EQUITY ALLOCATION · H2 2026

2026 年下半年股票资产配置简报

摘要

2026 年下半年的宏观环境大体沿着年中展望的方向展开：美联储转鹰并于 9 月加息，能源供给受损让通胀维持粘性，AI 资本开支成为增长的主要来源。

本组合以这三个判断为主线配置九只股票。约四成仓位直接表达宏观判断，BRK 作为防御底座占约四分之一，其余分布在结构性增长和分散对冲两层。

我们的两个 VAR 模型预测，未来 6 至 9 个月增长温和放缓但保持扩张，通胀稳定、不再回落。这与组合的配置方向一致：能源与利率不确定性的受益者对冲通胀，防御与分散层承接增长放缓；组合对 AI 交易和市场整体的敏感度都明显低于标普 500。

年中判断里明显失误的是长端利率：9 月中以来 10 年期收益率的上升主要由期限溢价推动，压制长久期资产的估值。其原因之一，恰是 AI 融资大量转向债券市场。

组合最大的风险是对利率上行的集中押注。若美联储转向降息，BRK 与 JPM 会同时受影响；若出现 2022 年式的加息冲击，个股之间的相关性会普遍上升，分散效果减弱。

关键数据

组合市值 9 只持仓，不含约 $500 现金	**$132,707**
市场 beta 两年周收益率回归	**0.68**
AI 主题暴露 SPY 为 42.1%	**13.6%**
持仓平均相关性 最近 12 个月；2023 年至今为 0.14	**0.07**
下一个检验点 FOMC 议息会议	**12 月 9 日**

数据截至 2026 年 10 月中旬

分析师
Sonny Xi

01 组合结构

九只持仓按组合角色分为四层，宏观判断的表达是最大的一层，BRK 是最大的单一持仓。加上穿透 BRK 后的能源与金融敞口，实际押在宏观判断上的比例高于图中所示。

图表 1：近四成仓位押在宏观判断的表达上
按组合角色分层的持仓权重，2026 年 10 月 16 日截图，不含约 $500 现金



防御底座 25.5%	**BRK-B** 25.5%	按防御性价值指数持有；加息冲击中跌得少，分化行情中低相关
宏观表达 39.5%	**CME** 18.7% **CVX** 11.9% **JPM** 8.9%	表达加息周期与能源通胀的判断
结构性增长 21.9%	**ROK** 8.3% **META** 8.0% **AMZN** 5.6%	AI 时代价值链的两端，加上北美工业自动化
分散与对冲 13.1%	**UNH** 7.3% **DG** 5.8%	医疗政策驱动与衰退情景对冲，与其他持仓低相关或负相关

来源：持仓截图，2026 年 10 月 16 日；9 只持仓，总市值 $132,707。条形长度按 BRK-B 的权重缩放。

02 宏观环境：年中判断与当前状况

年中展望的五个核心判断方向均已兑现；9 月文章的三个判断中，一项基本命中、一项未命中、一项未到期。

图表 2：八项判断中五项命中，长端利率一项未命中

命中 5 | 基本命中 1 | 未到期 1 | 未命中 1

判断	当前状况（截至 10 月中）	结论
年中宏观展望		
美联储转鹰	年初市场预期降息；9 月加息 25 个基点至 3.75% 至 4.00%，点阵图 2026、2027 年中位数均为 4.1%	命中
能源通胀粘性	9 月 CPI 同比 3.7%，能源同比 +20.4%；SPR 约 2.83 亿桶，1982 年以来最低；炼厂受损使燃油价格相对原油偏高	命中
就业走软被表面数据掩盖	9 月非农 +2.9 万，前两月合计下修 6 万，失业率 4.2%	命中
AI 融资向债券与证券化迁移	数据中心 ABS 截至 8 月发行 $384 亿（去年同期 $241 亿）；五大科技公司今年发债约 $2200 亿	命中 利差仍窄，压力未现
AI capex 取代住房成为增长引擎	Q2 实际 GDP 增长 1.5%，约一半来自 AI 相关投资；住宅投资同比 -3.9%	命中
9 月 21 日《市场在定价加息周期》		
市场的 2027 年利率路径比点阵图更准	点阵图显示 2027 年不再加息；期货定价约 90% 概率 2027 年底利率至少再高 50 个基点	未到期
驱动加息定价的是能源扰动的持续性，而非油价水平	原油趋稳但燃油仍紧，布伦特 $100 至 $106；CPI 后 12 月加息概率约 94%	基本命中
长端上行不是期限溢价驱动	9 月中以来期限溢价上升约 40 个基点至约 0.98%，同期 10 年期收益率上升约 30 个基点	未命中

