黄金与有色维持震荡偏多——9 月大类资产配置展望

20260902

9 月 A 股震荡博弈美联储，黄金配置价值凸显与利率债分歧加剧

摘要

- A 股 9 月预期震荡偏弱，节奏或呈“前弱后强”。月中美联储议息会议为核心变量，会议前市场博弈加剧，会议后若利空出尽或迎修复行情，操作建议高抛低吸。
- 估值与基本面支撑乏力。ERP 水平处于中等偏低区间，金融板块估值极低但小微盘反弹抑制整体下探；7-8 月信贷、社零呈“弱修复”状态，盈利预期受高基数压制。
- 利率债市场观点分歧，10 年国债收益率走廊下移。ROA 模型测算利率中枢下移至 1.49%-1.52%，当前利率水平中性偏高；机构行为显示保险看多而基金看空。
- 黄金市场信号积极，资金回流明显。8 月 SPDR 持仓增约 35 吨，期限基差突破 90 分位数触发看多信号；金价与美元负相关性显著，中长期受各国央行购金逻辑支撑。
- 大宗商品上涨主因系供给约束而非需求改善。能源、黑色系需求疲软，原油受供给支撑维持高位震荡；转债估值适中，正股 PB 中位数约 2.3，无明显系统性风险。
- 险资二季度加大债券配置，净配置额约 7,000 亿元。海外中国股票 ETF 8 月流出压力缓和，净流出收窄至 50 亿元，大盘价值型 ETF 录得小幅净流入。

Q&A

对于 2026 年 9 月的 A 股市场，整体观点和核心判断是什么？

2026 年 9 月 A 股市场的核心判断是，在内外部风险并存的背景下，市场将维持震荡格局，尤其是在月中美联储议息会议结果公布前。回顾 8 月份，市场呈现冲高回落的宽幅震荡态势，主要原因是当月公布的经济数据偏弱。尽管 8 月份各类指数小幅收涨，但整体修复程度非常弱。展望 9 月，从估值和盈利两个维度看，

均无法给出比上月更强的预期。虽然已公布的半年报显示 A 股盈利增速尚可，但市场更关注未来的盈利预期，而在高基数环境下，未来的盈利预期不会特别高。因此，对于沪深 300 及中证 800 指数未来一年的中性收益率预期与上月相比变化不大，整体基调仍偏向震荡。

从估值、基本面和市场情绪等内部因素来看，当前 A 股市场的具体状况如何？

从内部因素分析，A 股市场在估值、基本面和市场情绪三个层面均未表现出乐观状态。 在估值层面，尽管市场在 7 月份经历了较大幅度的结构性调整，但 A 股整体的股权风险溢价水平，无论是从滚动 5 年还是历史分位数的角度看，都未达到非常高的水平，性价比仅处于中等偏低或合理区间。市场结构分化明显，沪深 300、中证 800 及金融等风格板块的估值分位数处于较低位置，尤其是金融板块已处于历史极低位；而小盘、微盘股在 8 月的反弹中回暖明显，导致全市场整体估值在 8 月并未进一步下探。 在基本面层面，用于推断盈利增速的信贷、社零及通胀等关键指标在 7 月份的表现不尽如人意。尽管信贷数据和 8 月份的 PMI 数据有一定程度的修复，但若将 7 月和 8 月结合来看，这种修复的程度远不及预期，整体并未出现明显回暖，呈现“弱修复”状态。这种状态降低了市场对强力政策出台的预期，同时实际数据又未展现强劲修复，可能导致市场在 9 月新数据公布前陷入现实与预期双弱的局面。 在市场情绪和短期趋势层面，价量趋势并不乐观，价值分布始终处于收缩状态，表明市场缺乏明确的投资主线。综合来看，A 股市场内部的估值、盈利增速预期以及短期价量趋势均不支持乐观判断。

海外宏观环境，特别是美联储的货币政策，将如何影响 9 月份的全球及 A 股市场走势？

9 月份的海外宏观环境对市场构成显著影响，核心变量是月中召开的美联储议息会议，其结果将在很大程度上决定 2026 年内剩余时间全球权益市场的走向。近期，尤其是 Jackson Hole 会议后，美联储的表态超出市场预期，整体偏向鹰派。这使得全球市场面临流动性收紧预期和风险偏好受压制两大风险。具体而言，加息预期下的流动性收紧，以及前期已出现的美债与美元信用问题对风险偏好的压制，可能同时存在。值得注意的是，宏观因子对市场的交易影响程度自 7、8 月份以来已明显回升，不像二季度时科技成长板块与利率市场一度脱钩。

