



2026年09月20日

如何看待美国炼油企业的股价新高

——资产配置周报（2026/09/14-2026/09/18）

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师

陈伟业 S0630526020001

cwy@longone.com.cn

投资要点

- **全球大类资产回顾。**9月18日当周，全球股市涨跌不一，科创50指数、恒生科技指数领涨；主要商品期货中黄金、铜、铝上涨，原油下跌；美元指数上涨，人民币升值，欧元、日元贬值。权益方面：科创50>恒生科技指数>日经225>创业板指>深证成指>纳指>上证指数>英国富时100>沪深300指数>标普500>恒生指数>德国DAX30>法国CAC40>道指。2）9月加息落地且本身已被市场充分定价，靴子落地后金价反弹，黄金当周小幅上涨；原油受中东地缘局势缓和影响，当周下跌。3）工业品期货：南华工业品价格指数下跌，炼焦煤、混凝土、螺纹钢、水泥小幅下跌；高炉开工率环比小幅下跌；乘用车截至9月13日当周销量3.96万辆，环比13.00%，同比-23.00%；BDI环比下跌3.91%。4）国内利率债收益率涨跌不一，全周中债1Y国债收益率上涨0.06BP至1.2298%，10Y国债收益率下跌0.79BP收至1.6820%。5）2Y美债收益率当周上涨13BP至4.76%，10Y美债收益率上涨5BP至5.01%。6）美元指数收于100.22，周上涨1.14%；离岸人民币对美元逆势升值0.19%。
- **国内权益市场。**9月18日当周，风格方面，成长>消费>周期>金融，日均成交额为17981亿元（前值18786亿元）。申万一级行业中，共有16个行业上涨，15个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为电子（+6.06%）、通信（+3.75%）、房地产（+3.26%）；跌幅靠前的行业为石油石化（-3.72%）、农林牧渔（-2.78%）、煤炭（-2.72%）。
- **如何看待美国炼油企业的股价新高。**今年以来，由于国际油价紧张，全球炼油活动减少，海外炼油价差持续扩大。根据EIA数据，至9月14日，美国柴油零售价格平均为6.29美元/加仑，在通货膨胀调整的基础上，这是自2022年以来的最高价格，也是自EIA于1994年开始发布该数据以来名义价格的最高记录。在炼油裂解价差扩大的同时，美国独立的炼油企业股价也创历史新高，今年初至9月18日以来的股价，瓦莱罗能源上涨158%、PBF能源上涨190%、Delek US上涨168%、HF Sinclair上涨157%。对于美国炼油企业的股价新高，除传统的PE、PB估值之外，对我们参考意义主要有。1）海外炼油企业的周期属性很强，ROE波动较大，由于美国几乎没有新建炼油企业，对应的成长性受限。但是这些企业对应的固定资产相对较轻，未来的资本开支多以维护性为主，对应的固定资产周转率多在4-6倍，而国内的炼化企业多在1-3倍。2）美国的能源自主，本土的轻质油可以与加拿大、委内瑞拉的重质油混合进行加工，下游炼油企业开工率较高。此外，美国的新能源汽车渗透率较低，交通方面对于成品油的需求稳定。3）美国的炼油和乙烯装置多是分开经营，如CPChem由雪佛龙和菲利普斯66各持50%股份，利安德巴塞尔退出炼油业务等。对比之下，国内的炼化一体化能力更强，未来盈利的稳定性将会增强。对标美国的炼油企业，我们认为国内炼化装置在投产后，固定资产形成销售收入，周转率将会提升，同时折扣带来的现金流将会明显改善，有望带来新的估值提升空间。
- **风险提示：**周度基金仓位为预估，存在偏差风险；政策落地不及预期；地缘政治局势超预期；上游成本压力超预期。

正文目录

1. 核心观点：如何看待美国炼油企业的股价新高.....	5
1.1. 市场观点与资产配置建议	5
1.2. 全球大类资产回顾	6
1.3. 国内权益市场回顾	7
2. 利率及汇率跟踪.....	8
2.1. 资金面：短端加量对冲扰动，中期工具仍以等量续作为主	8
2.2. 利率债：生产改善未改变内需偏弱，长端仍有基本面支撑	9
2.3. 美债：加息落地并抬高后续路径，2 年期继续领跌.....	9
2.4. 汇率：美元走强，人民币升破关键点位	10
3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪.....	10
3.1. 能源跟踪	10
3.2. 黄金跟踪	12
3.3. 金属铜跟踪.....	14
4. 行业及主题.....	16
4.1. 行业高频跟踪	16
4.2. 主要指数及行业估值水平	18
5. 重要市场数据及流动性跟踪.....	19
5.1. 投资增速降幅收窄的可能性在增加	19
5.2. 美联储 9 月 FOMC：鹰派兑现下的加息靴子落地.....	21
5.3. 资金及流动性跟踪	22
6. 市场资讯	23
6.1. 海外市场资讯	23
6.2. 国内市场资讯	23
6.3. 政策面	24
7. 财经日历	25
8. 风险提示	25

图表目录

图 1 美国汽柴油零售价差	5
图 2 全球主要大类资产周度表现, %	7
图 3 中债美债周度表现, BP	7
图 4 申万一级行业周度涨跌幅, %	8
图 5 原油价格, 美元/桶	11
图 6 天然气价格, 美元/百万英热	11
图 7 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台	11
图 8 美国燃料库存, 百万桶	11
图 9 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %	12
图 10 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天	12
图 11 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶	12
图 12 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨	12
图 13 美元指数与伦敦金现, 美元/盎司	13
图 14 VIX 与金价, 美元/盎司	13
图 15 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps	13
图 16 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps	13
图 17 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %	13
图 18 CME FedWatch 对美联储降息概率预测	13
图 19 2000 年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司	14
图 20 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %	14
图 21 金属铜价格, 元/吨, 美元/吨	15
图 22 铜精矿 25%Cu: 远期现货综合指数, 美元/干吨	15
图 23 铜精矿和电解铜库存, 万吨	15
图 24 中国矿产粗铜产量, 万吨	15
图 25 中国矿产粗铜和电解铜产量, 万吨	15
图 26 中国电解铜产能和产能利用率, 万吨, %	15
图 27 中国电解铜和需求缺口, 万吨	16
图 28 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量, 手	16
图 29 SHFE 中国电解铜单边交易交割量, 吨	16
图 30 上海平水铜、升水铜升贴水, 元/吨	16
图 31 247 家钢厂高炉产能利用率, %	16
图 32 乘用车日均零售销量, 辆	16
图 33 BDI 指数	17
图 34 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米	17
图 35 30 城新房成交面积, 万平方米	17
图 36 14 城二手房成交面积, 万平方米	17
图 37 主要行业高频数据	17
图 38 主要指数估值及分位数水平, %	18
图 39 各行业指数估值及分位数水平, %	18
图 40 社零主要分项当月同比及较上月变化, %, %	20
图 41 剔除以旧换新品类后的社零增速, %, %	20
图 42 高技术制造业增加值-工业增加值增速, %	20
图 43 出口交货值当月同比, %	20
图 44 固定资产投资完成额累计同比, %	21
图 45 制造业、基建投资累计同比, %	21
图 46 6 月 FOMC 会议点阵图	22

图 47 9 月 FOMC 会议点阵图显示联储内部分歧收敛	22
图 48 两融余额, 亿元, 亿元	22
图 49 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %	22
图 50 DR007、7 天期 OMO 利率, %	23
图 51 SHIBOR 3M, %	23
图 52 财经日历	25

1.核心观点：如何看待美国炼油企业的股价新高

1.1.市场观点与资产配置建议

1) 如何看待美国炼油企业的股价新高。今年以来，由于国际油价紧张，全球炼油活动减少，海外炼油价差持续扩大。根据 EIA 数据，至 9 月 14 日，美国柴油零售价格平均为 6.29 美元/加仑，在通货膨胀调整的基础上，这是自 2022 年以来的最高价格，也是自 EIA 于 1994 年开始发布该数据以来名义价格的最高记录。在炼油裂解价差扩大的同时，美国独立的炼油企业股价也创历史新高，今年初至 9 月 18 日以来的股价，瓦莱罗能源上涨 158%、PBF 能源上涨 190%、Delek US 上涨 168%、HF Sinclair 上涨 157%。对于美国炼油企业的股价新高，除传统的 PE、PB 估值之外，对我们参考意义主要有。

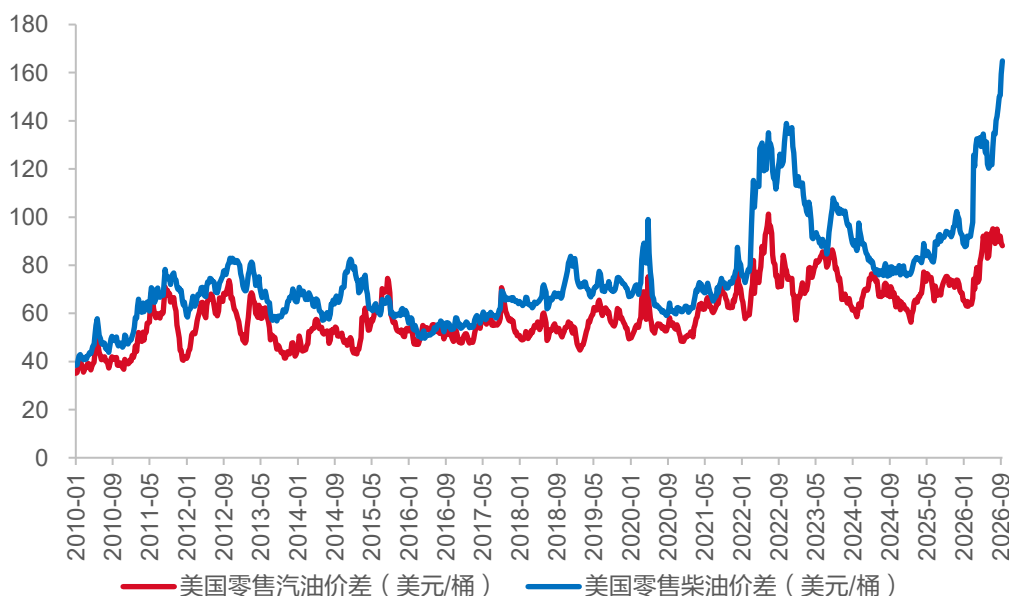
1、海外炼油企业的周期属性很强，ROE 波动较大，由于美国几乎没有新建炼油企业，对应的成长性受限。但是这些企业对应的固定资产相对较轻，未来的资本开支多以维护性为主，对应的固定资产周转率多在 4-6 倍，而国内的炼化企业多在 1-3 倍。

2、美国的能源自主，本土的轻质油可以与加拿大、委内瑞拉的重质油混合进行加工，下游炼油企业开工率较高。此外，美国的新能源汽车渗透率较低，交通方面对于成品油的需求稳定。

3、美国的炼油和乙烯装置多是分开经营，如 CPChem 由雪佛龙和菲利普斯 66 各持 50% 股份，利安德巴塞尔退出炼油业务等。对比之下，国内的炼化一体化能力更强，未来盈利的稳定性将会增强。

对标美国的炼油企业，我们认为国内炼化装置在投产后，固定资产形成销售收入，周转率将会提升，同时折扣带来的现金流将会明显改善，有望带来新的估值提升空间。

图1 美国汽柴油零售价差



资料来源：EIA，东海证券研究所（价差=零售价格-库欣 WTI 现货，一桶=42 加仑换算）

从历史上来看，高油价通常会催生新的科技应用如互联网、页岩油、新能源等产业，反之新的科技革命对应的资本开支投入也会抬高资金成本。相较于原油的供应紧张，海外炼油产能瓶颈对于通胀的影响更大，关注具有海外炼油资源和受益于成品油出口的标的。长期而