前五项出自年中宏观展望，后三项出自 9 月 21 日《市场在定价加息周期》一文。期限溢价一项的失误，可由第四项解释：科技巨头的大规模发债挤占了长期资金。

03 前瞻：未来 6 至 9 个月

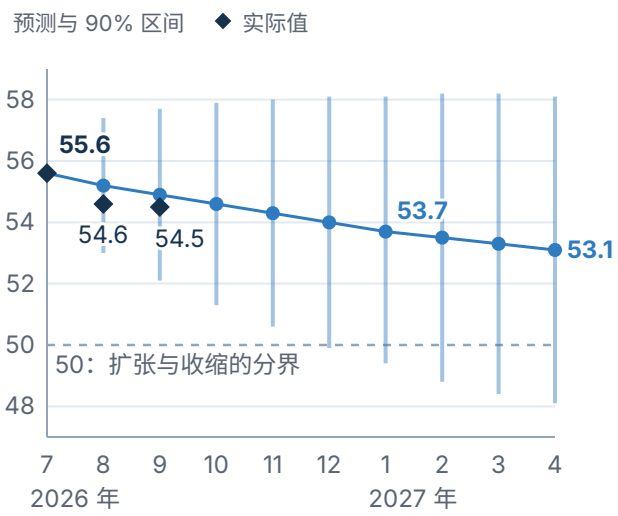
我们用两个 VAR 模型预测未来 6 至 9 个月的增长与通胀，数据截至 2026 年 7 月。结论是增长温和放缓但保持扩张，通胀稳定、不再回落，属于温和通胀阶段。

模型设定与预测

- **增长模型**：以 ISM 制造业 PMI 为目标，解释变量为核心资本品新订单、Baa 与 10 年期国债利差、核心 CPI；最终预测为 VAR(2) 与 AR(2) 的平均。PMI 跌破 50 的概率，6 个月后约 8%，9 个月后约 16%。
- **通胀模型**：以核心 CPI 为目标，解释变量为 M2 与货币流通速度（名义 PCE 除以 M2），框架为货币数量论 MV = PY。
- **样本外表现**：2010 年以来（剔除疫情期间），PMI 模型 6 个月与 9 个月的预测误差比随机游走低约 17% 与 24%，核心 CPI 模型低约 8% 与 15%。

