仅供内部参考，请勿外传

黄金与有色维持震荡偏多

——9 月大类资产配置展望

专题报告

- **A 股展望：内外风险并存，维持震荡市判断。**国内层面，最新 PMI、信贷、社零、通胀均未见明显改善，且估值层面结构性差异仍较大，故不论是整体盈利预期还是估值增长都无法给出相较上月更好的判断，预期未来 12 个月中证 800 全收益指数乐观/中性/谨慎情况下的收益率分别为 5.06%/2.52%/0.02%，与上月预期几乎持平，维持对当下市场弱势震荡的判断。海外层面，考虑到沃什当前偏鹰态度，一旦 9 月科技基本面没有出现持续性刺激或者宏观层面超预期利好，则全球权益市场或将面临流动性与风险偏好同时收缩的状态。从历史三次类似区间统计来看，9 月议息会议靴子落地前，全球权益市场大概率维持宽幅震荡，A 股风格上应继续以超配价值风格进行防御。
- **债券展望：利率中枢轻微下调、短期择时观点看震荡。**中期模型方面，26 年盈利增速预期下调 7BP，推动利率中枢轻微下降 1BP，当前中期看年内的利率点位中性偏高，但程度上较上月有所缓和。短期择时模型方面，当前宏观基本面模型观点偏空、机构资金流模型观点偏多、价量趋势突破模型观点中性，综合看择时观点偏震荡。
- **转债展望：转债期权和正股估值均处于中性区间。**全市场转债的定价偏离度中位数为-11.26%，而考虑市场供需关系后的调整值为 1.21%，目前对转债期权估值的判断处于合理定价水平。转债正股的 PB 中位数为 2.34，相对上期提升 0.13，目前在 50 分位数附近震荡，股底 BETA 的赔率观点同样维持中性。
- **黄金展望：交易面边际改善，短期震荡偏多。**8 月黄金显著反弹，主要受美国经济数据转弱、加息预期降温的推动，月中美国财政部扩大长期国债回购规模，进一步催化金价突破。当前，央行购金持续、黄金 ETF 资金转为净流入，期现基差与隐波趋势信号先后转多，即黄金的中期配置基础仍在，且短期交易逻辑边际改善，9 月整体维持震荡偏多判断。若加息预期继续升温，需警惕获利回吐。
- **大宗商品展望：整体需求偏弱，有色压力缓解。**8 月商品价格虽整体上行，但宏观需求尚未扩散，中观加工量与终端消费也未同步确认，价格上行更应归咎于供给扰动叠加成本抬升。环境因子上，海外流动性因子由零轴附近升至明确正值，有助于缓解估值压制，以有色金属为首的商品市场或将打开一定的上方空间；供给冲击因子扩张放缓，能化商品或进入高位震荡期。
- **保险机构配置行为跟踪：**2026 年二季度险资运用余额升至 40.82 万亿元，同比增约 12.7%。债券仍为底仓、占比 50.5%，当季净增配 6,985 亿元、较一季度提速 37.3%，5 月起超长债加力；股票和基金占比分别升至 10.4%、5.8%。权益仍偏金融，边际增配电子、家电和公用事业。
- **外资机构配置行为跟踪：**2026 年 8 月，境外中国股票 ETF 延续净流出，资金流出主要集中于全市值混合型和大盘混合型产品。截至二季度末，海外头部基金中资股持仓规模及配置占比均较一季度下降，但外资通过陆股通持有 A 股的规模有所增加。整体而言，海外资金对中国权益资产的配置仍偏谨慎。

风险提示：本报告中的资产表现展望通过历史数据统计、建模和测算完成，大类资产价格走势受到海内外等多方面因素影响，在政策或市场环境发生明显变化时，模型存在失效的风险。

王武蕾 S1090519080001
wangwulei@cmschina.com.cn
梁雨辰 S1090523070008
liangyuchen2@cmschina.com.cn
江雨航 S1090525070014
jiangyuhang1@cmschina.com.cn
王禹哲 S1090525080001
wangyuzhe@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

一、A 股：内外风险并存，维持震荡市判断 5
1.1. 整体观点：基本面仍偏弱而估值性价比并不高，收益预期与上月持平 5
1.2. 后市展望：全球流动性与风险偏好料将大幅波动，仍以防御为主 7
二、债券：利率中枢轻微下调、短期择时观点看震荡 9
2.1. 利率中枢轻微下调，公募久期下降 9
2.2. 3 种短期择时模型的观点整体看震荡 11
2.3. 转债期权和正股估值维持在适中区间 14
2.4. 固收多资产配置组合表现 15
三、黄金：交易面边际改善，短期震荡偏多 17
3.1. 黄金短期指标跟踪 18
3.2. 黄金择时信号更新 21
四、大宗商品：有色金属压力缓解，能化延续高位震荡 22
4.1. 商品市场需求改善了吗？ 22
4.2. 大宗商品市场环境：流动性转正，能化斜率放缓 26
五、机构投资者配置行为跟踪 27
5.1. 中国险企资产配置分析 27
5.2. 海外资金对中国股票的配置情况 29

图表目录

图表 1. 最新 A 股收益率预测结果与前期预测水平 5
图表 2. ERP 是估值的显著领先指标（领先约 12 个月） 6
图表 3. 各宽基指数 8 月底 PE 水平 6
图表 4. 信贷、社零数据未见明显改善 6
图表 5. 7 月通胀数据显著不及预期，供需双侧或均偏弱 6
图表 6. 全球流动性与风险偏好同时走弱的历史时期梳理 7
图表 7. 全球流动性与风险偏好同时走弱的参考走势 8
图表 8. 全球流动性与风险偏好同时走弱前后市场收益率统计 9
图表 9. A 股上市公司（除金融）口径下权益与债市 ROIC 10
图表 10. 规模以上工业企业口径下权益与债市 ROIC 10

仅供内部参考，请勿外传

图表 11. 10 年期国债利率中枢推导（上市公司口径算法）.....10
图表 12. 10 年期国债利率中枢推导（工业企业算法）.....10
图表 13. ROIC 模型的利率走廊预测（括号内为上月值）.....10
图表 14. 公募中长期纯债基金久期走势.....11
图表 15. 3 种利率择时模型的本月最新观点.....11
图表 16. 宏观基本面择时模型最新细分指标择时观点.....12
图表 17. 基金公司的利率债周度累计净流入情况.....12
图表 18. 证券公司的利率债双周度累计净流入情况.....12
图表 19. 保险公司的利率债季度累计净流入情况.....12
图表 20. 5 年（左）、10 年（中）、30 年（右）国债 YTM 下的利率长（上）、中（中）、短（下）周期视野下的趋势突破信号.....13
图表 21. 3 种不同利率择时模型策略净值和基准净值.....14
图表 22. 3 种不同利率择时模型策略逐年业绩.....14
图表 23. 3 种不同利率择时模型策略收益风险统计.....14
图表 24. 转债市场期权估值水平（供需调整前）.....15
图表 25. 转债市场期权估值水平（供需调整后）.....15
图表 26. 可转债正股 PB 估值水平.....15
图表 27. 固收多资产配置组合大类资产配置占比.....16
图表 28. 基于可转债正股 PB 估值的转债比例（预算 5%）.....16
图表 29. 基于可转债期权偏离度的转债比例（预算 5%）.....16
图表 30. 基于利率债长周期择时指标的利率债比例.....16
图表 31. 固收多资产配置组合净值.....17
图表 32. 固收多资产配置组合持有 1 年滚动收益率.....17
图表 33. 固收多资产配置组合收益风险统计（2016.12.31 至今）.....17
图表 34. 固收多资产配置组合逐年收益统计.....17
图表 35. 黄金价格影响指标分类.....18
图表 36. 美国经济政策不确定性指数与金价走势.....19
图表 37. 全球地缘性政治风险指数与金价走势.....19
图表 38. 黄金与实际利率滚动相关性（1Y&3Y）.....19
图表 39. 黄金与美元指数滚动相关性（1Y&3Y）.....19
图表 40. 美元指数与实际利率.....19
图表 41. SPDR 黄金 ETF 持有量.....20

仅供内部参考，请勿外传

图表 42. 全球黄金 ETF 持有量 20
图表 43. 黄金期现基差 MA60 20
图表 44. 黄金隐波与金价走势 20
图表 45. 中国官方黄金储备 21
图表 46. 全球官方黄金储备 21
图表 47. 考虑世界储备货币结构的黄金估值指标 21
图表 48. 估值指标所处分位数变化 21
图表 49. 黄金择时-不定期调仓组合净值 22
图表 50. 黄金择时-不定期调仓组合表现 22
图表 51. 黄金择时最新信号（截至 08/28） 22
图表 52. 8 月主要大宗商品价格变化 23
图表 53.中国制造业 PMI 分项 24
图表 54. 美国制造业 PMI 分项 24
图表 55. 国内传统需求仍然偏弱 24
图表 56. 国内新兴制造业需求较为景气 24
图表 57. 国内原油需求整体偏弱 25
图表 58. 中美汽车销量下滑 25
图表 59. 美国数据中心建造支出增速上行 25
图表 60. 房价整体仍在下跌过程中 26
图表 61. 7 月以来国内原煤产量显著低于季节性 26
图表 62. 生猪价格季节性反弹，需求弱稳 26
图表 63. 大豆需求边际变化小，成本预期持续推动价格上行 26
图表 64. 近两年三因子值 27
图表 65. 流动性边际改善 27
图表 66. 保险公司资金运用余额与增速 28
图表 67. 保险公司大类资产配置 28
图表 68. 二季度国债收益率整体下行，期限利差收窄 28
图表 69. 二季度信用利差整体下行，但振幅较大 28
图表 70. 人身险公司资产配置占比（2026Q2） 29
图表 71.海外规模前 20 中国 ETF 与北上累计净流入 30
图表 72. 海外规模前 20 中国 ETF 周度净流入 30
图表 73. 海外中国股票 ETF 净流入分布（截至 20260831，亿元） 31



仅供内部参考，请勿外传

一、A 股：内外风险并存，维持震荡市判断

1.1. 整体观点：基本面仍偏弱而估值性价比并不高，收益预期与上月持平

在 8 月走势展望中，我们认为市场估值继续大幅回调预期已较前期明显减少，但考虑到从 ERP 层面看 A 股估值尚未处于低估水平，当前对估值层面走势仅维持震荡判断；而盈利端则是 8 月需要重点关注的部分，考虑到最新信贷、社零、Q2GDP 增速数据均未有明显改善，现阶段对 A 股整体的盈利增速预期仍偏弱。因此，综合来看，预期未来 12 个月中证 800 全收益指数乐观/中性/谨慎情况下的收益率分别为 5.78%/2.55%/-0.61%。

回顾 8 月走势，虽然市场振幅略超预期，但仍符合震荡市特征，与前期判断偏差不大。具体来看，中证 800 全收益指数先涨后跌，月度收涨约 1.92%；创业板指冲高回落，月度仅小幅收涨 2.41%；科创 50 同样呈现宽幅震荡，月度小幅收涨 1.60%。

展望 9 月走势，经历 8 月上旬技术性反弹后，当前市场核心面临的问题是“内外基本面风险不仅未收敛反而有扩散可能，交易层面缺乏持续性主线”，导致不论是估值还是盈利预期层面都无法给出相较上月更好的判断。因此，综合来看，预期未来 12 个月中证 800 全收益指数乐观/中性/谨慎情况下的收益率分别为 5.06%/2.52%/0.02%，与上月预期差异不大，整体仍给出弱势震荡的判断。

图表 1. 最新 A 股收益率预测结果与前期预测水平

指标	场景判断方法	态度	未来12个月预测			
			沪深300全收益		中证800全收益	
			2026.08.31	2026.07.31	2026.08.31	2026.07.31
PE增速（整体法）	①ERP领先12个月线性回归预测。 ②5年PE中位数均值回归。 乐观/中性/谨慎：二者最大/均值/最小。	乐观	0.57%	2.25%	1.30%	1.96%
		中性	-0.69%	-0.23%	-0.60%	-0.55%
		谨慎	-1.94%	-2.65%	-2.46%	-3.00%
盈利增速（整体法）	①2026GDP增速5.00%，CPI/PPI增速1.3%/3.0%。 ②M1与信贷脉冲领先12个月线性回归预测。 乐观/中性/谨慎：二者最大/均值/最小。	乐观	3.62%	2.81%	4.08%	4.14%
		中性	2.38%	1.98%	3.44%	3.42%
		谨慎	1.16%	1.16%	2.80%	2.70%
股息率	过去2年均值。	中性	2.87%	2.87%	2.59%	2.59%
股本增速（取负）	过去2年均值。	中性	-2.74%	-2.74%	-2.91%	-2.91%
未来12个月收益	按乐观/中性/谨慎场景下预测值分别加总。	乐观	4.32%	5.19%	5.06%	5.78%
		中性	1.82%	1.88%	2.52%	2.55%
		谨慎	-0.65%	-1.36%	0.02%	-0.61%