言，对于 AI 算力的投入和新的 AI 应用革命仍是投资主线，半导体的设备国产化进程确定，模型成本下降带来使用量的上升，关注需求量增长的确性和价格的持续性。对于与商品价格关联度较高的标的，如农业、有色等，建议资源属性优先，叠加价格弹性。

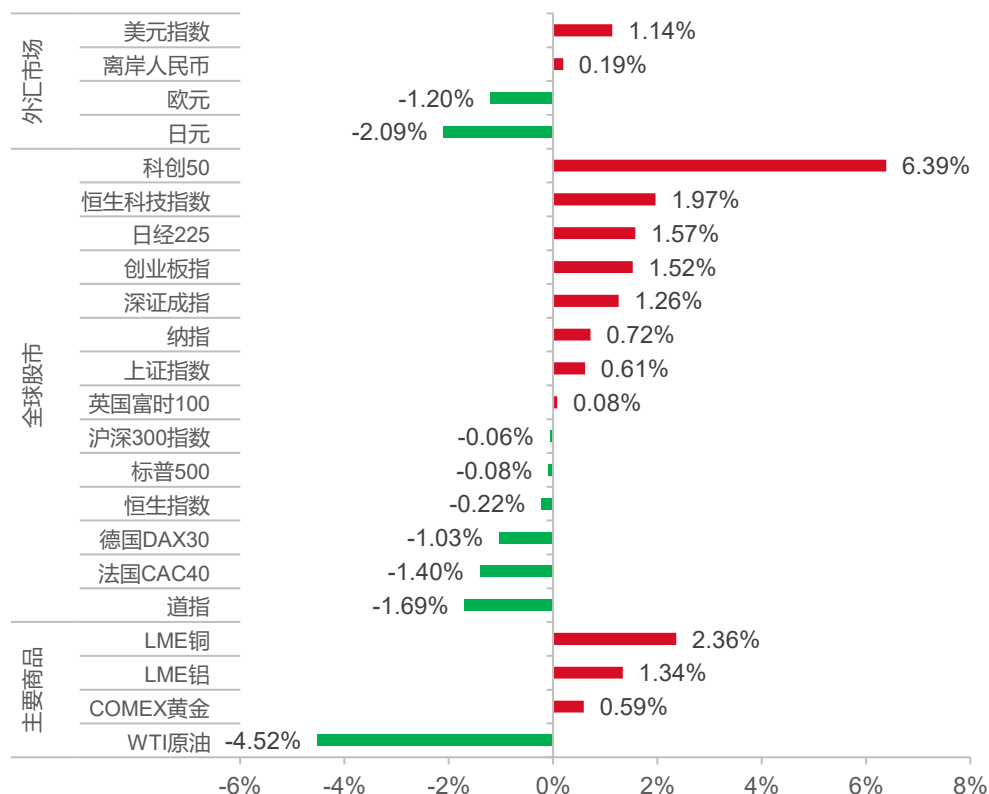
2) 利率与汇率。8 月信贷继续降速提质，企业债融资增加部分替代贷款，政府债供给放量。工业回升尚未带动消费、投资和居民信用同步改善，基本面对债市的支撑仍在。央行通过隔夜、7 天和 14 天逆回购分层对冲，资金面保持均衡，但买断式等量续作、存单净融资持续为正，银行负债成本没有明显下行。长端仍以低位震荡为主，配置优于追涨。美国零售反弹与能源通胀压力推动美联储加息，点阵图抬高后续利率路径，2 年期美债继续承压；长端表现分化。美元走强而人民币升破关键点位，国内供求韧性仍强。后续关注 LPR、MLF 续作、跨季资金及美国通胀预期验证。

3) 新的一周主要经济数据与展望。美联储加息尘埃落定，新的一周，市场将关注美联储官员的表态，以寻找有关货币政策前景的新线索。美国关键的经济数据将包括耐用品订单（预计 8 月份将下降）、新屋销售（预计将变化不大）、标准普尔全球 PMI 预览值等。在欧洲，将重点关注欧元区、德国、法国和英国 PMI 预览值的发布，预计制造业活动将继续扩张。此外，还将关注德国的 Ifo 商业景气指数，预计将连续上升。在中国，关注央行 9 月最新贷款市场报价利率（LPR）。在日本，将关注 9 月份 PMI 初值，预计将显示制造业增长依然强劲。

1.2.全球大类资产回顾

9 月 18 日当周，全球股市涨跌不一，科创 50 指数、恒生科技指数领涨；主要商品期货中黄金、铜、铝上涨，原油下跌；美元指数上涨，人民币升值，欧元、日元贬值。权益方面：科创 50>恒生科技指数>日经 225>创业板指>深证成指>纳指>上证指数>英国富时 100>沪深 300 指数>标普 500>恒生指数>德国 DAX30>法国 CAC40>道指。国内来看，8 月经济数据反映出内外需分化的格局边际变化不大，短期因素对生产的影响趋于减弱，但对基建、服务消费等需求侧的影响可能仍然存在。不过 8 月下旬以来，政策落地的节奏开始加快，政策性金融工具开始投放，房地产新政组合拳出台。后续专项债发行提速仍是大概率事件，配合六张网建设的推进，整体投资增速降幅收窄的可能性在增加。海外来看，9 月美联储加息 25bp 符合市场预期，除了兑现了杰克逊霍尔会议以来的鹰派表态，也有助于重塑美联储独立性的形象，降低长端美债收益率期限溢价的上行风险。美联储内部的分歧也较此前明显收敛，对于控通胀的表态仍然偏鹰派。当前 CME 显示 10 月加息概率在 5 成左右，年内再加息一次概率接近 9 成左右，与点阵图显示的预期接近。不过，若非供给因素影响下油价上行带来的通胀扩散担忧，美国 K 型分化的经济现状，以及劳动力市场供需双降下的弱平衡，均不支持美联储开启周期性的连续加息。沃什也表示，当前金融条件并非限制性，本次加息是撤除一部分宽松。是否开启周期性连续加息，仍存不确定性。2) 9 月加息落地且本身已被市场充分定价，靴子落地后金价反弹，黄金当周小幅上涨；原油受中东地缘局势缓和影响，当周下跌。3) 工业品期货：南华工业品价格指数下跌，炼焦煤、混凝土、螺纹钢、水泥小幅下跌；高炉开工率环比小幅下跌；乘用车截至 9 月 13 日当周销量 3.96 万辆，环比 13.00%，同比-23.00%；BDI 环比下跌 3.91%。4) 国内利率债收益率涨跌不一，全周中债 1Y 国债收益率上涨 0.06BP 至 1.2298%，10Y 国债收益率下跌 0.79BP 收至 1.6820%。5) 2Y 美债收益率当周上涨 13BP 至 4.76%，10Y 美债收益率上涨 5BP 至 5.01%；10Y 日债收益率上行 0.6BP 至 2.9930%。6) 美元指数收于 100.22，周上涨 1.14%；离岸人民币对美元逆势升值 0.19%；日元对美元贬值 2.09%。

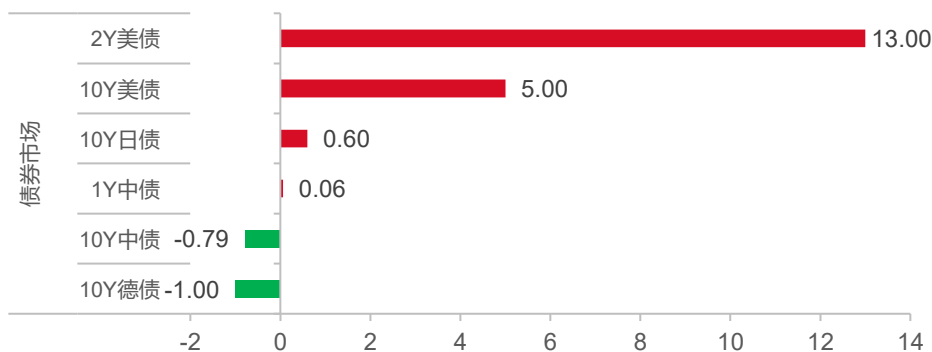
图2 全球主要大类资产周度表现，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

备注：美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升值。

图3 中债美债周度表现，BP

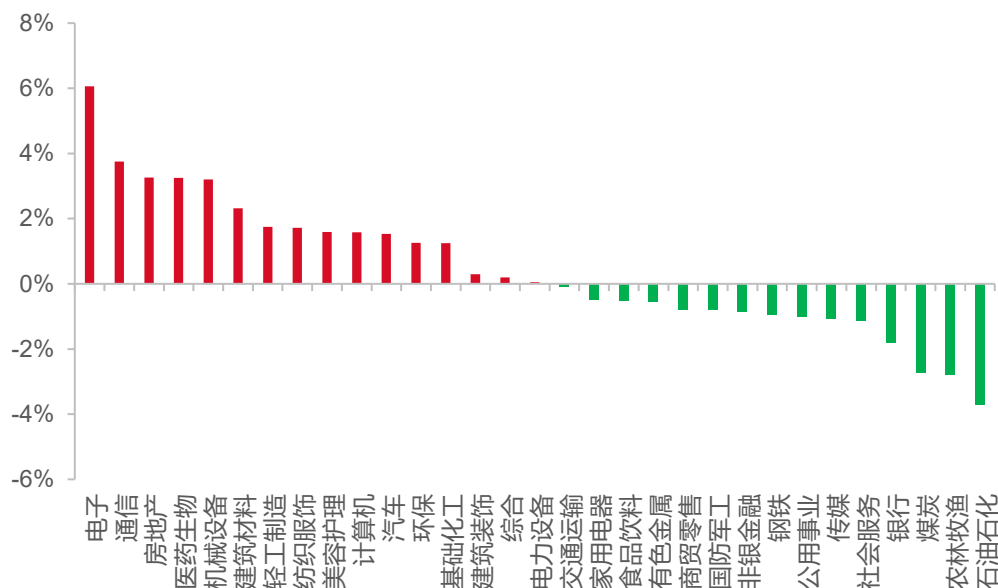


资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至9月18日当周，风格方面，成长>消费>周期>金融，日均成交额为17981亿元（前值18786亿元）。申万一级行业中，共有16个行业上涨，15个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为电子（+6.06%）、通信（+3.75%）、房地产（+3.26%）；跌幅靠前的行业为石油石化（-3.72%）、农林牧渔（-2.78%）、煤炭（-2.72%）。

图4 申万一级行业周度涨跌幅，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所，9/14-9/18

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：短端加量对冲扰动，中期工具仍以等量续作为主

央行加大短端投放，资金价格保持均衡。9月14日至18日公开市场全口径净投放8268亿元，较9月7日至11日的净回笼15亿元明显增加，对税期、供给的需求形成对冲。9月18日DR001、DR007分别为1.43%、1.44%，较9月11日上行约1bp、2bp，略高于1.40%的7天逆回购政策利率。

操作期限的变化比投放总量更重要。9月14日至17日，隔夜逆回购分别投放5040亿元、5970亿元、6000亿元、6000亿元，合计23010亿元，均在周内到期。7天逆回购前两日为零，16日至18日分别投放1100亿元、1620亿元、4633亿元，周内净投放7268亿元。9月18日另开展1000亿元14天逆回购，采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式，为跨季及假期前资金安排提供支持。隔夜平滑当日波动、7天补充阶段缺口、14天覆盖更长时点需求，央行的期限管理更清晰。