图表 3：PMI 温和回落，9 个月后仍在扩张区间

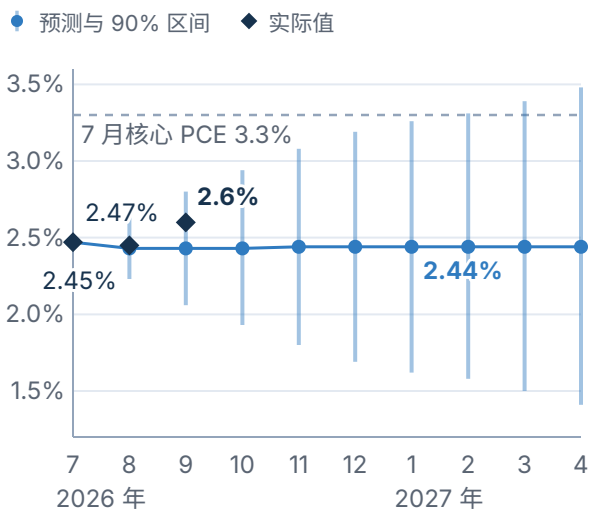
ISM 制造业 PMI，起点 2026 年 7 月



来源：作者 VAR 报告（2026 年 9 月）；8、9 月实际值来自 ISM。预测期为 2026 年 8 月至 2027 年 4 月。

图表 4：核心 CPI 预计持稳于 2.4%

核心 CPI 同比，起点 2026 年 7 月



来源：作者 VAR 报告（2026 年 9 月）；8、9 月实际值来自 BLS；核心 PCE 为 2026 年 7 月。

03 前瞻：未来 6 至 9 个月（续）

最新数据对照

8、9 月的实际值都落在 90% 区间内，但方向不同：PMI 略低于预测，核心 CPI 高于预测。另一个信号是，美联储更看重的核心 PCE 在 7 月比核心 CPI 高约 0.9 个百分点，而 2015 至 2019 年它平均比核心 CPI 低约 0.45 个百分点。差距主要来自航空燃油推高的交通服务，以及在 PCE 中权重更大的金融服务。

9 月以来的数据与模型方向一致，但通胀压力偏上：

- **增长放缓**：Q2 实际 GDP 增长 1.5%，剔除 AI 相关投资后几乎没有增长；非农 7 至 9 月平均每月仅约 5.1 万。
- **通胀持续**：9 月 CPI 同比 3.7%；核心 CPI 连续两个月环比上涨 0.3%，并已扩散到核心商品与核心服务。

对组合的含义

图表 5：三类宏观变化下的受益与承压持仓

宏观变化	预期受益	预期承压
通胀持续，油价与通胀预期维持高位	CVX CME	DG
增长放缓，收益率回落	DG UNH BRK	JPM 净利息收入
增长担忧引发避险	CVX 相对抗跌，防御层跌得较少	ROK AMZN META JPM

这三类变化，正是 VAR 报告自己列出的模型未纳入的风险：中东能源冲击持续、进一步加息、AI 资本开支放缓。组合的三条主线分别对应它们：CVX 对冲能源冲击，BRK、JPM、CME 受益于进一步加息，较低的 AI beta 削弱了 AI 资本开支放缓的冲击。依据见下文"抗冲击性与分散度"一节；完整的模型设定、变量筛选与回测，见 2026 年 9 月的《ISM 制造业 PMI 与核心 CPI：两个 VAR 模型的 6 至 9 个月预测》。

04 个股定位

每只持仓对应一个宏观环境；"预期与验证点"列出未来几个季度判断是否成立的信号。

图表 6：九只持仓的角色、宏观环境与验证点

持仓与角色	对应的宏观环境	增长驱动	预期与验证点
BRK-B 防御底座	加息周期中短期国债利息上升；宏观冲击中波动较低	现金加国债约 $3655 亿的资本配置；浮存金约 $1775 亿；2022 年上涨 4.0%，标普下跌 18.1%	下跌周跌幅小于标普；Abel 的现金部署带来运营利润；承保利润稳定
CME 宏观表达	利率路径不确定，点阵图与期货定价分歧	对冲需求推动成交量；特许经营权完好，估值仍低于 DCF 基准 $333	月度成交量同比增长；预测市场未分流核心产品
CVX 宏观表达，冲击保护	能源通胀粘性：SPR 低位、炼厂受损、燃油偏紧	燃油供给收紧；地缘风险溢价	裂解价差维持高位；按波段规则进出，地缘缓和时减仓
JPM 宏观表达	利率上行；信用周期尚未转向	净利息收入（全年指引约 $1062 亿）；地产敞口小；主动进入私募信贷	剔除交易业务的净利息收入持续增长；信用卡核销率接近 3.2% 的指引
ROK 结构性增长	美国制造业扩张（ISM 连续 9 个月高于 50）；与 AI 数据中心资本开支低相关	北美控制层护城河；自动化长期趋势；物理 AI 为长期期权	有机增长跟上 PMI；Logix 维持两位数增长；ARR 加速
META 结构性增长（意图形成端）	AI 资本开支主导增长；期限溢价压制长久期估值	AI 提升广告效率；Muse 订阅收入；产品分工清晰	广告单价增速高于展示量；Muse 付费用户开始披露
AMZN 结构性增长（交易闭环端）	AI 资本开支主导增长；美国网购加速	AWS 加速；网购渗透与份额；物流与自动化	AWS 增速高于 capex 增速；北美线上增速高于 Census 电商增速；FCF 转正的时间
UNH 分散	政策与医疗成本驱动，与其他持仓低相关	利润率修复（Q3 MCR 88.4%）；Optum Health 恢复；老龄化为中期驱动	剔除准备金调整的 MCR 继续改善；2027 年会员企稳
DG 对冲	衰退情景受益；通胀与 SNAP 削减构成压力	降级客流；农村布局；利润率修复	同店增长以客流为主；剔除关税退款的毛利率改善；下跌周保持低相关