历史上，在美联储收紧流动性且市场风险偏好走弱的时期，A 股和美股市场表现如何？这对当前市场有何启示？

回溯历史，在美联储收紧流动性且风险偏好同步走弱的时期，例如 2013 年、2018 年和 2023 年，市场表现呈现出一定规律。在风险事件（如议息会议）落地之前，美股和 A 股市场普遍趋于震荡，若期间出现不利信号，甚至可能出现一定程度的下跌。然而，一个相对积极的信号是，在风险事件落地、靴子落地之后，市场通常会有一个比较强的回暖修复动作。

综合内外部因素，对 9 月份 A 股市场的具体节奏和操作策略有何建议？

综合判断，9 月份 A 股市场的节奏可能呈现“前弱后强”的特征。在月中议息会议结果明朗前，由于结果无法被证实或证伪，市场将围绕其进行充分博弈，全球市场预计将处于宽幅震荡状态，A 股市场可能表现为震荡偏弱。议息会议结束后，无论结果是小幅加息还是维持利率不变，市场都可能出现“利空出尽、靴子落地”后的修复行情，届时市场或将转为震荡偏强。因此，从全月来看，9 月份大概率维持上有顶、下有底的宽幅震荡格局。在操作策略上，这种市场环境更适合进行高抛低吸。对于 10 月份的市场表现，则需根据届时公布的基本面数据以及市场情绪和流动性状况再做进一步判断。

基于 ROA 模型，当前利率水平的定价合理性如何？中枢和波动区间有何变化？

从中期视角看，根据 ROA 模型测算，当前利率水平处于中性偏高位置，但在合理的波动区间内。以 10 年期国债到期收益率为例，近期收盘于 1.68%左右。模型测算的 2026 年利率中枢在上市公司口径下约为 1.49%，在工业企业口径下约为 1.52%。相应的，利率走廊上限在上市公司口径下为 1.86%，在工业企业口径下为 1.88%。本期 A 股盈利预测从 1.93%小幅下调至 1.86%，导致测算出的 ROIC 及利率中枢均有轻微下移，10 年期国债到期收益率的走廊相较上月普遍下降约 1 个 BP。尽管利率走廊下移，但由于本月市场利率本身下降幅度更大（约 3 个 BP），当前市场利率的估值偏高程度较上月有所缓和，未来向中枢回归的下行压力也相应减弱。总体而言，利率的绝对水平仍定位为中性偏高。

从短期择时角度看，基于宏观基本面、机构交易行为和价量趋势三个模型，当前利率债市场存在哪些交易机会？

综合三个短期择时模型来看，当前利率债市场的观点较为分歧，整体判断为偏震荡格局。具体来看：

1. 宏观基本面模型：观点偏空。该模型从增速预期、通胀预期、流动性和风险偏好四个维度观察 8 个领先指标，其中 2 个指标看多，3 个指标看空，3 个指标呈中性震荡，综合来看观点为中性偏空，但程度不强。
2. 机构资金交易行为模型：观点偏多。该模型通过跟踪基金、券商和保险的高频交易行为进行研判。目前各机构观点存在分歧：基金公司在短久期流入、长久期流出，表现为看空；保险公司则相反，在短久期流出、长久期流入，表现为看多；证券公司在 8 月上旬（8 月 4 号）曾因短久期流出、长久期流入而看多，但后续转为长短久期同步流出。三类机构综合平均后，整体观点为中性偏多。
3. 价量趋势模型：观点为中性震荡。该模型通过捕捉利率数据的趋势形态来判断短期交易机会。目前，不仅 10 年期和 30 年期国债收益率呈现中性震荡，5 年期也从此前的上行突破转向中性震荡，表明各期限品种均处于明确的震荡行情中。

今年以来，基于上述三种短期择时策略的业绩表现如何？另外，公募基金久期的最新测算结果反映了怎样的市场观点？

2026 年以来，三种短期择时策略均表现良好。若在一、十年期国债现货上进行轮动，三个策略均能获得 2%至 3%左右的收益。其中，机构资金交易行为模型今年以来的超额收益约为 60 个 BP，价量模型今年以来的超额收益约为 40 至 50 个 BP。 此外，根据改进的回归法测算，当前公募基金久期的中位数约为 2.9 年，四周移动平均值在 3.1 至 3.2 年左右。机构久期中位数在最近一个月出现较明显的高位回落，这反映出公募基金的短期投资观点已从偏乐观转向中性偏空，该结论与机构资金交易行为模型中观察到的基金公司观点基本匹配。