中期资金仍以稳定存量为主。9月15日6个月买断式逆回购投放5000亿元，对应14日到期5000亿元，净投放为零；叠加上旬3个月等量续作，9月两个期限买断式工具尚未带来中期净增量。国库现金定存周内投放和到期均为700亿元，净额同样为零。

银行补负债需求仍在。9月14日至18日同业存单发行约7839亿元、到期约5877亿元、净融资约1961亿元；9月18日1M、3M、6M、1Y AAA存单收益率分别为1.44%、1.44%、1.46%、1.49%，较9月11日分别变化约+1bp、0bp、0bp、0bp。短端对冲限制了资金波动，但未带来银行中期负债成本的明显下降。判断是资金面维持均衡、跨季波动有对冲，持续宽松仍缺少中期净投放确认。后续重点看9月21日LPR报价、9月25日6000亿元MLF到期续作，以及7天和14天工具的衔接安排。

2.2.利率债：生产改善未改变内需偏弱，长端仍有基本面支撑

国债曲线表现分化，长端小幅下行。9月18日1M、3M、6M、1Y、2Y国债收益率分别为1.15%、1.18%、1.19%、1.23%、1.26%，较9月11日分别变化约+3bp、-2bp、-2bp、0bp、+1bp；5Y、10Y、30Y分别为1.41%、1.68%、2.13%，分别下行约2bp、1bp、2bp。政府债净融资放量而长端仍走强，说明供给扰动尚未压过基本面与配置支撑，10年期仍在1.70%下方低位震荡。

经济数据的核心分化是生产强于内需。8月工业增加值同比较7月加快，高技术制造业增长较快，生产端改善较明确；但社零显示消费修复力度仍弱。就业与收入预期仍需巩固。服务消费相对较强。投资和地产仍是内需的主要拖累。结合此前公布的出口和物价回升，国内更接近外需及部分新产业有韧性、传统内需修复偏弱。

金融数据延续降速提质。8月新增社融存量增速小幅下降；金融机构人民币贷款增速继续回落。政府债仍是社融主要支撑。M2增速与社融同向，资金活化略有改善。信贷结构方面，8月企业中长期贷款与企业债券合计额与去年基本相当，比单看贷款端更合理。居民加杠杆意愿仍不足。对债市而言，这组经济金融数据支持低位配置。

供给方面，9月14日至18日政府债净融资约6475亿元，接近9月7日至11日的两倍。发行提速会增加阶段性供给与资金安排压力，但财政融资转化为支出和实物工作量还需要时间。判断维持低位震荡，基本面支撑长端，供给与负债成本约束追涨空间。后续关注财政资金落地、跨季机构配置，以及LPR和MLF能否改善信用与负债预期。

2.3.美债：加息落地并抬高后续路径，2年期继续领跌

美债短中端上行、超长端略降，曲线进一步趋平。9月18日1M、3M、6M、1Y美债收益率分别为3.97%、4.14%、4.24%、4.44%，较9月11日上行4bp、7bp、12bp、9bp；2Y、5Y、10Y、30Y分别为4.76%、4.86%、5.01%、5.34%，分别变化+13bp、+8bp、+5bp、-1bp。10年与2年利差从33bp收窄至25bp。2年期对政策路径更敏感，其上行快于10年期，说明近期主要压力仍来自政策利率预期。

9月16日美联储一致决定加息25bp，将联邦基金目标区间上调至3.75%—4.00%。提交预测者的利率判断分布进一步上移：2026年末利率中位数由6月的3.80%升至4.10%，2027年由3.60%升至4.10%。相对当前区间中点，这对应年内仍有约一次25bp加息的空间，且2027年没有给出中位数意义上的降息信号。

加息背后是能源价格压力与需求韧性同时存在。中东冲突对能源供应的扰动仍未消退，布伦特油价虽从周内接近110美元的高点回落，仍在100美元上方，燃料及运输成本压力具有持续性。此前核心CPI环比回升、居民短期通胀预期跳升，使美联储更难把涨价完全视为暂时冲击。9月预测将2026年PCE和核心PCE通胀分别上调至3.7%、3.4%，各较6月增加0.1个百分点；同时将增长预测上调至2.3%、失业率预测下调至4.1%，体现抗通胀时仍有经济韧性支撑。

预计美债中短端仍受偏紧政策路径约束，长端高位波动，快速切换为降息交易的依据不足。未来一周重点看美国9月PMI初值、9月25日密歇根通胀预期终值及油价变化；8月PCE按官方日程在9月30日公布，是稍后的核心验证节点。

2.4.汇率：美元走强，人民币升破关键点位

人民币表现强于美元方向所暗示的结果。9月18日离岸人民币为6.6951，较9月11日升值约130点，升破6.7000；美元指数则由99.0901升至100.2167，上涨1.1266。美联储加息和偏高利率路径支撑美元，但未带来人民币同步贬值，人民币重新偏强。

这一背离更指向人民币自身供求的韧性。一方面，前期外贸保持较强增长，为外汇收入提供基础；国内经济结构分化、内需偏弱，也没有直接转化为对美元汇率压力。另一方面，随着双边本币结算以及人民币跨境支付系统扩容，人民币在全球支付中的占比快速攀升，人民币国际化带来的买盘是真实存在且已经处于历史高位平台。可以确认的是，人民币已经消化了美元走强的外部扰动，汇率仍不是国内长端利率的核心约束。预计人民币维持偏强运行，突破6.7000后关注该点位的稳定性。

3.原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1.能源跟踪

截至9月18日当周，WTI油价在下半周快速走低，于周五收于96.08美元/桶，较上周同期下跌4.0%。截至2026年9月11日当周，美国原油产量为1394.4万桶/天，同比增长46.2万桶/天。美国炼厂吞吐量为1733万桶/天，开工率96.8%。美国工作钻机数量或实现走势反转，2026年9月18日当周，美国钻机数595台，较去年同期增长53台；其中采油钻机数452，较去年同期增长34台。

美国9月高温推动发电用天然气需求创同期新高。9月1—14日，电厂日均用气量达到462亿立方英尺，同比增加68亿立方英尺，较三年均值高52亿立方英尺；预计15—28日仍将保持在400亿立方英尺以上，使全月有望超过2024年407亿立方英尺/日的纪录。风光发电和煤电虽同步增长，但整体电力需求扩张仍使燃气发电量同比增加约680吉瓦时/日。需求强劲并未明显抬升气价，9月14日NYMEX近月合约报2.88美元/百万英热单位，月初以来亨利港现货均价为2.85美元。2026年前八个月美国天然气产量同比增加约40亿立方英尺/日，其中二叠纪盆地贡献17亿立方英尺/日，新建外输管线继续支持增产。

埃克森美孚预计到2050年全球LNG消费量将较当前翻倍；CERA的基准预测为7.936亿吨，较2025年增长84%。中东冲突和高价压缩现货需求，但全球70%—80%的供应由长期合同覆盖，印度等市场仍有待气价回落后释放需求。东北亚JKM现货价格9月14日升至29.735美元/百万英热单位，为2022年12月以来最高。供给端，埃克森持股30%的美国Golden Pass项目设计产能1810万吨/年，第二、第三条生产线计划于2027年投运；公司还争取在2026年底前对莫桑比克Rovuma LNG的1800万吨/年项目及巴布亚新几内亚Papua LNG的560万吨/年项目作出最终投资决定。

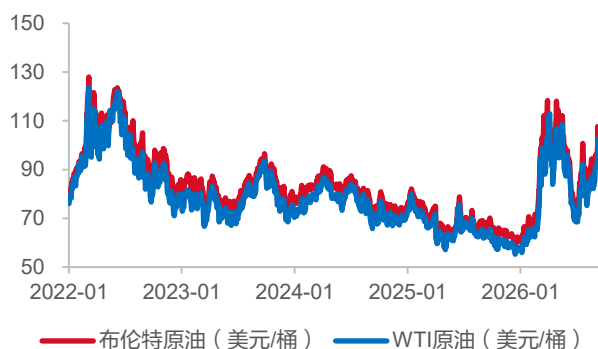
美国众议院以262票赞成、159票反对通过《2026年制裁俄罗斯和伊朗法案》，该法案此前已在参议院以86票对11票通过，现提交总统签署。法案授权总统对按进口量排名前五的俄罗斯原油或天然气买家所产商品征收最高100%的关税，并制裁用于规避俄能源限制的“影子船队”；总统可基于国家利益豁免措施。8月俄罗斯原油最大买家依次为印度160万桶/日、中国110万桶/日、意大利54万桶/日、土耳其19.1万桶/日和荷兰10.9万桶/日。全面实施可能迫使主要买家减少俄油采购、重新配置贸易流并推高国际油价，但豁免条款为分阶段调整保留空间。在油品供应偏紧、汽柴油价格较高之际，短期冲击仍取决于行政部门的执行力度。

欧洲柴油现货在供应中断下维持高位。西北欧 10ppm 柴油到岸价 9 月 15 日升至 1642.25 美元/吨，创评估以来最高，16 日仍报 1608.25 美元/吨；地中海同类产品分别达到 1664.75 美元和 1632 美元/吨。ARA 柴油裂解价差 16 日为 85.16 美元/桶，炼厂调整产品结构难以迅速缓解短缺。沙特东西输油管道因设施遇袭而预防性关闭，该管道是绕开霍尔木兹海峡的关键通道，近期输送量约 400 万—500 万桶/日。关闭迫使沙特阿美取消或推迟部分 9 月对欧原油交付，波兰 Orlen 为补缺另签 16 船原油。俄罗斯把柴油出口禁令延长至 10 月底，俄乌能源设施持续受袭，偏低库存与供应损失令欧洲采购竞争和炼油利润继续处于高位。

油价判断：红海海域航运再次受阻，油价高位震荡。短期俄乌方面地缘政治因素影响边际减弱，欧美加强对俄罗斯制裁，美国工作钻机数或实现反转，预计短期布伦特原油将在 70~110 美元/桶区间震荡运行，短期内需关注降息预期、特朗普政府突发政策变动、美伊冲突持续时间引起的油价波动风险。目前，油价上行动能较大，建议关注整体产能较新，乙烷成本具备比较优势的卫星化学、万华化学，上游资源标的中国石油、广汇能源。

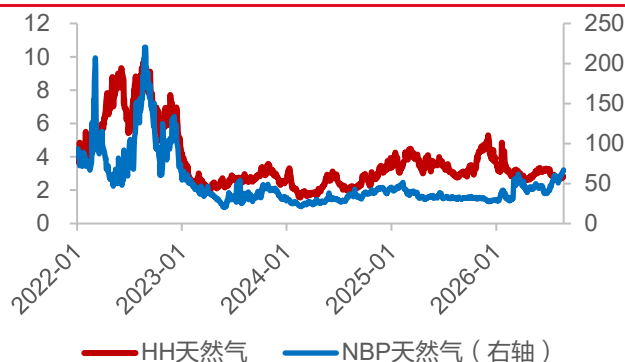
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图5 原油价格，美元/桶



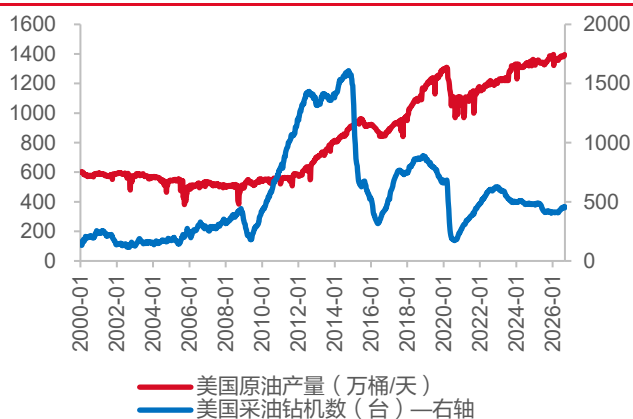
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 天然气价格，美元/百万英热