按组合角色排序，各持仓权重见图表 1。

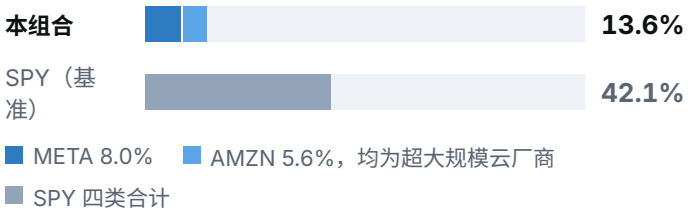
05 抗冲击性与分散度

组合对 AI 交易和市场整体的敏感度都明显低于标普 500，持仓之间的相关性也低。但在增长担忧引发的避险中，多数持仓仍会同向下跌。本节数据均来自组合面板。

AI 敞口与敏感度

图表 7：组合的 AI 主题暴露约为 SPY 的三分之一

AI 主题暴露，占组合市值的百分比，按持仓穿透



来源：组合面板。AI 主题为自定义分类，含超大规模云厂商、算力芯片与硬件链、基础设施与服务、实体建设四类，AI 软件不计入；SPY 持仓截至 2026 年 6 月 30 日。

按持仓穿透计算，组合的 AI 主题敞口为 13.6%，只来自 AMZN 和 META 两家超大规模厂商。SPY 为 42.1%，除超大规模厂商外，还有大量算力（芯片）以及基建和实体建设类公司。组合完全没有持有这些 AI 资本开支的直接受益者。

图表 8：剔除大盘后，组合对 AI 因子的暴露为负

组合	AI beta	市场 beta	R^2	AI 占比
本组合	**-0.17**	**0.68**	**0.57**	**13.6%**
SPY（基准）	0.00	1.00	1.00	42.1%
等权 AI 股票（因子本身）	1.00	1.00	1.00	

来源：组合面板。两年周收益率对 SPY 与等权 AI 股票因子回归。

用两年周收益率对 SPY 和等权 AI 股票因子做回归，组合的 AI beta 为 -0.17，市场 beta 为 0.68。AI beta 为负，说明在剔除大盘影响后，AI 股票走强时组合相对落后，AI 交易退潮时组合相对抗跌。这正是 VAR 报告提到的"AI 资本开支放缓"风险的对冲。代价是在 AI 领涨的行情里，组合会跑输指数。R^2 为 0.57，说明组合四成多的波动来自大盘和 AI 之外的因素。

05 抗冲击性与分散度（续）

持仓之间的相关性

图表 9：九只持仓两两相关性普遍很低，两个窗口都是如此

持仓两两相关系数，按组合角色分组排列

左下：最近 12 个月　右上：2023 年至今　文中提到的两对　-0.6 +0.6

	防御	宏观表达			结构性增长			分散与对冲	
BRK-B	**BRK-B**	0.18	0.30	0.51	0.21	0.17	0.30	0.17	0.04
CME	0.19	**CME**	0.13	0.10	-0.08	-0.04	-0.07	0.05	0.06
CVX	0.01	0.30	**CVX**	0.30	0.05	0.01	0.18	0.05	0.00
JPM	0.24	0.02	-0.05	**JPM**	0.28	0.25	0.44	0.10	0.01
AMZN	0.02	-0.07	-0.17	0.16	**AMZN**	0.56	0.35	0.01	-0.04
META	0.01	-0.02	-0.22	0.17	0.38	**META**	0.29	-0.01	-0.02
ROK	-0.06	-0.19	-0.20	0.38	0.23	0.19	**ROK**	0.04	0.03
UNH	0.19	0.06	-0.03	0.18	0.03	0.10	0.10	**UNH**	0.02
DG	0.15	0.10	-0.06	0.05	0.09	0.10	0.10	0.13	**DG**