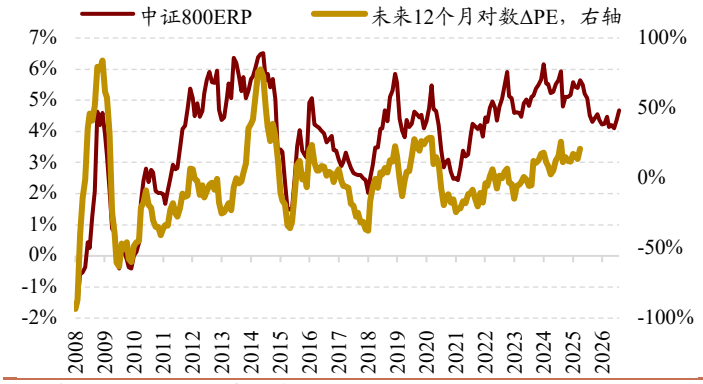
资料来源：Wind，招商证券，2025 年预测详见《权益具有中期配置价值，债券黄金注重交易策略——2025 年国内大类资产配置展望》。

估值端，目前中证 800 的 ERP 为 4.67%，虽然已是最近 12 个月最高水平，但也仅处于过去 5 年 38.98%的分位数水平，并不具备高性价比。具体来看，7 月底中证 800ERP 为 4.40%，位于过去 5 年 38.98%分位数水平以及历史以来 66.81%分位数水平，表明整体 A 股股指层面的性价比仍处于中性水平，并未进入高配置性价比区间。其核心原因仍在于，从结构层面看，不少板块或风格的估值水平仍然不低。例如虽然沪深 300、中证 800、金融风格、稳定风格的滚动 5 年分位数以及历史以来分位数都很低（部分板块甚至处于 10%分位数以下的极低位置）；然而，8 月技术性反弹行情中，中证 1000、中证 2000 的估值水平均出现相对明显的修复，微盘股更是明显回暖（万得微盘股指数单月上涨约 14.54%），而防御板块估值水平也并未回落，如中证红利的 PE、PB 分位数分别处于滚动 5 年 87.59%、57.98%的水平（中证红利在 7 月大涨 12.15%后，8 月

仅供内部参考，请勿外传

继续上涨 2.37%）。**因此，考虑到 A 股市场 8 月虽然冲高回落，但整体估值水平并未出现普遍性降低，估值层面来讲尚不具备高性价比。**

图表 2. ERP 是估值的显著领先指标（领先约 12 个月）



资料来源：Wind，招商证券

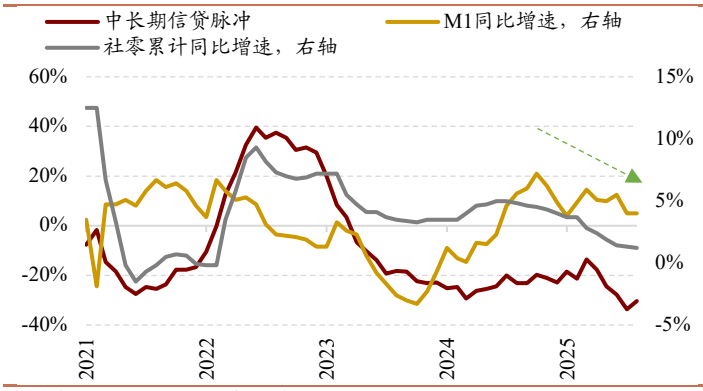
图表 3. 各宽基指数 8 月底 PE 水平

指数名称	PE_TTM 中位数	滚动1年分位数	滚动3年分位数	滚动5年分位数	历史以来
上证50	19.02	65.98%	87.72%	85.69%	69.63%
沪深300	19.59	4.15%	30.34%	20.26%	19.10%
中证500	27.36	0.00%	61.66%	77.01%	37.16%
中证800	23.87	0.00%	60.28%	64.02%	28.92%
中证1000	36.63	2.07%	65.24%	78.16%	56.79%
中证2000	50.55	8.71%	65.24%	65.85%	65.85%
中证红利	12.87	43.98%	79.31%	87.59%	40.87%
金融(风格)	12.35	0.41%	0.14%	6.53%	1.86%
周期(风格)	35.49	7.88%	64.69%	78.83%	48.74%
消费(风格)	34.53	43.98%	80.41%	86.52%	49.01%
成长(风格)	59.05	12.45%	68.97%	81.39%	73.81%
稳定(风格)	19.77	11.62%	64.69%	47.89%	24.00%
300成长	23.87	32.37%	74.48%	48.64%	58.33%
300价值	10.47	5.81%	34.21%	59.22%	38.11%
万得全A	40.54	7.47%	64.00%	78.41%	49.94%

资料来源：Wind，招商证券

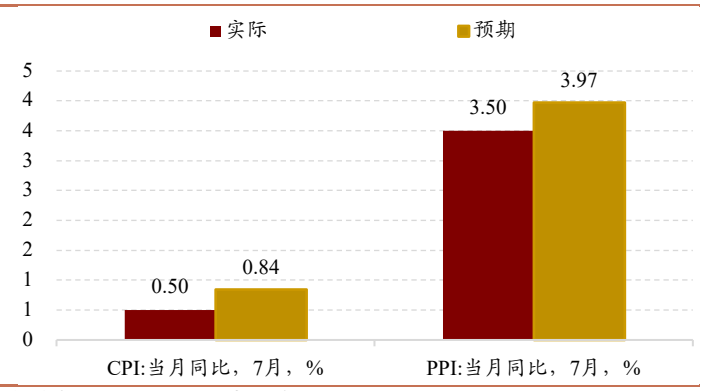
盈利端，8 月 PMI、信贷、社零、通胀均未见明显改善，整体仍需等待基本面端出现趋势性改善。具体来讲，中长期信贷脉冲虽然阶段性回暖，但整体仍处于深度负值水平，而 M1 增速则与前值持平，表明信贷并未有明显改善。PMI 层面，7 月 PMI 落在季节性下沿水平，明显低于预期，社零增速同样继续维持回落态势，表明需求侧仍处于偏弱状态。同样低于预期的还有 CPI 与 PPI 增速，7 月水平均明显低于市场一致预期约 0.4%，或表明供需双侧均偏弱。此外，从结构上看，K 型分化的局面仍未明显收敛，除了 CPI 与 PPI 剪刀差仍处于-3.0%的深度负值水平外，消费品制造业 PMI 与高技术制造业 PMI 的 7 月差值为-5.5，较 6 月进一步扩大，处于历史最大差值区间。**因此，我们所期待的在 8-9 月基本面层面出现转机并带动企业盈利端预期扭转前期颓势的情况并未出现（总量与结构层面均未改善），考虑到财政层面同样未见明显提速动作，后续盈利预期或仍不宜过度乐观。**

图表 4. 信贷、社零数据未见明显改善



资料来源：Wind，招商证券

图表 5. 7 月通胀数据显著不及预期，供需双侧或均偏弱



资料来源：Wind，招商证券

综上所述，考虑到当前市场估值性价比虽有所提升但尚未进入明显值得超配的区间，且盈利增速并非处于特别乐观的状态，而短期内主导的价量趋势又相对偏弱，结合我们“权益四维择时模型”的最新信号（整体建议 30%-40%仓位，信号结构为基本面 0/1 分、情绪面 1/1 分、价量趋势 0.5/1 分、估值回归 0.5/1 分），9 月仍以弱势震荡行情为基准判断，不宜过度乐观。

仅供内部参考，请勿外传

1.2. 后市展望：全球流动性与风险偏好料将大幅波动，仍以防御为主

从前文分析以及今年的量化择时信号结构来看，国内基本面自二季度起便持续走弱，但 A 股市场，尤其是成长风格于二季度表现却很强势，除价量和情绪持续向好对市场形成推动外，当前模型中权重偏低的海外因素或也发挥了不小的作用。尤其是二季度全球科技成长与美债利率、美元指数走势脱钩，走出独立行情。然而 7 月份以来，海外逻辑出现明显变化，尤其是科技交易降杠杆（日韩股市深度回调）以及科技叙事趋于疲劳后（即便英伟达业绩与指引显著超预期，目前对市场的刺激也仅持续一个交易日），宏观风险再度成为全球资金交易的核心因子，美债与美元信用问题再度被关注后，全球风险偏好明显回落。雪上加霜的是，美联储主席沃什在 Jackson Hole 会议上的发言偏鹰，虽然程度不深，但明显超出市场预期。**一旦 9 月基本面层面没有出现持续性的刺激或者宏观层面超预期利好，则全球权益市场或将面临流动性与风险偏好同时收缩的状态。**

回顾历史，“全球流动性收紧与风险偏好收缩”同时出现的典型时期主要有五段，其中 2013 年 5-6 月、2018 年四季度与 2023 年 8-10 月具备一定参考意义。

图表 6. 全球流动性与风险偏好同时走弱的历史时期梳理

时期	触发背景	流动性信号	风险偏好信号
2013 年 5-6 月（Taper Tantrum）	伯南克暗示缩减 QE 购债规模	10 年美债收益率由约 1.6%升至 2.5%上方，实际利率与期限溢价同升	新兴市场资本外流、货币贬值、VIX 脉冲式上升
2015 年 12 月-2016 年 1 月	美联储首次加息，叠加人民币“811”汇改后贬值压力	首次加息落地、美元指数走强	A 股熔断、全球 Risk-off、股债双杀
2018 年四季度	美联储加息与缩表后期，叠加贸易摩擦、油价冲高	10 年美债收益率 10 月突破 3.2%，缩表持续收紧流动性	美股 10 月与 12 月两段暴跌，信用利差明显走阔
2022 年	高通胀下美联储激进加息，叠加俄乌冲突	联邦基金利率全年累计加息 425bp，美元指数创 20 年新高	全球股债双杀，纳指全年下跌约 33%
2023 年 8-10 月	“更高更久”预期强化、美债供给冲击、惠誉下调评级	10 年美债收益率 10 月盘中突破 5%（期限溢价主导）	美债长端遭抛售、美元信用担忧、美股自 8 月下跌约 8%

资料来源：Wind，招商证券

为了统计各个时间段各类指数的表现，我们对 2013 年 5-6 月、2018 年四季度与 2023 年 8-10 月这三个时间段进行具体划分，区间划分如下：1）2013 年 Taper Tantrum：以 2013 年 5 月 22 日伯南克在国会证词中首次提及缩减购债，触发恐慌为起点，2013 年 6 月 24 日缩表恐慌确认、新兴市场大跌为终点；**2）2018 年四季度：**以 2018 年 10 月 10 日美股三大指数以及 A 股同步下跌为起点，以 2018 年 12 月 24 日 FOMC 年内第四次加息后、美股二次探底为终点；**3） 2023 年 8-10 月：**以 2023 年 8 月 1 日惠誉将美国长期外币债务评级从 AAA 下调至 AA+、触发美元信用担忧为起点，以 2023 年 10 月 27 日标普 500 阶段低点为终点。

从结果上来看，三次“全球流动性收紧与风险偏好收缩”叠加时期，全球权益资产整体承压，且 A 股回撤幅度多大于美股。具体来看，标普 500 在三个区间分别下跌约 4.97%、15.60%、10.04%，中证 800 则分别下跌约 16.30%、7.46%、10.65%，印证“流动性与风险偏好收缩、风险资产承压”判断。但另一方面，三次回调均非金融危机式单边崩盘，以最大回撤衡量，标普 500 三次分别约

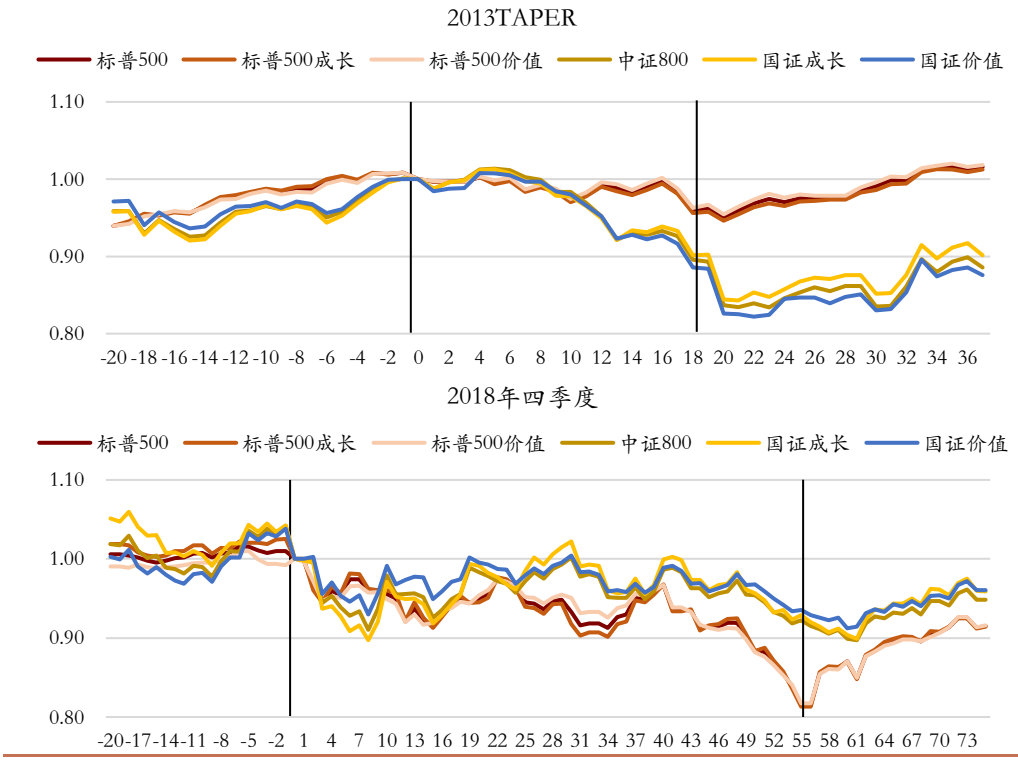
仅供内部参考，请勿外传

5.24%、16.45%、10.04%，中证 800 分别约 17.42%、8.67%、13.61%，回撤均落在相对可控区间，且市场围绕宏观数据与政策表态反复拉锯，方向在政策落地前始终未有定论。**映射到当前，在 9 月议息会议落地之前，海外扰动尚无法证伪，全球权益市场大概率仍以宽幅震荡为主，而非趋势性单边下跌。**