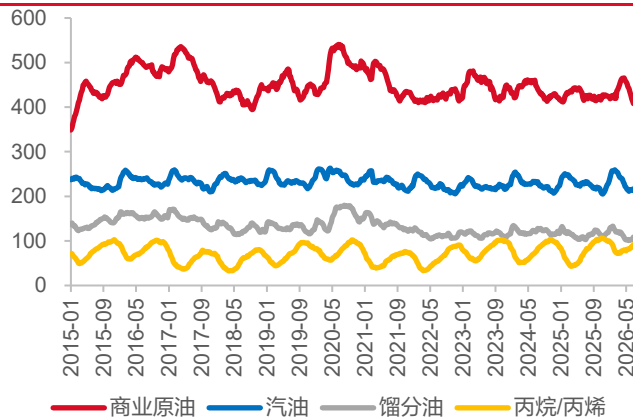
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 美国原油产量与钻机数，万桶/天，台



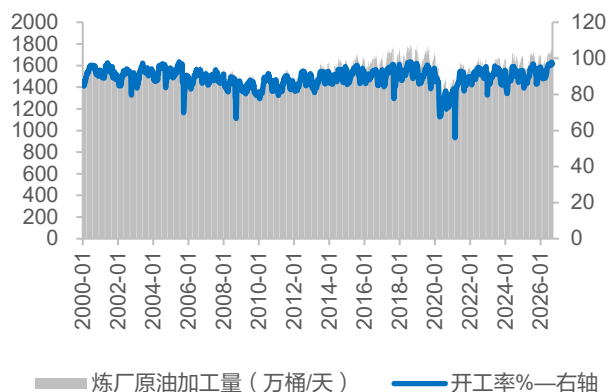
资料来源：EIA，东海证券研究所

图8 美国燃料库存，百万桶



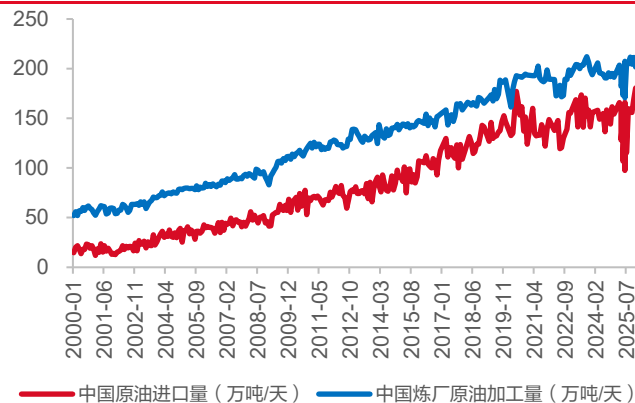
资料来源：EIA，东海证券研究所

图9 美国炼厂原油加工量及开工率，万桶/天，%



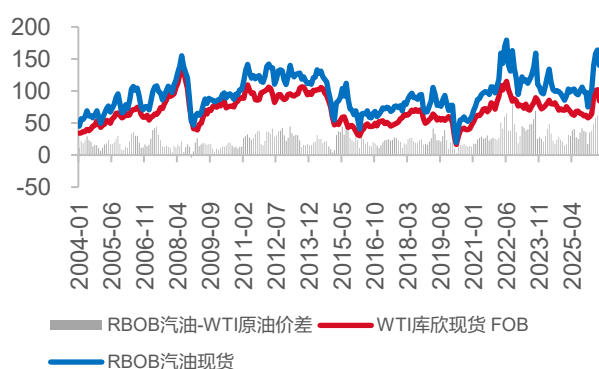
资料来源：EIA，东海证券研究所

图10 中国原油进口及炼厂加工量，万吨/天



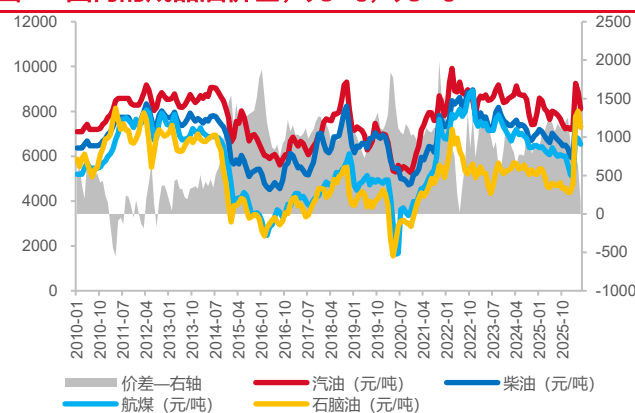
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图11 美国汽油与原油现货价差，美元/桶



资料来源：EIA，东海证券研究所

图12 国内的成品油价差，元/吨，元/吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

注：价差 = $0.2 \times \text{石脑油} + 0.3 \times \text{柴油} + 0.2 \times \text{汽油} + 0.1 \times \text{航空煤油} - \text{原油}$
*VAT*汇率（未考虑副产品和除增值税外各项税）

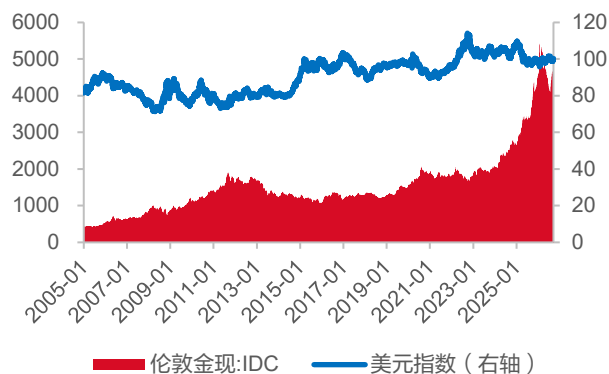
3.2.黄金跟踪

美国如期加息，金价周内先跌后涨。截至2026年9月18日当周，伦敦金现在周五收于4377.29美元/盎司，较上周同期上涨0.68%。美国三大股指周内走势偏弱，美元指数重回100点上方。8月我国央行继续增持黄金储备65万盎司。美联储宣布加息25个基点，将联邦基金利率目标区间上调至3.75%-4.00%，为2023年7月以来首次加息。美联储主席沃什拒绝提供前瞻指引。黄金SPDR持有量略有回升，中日矛盾、美国贸易协定、俄乌冲突等仍存在较大不确定性。长期来看，美元及美债的避险属性被削弱，黄金避险需求凸显，美元长期贬值预期较强，黄金长期投资价值仍然坚挺。

美债利率大幅走高，中债利率同向微涨。截至9月18日，10Y美债利率较上周同期上行5bp收于5.01%，截至9月18日10Y中美利差倒挂值较上周同期继续走阔，收于332.8bp。9月18日中国10Y国债利率本周最终报收1.6820%较上周同期下行0.79bp。8月，我国制造业PMI为49.8%，较前值改善0.6个百分点；美国8月制造业PMI为54.6%，继续维持景气。

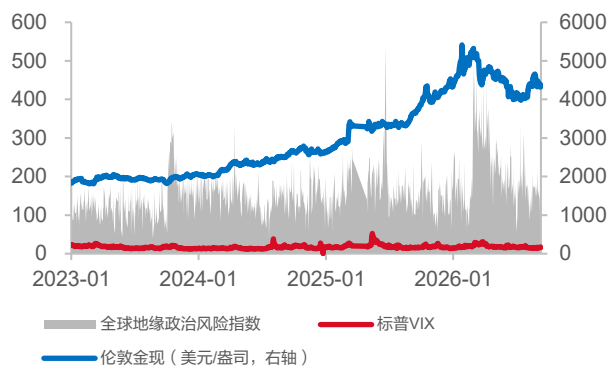
金价判断：以原油为首的工业大宗商品价格维持高位，美伊冲突持续进行。虽然美联储加息预期持续走强，短期对金价形成较强压力。美国持续挑起全球贸易争端但中美贸易摩擦预期缓和，俄乌冲突预计边际缓和，美国化债不利，押注美元指数未来走低，建议逢低买入。

图13 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



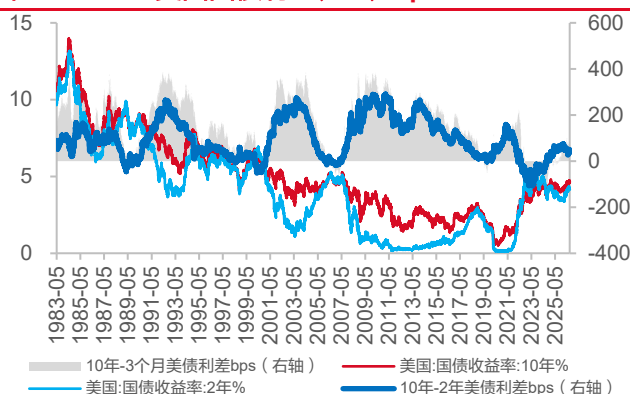
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 VIX与金价，美元/盎司



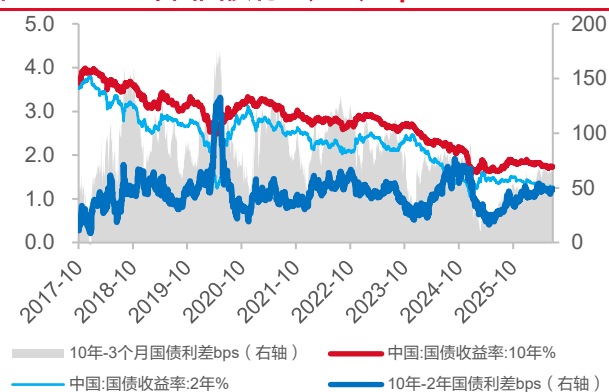
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 10Y-2Y 美国国债利差，%，bps



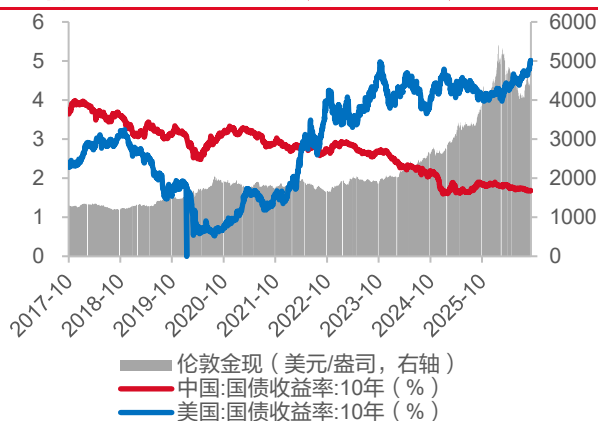
资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 10Y-2Y 中国国债利差，%，bps