来源：组合面板。左下三角每格为行、列两只持仓最近 12 个月的相关系数，右上三角为 2023 年至今。

九只持仓两两相关性的平均值，最近 12 个月约 0.07，2023 年至今约 0.14。作为对照，九只大型科技股（AAPL、MSFT、NVDA 等）2023 年至今的平均值约 0.39。几个值得注意的地方：

- **相关性最高的两对**：AMZN 与 META（2023 年至今 0.56，最近 12 个月降到 0.38），JPM 与 BRK（0.51，最近 12 个月降到 0.24）。后者印证了 BRK 穿透后持有美国运通、美国银行带来的金融重叠。
- **CVX 与成长层负相关**：最近 12 个月，CVX 与 ROK、AMZN、META 的相关性分别为 -0.20、-0.17、-0.22，是组合里真正的对冲。但 2023 年至今这几对都接近零或略为正。
- **DG 与所有持仓都接近零**：两个窗口都在 -0.06 到 0.15 之间。DG 提供的是分散，而不是严格意义上的负相关对冲。

05 抗冲击性与分散度（续）

与宏观因子的相关性

图表 10：CVX 是唯一在油价上涨和避险时都受益的持仓

九只持仓与八个宏观因子的相关系数；颜色按最近 12 个月

0.53 上：最近 12 个月　0.52 下：2023 年至今　CVX 与布伦特、VIX　-0.6 +0.6

	利率			通胀与油价		汇率	信用与避险	
	10 年期	2 年期	实际利率	通胀预期	布伦特	美元	Baa 利差	VIX
BRK-B	**-0.19** -0.01	**-0.09** 0.10	**-0.16** -0.09	**-0.12** 0.14	**-0.20** -0.02	**0.01** -0.09	**-0.04** -0.20	**-0.13** -0.40
CME	**0.06** 0.01	**0.03** 0.00	**-0.08** -0.03	**0.30** 0.08	**0.20** 0.07	**-0.20** -0.07	**0.00** 0.03	**-0.22** -0.16
CVX	**0.32** 0.21	**0.26** 0.24	**0.23** 0.02	**0.32** 0.42	**0.53** 0.52	**0.08** 0.02	**0.07** -0.25	**0.33** -0.21
JPM	**-0.09** 0.13	**-0.01** 0.22	**-0.08** -0.02	**-0.05** 0.32	**-0.10** 0.05	**-0.12** -0.17	**-0.11** -0.40	**-0.40** -0.55
AMZN	**-0.03** -0.04	**-0.06** -0.03	**-0.14** -0.10	**0.19** 0.10	**-0.10** -0.05	**-0.28** -0.25	**-0.15** -0.24	**-0.45** -0.53
META	**-0.09** -0.08	**-0.11** -0.02	**-0.15** -0.09	**0.07** -0.03	**-0.12** -0.10	**-0.26** -0.16	**-0.14** -0.17	**-0.40** -0.36
ROK	**-0.08** 0.00	**-0.19** 0.06	**-0.05** -0.11	**-0.10** 0.19	**-0.37** -0.06	**-0.32** -0.29	**0.07** -0.29	**-0.47** -0.50
UNH	**-0.26** 0.02	**-0.08** 0.03	**-0.28** 0.05	**-0.05** -0.04	**-0.18** -0.10	**-0.08** -0.08	**-0.07** -0.04	**-0.22** -0.01
DG	**-0.46** -0.18	**-0.52** -0.16	**-0.44** -0.19	**-0.19** -0.06	**-0.45** -0.19	**-0.45** -0.33	**0.10** 0.04	**-0.26** 0.02

来源：组合面板。美元为广义美元指数；与 VIX 负相关表示避险时下跌。

把这张表对应到 VAR 模型的情景（以下为最近 12 个月的数字）：

- **通胀持续**：CVX 与布伦特原油相关性 0.53，与 10 年期通胀预期（breakeven）0.32；CME 与通胀预期 0.30。这两只是组合里的通胀对冲。承压最大的是 DG（与布伦特 -0.45）和 ROK（-0.37）。
- **增长放缓、收益率回落**：DG 与 10 年期和 2 年期收益率的相关性分别为 -0.46 和 -0.52，UNH 与 10 年期为 -0.26，BRK 为 -0.19。收益率下行时它们是受益方。CVX 与 10 年期为 0.32，方向正好相反，两边在利率上互相抵消。
- **避险情绪（VIX 上升）**：受伤最大的是 ROK（-0.47）、AMZN（-0.45）、META 和 JPM（都是 -0.40）；BRK（-0.13）、CME 和 UNH（都是 -0.22）、DG（-0.26）跌得较少；CVX 是唯一正相关的（0.33）。