当前可转债市场的估值水平如何？从 Alpha 和 Beta 两个维度分析，是否存在系统性风险？

综合判断，当前可转债估值适中，未发现明显的系统性风险。 从 Alpha 维度看，即期权估值层面，原始二叉树期权定价模型显示，转债市场普遍偏贵，期权溢价偏离度中位数约为-11%。但若考虑近两年供需关系变化并对估值数据进行调整，修正后的偏离度读数约为 1.12%，较上期有轻微提升。该数值位于零线以上，表明市场整体定价相对合理，并存在少量低估价值，总体观点为中性。 从 Beta 维度看，即正股估值层面，以正股 PB 中位数作为衡量指标，当前读数约为 2.3，较上月提升 0.1 至 0.2。转债正股估值自 2026 年 3 月以来持续下行，7 月底触底后小幅反弹，目前整体在 50 分位数左右震荡。因此，对于转债的股性 Beta 赔率，已连续三个月维持中性判断。

固收多资产投资组合今年的业绩表现和最新的资产配置策略是怎样的？

2026 年以来，该固收多资产投资组合的绝对收益约为 2.7%，超额收益约为 13 个 BP。这是一个以绝对收益为导向的策略，运用了前述利率债和可转债的择时模型。根据最新观点，该策略建议标配可转债；在利率债内部，则建议超配长债、低配短债。

8 月份黄金价格为何出现显著反弹？当前影响金价的主要因素有哪些？

8 月份黄金价格反弹主要受两大因素推动：一是经济数据转弱，尤其体现在非农数据上；二是 7 月末美联储决定暂不加息，导致市场对加息的预期短暂降温。截至 8 月 28 日，伦敦金价格约为 4,454 美元，较上月末上涨约 10%。不过，8 月末由于通胀风险被重新强调，紧缩压力再现，导致金价在最近几个交易日因加息预期再度升温而有所回调，这一点在 9 月份值得关注。 从影响因素来看，避险情绪目前较弱，EPS 和 GP2 指数已连续四个月下降，地缘政治风险也未对金融系统或美元信用构成实质压力，因此短期内避险并非推动金价的主要因素。相比之下，

美元与黄金的负相关性近期非常明显，是观察金价的一个较好锚点。截至 8 月 28 日，短期（一年）黄金与美元指数的滚动相关性为-0.26，长期（三年）相关性的绝对值近半年来一直维持在 0.5 以上。8 月份美元指数的反复震荡，在相应时点均引发了黄金价格的反向调整。

8 月份影响黄金价格走势的关键宏观因素有哪些，这些因素如何共同作用？

2026 年 8 月份黄金价格的显著反弹，主要归因于美国经济数据转弱及市场加息预期的降温。具体来看，美元指数在 8 月的几个关键节点出现了波动：7 月最后几个交易日因短期加息交易回吐而大幅回撤；8 月 19 日美国财政部宣布扩大国债回购规模后，美元指数再度下调；8 月 28 日，美联储官员发表偏鹰派言论后，美元指数有所反弹。这些节点与黄金价格的调整呈现出明显的负相关性。相比之下，实际利率水平在 8 月份整体变化不大，相较于 7 月末仅上升一个基点。尽管 8 月末的鹰派言论表明紧缩压力未完全解除，但 8 月整体的宏观环境对黄金价格构成了支撑。

从资金面和交易层面来看，近期黄金市场的技术指标呈现出怎样的信号？

资金面与交易层面的指标均显示出积极信号。资金面上，全球黄金 ETF 持有量在 2026 年 7 月由负转正，实现小幅增加。更新更及时的 SPDR 黄金 ETF 数据显示，8 月份持有量显著增加约 35 吨，表明资金有回流迹象。交易层面上，期限基差和隐含波动率均发出看多信号。截至 8 月底，60 天平均期限基差约为 32 美元，位于过去三年的 95%分位数，已于 8 月 17 日左右突破 90 分位数，处于历史高位。同时，8 月份的隐含波动率维持在 20%至 30%的温和区间，截至 8 月 28 日约为 25%，位于过去三年的 88%分位数，这为交易操作提供了适宜的背景。

在中长期维度上，哪些因素为黄金的配置逻辑提供了支撑，其估值水平如何？

中长期来看，官方黄金储备的持续增持是黄金配置逻辑的核心支撑。根据世界黄金协会更新至 2026 年 6 月的数据，全球及中国的官方黄金储备均在持续增加，表明即便在 2026 年上半年的震荡行情中，各国央行的购金行为仍在延续。此外，从估值角度看，基于储备货币 M2 和美元计价黄金的模型测算，当前黄金的估值分位数位于历史 80%左右的水平，已连续两个月上升，但相较于前期高点仍有较大空间。

在当前市场环境下，哪些择时指标对黄金交易表现出较高的有效性，其具体表现和最新信号是什么？

在当前短线机会较多的市场中，交易层面的择时指标，尤其是期限基差和隐含波动率趋势信号，表现出较高的有效性。期限基差信号在 2026 年 1 月末因现货价格连续上涨导致基差收敛而由多转空，成功规避了后续的回调；至 8 月 17 日，由于价格反弹，基差再度突破历史 90 分位数，信号由空转多，及时捕捉了上涨

行情。隐含波动率趋势信号则在 8 月 19 日由空转多，与期限基差信号基本同步。基于这两个信号构建的调仓组合，2026 年以来实现了约 28%的收益，而最大回撤仅为 4%左右，显著跑赢满仓持有黄金的策略。截至 8 月 28 日，这两个指标均维持看多信号。不过，近期隐含波动率水平有所上升，需关注其后续是否会进入高风险区间。

2026 年 8 月大宗商品市场的整体表现如何，其上涨背后的主要驱动力是供给端还是需求端？

2026 年 8 月，大宗商品市场普遍出现不同程度的上涨，但此轮涨势更多是由供给约束而非需求改善所驱动。从宏观及中观层面观察，需求端并未出现显著的边际增强。国内方面，8 月份的 PMI 数据虽较 7 月有所回升，但仍位于 50 荣枯线以下，新订单分项表现尚可，但生产等环节的实质性改善有限，固定资产投资等数据也持续承压。美国 PMI 同样未见大幅改善。需求亮点主要体现在结构性机会上，例如新能源汽车产量、电气机械和电子设备制造业的工业增加值增长较快，以及美国数据中心建造支出同比小幅上行。然而，传统领域需求依然疲弱，如中美汽车销量均出现下滑。

能源、有色、黑色及农产品等主要大宗商品板块的需求表现有何差异？

各大宗商品板块的需求表现分化，但总体偏弱。能源方面，原油加工量和石油制品零售额均出现缩减，IEA 也预测全球石油需求同比下降，季节性出行未能有效提振需求。有色金属的需求增长主要集中在新兴制造领域，而传统领域如汽车行业则表现疲软。黑色系商品方面，受国内房地产市场压制，终端需求持续不振，8 月份双焦价格上涨主要是由国内原煤产量收紧和安全监察加强等供给端扰动所致。农产品领域，生猪价格处于低位企稳状态，餐饮收入同比未见显著增量，养殖利润等指标也未显示需求有明显改善；大豆价格的上涨则主要源于厄尔尼诺天气炒作下的成本支撑，而非需求拉动。

综合来看，当前大宗商品市场的核心逻辑是什么，对原油价格有何展望？

当前大宗商品市场的核心逻辑在于，需求端未得到有效验证，而海外流动性虽有边际改善但幅度有限，市场更多处于估值压力缓解阶段，而非持续性上涨的开端，美联储的货币政策动向仍是关键变量。对于原油市场，由于供给约束问题尚未完全解决，而需求端又相对疲弱，形成了上有顶、下有底的格局。因此，预计原油价格将在高位维持震荡运行。

2026 年第二季度险资的资产配置呈现出哪些新变化，尤其是在债券和权益资产方面？

根据国家金融监督管理总局于 2026 年 8 月 14 日公布的数据，截至第二季险企资金运用余额达到 40.82 万亿元。在配置逻辑上，债券虽然仍是底仓

人在草木间

但其配置增速与总资产规模增速相匹配，尤其在 5 月份之后配置力度有所加大，二季度净配置额约为 7,000 亿元。这与二季度国债收益率及信用利差的下行趋势相符，反映出险资对债券的态度较一季度发生了转变。在权益配置方面，与上一季度相比变化不显著，非银金融和银行业的合计占比较高。从边际变化来看，对电子、家电和公共事业板块的配置略有上升。

2026 年 8 月海外资金通过中国股票 ETF 的流向呈现何种趋势，不同风格的 ETF 表现如何？

2026 年 8 月，海外中国股票 ETF 延续了资金流出状态，但流出压力有所缓和。8 月份前 20 大海外中国股票 ETF 的净流出规模约为 50 亿元人民币，较 7 月份大幅收窄。这表明尽管海外资金的风险偏好依然谨慎，但减持压力已显著缓解。从风格上看，全市场混合型 ETF 是净流出的主要来源，大盘成长型 ETF 也出现一定净流出；而大盘价值型和大中盘成长型 ETF 则录得小幅净流入。未来能否形成趋势性流入，仍需关注企业盈利预期、流动性改善以及人民币汇率的变化。