资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 中美国债收益率与金价，美元/盎司，%



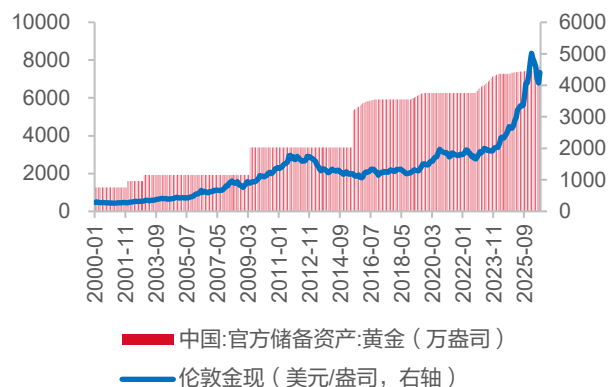
资料来源：Wind，东海证券研究所

图18 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/10/28	0.0%	42.4%	57.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2026/12/9	0.0%	0.0%	46.0%	44.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	5.8%	31.1%	44.9%	18.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	2.0%	14.4%	35.8%	35.8%	12.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	1.4%	10.7%	29.4%	35.8%	19.2%	3.6%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.9%	7.6%	23.2%	33.7%	24.7%	8.8%	1.2%	0.0%
2027/7/28	0.0%	0.8%	7.0%	21.8%	32.7%	25.5%	10.2%	1.9%	0.1%
2027/9/15	0.0%	0.8%	6.6%	20.8%	32.0%	26.0%	11.2%	2.4%	0.2%
2027/10/27	0.0%	1.1%	7.2%	21.3%	31.7%	25.3%	10.8%	2.3%	0.2%
2027/12/8	0.1%	1.7%	8.8%	22.4%	31.0%	23.7%	9.9%	2.1%	0.2%

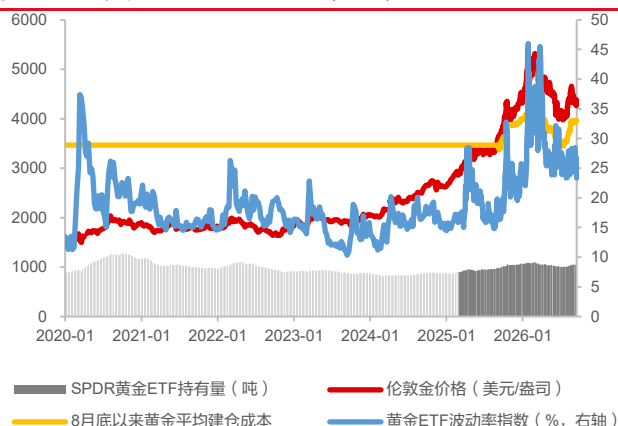
资料来源：CME，东海证券研究所

图19 2000年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图20 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.3.金属铜跟踪

2026 年, 金属精炼铜价格震荡上行, 9 月 18 日当周, SHFE 电解铜连续合约结算平均价格为 108306 元/吨, 较上一周环比减少 2.2%, 价格与去年同比增长 34.6%; LME 伦铜 3 个月合约结算价为 14195.88 美元/吨。9 月 18 日当周, 我国铜精矿干净料 (25%Cu) 远期现货综合价格指数约为 4082 美元/干吨。上海和伦敦电解铜价格主要受到全球铜矿供应偏紧以及市场对后续供应不足的担忧支撑。近期 LME 铜价创下历史新高, 矿端产量下降和铜精矿供应紧张继续推高原料价格; 市场仍存在提前备货和供应分流预期, 进一步强化了铜市场的偏强情绪。

2026 年 9 月 18 日当周, 电解铜现货库存为 9.48 万吨, 较上周环比下跌 2.6%, 铜精矿港口库存约为 62.4 万吨, 环比下降 3%。当周铜精矿港口库存小幅下降, 主要是近期港口到货相对有限, 而冶炼厂仍有一定刚性采购和提货需求。虽然铜精矿整体供应仍偏紧, 但部分前期到港货物持续被消化, 带动港口库存小幅去库。整体来看, 库存降幅不大, 说明当前市场仍处于供应偏紧、但需求相对平稳的状态。

2026 年 7 月, 我国电解铜产量约为 113.88 万吨, 环比下降 0.6%, 同比下降 4.7%。2026 年 6 月, 我国电解铜年化平均产能为 1698 万吨, 产能利用率为 78.5%。2026 年 7 月我国电解铜产量和需求缺口约为 29.64 万吨。我国电解精炼铜需求缺口扩大。

2026 年 9 月 18 日当周, 我国 SHFE 电解铜持仓量为 168930.2 手, 环比下降 23.6%; 成交量为 179787.2 手, 环比下降 20.8%, 当周 SHFE 电解铜单边持仓量和交易量均较上周增加, 主要是铜价持续走强, 市场对供应偏紧的预期有所升温, 资金参与积极性提高。随着铜价不断走高, 市场关注度增加, 部分资金选择进场布局, 带动持仓量上升。同时, 价格波动加大也提升了短线交易机会, 市场成交更加活跃, 推动交易量同步增长。整体来看, 资金参与度提升和市场情绪偏强是当周成交量、持仓量同时增加的主要原因。

当周, 铜价继续维持高位运行, 矿端供应偏紧、铜精矿供应下降以及美国潜在关税带来的供应分流仍对价格形成支撑, LME 铜价本周一度创下历史新高。短期来看, 铜市场供给偏紧的逻辑仍然较强, 价格预计维持高位震荡偏强, 但当前铜价处于历史高位, 下游对高价的接受度有限, 且近期油价上涨推高全球通胀和利率预期, 美元走强可能对铜价形成压制。后续需重点关注矿端供应变化、美国关税政策以及高铜价对下游需求的抑制, 若供应端没有明显改善, 铜价仍有较强支撑, 但短期波动可能加大。美伊冲突仍存在较大不确定性, 关注我国进口依存度较大品种, 如硼、锑、铬等。

图21 金属铜价格，元/吨，美元/吨



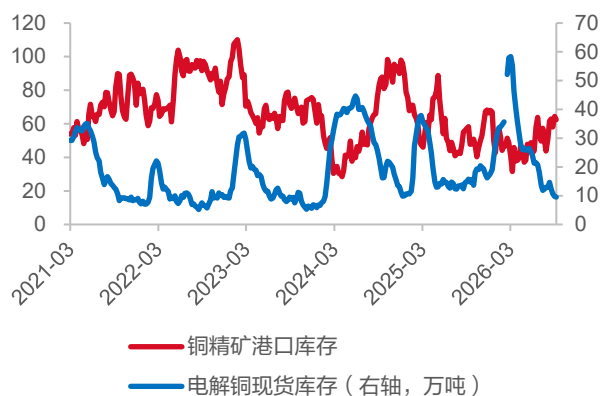
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿 25%Cu：远期现货综合指数，美元/干吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图23 铜精矿和电解铜库存，万吨



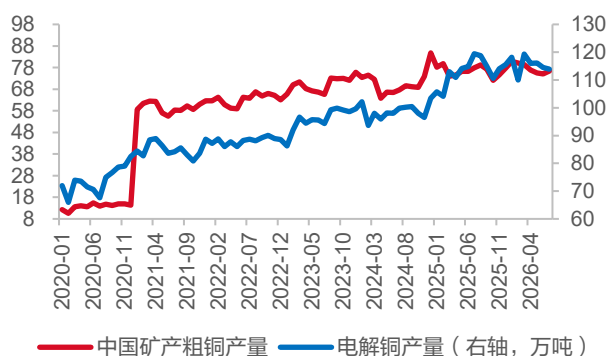
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图24 中国矿产粗铜产量，万吨



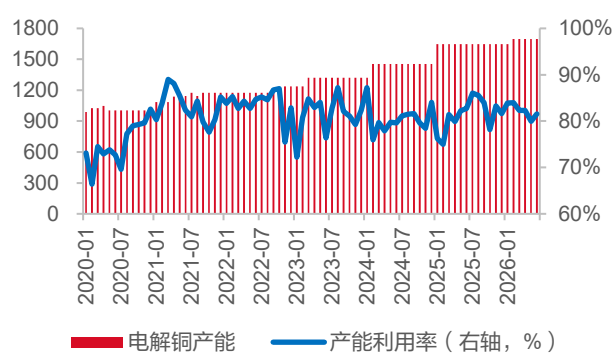
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国矿产粗铜和电解铜产量，万吨



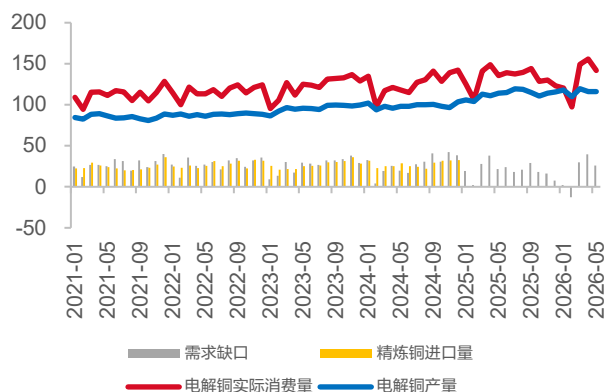
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%



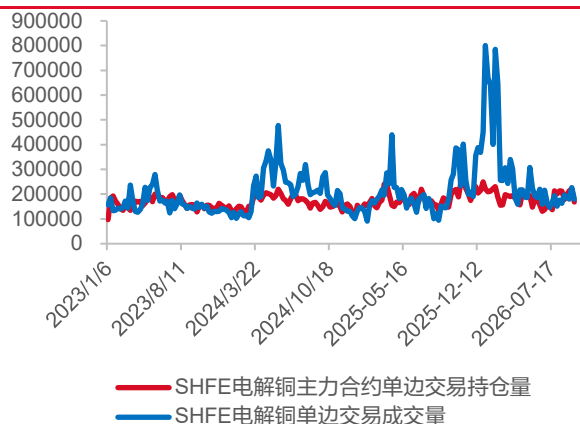
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 中国电解铜和需求缺口，万吨



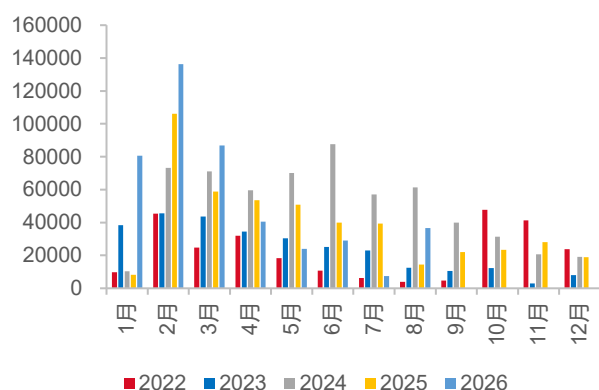
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图28 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



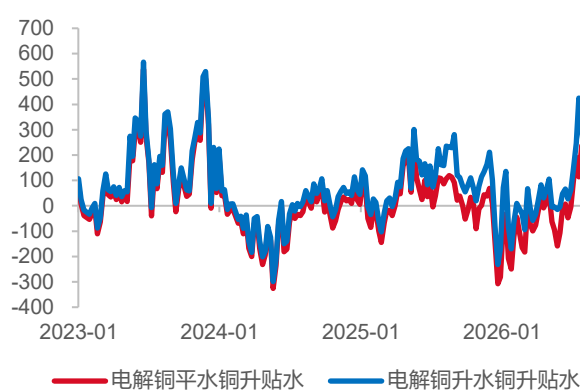
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图29 SHFE 中国电解铜单边交易交割量，吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图30 上海平水铜、升水铜升贴水，元/吨