三点提醒

1. **低相关不等于低回撤**：持仓之间的低相关性分散的是个股层面的特质风险，系统性风险依然存在。组合的市场 beta 为 0.68（基于两年周收益率回归），即标普 500 每下跌 10%，组合预期下跌约 6.8%。但这一估计只能解释组合约 57% 的波动（R^2 为 0.57），且样本期相对平稳。市场急跌时 beta 往往上升，实际回撤可能超过这一水平。

2. **窗口不同，结论不同**：上面几个最有利的对冲关系，在 2023 年至今的窗口里都弱很多。CVX 与 VIX 的相关性是 -0.21，DG 与 10 年期收益率只有 -0.18。最近 12 个月的格局很大程度上来自 2026 年 2 月以来的中东能源冲击，冲击消退后可能不再成立。

3. **宏观冲击会拉高相关性**：九只大型科技股两两相关性的平均值，2020 至 2022 年约 0.60，2023 年至今降到约 0.39。本组合九只持仓在 2020 至 2022 年窗口的压力测试待补。

06 情景与风险

组合的表现取决于利率以哪种方式演变，当前处于有序加息情景。

图表 11：三种利率情景下的组合表现

情景	特征	预期表现较好	预期承压
有序加息 当前	增长仍强，AI 内部分化，股票之间相关性低	BRK（与 AI 芯片股负相关）、CME、JPM；DG、UNH 提供分散	AMZN、META 的长久期估值
加息冲击 2022 年式	通胀超预期、加息加快，估值普遍压缩，相关性升高	CVX（能源）、BRK（跌得少）	AMZN、META、ROK；DG 核心客户受挤压
转向降息 基本情景被证伪	经济明显走弱，美联储放松	AMZN、META（估值修复）、DG（衰退中的降级客流）	BRK 的现金收益、JPM 的净利息收入

组合层面的风险

利率上行的集中押注

BRK、JPM、CME 合计约 53%；其中 CME 受益于不确定性，是三者中最抗跌的。

穿透后的重叠

BRK 持有 CVX、OXY 与 AmEx、BofA，组合实际的能源与金融敞口高于表面权重。

组合内部的张力

Amazon 正进攻农村配送，与 DG 的农村护城河直接竞争；油价上涨利好 CVX、挤压 DG，形成天然对冲。

期限溢价高位

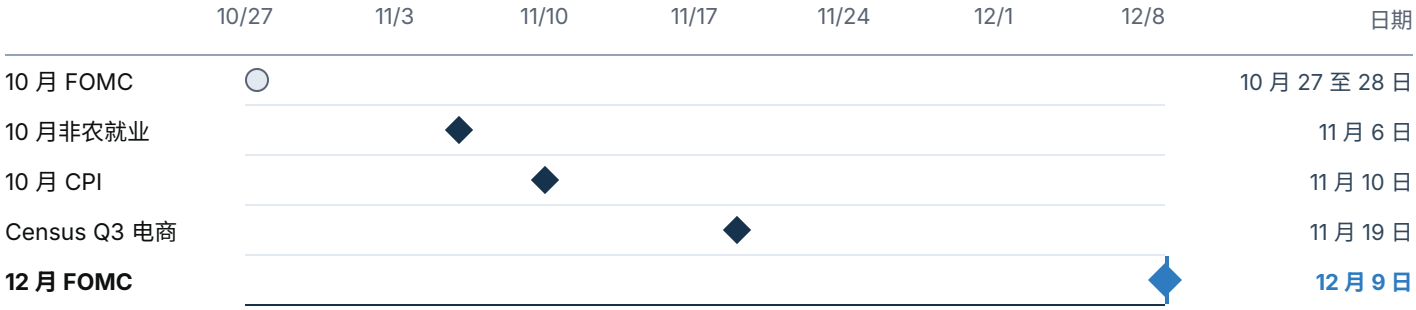
10 年期期限溢价约 1%，为 2014 年以来高位，对 AMZN、META 的估值压力最大。