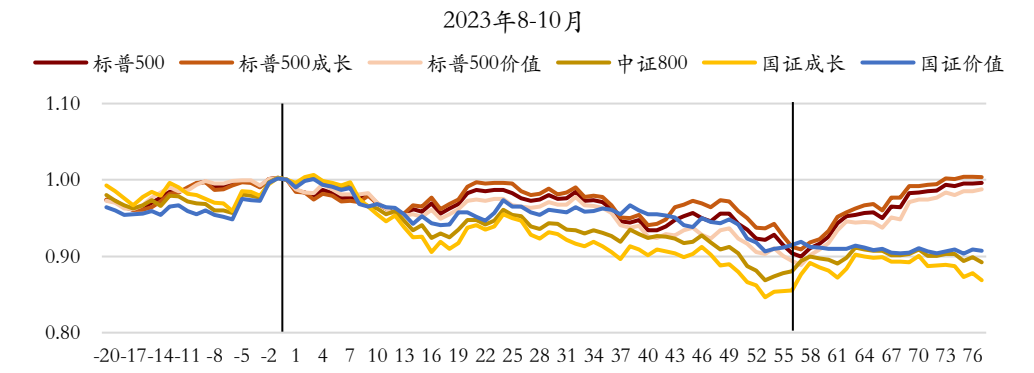
风格层面，在与当前情景最相似的 2018 年四季度与 2023 年 8-10 月，A 股均呈现“防御、红利相对抗跌”的显著分化。具体来看，中证红利在这两个区间分别仅下跌约 2.37%、4.58%，较同期中证 800（-7.46%、-10.65%）分别少跌约 5.1、6.1 个百分点，亦大幅跑赢国证成长（-6.75%、-12.36%）；国证价值在 2023 年 8-10 月下跌约 8.11%，较国证成长（-12.36%）少跌约 4.3 个百分点。美股方面，标普 500 价值在 2013 年区间下跌约 4.55%，同样略跑赢标普 500 成长（-5.37%），2018 年、2023 年价值与成长跌幅则基本相当。需要说明的是，2013 年属“新兴市场流动性冲击叠加当时 A 股成长结构牛市”，A 股价值与红利未体现出明显防御性，对当前由“美元信用与期限溢价”主导、A 股估值结构已明显变化的阶段，参考意义相对有限。**综合来看，在宏观风险仍是核心交易因子、政策尚未落地的阶段，防御与高股息资产的相对收益确定性更高，风格上更适合超配价值以控制回撤。**

综上，结合三次历史“双弱”时期“议息落地前市场弱势震荡、价值与防御相对占优”的规律，以及当前沃什偏鹰、9 月议息会议悬而未决的背景，靴子落地前，全球权益市场大概率维持宽幅震荡，A 股风格上应继续以超配价值风格进行防御。

图表 7. 全球流动性与风险偏好同时走弱的参考走势



仅供内部参考，请勿外传



资料来源：Wind，招商证券

图表 8. 全球流动性与风险偏好同时走弱前后市场收益率统计

2013TAPER	标普500	标普500成长	标普500价值	中证800	国证成长	国证价值
收紧担忧前20个交易日	6.44%	6.43%	6.44%	4.30%	4.37%	3.00%
收紧担忧期间	-4.97%	-5.37%	-4.55%	-16.30%	-15.60%	-17.37%
收紧担忧落地后20个交易日	6.85%	7.02%	6.68%	5.80%	6.85%	5.95%

2018四季度	标普500	标普500成长	标普500价值	中证800	国证成长	国证价值
收紧担忧前20个交易日	-0.59%	-1.86%	0.95%	-1.84%	-4.88%	-0.27%
收紧担忧期间	-18.49%	-18.68%	-18.26%	-7.74%	-7.15%	-6.43%
收紧担忧落地后20个交易日	12.23%	12.41%	12.04%	2.79%	3.27%	2.68%

2023年8-10月	标普500	标普500成长	标普500价值	中证800	国证成长	国证价值
收紧担忧前20个交易日	2.72%	2.65%	2.81%	2.06%	0.77%	3.72%
收紧担忧期间	-10.04%	-9.10%	-11.14%	-10.65%	-12.36%	-8.11%
收紧担忧落地后20个交易日	10.73%	10.38%	11.17%	-0.13%	-0.85%	-1.31%

资料来源：Wind，招商证券。

二、债券：利率中枢轻微下调、短期择时观点看震荡

2.1. 利率中枢轻微下调，公募久期下降

对于利率债资产，定期模型方面，我们从 ROIC 模型观察利率市场中期的定价合理性，并从价量交易情绪的视角观察短期市场的趋势交易机会。

中期视角下，利率当前定价水平中性偏高。参考早前报告中的 ROIC 模型[1]，我们从资本回报率视角出发寻找长端利率的锚，通过结合权益市场的盈利预期，来间接推断后市的利率中枢点位。从最新测算结果看：

1）**盈利预期方面：**根据我们前文中对A股资产盈利模型的研判，当前预测2026年A股除金融的净利润同比增速为1.86%，相比今年7月的1.93%小幅下调0.07%；

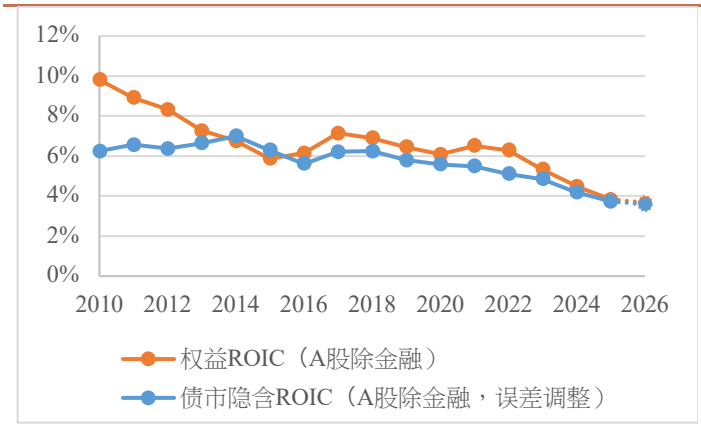
2）**股债 ROIC 方面：**在A股上市公司（除金融）口径下，本期我们测算的权益资产 2026 年 ROIC 值为 3.68%、债券隐含值为 3.58%；在规模以上工业企业口径下，2026 年权益 ROIC 值为 3.76%、债市隐含 ROIC

[1] 在 A 股上市公司（除金融）口径下，可以根据个股的利润和总资产数据，利用自下而上的方式汇总计算得到全市场 ROIC 值。而对债券市场而言，可根据公式：ROIC=（无风险利率+股票风险溢价）×股权比例+（无风险利率+信用风险溢价）×债权比例，计算得出债市隐含 ROIC 水平。（其中，无风险利率为 30 年国债到期收益率，信用风险溢价为 AAA 及企业债信用利差，股权占比参考 A 股（除金融）数据进行合成。）

仅供内部参考，请勿外传

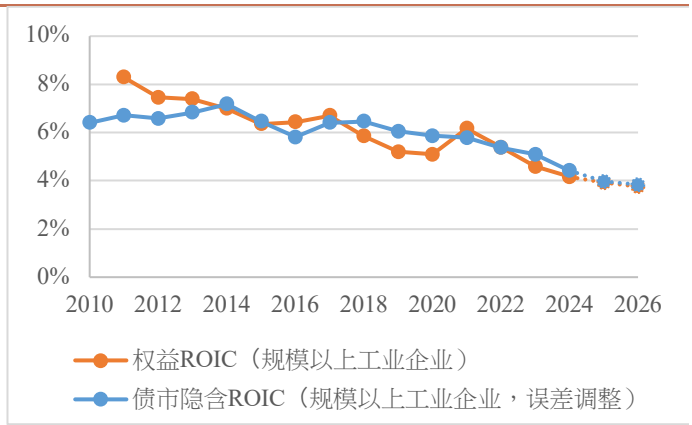
值为 3.84%；

图表 9. A 股上市公司（除金融）口径下权益与债市 ROIC



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2010Q4-至今

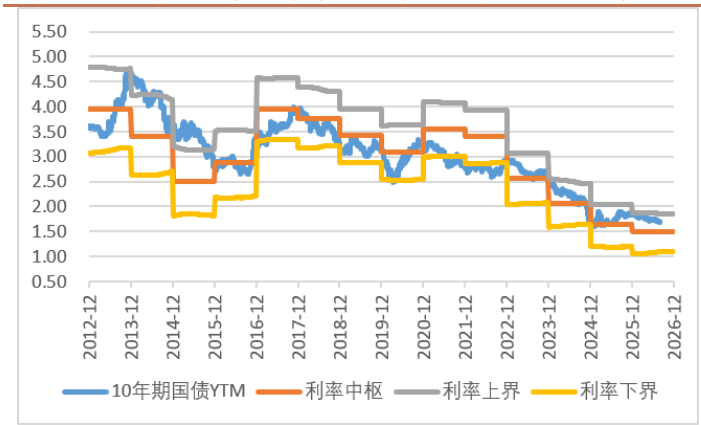
图表 10. 规模以上工业企业口径下权益与债市 ROIC



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2010.12.31-至今

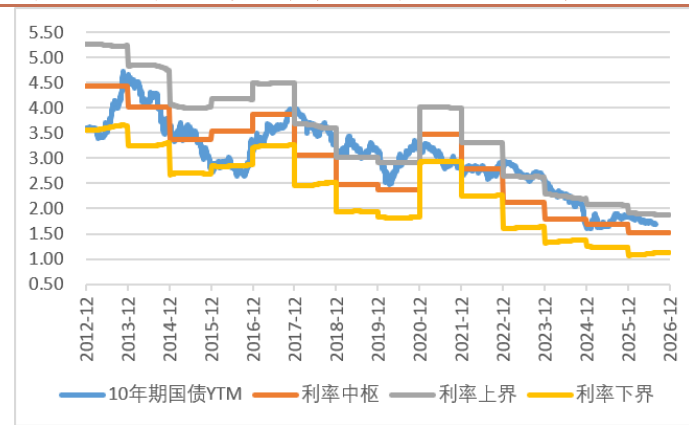
3）**利率中枢方面：**以 10 年期国债到期收益率为例，其 8 月末的利率数据读数录得 1.69%，而其对应的 2026 年利率中枢分别预期为上市公司口径下 1.49%、工业企业口径下 1.52%，对应的利率走廊上限为前者 1.86%、后者 1.88%。

图表 11. 10 年期国债利率中枢推导（上市公司口径算法）



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2012.12.31-2026.12.31

图表 12. 10 年期国债利率中枢推导（工业企业算法）



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2012.12.31-2026.12.31

图表 13. ROIC 模型的利率走廊预测（括号内为上月值）

类型	盈利预测 2026E	10 年期国债月末值	利率中枢 2026E	利率上界 2026E	利率下界 2026E
A 股（除金融）	1.86% (1.93%)	1.69% (1.72%)	1.49% 1.52%	1.86% 1.88%	1.10% 1.12%
工业企业					