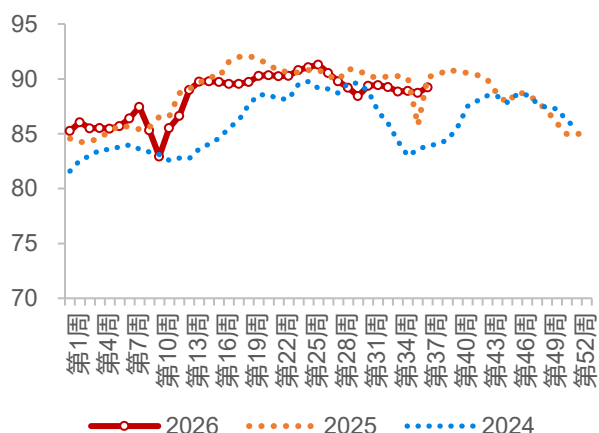


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

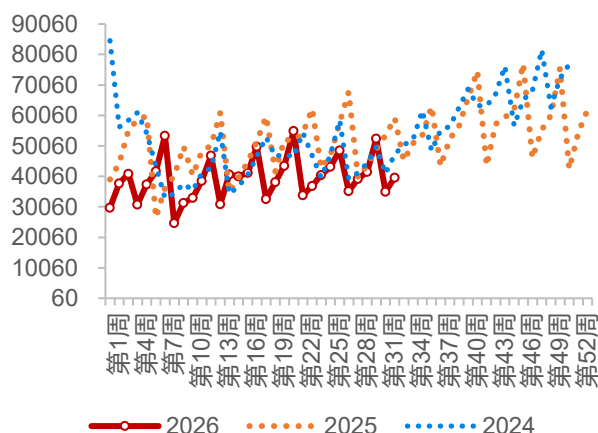
4.1.行业高频跟踪

图31 247 家钢厂高炉产能利用率，%



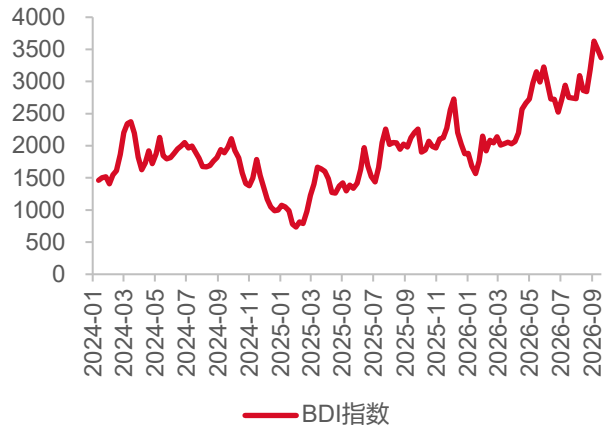
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 乘用车日均零售销量，辆



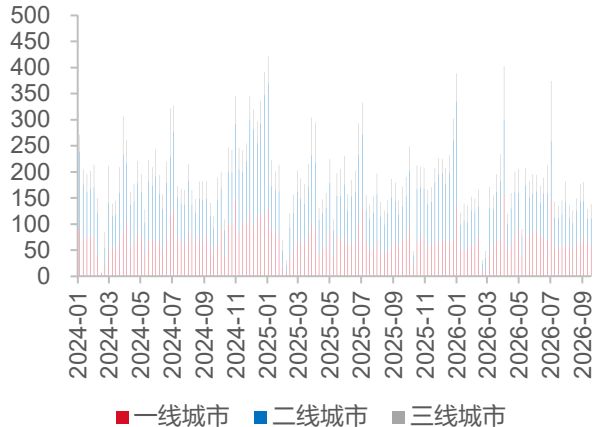
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 BDI 指数



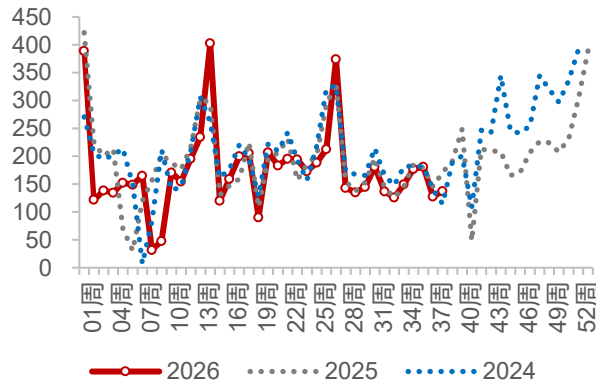
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图34 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



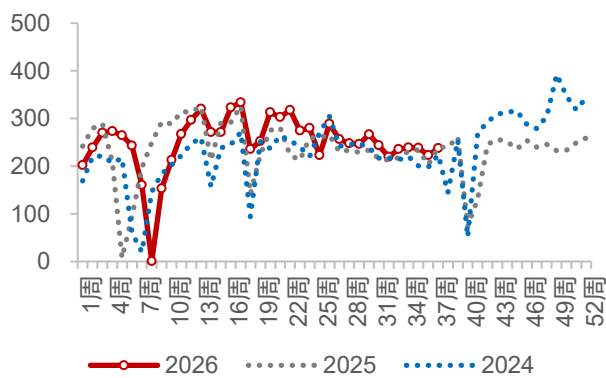
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图35 30 城新房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图36 14 城二手房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图37 主要行业高频数据

大类	指标名称	环比(%)/ 环比变化(pct)	同比(%)/ 同比变化(pct)	单位	9/18	9/11	9/4	8/28	8/21	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	7.64	-19.76	万平方米	138	128	181	177	150	
	一线城市	-10.86	-16.68	万平方米	57	64	78	62	64	
	二线城市	13.12	-19.48	万平方米	52	46	66	81	62	
	三线城市	62.69	-25.90	万平方米	28	17	37	34	24	
消费出行	国内航班执飞	1.09	0.30	架次	91465	90480	96426	106192	109758	
	国际航班执飞	1.40	-1.11	架次	12723	12547	12871	13201	13363	
	电影票房	-32.25	-54.04	万元	28266	41720	67893	114659	167857	
	观影人次	-31.41	-56.98	万人次	712	1038	1771	3012	4431	
外需	BDI指数	-3.91	52.97	/	3370	3507	3628	3186	2841	
	CCFI指数	1.88	69.35	/	1897	1862	1837	1834	1822	
物价	南华工业品价格指数	-1.97	13.30	/	4113	4196	4107	3975	3953	
	螺纹钢	-0.42	-1.71	元/吨	3104	3117	3160	3109	3038	
	水泥价格指数	1.52	-7.83	/	94.77	93.35	91.56	91.81	91.73	
	南华农产品价格指数	-1.92	-2.94	/	1052	1073	1087	1085	1080	
	猪价	2.59	-14.68	元/公斤	16.62	16.20	16.35	16.25	16.18	
	7种重点水果	1.07	-3.36	元/公斤	6.62	6.55	6.71	6.58	6.79	
	鸡蛋	2.18	34.77	元/公斤	11.24	11.00	10.83	10.92	10.68	
生产开工率	28种重点蔬菜	-1.07	-6.83	元/公斤	4.64	4.69	4.67	4.57	4.66	
	PTA	/	/	%	/	68.72	64.63	60.34	57.73	
	纯碱	-1.53	-15.27	%	70.26	71.79	75.47	80.44	78.31	
	浮法玻璃	0.10	-9.02	%	66.99	66.89	67.19	67.24	66.85	
	江浙织机	-0.30	-10.25	%	51.94	52.24	52.11	51.93	51.78	
	半钢胎	-0.59	-8.72	%	64.94	65.53	65.10	65.34	65.74	
	全钢胎	-3.64	-5.77	%	59.89	63.53	63.92	63.71	62.79	

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.2.主要指数及行业估值水平

主要指数估值 (PE) 分位数水平: 创业板 50<创业板指<中证 1000<上证 50<上证 180<沪深 300<中证 500<科创 50。

图38 主要指数估值及分位数水平, %

指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
创业板 50	20.01	32.25	55.09	6.10
创业板指	25.40	38.42	64.51	5.63
中证 1000	53.76	44.19	43.11	2.43
上证 50	61.99	10.69	39.73	1.22
上证 180	64.14	11.41	30.31	1.20
沪深 300	67.65	13.40	36.52	1.41
中证 500	68.90	33.45	62.58	2.42
科创 50	78.01	135.83	95.70	8.01

资料来源: 同花顺, 东海证券研究所, 分位数水平为 2010 年以来

主要行业估值 (PE) 分位数水平: 周期: 有色金属<石油石化<交通运输。消费: 农林牧渔<商贸零售<美容护理。高端制造: 电力设备<家用电器<国防军工。科技: 通信<传媒<计算机。金融 (PB): 房地产<非银金融<银行。

图39 各行业指数估值及分位数水平, %

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
周期	有色金属	9.57	17.67	63.07	3.18
	石油石化	37.57	12.70	56.06	1.29
	交通运输	39.18	18.57	10.36	1.29
	环保	39.64	31.36	13.32	1.59
	公用事业	42.58	21.38	29.01	1.72
	建筑装饰	70.98	15.54	1.01	0.70
	基础化工	71.68	30.75	68.96	2.27
	钢铁	78.48	76.59	33.46	0.95
	煤炭	82.37	18.63	77.57	1.74
	建筑材料	99.49	174.43	30.69	1.70
消费	农林牧渔	0.00	-134.49	5.66	2.36
	商贸零售	0.00	-94.54	24.55	1.68
	美容护理	8.70	31.48	0.92	2.38
	食品饮料	14.23	21.20	3.93	3.41
	纺织服饰	30.48	27.17	7.32	1.71
	社会服务	55.51	55.85	3.51	2.53
	医药生物	70.94	44.04	8.06	2.74
	轻工制造	92.52	68.65	16.98	2.02
	电力设备	31.55	46.00	37.75	2.78
	家用电器	50.91	18.12	20.33	2.37
高端制造	国防军工	51.67	77.41	74.73	3.79
	汽车	64.46	29.30	23.66	2.00
	机械设备	79.28	53.14	83.78	3.42

科技	通信	28.90	32.75	71.46	2.95
	传媒	49.14	49.96	19.39	2.29
	计算机	74.62	116.12	28.92	3.78
	电子	76.16	69.07	98.74	7.72
金融地产	房地产	0.00	-4.98	12.30	0.86
	非银金融	0.22	7.73	5.54	1.19
	银行	91.32	7.26	28.00	0.69

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

5.重要市场数据及流动性跟踪

5.1.投资增速降幅收窄的可能性在增加

9 月 15 日，国家统计局公布 8 月经济数据。8 月社零总额当月同比 0.4%，前值 0.6%；固投累计同比-7.2%，前值-6.7%；规上工业增加值同比 5.2%，前值 4.5%。

基数回落推动固投当月同比降幅收窄。8 月固投累计同比-7.2%，前值-6.7%，年内中枢延续下行趋势。8 月隐含的当月同比为-11.0%，降幅收窄 1.9pct。季调环比-0.5%，延续今年 3 月以来持续负增的趋势，但由于去年同期环比仅为-1.5%，基数的走低可能是固投当月同比降幅收窄的主因。不过往后看，积极的因素可能正在累积。

短期因素对基建的扰动仍在，后续积极因素可能逐步落地。8 月基建投资隐含的当月同比降幅收窄至-6.9%。其中公用事业在低基数影响下降幅明显收窄，水利环境和公共设施管理业仍处于较深的负增长区间，交通仓储和邮政业较上月小幅回落。此前公布的 8 月建筑业 PMI 在低基数下进一步回落，反映天气因素虽然对经济整体的影响逐步减退，但对建筑业的短期影响仍然明显。不过偏积极的是，9 月初政策性金融工具已开始投放，财政追赶进度确定性也相对较强，建筑业也将步入施工旺季，基建投资增速存在低位回升的可能。

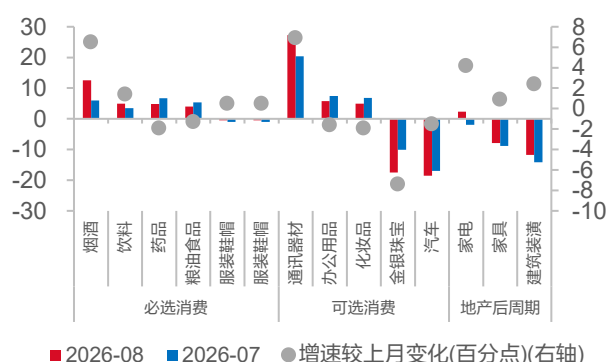
设备更新支撑，但制造业投资分化仍明显。8 月制造业投资隐含的当月同比降幅扩大至-6.1%。虽然整体增速回落，但设备工器具购置投资 1-8 月累计同比较前值上升 0.3pct 至 9.3%，2000 亿元设备更新支持资金下达完毕后效果显现。行业分化依然明显，运输设备、电子设备、纺织累计同比分别为 16.3%、8.1%、5.4%，处于偏高水平，其中电子设备累计同比中枢仍在上行。除此之外，偏下游的行业增速多数处于低位。

地产端政策力度加强，年内拖累进一步加深的可能性在下降。8 月新建商品房销售、房地产开发投资当月同比-14.79%、-25.49%，均仍处偏低水平，尚无明显改善。8 月 7 日，北京出台楼市新政，8 月 20 日，“沪八条”落地，核心城市房地产政策进一步优化。近几周，北京上海新房及二手房销售均呈现一定程度的改善。8 月 28 日，多部门联合出台多项地产新政，围绕销售制度、信贷管理、企业融资等进行系统性改革。政策端，对稳地产的支持力度有所加强，年内地产拖累进一步加深的可能性在下降。

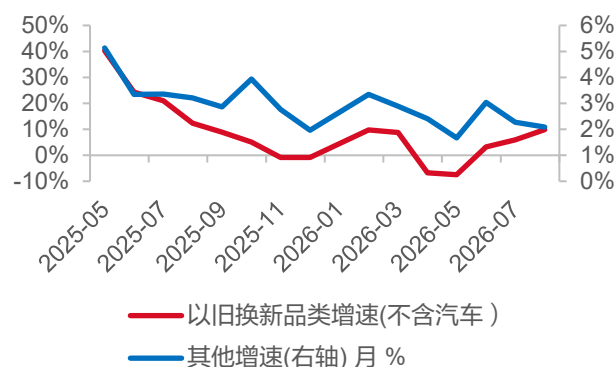
短期影响趋于减弱，生产增速回到年内中枢。8 月工业增加值当月同比 5.2%，前值 4.5%，极端天气对生产的影响趋于减弱，工业生产增速回到了年内中枢水平左右（1-8 月均值 5.24%）。结构上来看：1.AI 相关需求的支撑延续。出口交货值（11.1%）、高技术制造业增加值（16.7%）、电子设备行业增加值（17.2%）、集成电路产量（20.6%）的高增继续验证全球 AI 需求的支撑。2.煤炭补库需求的增加。行业上，煤炭开采和洗选业降幅收窄 5.2pct 至-5.6%，原煤产量增速环比 5.4%，同比降幅收窄至-7.7%。3.短期因素消退后，多数下游制造业生产增速小幅回升，包括金属制品、医药、农副食品、纺织、酒饮料茶等行业。

社零仍相对偏弱，以旧换新品类存在明显分化。1.社零弱于季节性，8月社零季调环比-0.13%，再次转负，也明显弱于季节性。2.餐饮商品双降，8月商品零售、餐饮收入当月同比分别较前值回落0.2pct、0.3pct至0.3%、1.1%，增速水平仍然偏低。3.以旧换新品类结构分化。8月以旧换新品类的零售增速维持在-8.9%的低位，但剔除汽车后的增速继续回升至9.9%，也明显高于整体社零增速。通讯器材低基数下升至27.3%，家电增速自今年2月以来首次转正，办公用品小幅回落至5.8%，但汽车销售拖累仍然明显，降幅扩大至-18.5%。4.短期因素对服务消费影响可能仍存，1-8月服务零售累计同比4.9%，前值5.0%，比商品零售高3.9pct，与前值持平，天气等因素对服务消费场景的影响短期可能仍然存在。

8月内外需分化的格局边际变化不大，短期因素对生产的影响趋于减弱，但对基建、服务消费等需求侧的影响可能仍然存在。不过8月下旬以来，政策落地的节奏开始加快，政策性金融工具开始投放，房地产新政组合拳出台。后续专项债发行提速仍是大概率事件，配合六张网建设的推进，整体投资增速降幅收窄的可能性在增加。

图40 社零主要分项当月同比及较上月变化，%，%


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图41 剔除以旧换新品类后的社零增速，%，%


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

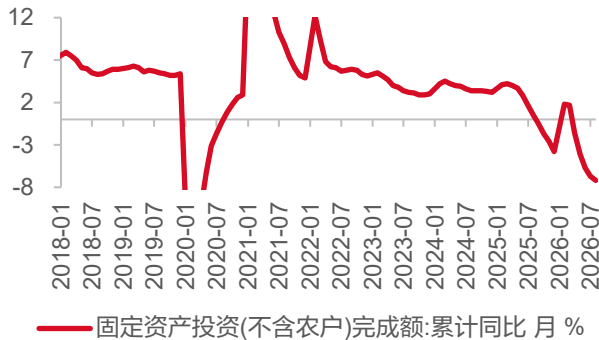
图42 高技术制造业增加值-工业增加值增速，%


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图43 出口交货值当月同比，%

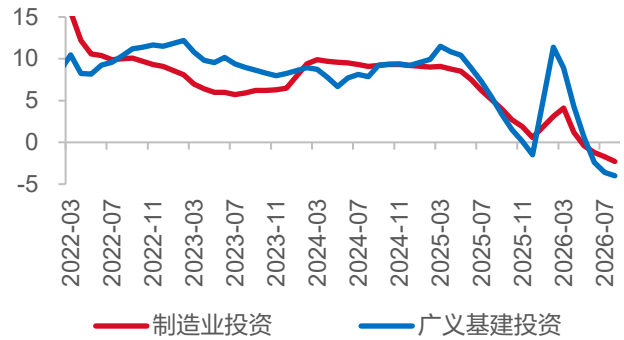

资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图44 固定资产投资完成额累计同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图45 制造业、基建投资累计同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.2.美联储 9 月 FOMC：鹰派兑现下的加息靴子落地

当地时间 9 月 16 日，美联储召开 2026 年 9 月 FOMC 会议，将联邦基金利率的目标区间上调至 3.75%-4.00%。

加息落地符合预期。美联储主席沃什在杰克逊霍尔会议释放鹰派信号后，8 月非农以及通胀数据均超预期，9 月 FOMC 会议前市场定价的加息概率已超 90%。在此情景下，除了加息本身对控通胀的影响之外，更有助于重塑美联储独立性的形象，降低长端美债收益率期限溢价的上行风险。

内部分歧收敛。本次决议 12 名票委全票通过加息，相较于 7 月会议的 9 票支持利率不变，3 票支持加息来看，对加息决定的共识度明显提升。从点阵图显示联储官员对 2026 年的利率预期来看，18 人中有 12 人认为年内还将再加息一次，分歧较 6 月点阵图也明显减少。

控通胀表态偏鹰派，油价或是核心变量。会议声明中表示，本次加息将有助于通胀更及时地回归 2% 的目标 (a timelier return)。而在新闻发布会上美联储主席沃什也延续控通胀的决心。不过在问答中他表示加息无法解决供给因素，但将确保通胀不会扩散，不会在经济中产生第二轮、第三轮效应。由此来看，一旦受地缘政治影响较大的油价出现变化，加息的节奏以及终点仍需重新评估。另一方面如果油价维持当前水平，明年一季度后基数将明显抬升，通胀的压力也将技术性减小。

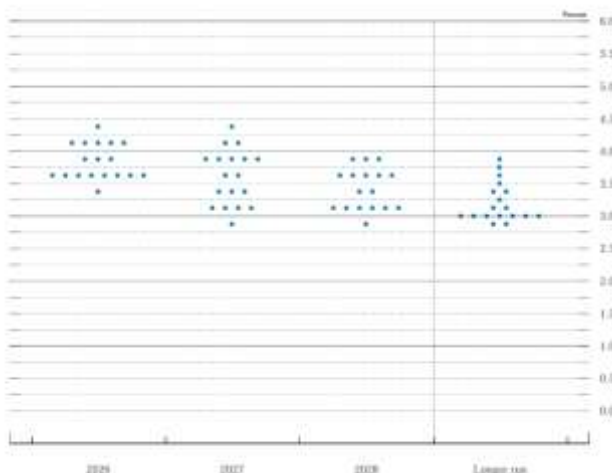
对经济表现偏乐观，当前基本处于充分就业状态。SEP 将 2026、2027 年 GDP 预测分别上调了 0.1pct 至 2.3%、2.4%。将 2026-2028 年失业率预测均下调至 4.1%。将 2026 年核心 PCE 预测上调 0.1pct 至 3.4%，2027 年保持在 2.5% 不变，2028 年上调 0.1pct 至 2.2%。同时声明中表示，生产率增长强劲，资本投资稳健 (capital investment is robust)。此外，沃什在问答中也表示目前基本处于与充分就业相符的状态。

是否开启周期性连续加息，仍存不确定性。会议声明发布后，美股、黄金下跌，美元指数重回 100 上方，美债收益率回升，但收益率曲线趋于熊平，对政策利率敏感的 2Y 期美债收益率上行幅度较大。当前 CME FEDWATCH 显示 10 月加息概率在 5 成左右，年内再加息一次概率接近 9 成，与点阵图显示的预期接近。不过，若非供给因素影响下油价上行带来的通胀担忧，美国 K 型分化的经济现状，以及劳动力市场供需双降下的弱平衡，均不支持美联储开启周期性的连续加息。沃什在发布会上表示，当前金融条件并非限制性，本次加息是撤除一部分宽松。

9 月美联储加息 25bp 符合市场预期，会前市场定价加息的概率已超 90%，除了兑现了杰克逊霍尔会议以来的鹰派表态，也有助于重塑美联储独立性的形象，降低长端美债收益率

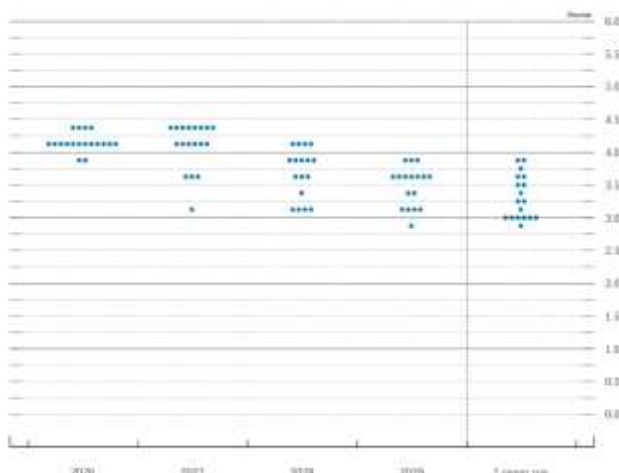
期限溢价的上行风险。美联储内部的分歧也较此前明显收敛。对于控通胀的表态仍然偏鹰派。对于当前劳动力市场，美联储认为当前基本处于充分就业状态。SEP 上调了 2026 年 GDP 及核心 PCE 的预测，下调了失业率的预测。当前 CME 显示 10 月加息概率在 5 成左右，年内再加息一次概率接近 9 成左右，与点阵图显示的预期接近。不过，若非供给因素影响下油价上行带来的通胀扩散担忧，美国 K 型分化的经济现状，以及劳动力市场供需双降下的弱平衡，均不支持美联储开启周期性的连续加息。沃什也表示，当前金融条件并非限制性，本次加息是撤除一部分宽松。是否开启周期性连续加息，仍存不确定性。

图46 6月FOMC会议点阵图



资料来源：FED，东海证券研究所

图47 9月FOMC会议点阵图显示联储内部分歧收敛



资料来源：FED，东海证券研究所

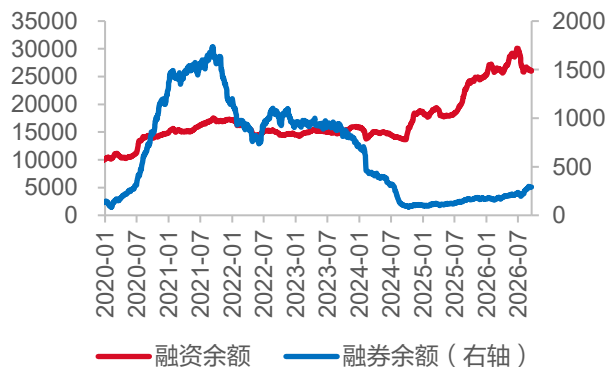
5.3.资金及流动性跟踪

融资余额增长。9月17日，融资余额 26098.47 亿元，较上周末增长 72.65 亿元。

基金仓位环比上升。9月18日当周，据同花顺数据，普通股票型基金、偏股混合型基金平均仓位分别为 84.36%、77.40%，较上周分别上升 0.68%、2.10%。

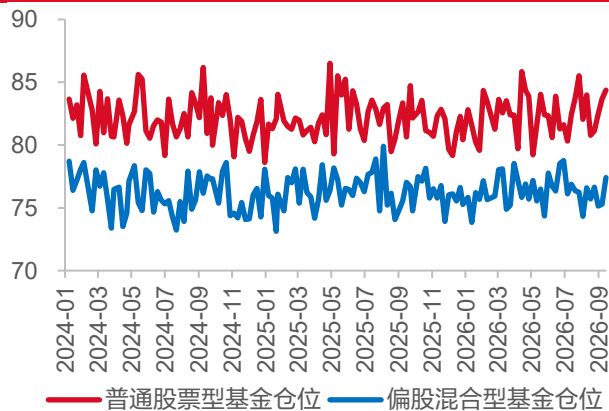
资金利率上升。9月18日当周，DR007 周均为 1.4334%，较上周环比上升 3.59 个 BP。SHIBOR3M 周均为 1.43%，较上周环比下降 0.00 个 BP。

图48 两融余额，亿元，亿元



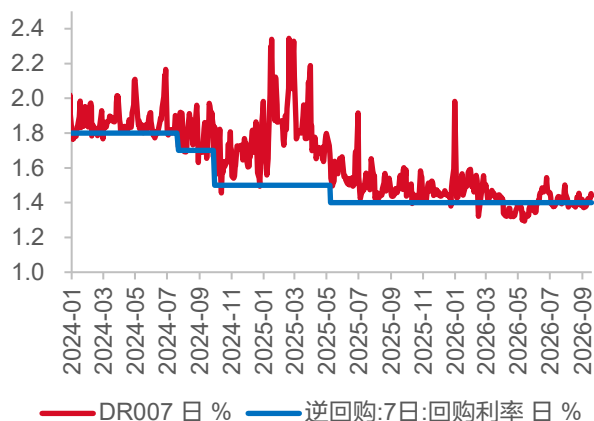
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图49 普通股票型、偏股混合型基金仓位，%



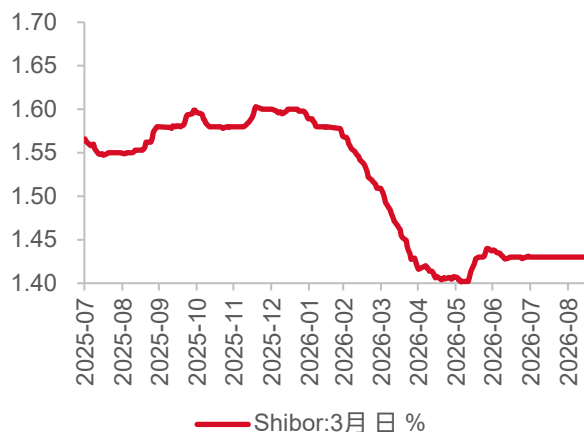
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图50 DR007、7 天期 OMO 利率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图51 SHIBOR 3M，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

6. 市场资讯

6.1. 海外市场资讯

1) 美国 8 月零售销售环比升 1.2%，预期升 0.8%，前值由降 0.60%修正为降 0.5%；核心零售销售环比升 1.4%，预期升 0.5%，前值降 0.3%。

2) 日本央行以 36 年来最快步伐加息以应对不断加剧的通胀。日本央行宣布，将政策利率上调 25 个基点至 1.25%。本次加息距离 6 月加息间隔最短，为 1990 年以来首见，利率水平达到 31 年高位。日本央行表示，将从可持续、稳定实现通胀目标的角度，适时实施货币政策；将审视中东局势、人工智能需求和外汇对经济、物价影响，以制定政策；将继续根据经济 and 价格发展以及金融状况提高利率。

3) 日本总务省公布数据显示，日本 8 月 CPI 同比上涨 1.9%，剔除生鲜食品的核心 CPI 同比上涨 1.7%，剔除生鲜食品和能源后的核心 CPI 同比上涨 1.9%。

4) 9 月 18 日，美国总统特朗普当日签署了《2026 年林赛格雷厄姆制裁俄罗斯和伊朗法案》。该法案授权并扩大了针对俄罗斯的法定制裁、关税及禁令，并延长了现行针对伊朗的制裁措施。

（信息来源：同花顺、Wind、央视新闻）

6.2. 国内市场资讯

1) 9 月 16 日第 18 期《求是》刊发习近平《在加强基础研究座谈会上的讲话》。文章指出，要优化基础研究系统布局，做好顶层设计；依托开放合作提升原始创新能力，深化基础研究国际交流，联合攻关重大科学问题，扩大科技计划开放，参与全球科技治理。

2) 国家主席习近平就先进制造业作出重要指示，明确以智能化、绿色化、融合化为方向，做强先进制造业、提升产业链自主可控，夯实实体经济。9 月 16 日全国先进制造业大会在京召开，李强参会部署，提出以智能制造为主攻方向，推进技术攻关、产业升级、数智转型与产业集群建设，深化改革优化产业发展环境。

3) 9 月 17 日，外交部长王毅同美国国务卿鲁比奥通电话，双方着重就两国高层交往进行了深入讨论。王毅表示，一段时间来，中美关系总体沿着两国元首确定的建设性战略稳定

轨道前行，这有利于回应国际社会的期待。王毅强调，元首外交是中美关系的定盘星。双方要本着平等、尊重、互惠的精神，筹备好下阶段高层交往，加强沟通、推进合作、管控分歧，尊重彼此核心利益，发出中美致力于推进建设性战略稳定关系、共促世界和平与发展的正面信息。

4) 9月18日国务院常务会议部署多项民生工作：完善养老保障、扩大普惠养老，挖掘银发消费潜力；增加优质体育赛事供给，推动赛事文旅融合，“十五五”发力赛事提质；实施康复护理扩容工程，资源下沉基层，推进价格改革与人才建设；审议中医药传统知识保护条例草案、15部法律修正案草案。

5) 国新办9月18日举行新闻发布会，介绍“十五五”时期推进住房城乡建设事业高质量发展有关情况。住建部表示，当前房地产市场出现了两个转变：一个转变是房地产市场供求关系发生了重大变化；另一个转变是房地产市场进入存量时代，二手房交易从2020年的27%提高到2025年的46%，今年前8个月已经达到52%，超过50%标志着进入存量时代。下一步，住建部将全力推动房地产项目公司制、主办银行制和现房销售制落地实施。在商品房销售上，主要推行现房销售制，从根本上防范交付风险。

6) 1-8月，全国一般公共预算收入156633亿元，同比增长5.7%。其中，全国税收收入129104亿元，同比增长6.6%；非税收入27529亿元，同比增长1.5%。分中央和地方看，中央一般公共预算收入70118亿元，同比增长9.1%；地方一般公共预算本级收入86515亿元，同比增长3.1%。1-8月，全国一般公共预算支出181451亿元，同比增长1.2%。分中央和地方看，中央一般公共预算本级支出28177亿元，同比增长6%；地方一般公共预算支出153274亿元，同比增长0.3%。

7) 9月15日央行开展5000亿元买断式逆回购操作，期限为6个月，到期日为2027年3月15日。本月该期限买断式逆回购到期量为5000亿元。

8) 8月新增人民币贷款600亿元，同比少增5300亿元；新增社会融资规模16577亿元，同比少增9083亿元。M2同比7.5%，前值7.7%；M1同比4.1%，前值4.0%。社融存量同比7.2%，前值7.4%。

(信息来源：同花顺、Wind、央视新闻)

6.3.政策面

1) 《促进智能家居消费行动方案》印发。促进智能家居消费行动方案，聚焦供需协同发力、打造多元融合生态、精准服务不同群体、打通便民服务链条，提出扩大优质智能家居供给、完善智能家居标准体系、支持智能家居消费、发展适老化智能家居等7条举措。

2) 《香港特别行政区经济和社会发展第一个五年规划(2026-2030年)》印发。提出优化证券市场效能，强化上市制度竞争力，吸引海内外优质企业赴港上市，推进港交所与前海股权交易中心协作；扩容拓展金融互联互通，依托投融资平台，深化同“一带一路”、全球南方新兴经济体经贸金融基建合作。

3) 《文化产业发展“十五五”规划》印发。目标到2030年，文化产业规模、实力与效益显著跃升，产业体系更完善，创新与产品供给能力增强，市场与消费持续繁荣，国际竞争力提升，进一步巩固文化产业支柱地位，更好服务经济社会与人的全面发展。

(信息来源：同花顺、Wind、央视新闻)

7.财经日历

图52 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预测值
09-20	09:00	中国	贷款市场报价利率(LPR):1年(%)	3	
09-20	09:00	中国	贷款市场报价利率(LPR):5年(%)	3.5	
09-24	17:00	中国	9月中期借贷便利(MLF):投放:1年:当月值(亿元)	5000	
09-25	22:00	美国	9月密歇根大学消费者现况指数(终值)(1966年2季=100)	51.9	
09-25	22:00	美国	9月密歇根大学消费者预期指数(终值)(1966年2季=100)	51.5	
09-25	22:00	美国	9月密歇根大学消费者情绪指数(终值)(1966年2季=100)	51.7	
09-25	22:00	美国	9月密歇根大学1年期通胀率预期(终值)(%)	4	
09-25	22:00	美国	9月密歇根大学5年期通胀率预期(终值)(%)	3.3	

资料来源: Wind, 东海证券研究所

8.风险提示

周度普通股票型基金、偏股混合型基金仓位为预估,可能存在数据计算的结果与实际情况之间存在偏差的风险。

政策落地不及预期,或导致内需压力上升,影响居民消费以及投资需求的信心,对经济形成下行压力。

地缘政治局势超预期,美伊局势仍有可能反复,推升油价中枢位于高位,或导致美国通胀及通胀预期走高,影响美联储收紧货币政策。

上游成本压力超预期,或挤占中下游制造业企业的利润空间,使企业资本开支扩张的意愿较低,进而影响制造业投资需求。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

五、联系方式：

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221956989
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125