07 近期观察日历

两次 FOMC 之间的三项数据，将检验就业、能源通胀与网购加速的判断。

图表 12：12 月 9 日 FOMC 是检验年中判断的下一个关键节点

近期议息与宏观数据日程，2026 年



各公司财报大致在 10 月下旬至 12 月初发布，具体日期以公司公告为准。

说明

- 数据截至 2026 年 10 月中旬；持仓为 2026 年 10 月 16 日截图，不含约 $500 现金。
- 未涵盖：个股估值、对标基准与再平衡规则，将在后续个股报告和完整版配置报告中补充。
- 本报告为个人研究记录，不构成投资建议。
- 本组合是家庭资产中的股票部分，流动性储备在组合之外。
- 数据取自下列公开报道与公司文件，发布前建议逐条核对原文。

资料来源

模型与组合	作者 VAR 报告：《ISM 制造业 PMI 与核心 CPI：两个 VAR 模型的 6 至 9 个月预测》，2026 年 9 月（图表 3、图表 4） 组合面板：持仓相关性、宏观因子相关性、AI 主题暴露与 AI 敏感度（图表 7 至图表 10）
宏观	美联储 9 月加息与点阵图　年初降息预期　9 月 CPI　12 月加息概率　达拉斯联储炼厂分析　SPR 与油价 9 月非农　数据中心 ABS　期限溢价与科技发债　AI 对 GDP 的贡献　住宅投资　2027 年利率定价　9 月 ISM
个股	BRK Q2 现金与浮存金　BRK 2022 年表现　JPM Q3　JPM 信用卡核销指引　ROK Q3 FY26　META Q2 Muse 发布　AMZN AWS 与 capex　美国电商数据　UNH Q3　DG Q2 FY26　Amazon 农村配送
日历	12 月 FOMC　10 月 CPI 发布日　10 月非农发布日　Census Q3 电商发布日

披露

持仓披露	作者管理的家庭账户持有本报告讨论的全部九只股票：BRK-B、CME、CVX、JPM、ROK、META、UNH、DG、AMZN。持仓可能随时调整，恕不另行通知。
观点声明	本报告中的观点仅代表作者个人，基于报告发布时可获得的公开信息与作者自建模型。
非投资建议	本报告为个人研究记录，不构成任何证券的买卖建议。数据来源见第 11 页。

关于作者

Sonny Xi

宏观与股票研究

Sonny Xi 的研究集中在宏观、利率与地缘政治如何传导到资产价格。他的工作方式是先建立宏观框架并用模型检验，再落到行业价值链与个股，最后回到组合层面检查各个判断之间是否互相矛盾。

本报告中的宏观预测来自他自建的 VAR 模型；持仓相关性、宏观因子与 AI 暴露数据来自他开发的组合面板。他在个人研究网站上发布宏观、利率与股票研究。

教育背景

伊利诺伊大学厄巴纳-香槟分校（UIUC）
金融学硕士（STEM），2026 年 5 月

乔治·华盛顿大学 艾略特国际事务学院
国际事务与金融学士，优等毕业（cum laude）

经历与资格

研究与投资经历
卖方股票研究、买方股票分析、私募股权尽职调查、信用风险建模

CFA 项目一级候选人
2027 年 2 月考试

研究平台

研究网站：sonnyxi-research.com
宏观、利率与地缘政治研究

组合面板：portfolio-dashboard-sonnyxi.streamlit.app
本报告的相关性、宏观因子与 AI 暴露数据来源

联系方式
sonnyxi1205@gmail.com
ouxi2@illinois.edu
sonnyxi-research.com

相关研究

《ISM 制造业 PMI 与核心 CPI：两个 VAR 模型的 6 至 9 个月预测》
2026 年 9 月；本报告第 03 节的预测来源

《市场在定价加息周期》
2026 年 9 月 21 日；本报告第 02 节后三项判断的出处