资料来源：Wind，招商证券

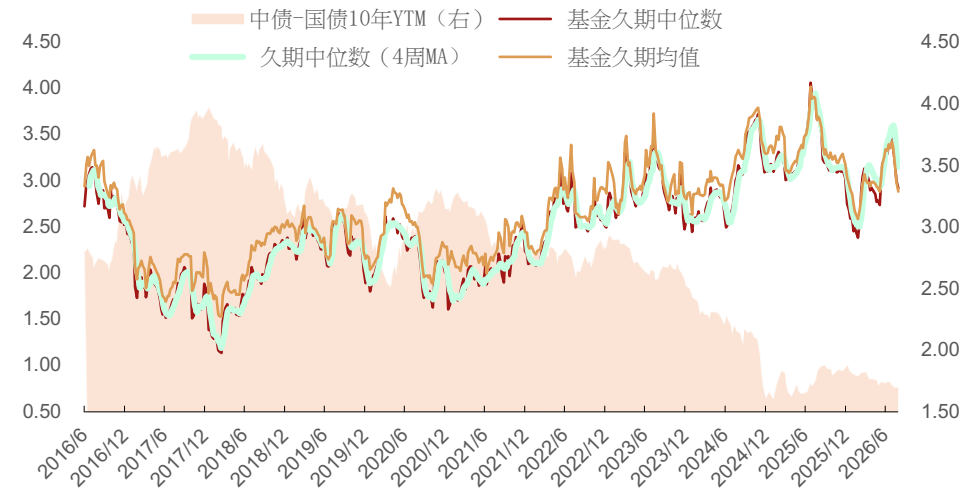
因此总结来说：1）边际变化看，本期 26 年盈利预期数据继续下调 7BP，导致 ROIC 和利率中枢轻微下移，10 年期国债利率走廊小幅下修约 1BP；2）绝对水平方面，走廊下调后，当前最新的市场利率读数仍在合理范围内运行，同时由于本月利率下行 3BP，因此其估值的偏高程度反较上月有所缓和，未来向中枢回归的下降压力减弱。

公募债基久期视角，债基利率敏感性久期下降。我们以改进后的回归模型，测算全市场中长期纯债基金的久期情况。（详情请见《纯债基金久期及到期收益率的估计与应用——固收量化系列研究之一》）。当前公募基金最新久期（计入

仅供内部参考，请勿外传

杠杆后）中位数读数为 2.92 年、4 周移动平均值为 3.15 年，目前机构久期处于历史 5 年来的中性水平，边际上看再次从阶段顶部下行，反映出目前公募的短期投资观点向偏空转变。

图表 14. 公募中长期纯债基金久期走势



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

2.2. 3 种短期择时模型的观点整体看震荡

短期视角下，我们通过宏观基本面、机构资金流和价量交易趋势 3 个维度，研判利率债投资机会（详见报告《基本面、资金流与价量数据在利率择时中的应用——固收量化系列研究之七》）。**当前宏观基本面模型观点偏空、机构资金流模型观点偏多、价量趋势突破模型中性，短期的利率择时模型整体呈中性震荡观点。具体来说：**

图表 15. 3 种利率择时模型的本月最新观点

类型	最新观点	具体说明
宏观基本面模型	偏空	2 个细分指标看多，3 个细分指标中性，3 个细分指标看空
机构资金流模型	偏多	基金公司观点看空、证券公司观点偏多、保险公司观点看多
价量趋势模型	中性	5 年期 YTM 偏空、10 年期 YTM 中性、30 年期 YTM 中性

资料来源：招商证券

1. **宏观基本面择时模型当前的最新择时观点为偏空。**我们从增速预期、通胀预期、流动性和风险偏好 4 个维度入手，观察对利率未来走势具有领先预测能力的宏观经济指标边际变化。具体来说：当前 8 个细分指标中，共有 2 个指标看多（inv_prin、pmi_prin）、3 个指标中性（cbg_level、ppcp_prin、real_prin）、3 个指标看空（commodity_global、m2_m1、stock_global），整体来看的利率债配置观点为偏空。

仅供内部参考，请勿外传

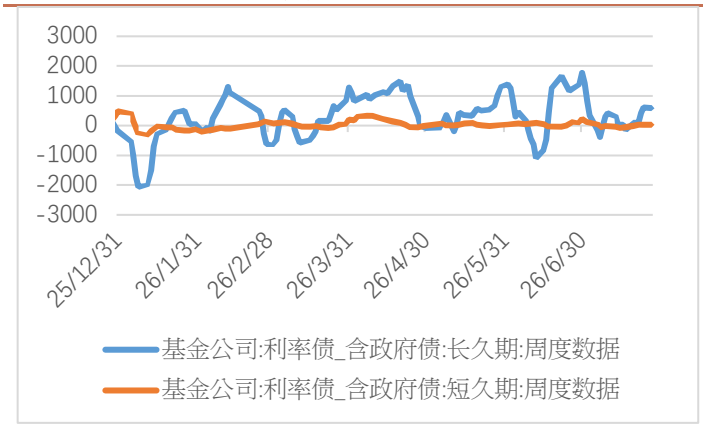
图表 16. 宏观基本面择时模型最新细分指标择时观点

驱动因素	指标名称	主要数据类型	利率方向	最新仓位观点
增速预期	pmi_prin	PMI 数据	同向	指标读数点位较低，观点看多
	inv_prin	固定资产投资数据	同向	指标读数点位较低，观点看多
	real_prin	房地产开发及成交数据	同向	指标读数点位居中，观点中性震荡
通胀预期	commodity_global	商品价格数据	同向	指标读数点位较高，观点看空
	ppi_cpi_prin	PPI、CPI 数据	同向	指标读数点位居中，观点中性震荡
流动性	m2_m1	M1M2 剪刀差	反向	指标读数点位较低，观点看空
风险偏好	cgb_level	无风险利率水平结构	同向	指标读数点位居中，观点中性震荡
	stock_global	海外股票价格数据	同向	指标读数点位较高，观点看空

资料来源：招商证券

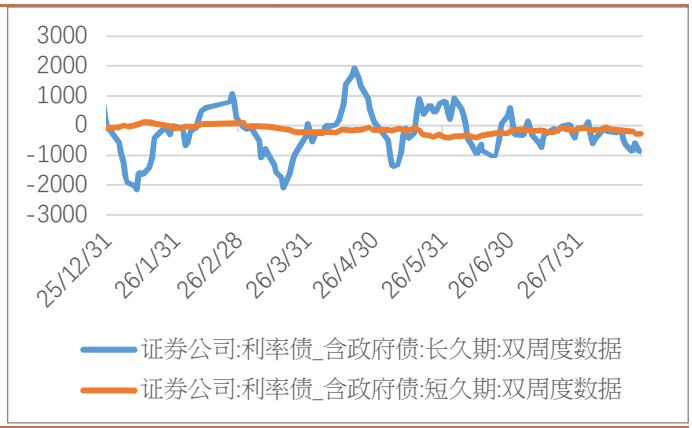
2. **机构资金流择时模型当前的最新择时观点为偏多。**我们从具有择时能力的重点机构的利率债交易数据入手，跟踪其投资行为暗含的最新择时观点。具体来说：1）基金公司方面，周度累计净流入数据最新值在 8 月 4 日为短久期流入、长久期流出，整体为看空观点；2）证券公司方面，半月度累计净流入数据在 8 月 4 日为短久期流出、长久期流入，后续转为同步被动流出，整体为偏多观点；3）保险公司方面，季度累计净流入数据最新值于短久期流出、长久期流入，整体为看多观点。

图表 17. 基金公司的利率债周度累计净流入情况



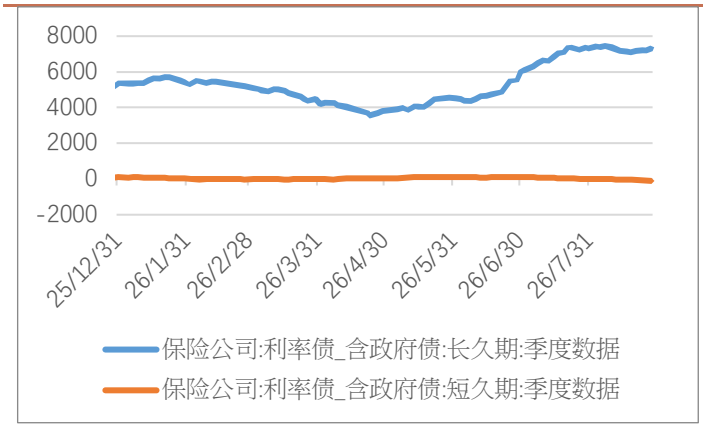
资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2025.12.31-至今

图表 18. 证券公司的利率债双周度累计净流入情况



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2025.12.31-至今

图表 19. 保险公司的利率债季度累计净流入情况

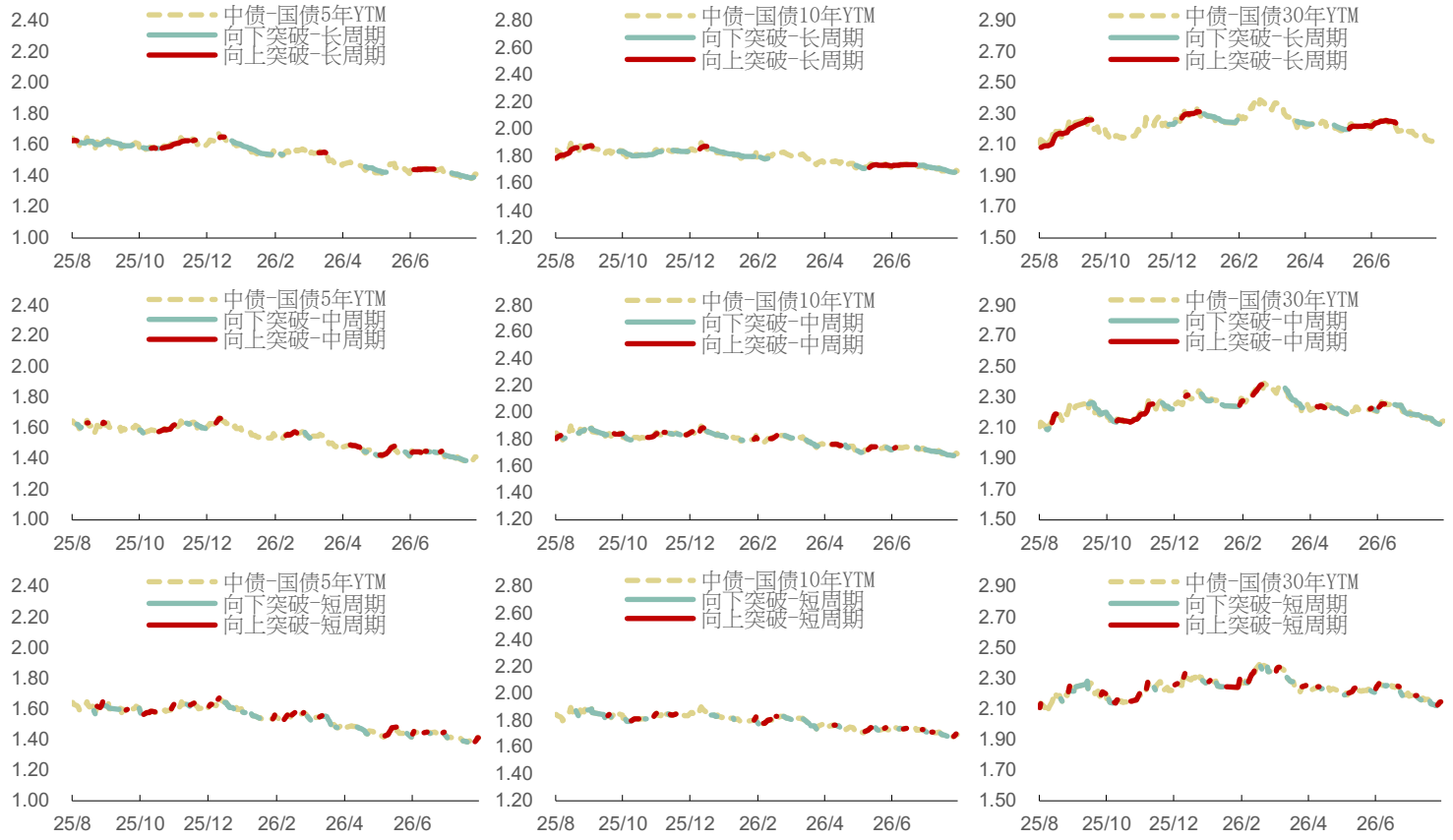


仅供内部参考，请勿外传

资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2025.12.31-至今

3. **价量趋势突破择时模型当前的最新择时观点为中性震荡。**我们从日度价量数据所形成的利率形态入手，构造利率价格的支撑线和阻力线，捕捉市场短期交易情绪的趋势突破情况。具体来说：1）5 年期国债 YTM 下，模型合计下行突破 0 票、上行突破 1 票，综合评分结果为偏空；2）10 年期国债 YTM 下，模型合计下行突破 0 票、上行突破 0 票，综合评分结果为中性震荡；3）30 年期国债 YTM 下，模型合计下行突破 0 票、上行突破 1 票，综合评分结果为中性震荡。

图表 20.5 年（左）、10 年（中）、30 年（右）国债 YTM 下的利率长（上）、中（中）、短（下）周期视野下的趋势突破信号



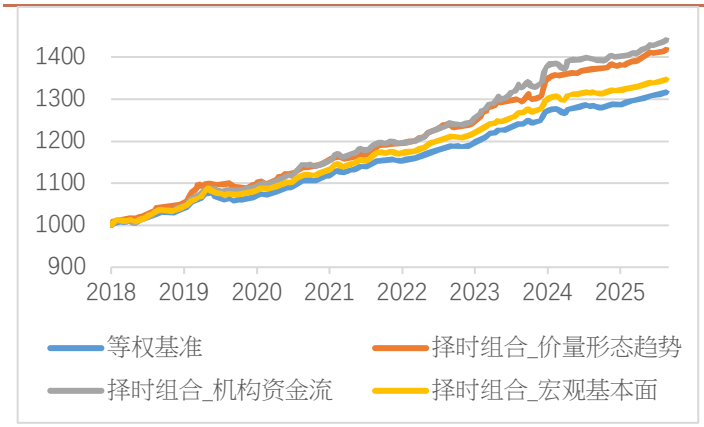
资料来源：招商证券、iFinD

我们以中证 1 债和中证 10 债指数为投资标的，基于上述 3 类短期择时模型，构造了利率债长、短久期的轮动策略。具体构造方式为当模型明确看/偏空或看/偏多观点时，满配 1 债或 10 债，而在中性观点时，进行等权配置（同业绩基准）或沿用前值。**目前截至最新，基本面/机构资金/价量趋势模型的长债建议观点分别为 44%、67%和 100%。**

从测算表现看，2019 年以来 3 类策略的绝对收益和超额收益均为正，3 类策略的已实现收益为：1）宏观基本面模型 25 年收益 1.48%，超额 28BP，今年收益 2.01%，超额-19BP；2）机构资金流模型 25 年收益 1.67%，超额 47BP，今年收益 2.83%，超额 64BP；3）价量趋势突破模型 25 年收益 2.45%，超额 125BP，今年收益 2.64%，超额 44BP。

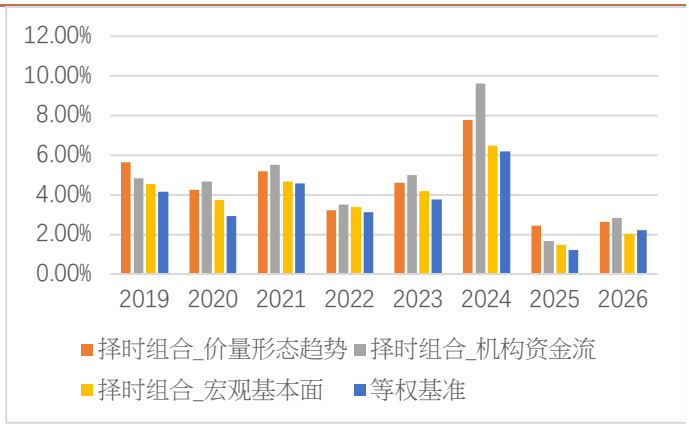
仅供内部参考，请勿外传

图表 21. 3 种不同利率择时模型策略净值和基准净值



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2018.12.31-至今

图表 22. 3 种不同利率择时模型策略逐年业绩



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2018.12.31-至今

图表 23. 3 种不同利率择时模型策略收益风险统计

类型	年化收益率	年化波动率	最大回撤	收益波动比	收益回撤比
择时组合_价量趋势	**4.65%**	**1.12%**	**1.20%**	**4.14**	**3.89**
择时组合_机构资金	**4.88%**	**1.16%**	**1.22%**	**4.22**	**4.01**
择时组合_基本面	**3.97%**	**0.92%**	**1.85%**	**4.32**	**2.14**
基准组合_等权	3.65%	0.83%	1.95%	4.38	1.88
中证 1 债	2.36%	0.21%	0.29%	11.21	8.28
中证 10 债	4.95%	1.56%	4.11%	3.17	1.20

资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2018.12.31-至今

2.3. 转债期权和正股估值维持在适中区间

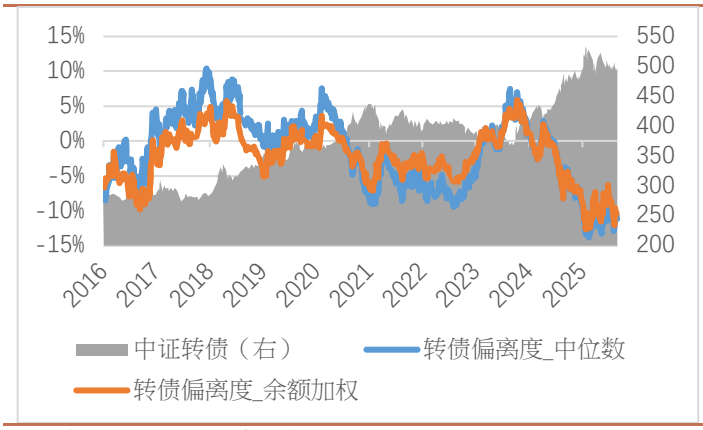
对于可转债资产，我们从转债期权估值和正股估值两方面入手，分别判断当前市场整体的 ALPHA 和 BETA 机会。

ALPHA 层面，我们首先以期权二叉树定价法为基础，结合可转债的条款、正股的退市风险等多方面因素，对可转债进行定价，并计算转债市场价格相对理论定价的折溢价率水平（即“定价偏离度”=转债二叉树定价/转债市价-1），作为转债的初步估值指标。随后，通过考虑市场的供需关系，即转债规模和公募基金转债配置情况，对上述估值指标构建回归模型，提取其残差项，作为供需调整后的最终指标。

当前从二叉树定价结果看：1）原估值指标下：可转债市场期权估值自 2024 年来持续下行，2026 开年以来处于历史底部区域震荡，提示估值偏贵。供需调整前，全市场转债定价偏离度中位数为-11.26%，模型判断市场中约有 95%以上的转债价格高于理论定价值，即存在高估的定价误差；2）供需调整后：指标在 2025 年下半年起和原指标出现明显的背离，调整后的值则在 0%附近震荡，即模型对市场估值的判断，从原指标判断的深度偏贵，转为合理定价。目前，供需调整后的全市场转债定价偏离度中位数为 1.12%，较上月的-0.09%提升 1.21%，显示市场定价仍处于相对合理的区间内，且存在少许的低估价值。

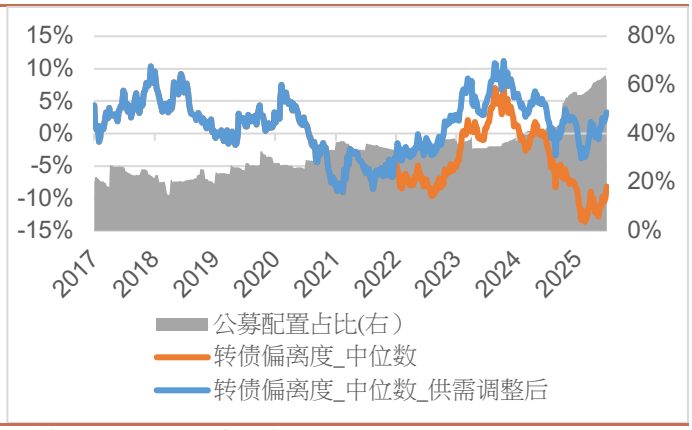
仅供内部参考，请勿外传

图表 24. 转债市场期权估值水平（供需调整前）



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

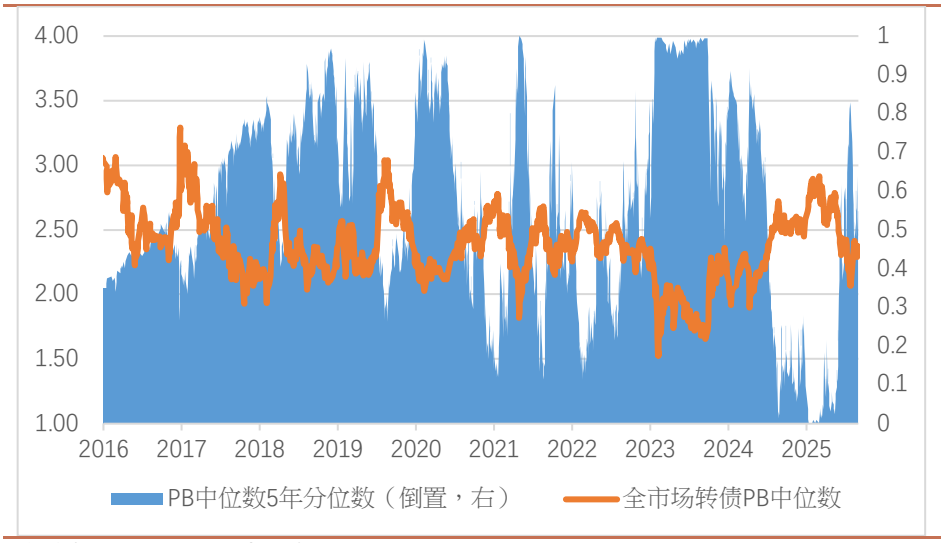
图表 25. 转债市场期权估值水平（供需调整后）



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

BETA 层面看，当前转债的股底估值仍处于中性震荡周期。由于转债对应的正股成分和股票常用宽基指数之间存在一定的结构性差异，因此我们以自下而上的方式，对转债市场正股的估值进行了合成，形成全市场正股 PB 中位数指标。从测算结果看，指标的均值回归性较好，目前最新读数为 2.34，相对上月提升 0.13。转债的正股估值从今年 3 月以来持续下行，于 7 月底触底后小幅反弹，但目前仍在 50 分位数附近震荡，未来股底 BETA 的赔率观点在近三个月均维持中性判断。

图表 26. 可转债正股 PB 估值水平



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

总的来说，当前转债正股和期权维度的估值水平均适中，中期看赔率观点偏中性震荡，暂无明显的系统性风险。

2.4. 固收多资产配置组合表现

通过结合前文中的纯债资产和可转债资产择时指标，我们以中债综合债指数为投资基准，构建了“招商固收多资产配置组合”。组合的投资策略以实现稳定的绝对收益为目的，在保持长期结构与基准指数接近的基础上，通过固定收益类大类资产的动态配置获取超额收益。投资组合的具体构造方法如下：

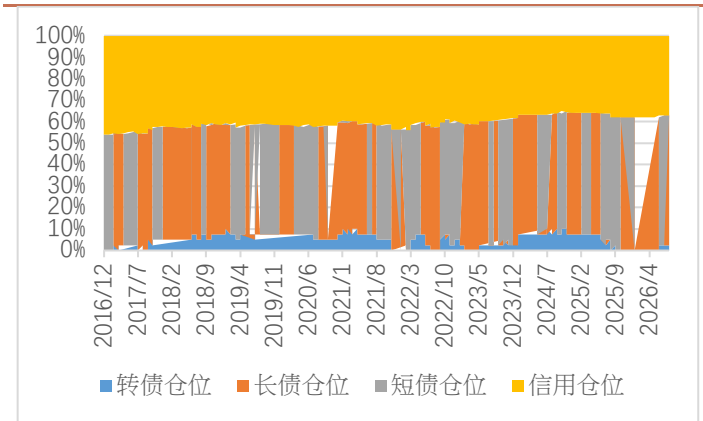
- 测算区间：2016.12.31 起至最新报告期

仅供内部参考，请勿外传

- 投资标的：可转债（中证转债，000832）、长久期利率债（中债总指数 7-10 及 10 以上，CBA00351 及 CBA00361）、中短久期利率债（中债总指数 3-5，CBA00331）、信用债（中债信用债，CBA02701）
- 组合构建：
  - 固收多资产配置组合
    - 根据正股 PB 中位数指标所属的运行周期，分配 0%/2.5%/5%三档转债仓位；
    - 根据转债定价偏离度指标所属的运行周期，分配 0%/2.5%/5%三档转债仓位；
    - 剩余仓位为纯债，内部根据债券市场利率债占比分配利率债仓位，并参考利率债长周期价量择时指标，分配 0%/50%/100%三档长久期利率债仓位，其余配置短久期利率债
    - 剩余全部仓位配置信用债
  - 业绩基准：中债综合债指数（CBA00101）

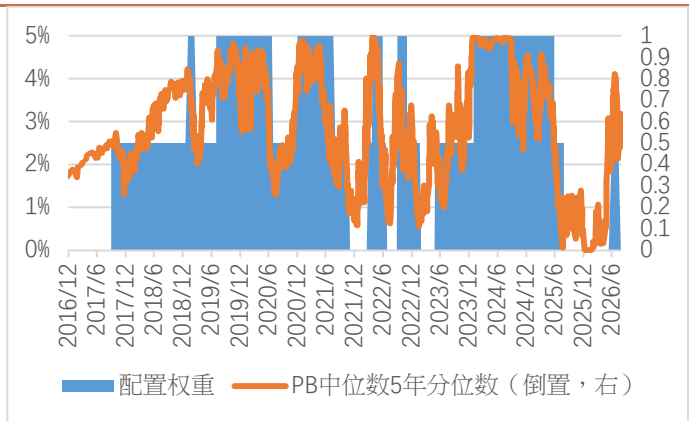
调仓频率：基础频率为月度，利率债根据实时监控情况调整仓位。

图表 27. 固收多资产配置组合大类资产配置占比



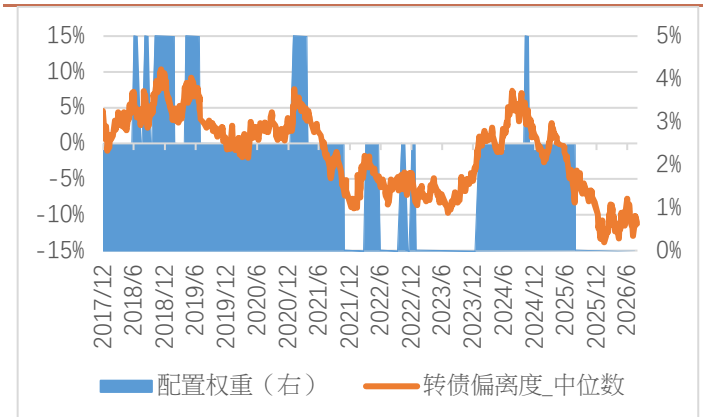
资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

图表 28. 基于可转债正股 PB 估值的转债比例（预算 5%）



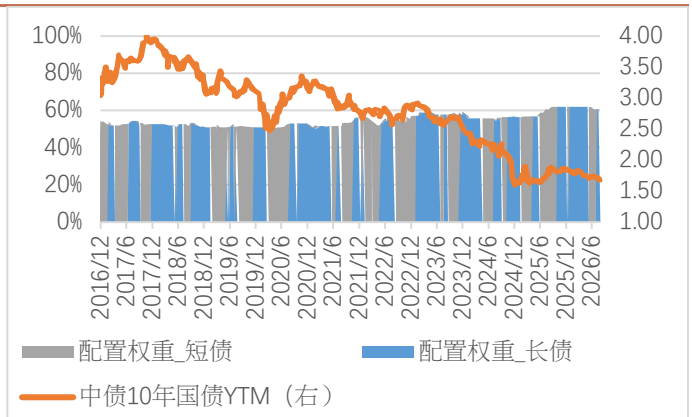
资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

图表 29. 基于可转债期权偏离度的转债比例（预算 5%）



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

图表 30. 基于利率债长周期择时指标的利率债比例



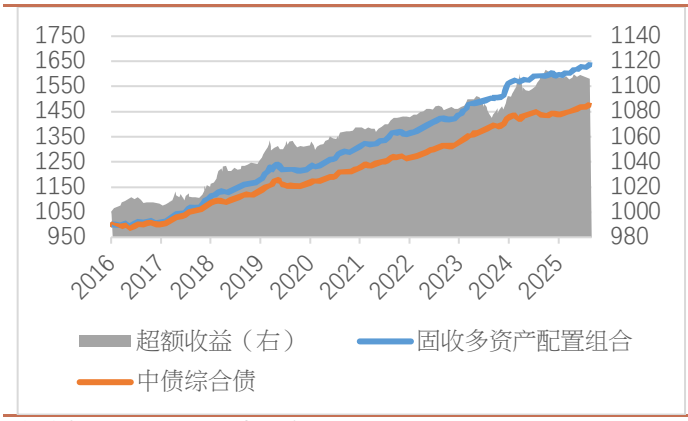
资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

从组合业绩表现看：1）自 2016 年以来，策略的长期年化收益率为 5.30%，

仅供内部参考，请勿外传

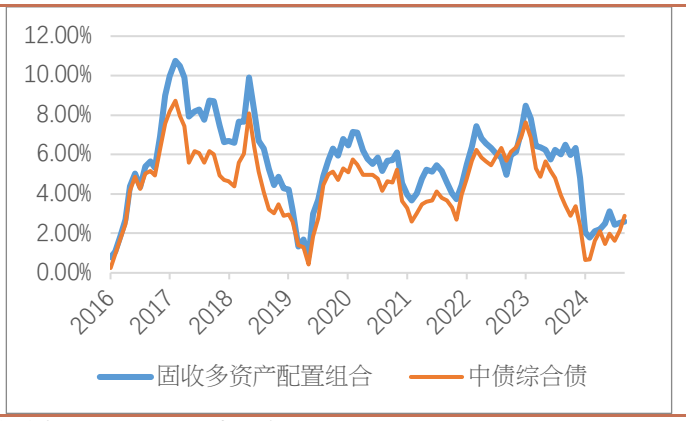
最大回撤为 2.21%，收益回撤比为 2.40，优于持有任意单一的纯债或可转债资产；2）通过持有组合 1 年所获得的投资收益率均值在 6%左右，最高可达 10%以上，持有满 1 年的绝对收益投资胜率为 100%。最近 3 年，组合的年度投资收益率分别为 2024 年 8.49%、2025 年 2.05%、2026 年初至今 2.76%；超额收益率分别为 2024 年 0.86%、2025 年 1.40%、2026 年年初至今 0.13%。

图表 31. 固收多资产配置组合净值



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

图表 32. 固收多资产配置组合持有 1 年滚动收益率



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

图表 33. 固收多资产配置组合收益风险统计（2016.12.31 至今）

类型	年化收益率	年化波动率	最大回撤	收益波动比	收益回撤比
多资产配置组合	**5.22%**	**1.37%**	**2.21%**	**3.80**	**2.37**
中债综合债	4.13%	1.05%	2.43%	3.95	1.70

资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

图表 34. 固收多资产配置组合逐年收益统计

年份	业绩基准（中债综合债）	固收多资产配置组合	
		绝对收益率	超额收益率
2017	0.24%	0.79%	0.54%
2018	8.19%	9.96%	1.76%
2019	4.63%	6.69%	2.06%
2020	2.97%	4.23%	1.26%
2021	5.09%	6.46%	1.38%
2022	3.29%	3.96%	0.67%
2023	4.76%	5.50%	0.74%
2024	7.63%	8.49%	0.86%
2025	0.65%	2.05%	1.40%
2026	2.63%	2.76%	0.13%

资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

三、黄金：交易面边际改善，短期震荡偏多

7 月美国经济数据转弱、加息预期降温后，8 月黄金显著反弹，截至 08/28 伦敦金现 4453.67 美元/盎司，相对上月末上涨 10.21%。值得关注的是，08/28 沃什在 Jackson Hole 年会的发言明确表示通胀水平仍偏高、不排除通过调节利

仅供内部参考，请勿外传

率政策进行收紧的可能性，当日金价下跌约 3%，若 9 月加息预期继续升温，短期需要警惕获利回吐。

3.1. 黄金短期指标跟踪

我们从央行储备、投资配置及投机交易三个角度梳理黄金的定价逻辑：

图表 35. 黄金价格影响指标分类

定价逻辑	简述	对应指标
央行储备资产	全球央行以黄金对冲部分货币信用风险的需求。	全球黄金储备
投资配置	机构或个人投资者出于多资产配置、规避风险、抗通胀等目的，在黄金现货 /黄金ETF上的配置。	美国实际利率、美国通胀、美元指数、黄金ETF持有量、经济政策不确定性指数、地缘性政治风险指数
投机交易	黄金市场内部结构短期失衡，现货与期货定价的差异吸引套利者进行投机交易。	黄金期现基差

资料来源：Wind，招商证券

央行储备：若将黄金作为信用货币体系下的看跌期权，信用货币数量的提升、货币贬值以及货币价值的波动都有利于提升黄金这一看跌期权的内在价值。在美元信用受挫、世界货币体系多元化的背景下，全球央行持续购入黄金，为金价提供了支撑与韧性，这种持续的需求吸收了市场上的实物黄金供应，减少了浮动筹码，巩固了金价的基本盘，也体现央行面对多极化世界格局的应对措施，减少对单一货币（尤其是美元）资产的过度依赖、增强本国储备资产的安全性和独立性。

投资配置：从投资的角度，实际利率下行降低黄金持有成本、高企或上升的通胀强化黄金的抗通胀属性、经济政策摇摆及地缘性政治风险带来的避险需求、黄金与权益资产的负相关性等，这些因素均可以驱动个人或机构投资者通过黄金现货/黄金 ETF 增加组合中的黄金配置，形成金价支撑力。

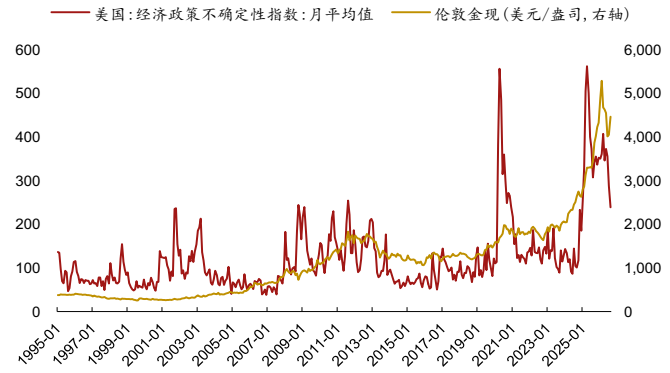
投机交易：若黄金市场内部结构出现短期失衡，在期现基差处于高位时，套利者“买现货、卖期货”的操作会支撑现货价格、压制期货价格，引导基差修复。在整个套利流程中，套利者买入现货、注册为仓单、并卖出期货，交割完成获利。

针对三种黄金的定价逻辑，我们使用不同的指标进行刻画，以下依次跟踪各指标的近期变动。

8 月地缘避险情绪与联储政策不确定性进一步下调，截至月末避险指标中经济政策不确定性（EPU）、地缘性政治风险（GPR）分别为 238.17、131.19，均已连续四个月下降。当前市场对于联储政策的方向性较为关注，且地缘冲突若局限在推升油价和通胀上，不对美元信用、经济增长、金融系统的稳定性造成冲击，也难以凸显黄金的避险属性，短期内避险仍非金价的主要驱动因素。

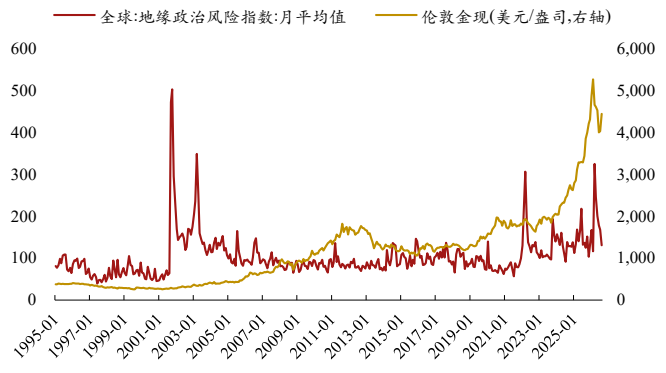
仅供内部参考，请勿外传

图表 36. 美国经济政策不确定性指数与金价走势



资料来源：招商证券，Wind 资讯

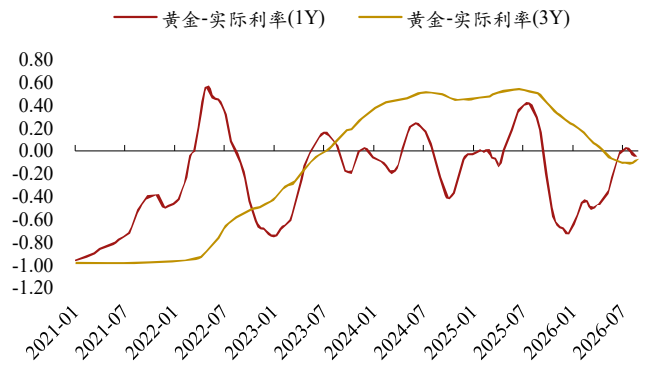
图表 37. 全球地缘性政治风险指数与金价走势



资料来源：招商证券，Wind 资讯

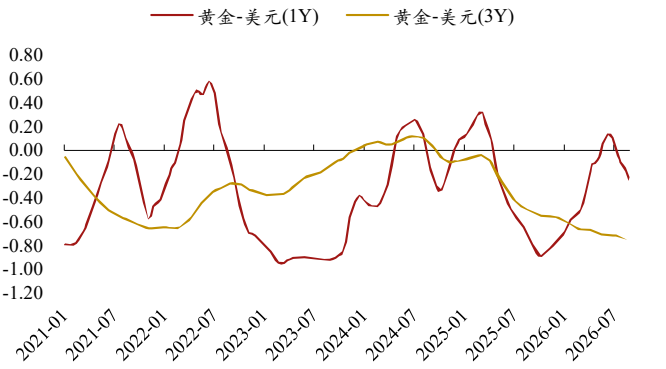
近期，黄金与美元指数、实际利率的短期相关性持续显著为负，其中美元的负相关在不断增强。截至 08/28，黄金与美元指数的滚动一年相关系数为-0.26，相对一个月前下降约 0.14，且滚动三年的长期负相关更为稳定，绝对值近半年持续在 0.5 以上，美元依然是黄金的长期定价锚。

图表 38. 黄金与实际利率滚动相关性（1Y&3Y）



资料来源：招商证券，Wind 资讯

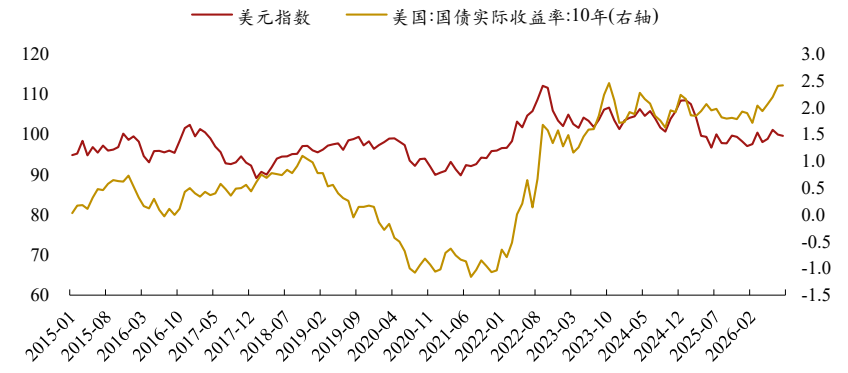
图表 39. 黄金与美元指数滚动相关性（1Y&3Y）



资料来源：招商证券，Wind 资讯

8 月美元指数震荡起伏，7 月的最后 3 个交易日，短期加息交易回吐使得美元指数由 101.5 大幅回撤至 99.8，随后维持震荡直至 8/19 美国财政部宣布扩大长期国债回购规模，再度大幅下调至约 98.8，最后 08/28 沃什偏鹰的发言后，美元指数回弹至 99.7，几个节点金价均有对应的反向调整。实际利率水平整体维持，8 月末 2.42%相对上月末上升 1bp。

图表 40. 美元指数与实际利率



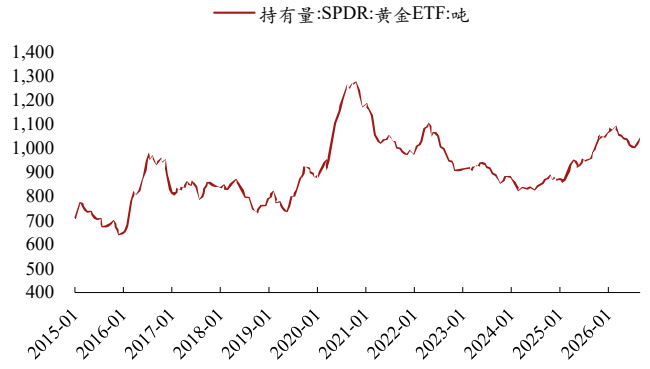
资料来源：Wind，招商证券

黄金 ETF 持有量为基金所持有的资产总量，其中主要为实物黄金，直接反映基金的资产规模以及市场对黄金 ETF 的需求变化，7 月全球黄金 ETF 持有量

仅供内部参考，请勿外传

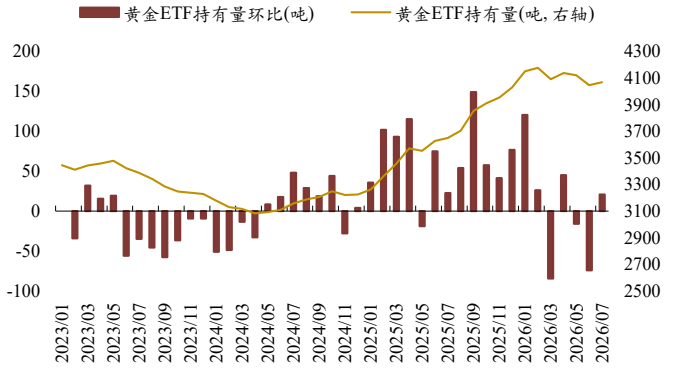
小幅回弹，增加约 21 吨。观察数据更新更为及时的 SPDR 黄金 ETF 持有量，截至 08/28 相对上月末增加约 35 吨，资金转为净流入。

图表 41. SPDR 黄金 ETF 持有量



资料来源：招商证券，Wind 资讯

图表 42. 全球黄金 ETF 持有量



资料来源：招商证券，Wind 资讯

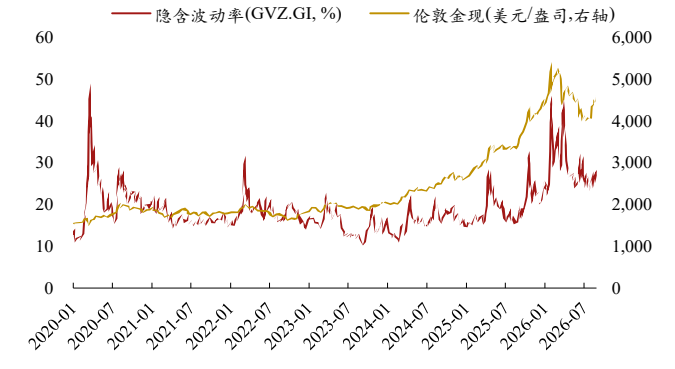
期现基差为 COMEX 黄金期货结算价与伦敦金现之间的差值，高位的基差是直接的套利信号，套利者“买现货、卖期货”的操作会支撑现货价格、压制期货价格，由于日频数据噪声较多，我们以移动平均进行平滑处理。截至 08/28，期现基差 60 日平均为 32.27 美元/盎司，位于过去 3 年 95%分位数水平，已处于极高位置，发出明确的看多信号。

图表 43. 黄金期现基差 MA60



资料来源：招商证券，Wind 资讯

图表 44. 黄金隐波与金价走势



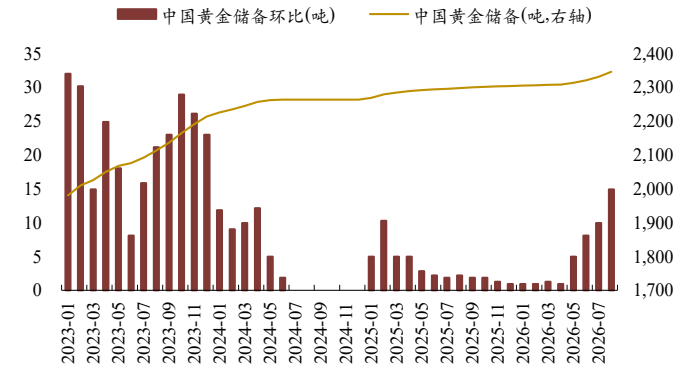
资料来源：招商证券，Wind 资讯

除了与定价逻辑相关的短期指标，我们在往期研究中提到，可通过隐含波动率跟踪市场情绪并控制仓位，避免潜在的回撤风险。8 月隐波水平维持在 20-30%的区间，截至 08/28 为 25.17%，滚动三年分位数为 88%，仍处于中波区间。

观察全球黄金储备情况，截至 8 月初的最新数据（官方储备数据通常滞后两个月，实际对应约为 6 月），中国官方黄金储备 2346.43 吨，环比增加 14.93 吨，增持幅度继续放大，全球官方黄金储备 3.67 万吨，环比增加 40.98 吨，即在今年上半年黄金行情震荡的背景下，央行维持着增持黄金的趋势，黄金的中长期配置逻辑得到支撑。

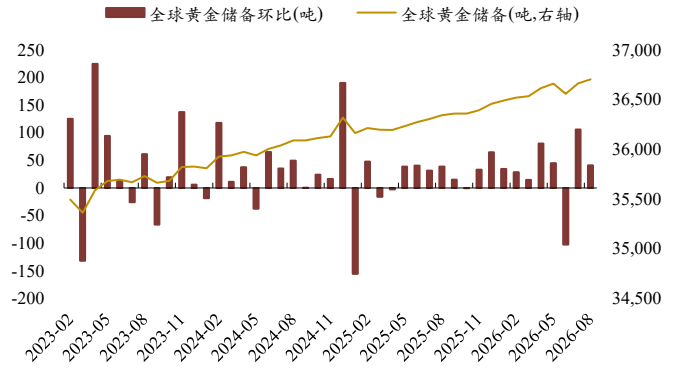
仅供内部参考，请勿外传

图表 45. 中国官方黄金储备



资料来源：招商证券，Wind 资讯

图表 46. 全球官方黄金储备



资料来源：招商证券，Wind 资讯

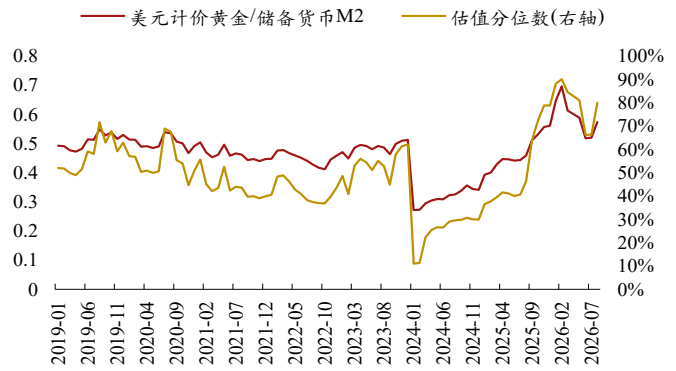
我们尝试结合世界储备货币的结构，构建黄金估值指标，当前我们核心跟踪包括美元、欧元、英镑、日元和人民币，将除美元外的货币加入，并给予额外 1/3 的权重（伴随世界货币多元化进程的加深可以逐步将权重从 1/3 提升到 1 为止），计算储备货币 M2。重新计算的黄金估值指标走势如图所示，可以看到多元世界货币假设下，会显著增加黄金的货币信用风险对冲需求。截至 8 月末最新的估值分位数为历史 80%分位数，已连续两个月上升。

图表 47. 考虑世界储备货币结构的黄金估值指标



资料来源：招商证券，Wind 资讯

图表 48. 估值指标所处分位数变化



资料来源：招商证券，Wind 资讯

综上，**8 月黄金显著反弹，主要受到美国经济数据转弱、加息预期降温的推动，月中美国财政部扩大长期国债回购规模，引发美债收益率和美元回落，进一步强化市场对美国财政及货币信用风险的关注，成为金价突破的重要催化。不过，月末沃什重新强调通胀风险及必要时加息的可能性，表明紧缩压力尚未完全解除。当前，央行购金持续、资金流入 ETF，期现基差已处于高位、隐波水平较温和，即黄金的中期配置逻辑维持、短期交易逻辑边际改善，但 8 月的快速上涨已计入较多利好，9 月观点整体为震荡偏多，若加息预期继续升温，还需警惕获利回吐。**

3.2. 黄金择时信号更新

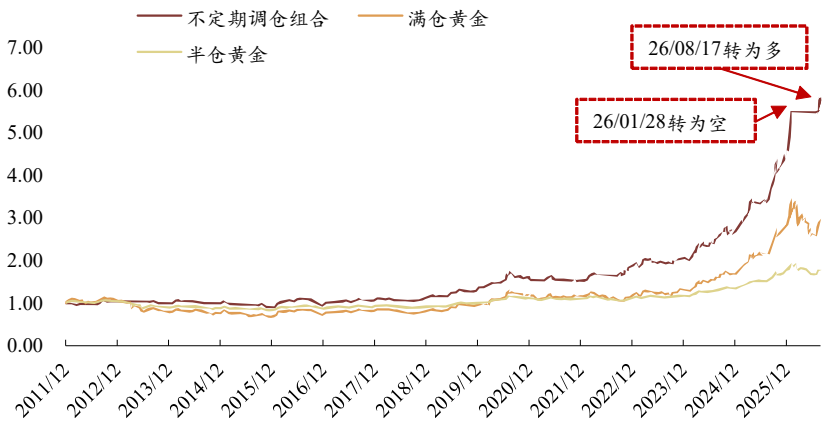
在往期研究中，我们使用官方黄金储备、黄金 ETF 持有量、EPU 指数以及隐波趋势、期现基差信号分别构建了黄金的定期、不定期调仓组合，分别代表配置与交易思路（详见《黄金研究框架：从定价逻辑到动态择时》）。

今年以来偏交易面的期现基差、隐波趋势信号比较灵敏，展现出优秀的择时和风险控制效果。01/28 在现货价格多日上涨后，期现基差持续收敛至 3 年 50%分位数以下，信号由多转空，避免了后续的大幅回撤与持续的震荡；在空仓约 6 个月后，08/17 和 08/19，在金价反弹、隐波水平降低的背景下，期现基

仅供内部参考，请勿外传

差、隐波趋势先后发出看多信号，捕捉到短期的交易机会。

图表 49. 黄金择时-不定期调仓组合净值



图表 50. 黄金择时-不定期调仓组合表现

组合	今年以来收益	今年以来最大回撤	年化收益	年化波动	最大回撤	收益/波动	收益/回撤
不定期调仓组合	27.59%	4.37%	12.47%	11.89%	17.83%	1.05	0.70
满仓黄金	3.14%	26.53%	7.42%	16.32%	41.26%	0.45	0.18
半仓基准	2.38%	13.75%	3.99%	8.16%	22.49%	0.49	0.18

资料来源：Wind，招商证券

今年以来，由隐波趋势和期现基差信号构成的不定期调仓组合表现显著优于基准，截至 08/28 累计收益达到 27.6%，明显高于满仓黄金和半仓基准的 3.1%和 2.4%；同期最大回撤仅为 4.4%，也显著低于两项基准。从长期表现看，不定期组合的年化收益达到 12.5%，年化波动为 11.9%，收益波动比和收益回撤比均明显优于满仓黄金。

图表 51. 黄金择时最新信号（截至 08/28）

信号名称	信号1的判定	频率	最新信号
黄金储备	全球黄金储备的季度增加超过 65吨	季频	0
黄金ETF持有量	黄金ETF持有量月度增加	月频	0
EPU指数	历史分位数超过 90%	周频	0
隐波+趋势	处于低波与中波阶段，且金价 MA20上穿MA60	不定期	1
期现基差	期现基差 MA60滚动3年分位数上穿 90%直至回归 50%	不定期	1

资料来源：Wind，招商证券

配置层面的信号更新频率较低，截至 08/28 储备、ETF 持有量、EPU 指数三个信号仍维持空仓，而隐波趋势、期现基差最新仍维持看多，**短期来看交易面机会仍在，但结合前文指标跟踪，需警惕加息预期的升温、以及隐波水平的变化。**

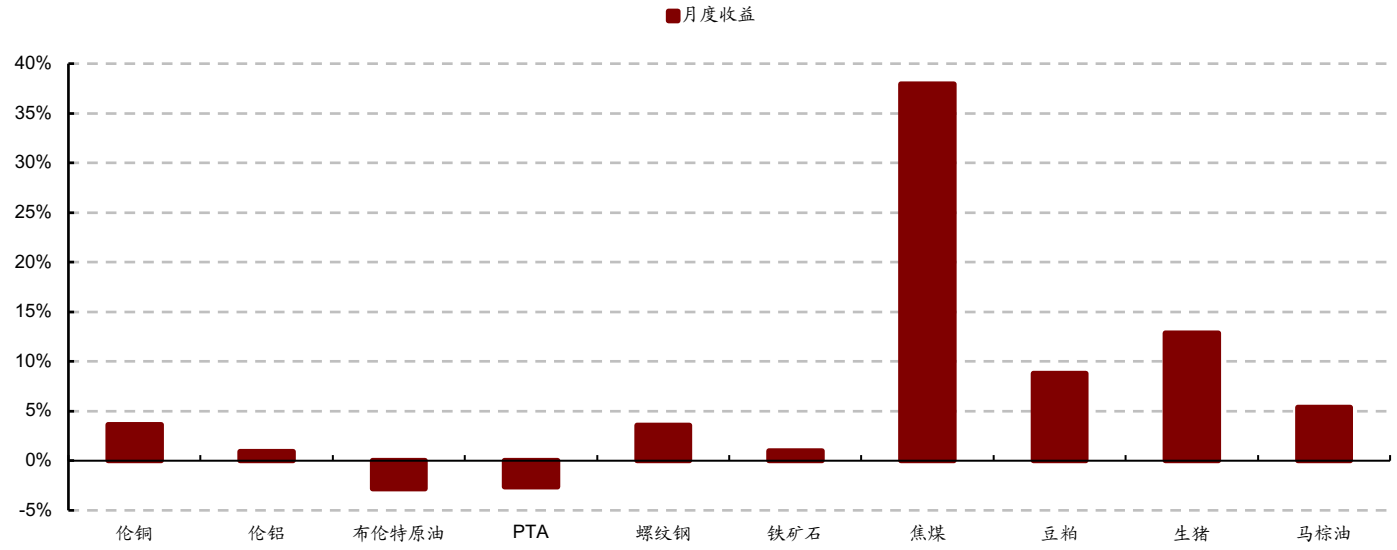
四、大宗商品：整体需求偏弱，有色压力缓解

4.1. 商品市场需求改善了吗？

8 月以来，商品市场整体呈现上行趋势。重点品种走势高度分化，涨幅最突出的是焦煤，月内涨幅接近四成，明显脱离其他品种；生猪、豆粕也偏强，涨幅紧随其后。金属市场，伦铜、螺纹小幅上涨，伦铝、铁矿基本走平。能源和化工偏弱，布伦特、PTA 小幅回落。整体看，本月行情主要由煤炭供给端扰动和农产品带动，油化和工业品整体涨幅有限。

仅供内部参考，请勿外传

图表 52. 8 月主要大宗商品价格变化



资料来源：招商证券，同花顺 iFinD，

但我们并不能从价格上涨线性倒推需求，而是需要从上而下的检视商品市场环境。我们主要关注以下几点，第一，宏观需求是否扩散至新订单、采购和投资等与商品需求强相关的领域；第二，目标品种的终端消费量、中游加工量等指标是否上升；第三，价格、供给和库存是否同向确认涨价因素为需求改善。

宏观数据乏善可陈，结构性存亮点

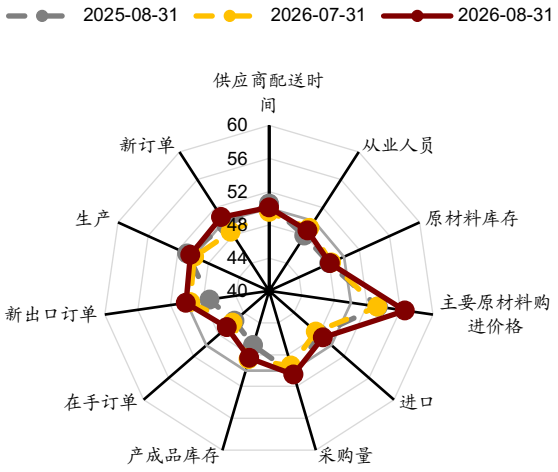
国内需求边际企稳，但景气仍未站上荣枯线。8 月中国制造业 PMI 为 49.8%，生产指数 50.4%，新订单 50.6%，采购量 50.5%回到扩张区间，进口 48.6%仍处收缩；其中新订单较 7 月上升 2.1 个百分点。1-7 月固定资产投资同比下降 6.7%，基础设施投资下降 3.6%，房地产开发投资下降 19.2%，房屋新开工面积下降 24.0%。这些指标直接否定了地产—基建—制造业共同回升的需求型商品行情。

在结构上，国内生产也存在一定亮点。7 月规模以上工业增加值同比增长 4.5%，高技术制造业增长 16.9%；新能源汽车产量增长 29.9%，电气机械和电子设备制造业增加值分别增长 8.8%和 19.1%。因此，需求的真实结构是传统投资链收缩、高技术制造与部分出口链扩张。铜铝可以获得结构性支撑，但螺纹钢、焦炭和传统化工难以共享同一逻辑。

美国制造业需求则继续边际修复，地产端未见同步改善。7 月 ISM 制造业 PMI 为 55.6%，产出指数 58.5%，新订单 56.7%，就业 52.8%，进口 55.7%，均位于扩张区间；其中产出较 6 月上升 6.3 个百分点。7 月工业生产同比增长 1.1%，制造业产出增长 1.2%，住房新开工下降 13.5%；6 月私人住宅建筑支出下降 4.7%。调查端回暖尚未转化为工业实物量的同步加速，地产开工仍在收缩，这些指标并不能支持地产—制造业共同回升的需求型商品行情。

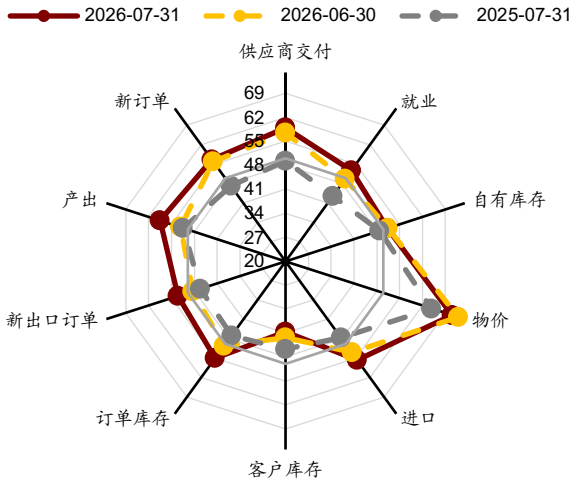
仅供内部参考，请勿外传

图表 53.中国制造业 PMI 分项



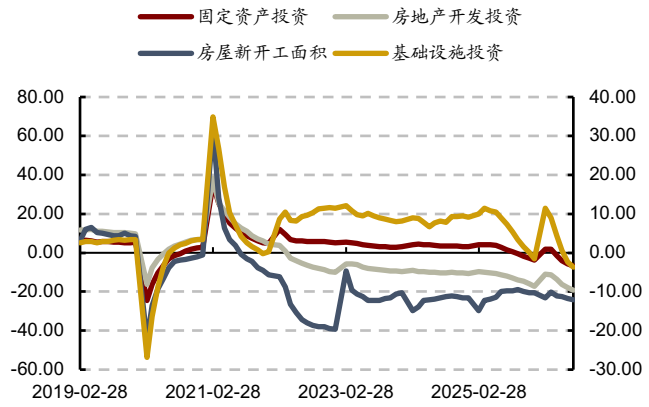
资料来源：招商证券，同花顺 iFinD

图表 54. 美国制造业 PMI 分项



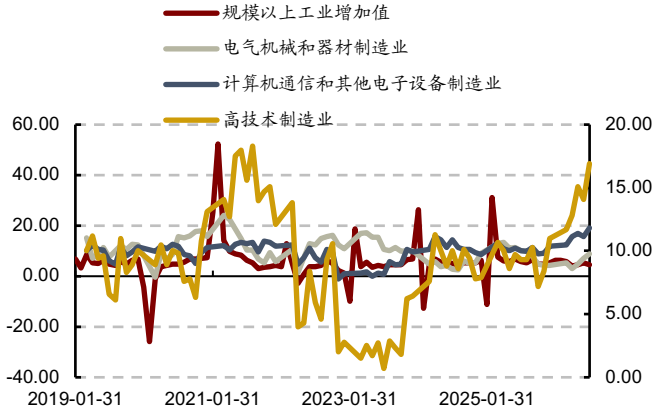
资料来源：招商证券，同花顺 iFinD

图表 55. 国内传统需求仍然偏弱



资料来源：招商证券，同花顺 iFinD

图表 56. 国内新兴制造业需求较为景气

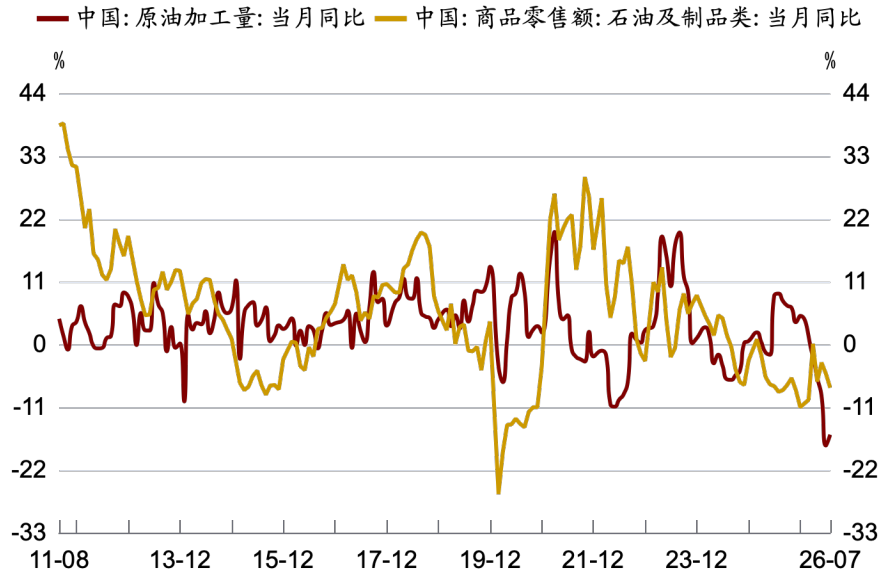


资料来源：招商证券，同花顺 iFinD

原油与成品油需求总量仍在收缩。IEA 在 8 月报告中预计，2026 年全球石油需求同比减少 160 万桶/日，三季度同比减少 280 万桶/日，且下半年需求预测较 7 月报告再下调约 55 万桶/日。中国数据同样偏弱，7 月原油加工量同比下降 15.8%，限额以上石油及制品零售额下降 7.6%。**因此，即便暑期出行等因素会带动季节性需求提升，但同比口径下仍不能验证能源商品的需求复苏。**

仅供内部参考，请勿外传

图表 57. 国内原油需求整体偏弱

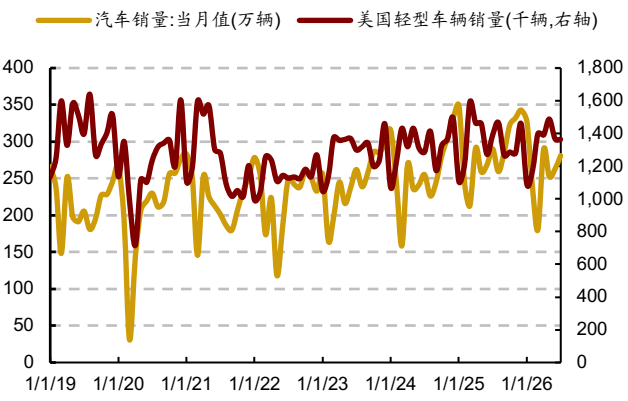


资料来源：招商证券, