：投入品价格指数持续高企（%）

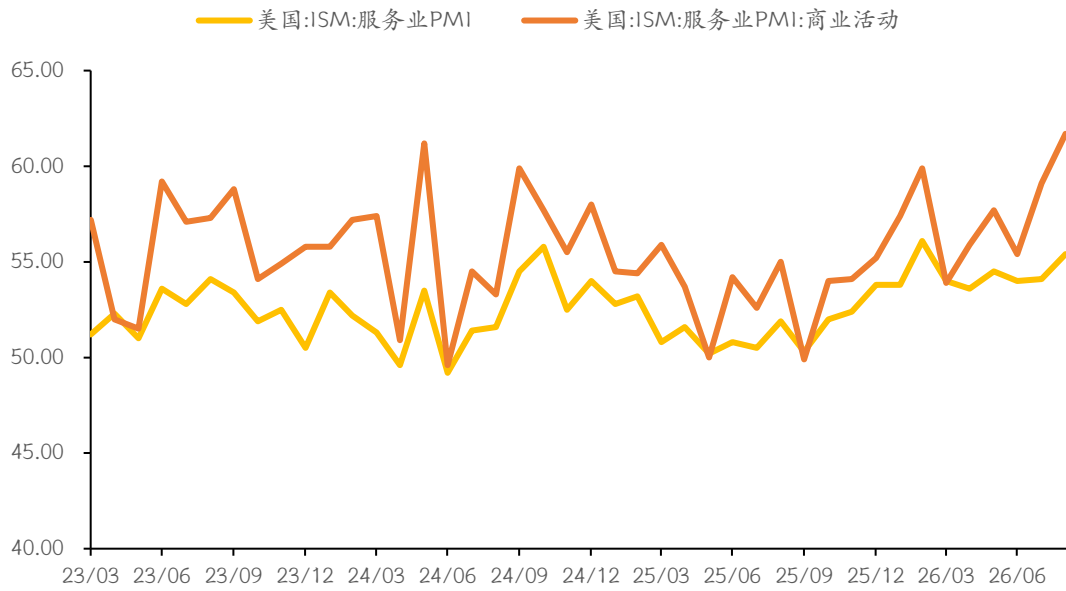


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 美国8月ISM制造业PMI录得54.6，虽连续八月处于扩张区间，但扩张动能明显边际减弱。需求侧来看，新订单指数与积压订单同步降温，叠加进口分项走弱，预示终端需求或已阶段性见顶；而制造商面临的投入品价格指数持续高企，核心症结在于关税政策及地缘供应链扰动带来的成本刚性。这不仅持续挤压企业利润空间，更折射出美国制造业正陷入类“滞胀”式窘境。

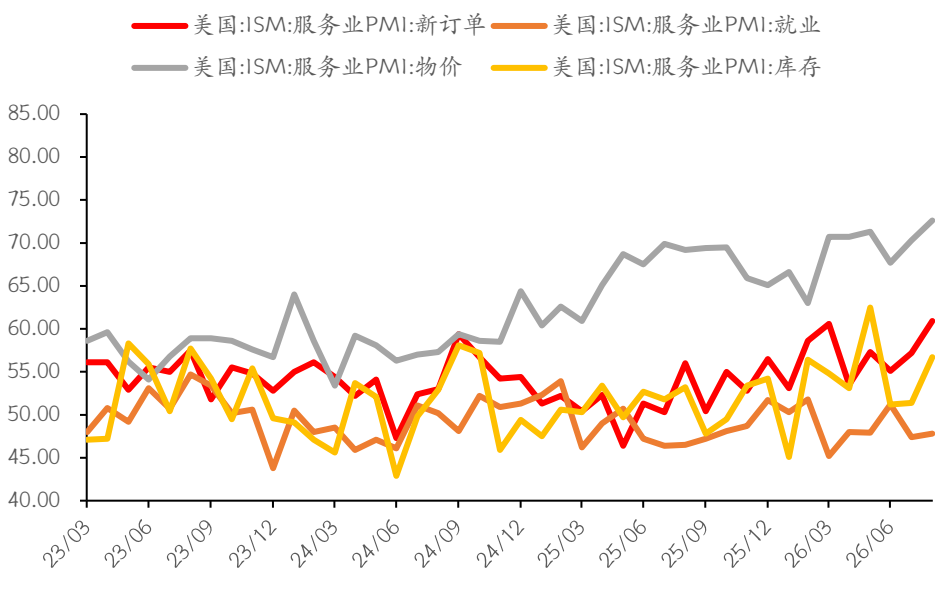
1.2 服务业物价成本高烧不退

图表：服务业景气度超预期跃升（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：需求端表现强劲（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 美国8月ISM服务业PMI跃升至55.4，远超预期并创六个月新高，连续26个月扩张。需求端强劲，商业活动与新订单冲至多年高位，夏季消费为推手。但隐忧显著：投入价格飙至72.6创近四年峰值，成本持续高烧；就业指数却连续两月萎缩，企业扩招意愿低迷。这种“强需求、高通胀、弱就业”的组合，使服务业看似繁荣实则脆弱，一旦消费降温，滞胀风险将迅速显性化。

1.3 褐皮书提示美国经济内部“温差显著”

图表：经济前景总体积极，但不确定性上升

维度	主要表现
整体经济	自7月初以来温和增长，12个辖区中10个轻微至温和增长，2个无变化。经济前景总体积极，但不确定性上升。
消费支出	小幅增加但分化明显：高端消费稳健，消费者对价格敏感度上升，转向性价比商品。汽车销售受高油价和融资成本影响表现低迷。
制造业	多数辖区回升，国防与数据中心订单为主要驱动力。投入品价格压力显著偏高，能源、运输及原材料普涨。
就业市场	整体“非常轻微”增长，制造业、建筑业需求较好，零售和酒店业需求下降。熟练技工短缺突出，AI正重塑就业结构。
物价与通胀	多数辖区物价温和上涨，8个辖区中等幅度上涨。能源、关税、医保成本持续推高企业负担，但消费者价格敏感限制传导能力。
AI与数据中心	褐皮书提及AI 19次、数据中心25次。数据中心建设拉动制造业、建筑业、能源及地产，同时加剧局部劳动力紧张。
政策不确定性	企业对能源价格、政策走向及国际冲突带来的不确定性保持关注。9月加息概率约65%，内部立场分歧明显。

资料来源：FRED，光大期货研究所

图表：决定9月美联储是否加息的关键竟是：鲍威尔

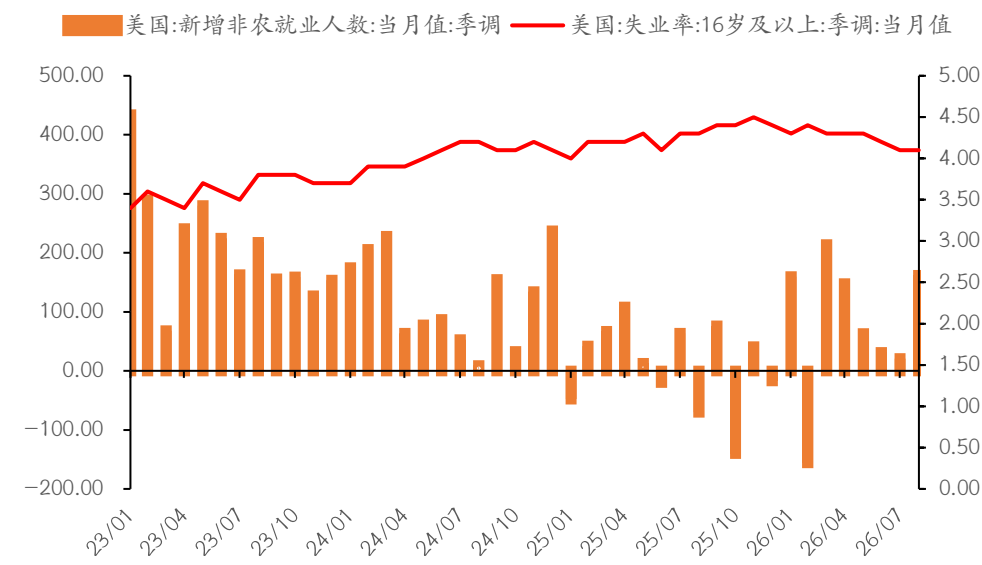
立场阵营	核心人物/代表	主要政策倾向与核心观点
鸽派 (倾向维持利率不变6票)	克里斯托弗·沃勒(美联储理事)	立场发生关键转向：从之前的偏鹰派转为明确支持维持利率不变。他认为近期核心通胀已出现明显降温，可以“给通胀回落一个机会”，等待更多数据再做决定。
	约翰·威廉姆斯(纽约联储主席)	表态谨慎中性，偏向观望。认为当前利率处于“良好位置”，近期通胀数据令人鼓舞，但仍需在9月会议前收集更多数据来做出最终判断。
鹰派 (倾向加息5人)	迈克尔·巴尔(美联储理事)	发出明确鹰派信号。警告通胀已连续多年高于目标，如果数据不能让他确信通胀正朝着2%回落，他将支持果断加息。
	贝丝·哈马克、洛里·洛根、尼尔·卡什卡里(地方联储主席)	在7月会议上就投票支持加息，是明确的鹰派成员。
	杰夫·施密德(堪萨斯城联储主席)	近期表态加入鹰派阵营，支持进一步收紧政策。
关键摇摆/未知	杰罗姆·鲍威尔(前美联储主席、现任理事)	最大不确定性来源。他虽已卸任主席，但仍拥有FOMC投票权。自5月以来他刻意保持沉默，其立场成谜，一票可能最终打破6:5的僵局

资料来源：FRED，光大期货研究所

➤ 美联储褐皮书描绘了一幅“温差显著”的经济图景：整体温和增长，但消费分化、制造业局部回暖，AI与数据中心成为少数亮点，拉动建筑、能源及地产需求。然而，通胀顽固——投入品价格普涨叠加关税传导，企业转嫁能力却因消费者价格敏感而受限；就业仅微幅增长，熟练技工短缺与AI替代并存。政策不确定性笼罩，9月加息与否分歧明显。经济表面平稳，实则脆弱平衡，任何外部冲击都可能打破僵局。

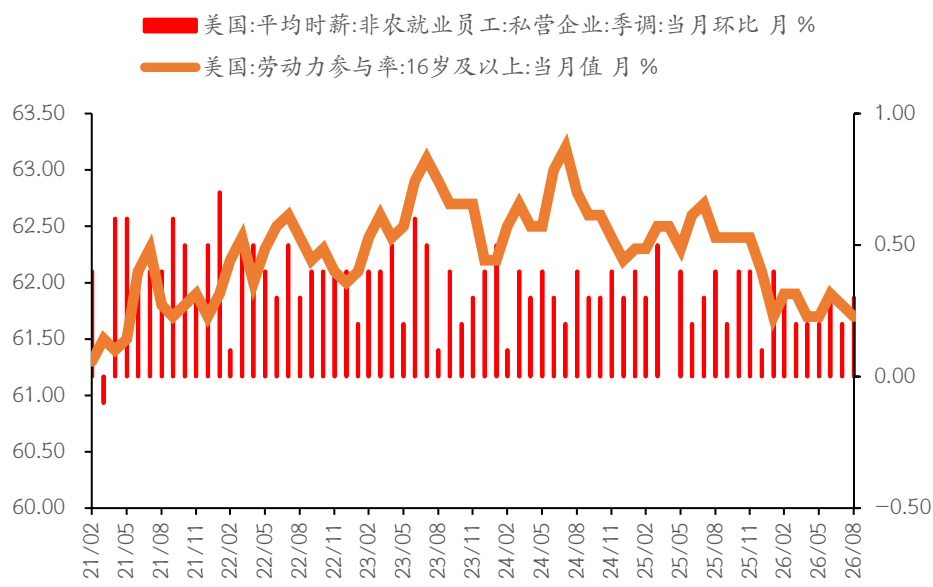
1.4 非农数据技术性修复反弹

图表：8月美国非农新增就业16.2万人（千人，%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：薪资增速仍保持健康状态（%）

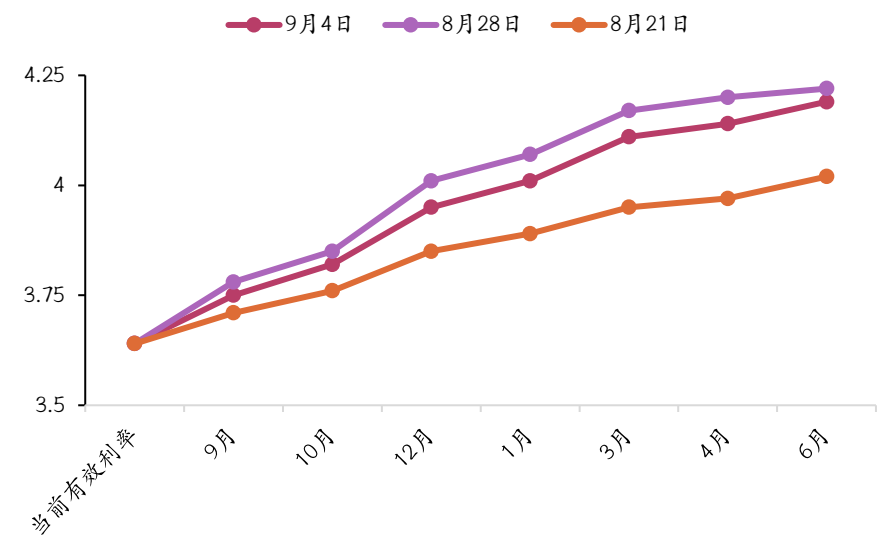


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ **技术性主导下的就业反弹：**8月非农新增就业16.2万人（预期5.6万），6-7月前值合计上修5.5万人。失业率维持在4.1%，与7月持平；劳动参与率从61.4%回升至61.6%，创近一年新高。薪资同比增速从3.2%放缓至3.1%，环比上涨0.3%，增速为疫情以来最慢，已低于通胀率。增长主要来自休闲酒店业和地方政府教育的技术性回补，信息业仍在裁员，行业分化明显。9月加息与否的核心仍取决于下周CPI数据。

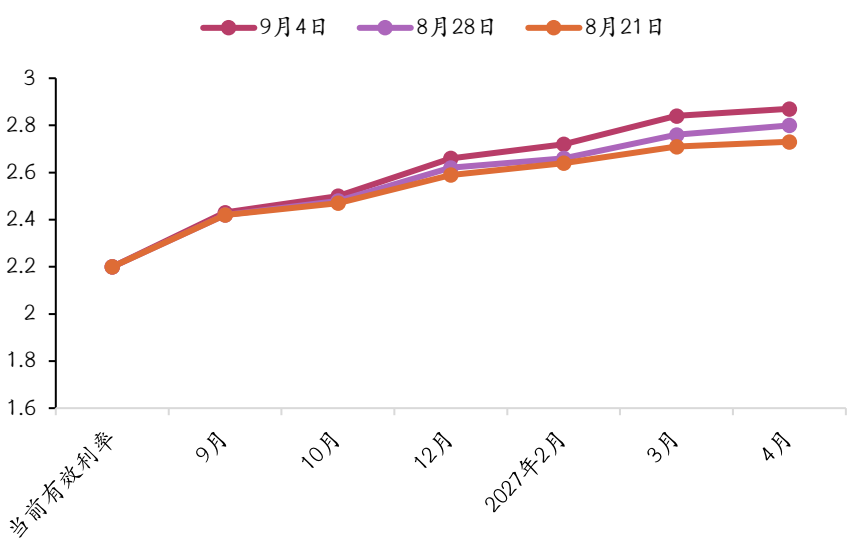
1.5 欧美央行货币政策路径

图表：美联储利率预期（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：欧央行利率预期（%）

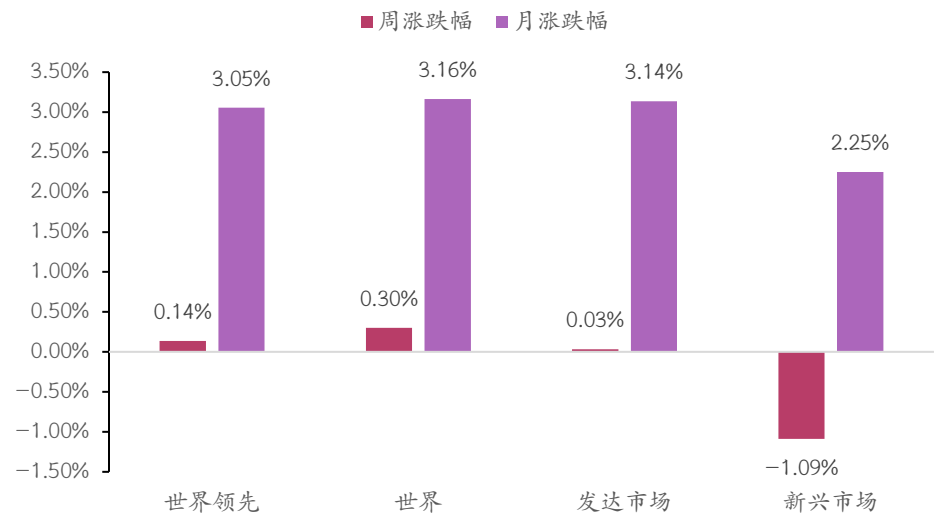


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ **静待通胀数据“一锤定音”**：非农数据公布后，市场对美联储9月加息的预期概率一度升至约60%，但并未继续攀升。多数机构认为，这份就业报告本身尚不足以成为决策的“一锤定音”之据，最终走向仍取决于9月11日公布的8月CPI数据。美联储内部同样存在分歧：主席沃什偏鹰，理事沃勒则释放鸽派信号，暗示若通胀降温则支持维持利率不变。这使得9月会议的悬念大概率将延续至最后一刻。

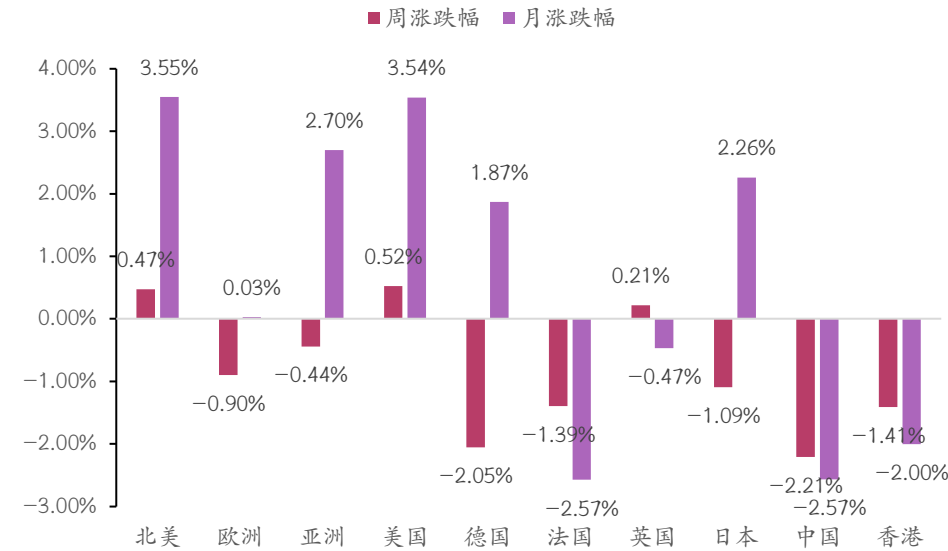
2.1 全球股市

图表：MSCI 地区指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：MSCI 地区指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

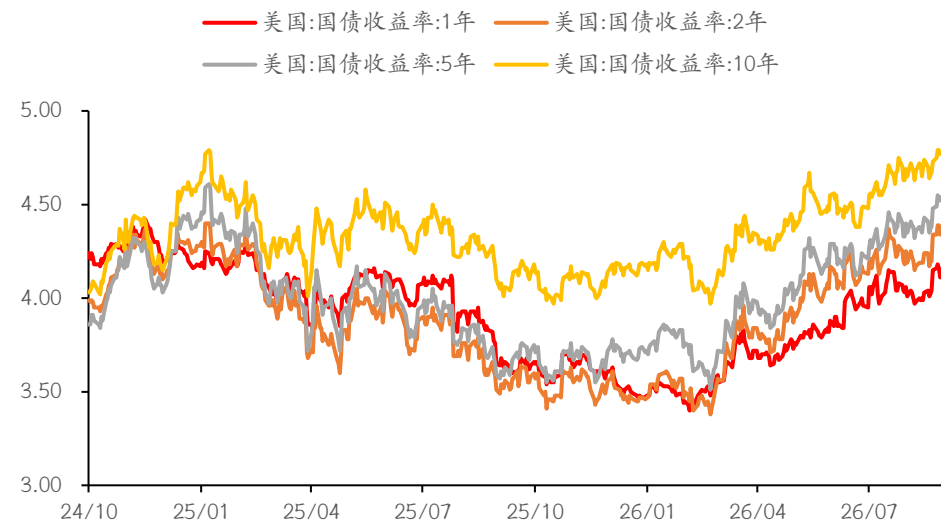
➤ 本周海外股市整体回暖，美股、欧洲及亚洲主要市场多数收涨。核心驱动在于沃勒释放偏鸽信号，表示若通胀持续降温则倾向支持维持利率不变，缓解了市场对9月加息的担忧，叠加美债收益率从高位回落，共同推动风险偏好修复。短期来看，当前行情更多是技术性反弹而非趋势反转，建议投资者在9月CPI数据公布前保持观望。MSCI世界领先以及MSCI世界指数周度涨跌幅分别为0.14%和0.30%，MSCI发达国家指数为0.03%，MSCI新兴市场指数为-1.09%。

注：MSCI世界领先指数=MSCI世界指数+MSCI新兴市场指数+MSCI 前沿市场指数；MSCI 世界指数=美国+MSCI 发达市场指数（Small Cap Index）；MSCI 指数覆盖每个市场约85%的自由流通市值。

详情请参考：[MSCI ACWI Index market allocation](#)

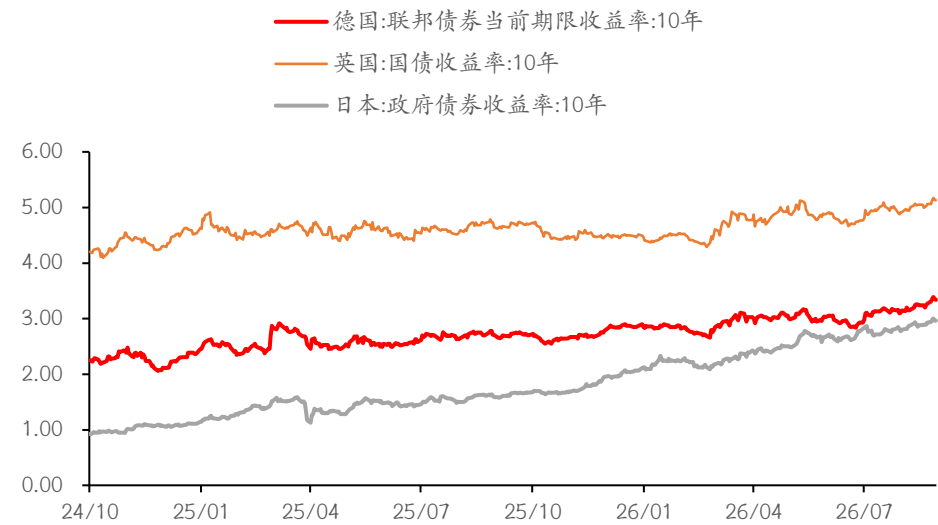
2.2 全球债券市场

图表：美债各期限基准收益率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：德国、英国和日本十年期国债基准收益率（单位：%）

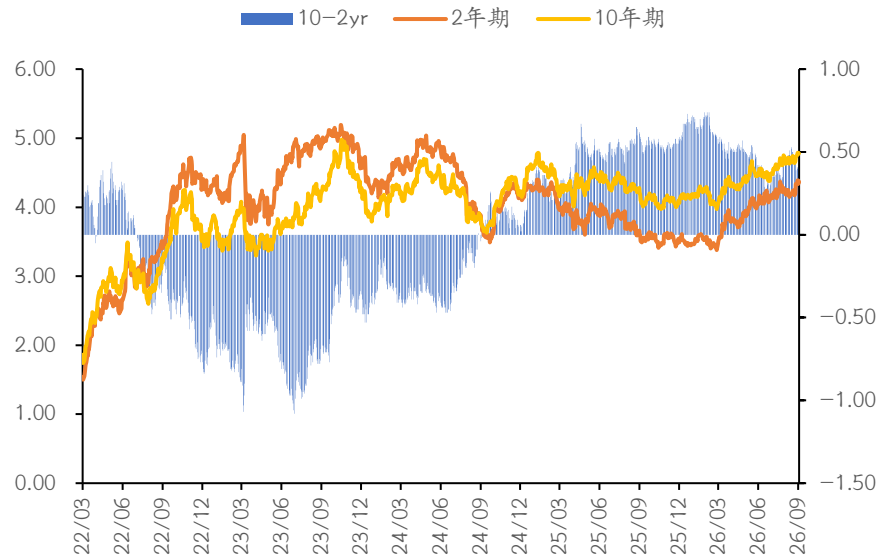


资料来源：iFinD，光大期货研究所

➤ 本周美债收益率高位震荡，核心驱动因素在于美联储内部信号分歧显著：主席沃什偏鹰表态推高加息预期，叠加AI资本开支扩张与企业债供给激增带来的“财政+融资”双重冲击，持续施压长端；而理事沃勒随后释放鸽派信号，暗示若通胀降温则倾向维持利率不变，带动收益率自高位有所回落。短期来看，非农数据公布后10年期收益率维持在4.79%附近，市场对9月加息预期仅升温至约六成，市场情绪变化有限，需等待下周CPI数据给出最终指引。

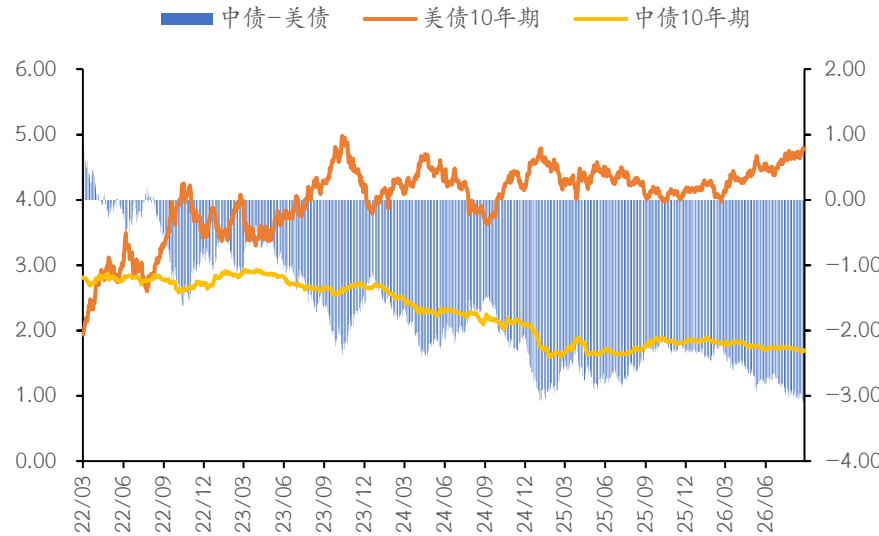
2.2 全球债券市场

图表：美债10/2年期限利差（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：中债10年期收益率（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

国内方面，进入9月份，债市迎来小幅修复。一是月初资金面边际转松，资金面由8月末的“边际收紧”切换为9月初“中性偏友好”。二是8月份PMI数据环比改善，仅仅是边际修复，没有出现经济强复苏信号。短期来看，资金面月初宽松红利还会持续一段时间，基本面关注点在于现实经济数据而非政策刺激，震荡行情延续。

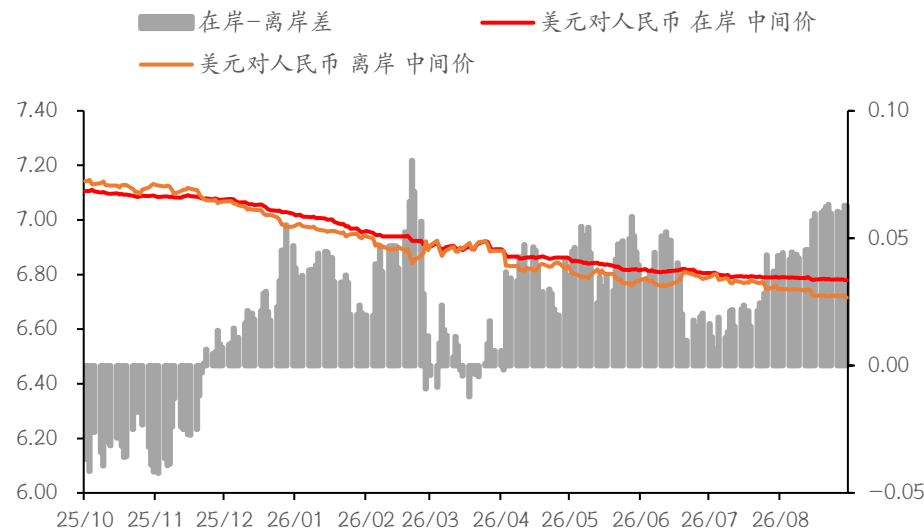
2.3 全球汇率

图表：美元指数



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：美元兑人民币汇率

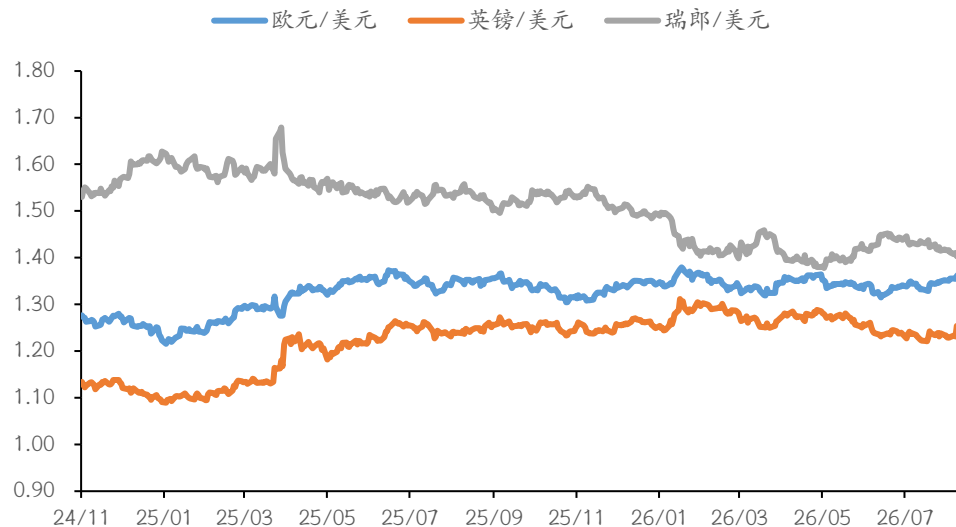


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 汇率方面，本周美元指数先抑后扬，核心驱动在于理事沃勒释放偏鸽信号，叠加日元意外拉升，推动美元跌至5月以来最低；而随后8月非农新增就业远超预期，又带动加息概率回升至约57%，美元短线反弹。短期来看，市场核心矛盾已从就业数据转向下周CPI数据，方向性突破仍需等待通胀信号最终明朗。美元指数涨跌幅-0.53%，报99.1541。在岸、离岸人民币窄幅波动，美元兑人民币报收6.7787（前一周为6.7811），离岸人民币报收 6.7160（一周前为6.7214）。

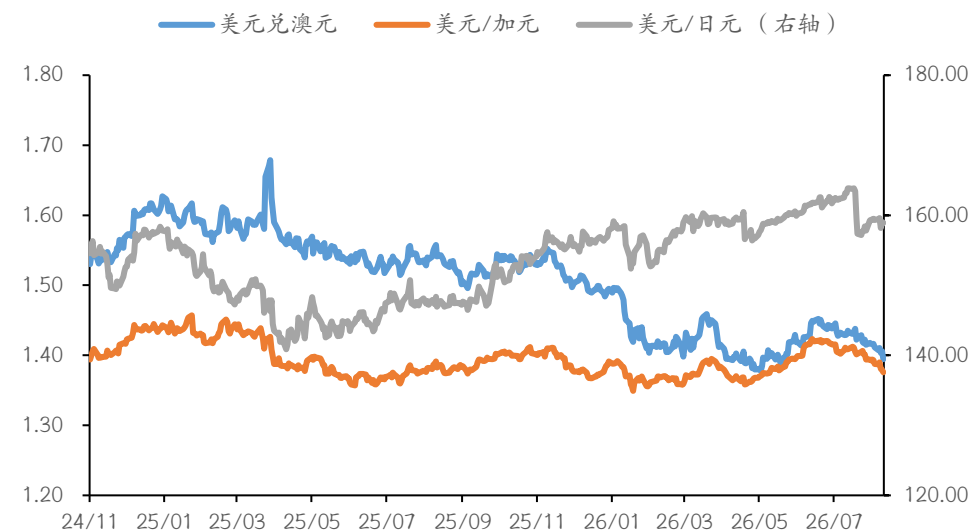
2.3 全球汇率

图表：欧元、英镑、瑞士法郎兑美元



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：澳元、加币、日元兑美元

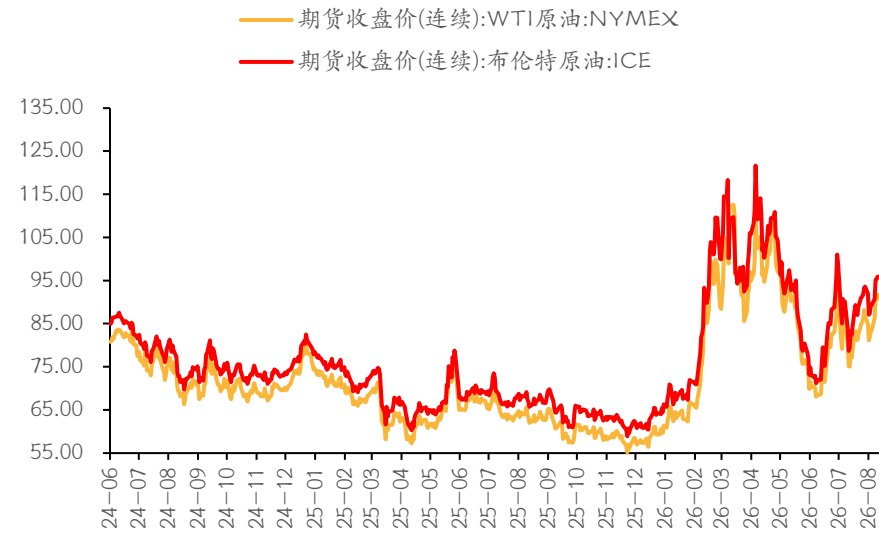


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ G7货币变现分化，欧元跌0.18%，英镑跌0.39%，瑞郎跌0.07%，澳元涨0.51%，加元涨0.50%，日元涨2.41%。

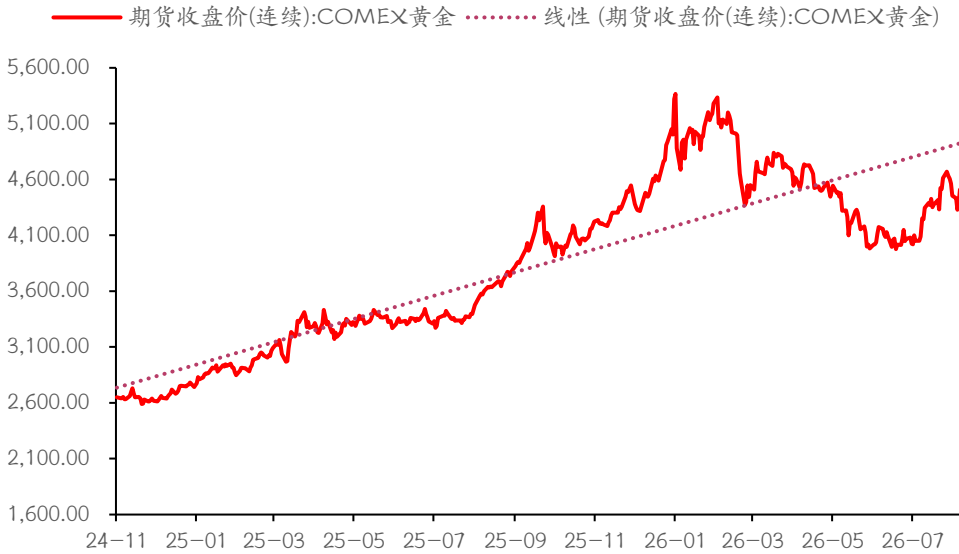
2.4 大宗商品

图表：WTI原油和Brent原油价格（单位：美元/桶）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：COMEX黄金期货价格（单位：美元/盎司）



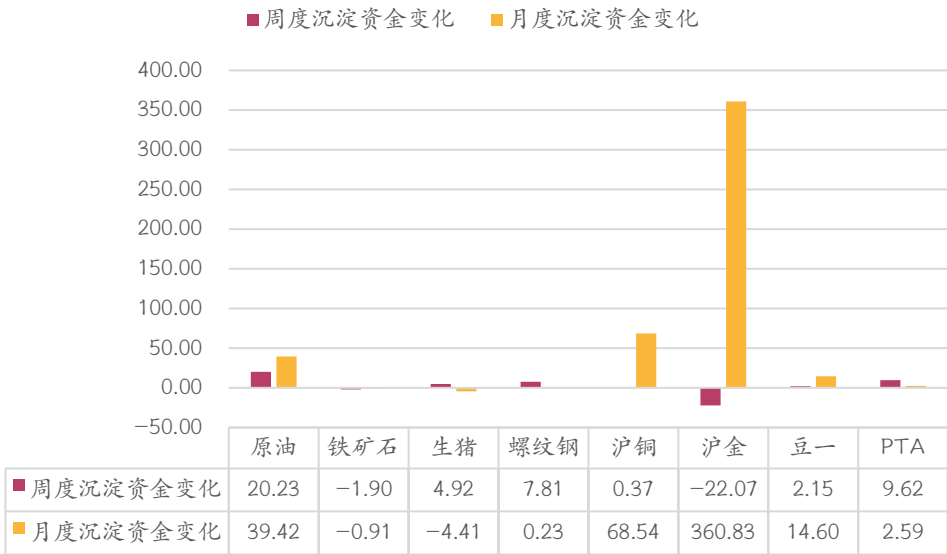
资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 原油方面，本周国际原油大幅上涨，美伊军事冲突再度升级，霍尔木兹海峡通行量骤降，加剧市场对供应中断的担忧，叠加美国EIA原油库存超预期下降445万桶、全球供需缺口扩大至180万桶/日以上，多重利好共振推高油价。短期来看，地缘僵局与低库存格局对油价形成支撑，但美联储加息预期升温压制需求前景，加之夏季消费旺季接近尾声，油价或维持高位宽幅震荡格局。WTI和布伦特原油周内分别变动9.32%和7.25%。
- 贵金属方面，本周金价宽幅震荡，核心驱动在于美联储政策信号与地缘避险需求持续拉锯。沃勒释放偏鸽信号一度推动黄金反弹，中东局势亦巩固避险买盘，但非农数据走强使加息预期重新升温，压制金价上行空间。短期金价高度依赖下周CPI数据，若通胀超预期回升或再度施压，但全球央行购金与去美元化逻辑仍为中长期底部提供支撑。Comex黄金收于4367.40美元/盎司，较上周变化-1.94%。



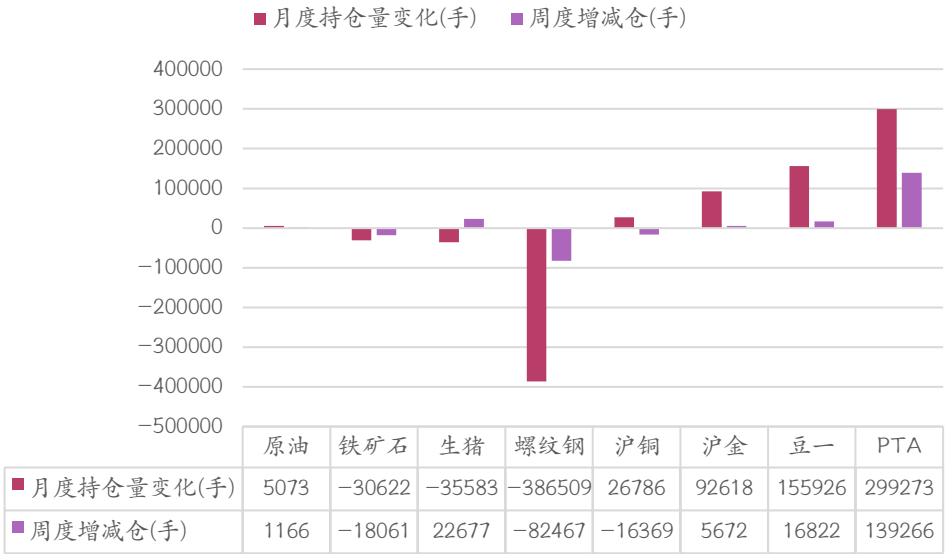
2.4 大宗商品

图表：市场沉淀资金（单位：亿元）



资料来源：Ifind，光大期货研究所

图表：分品种持仓量变化（单位：手）

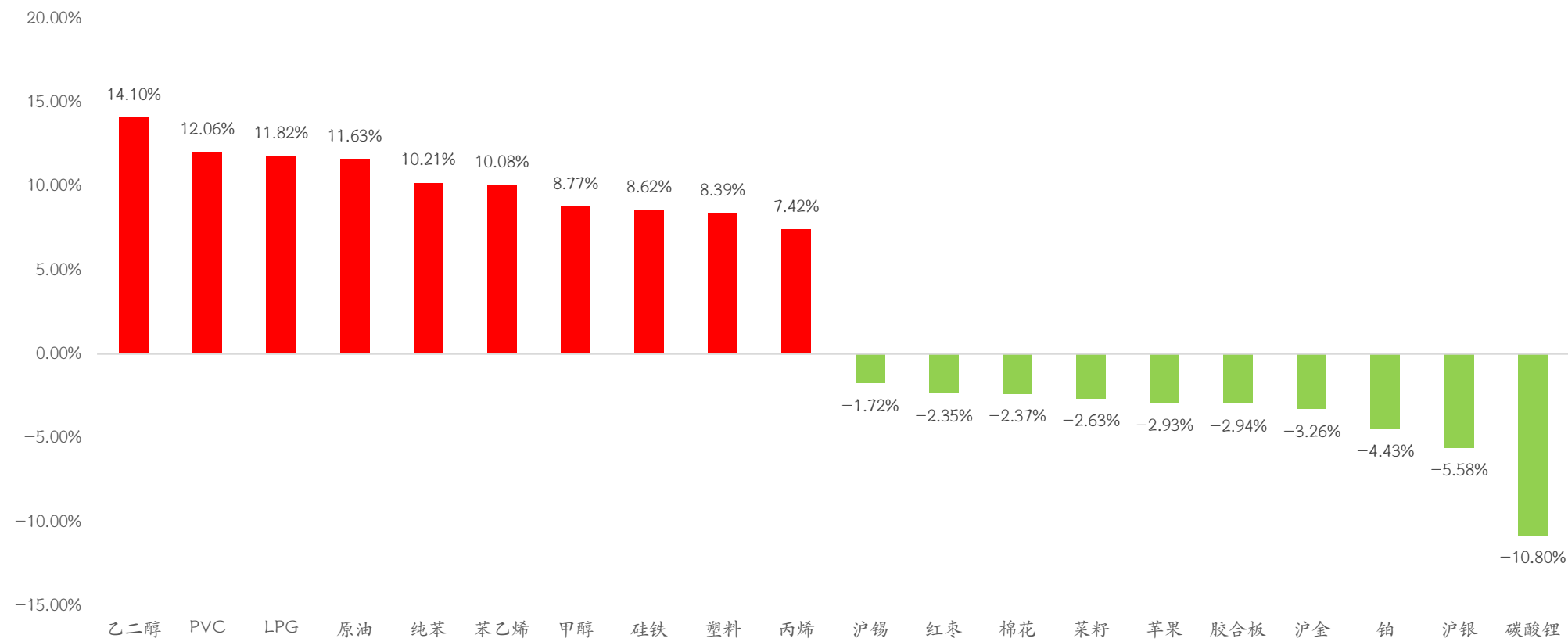


资料来源：Ifind，光大期货研究所

➤ 本周商品期货市场资金净流出11.22亿元。本周国内商品期货整体偏强，地缘冲突与供给收缩为上涨核心驱动。能源化工领涨，硅铁涨停，黑色系受焦煤偏紧支撑高位运行。短期地缘风险溢价叠加“金九银十”旺季预期，反弹趋势或延续，但需警惕美联储加息预期及需求兑现不及预期的回调压力。

2.4 大宗商品

图表：周度涨跌幅各前十品种（单位：%）



资料来源：Ifind，光大期货研究所

3.1 下周重点：国内关注8月通胀数据、货币与金融信贷数据；海外关注欧央行议息会议、美国通胀以及美债回购情况

7 星期一	1、美股因劳动节假期休市
8 星期二	1、中国8月进出口同比
9 星期三	1、美国财政部长债回购翻倍预计将于9月9日起生效 2、中国8月CPI与PPI数据 3、中国8月货币与金融信贷数据
10 星期四	1、欧央行9月议息会议 2、美国8月PPI同比（前值4.7%，预期5.2%）
11 星期五	1、美国8月CPI同比（前值3.4%，预期3.4%）；环比（前值0.1%，预期0.4%） 2、美国8月核心CPI同比（前值2.5%，预期2.4%）；环比（前值0.2%，预期0.2%）

研究员简介

- 赵复初，英国杜伦大学金融学博士，英国苏塞克斯大学管理学硕士，现任光大期货研究所金融期货分析师。负责海外宏观与大类资产配置相关研究，在期货日报、华夏时报等主流媒体发表多篇文章。期货从业资格号：F03107639；期货交易咨询资格号：Z0021469。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。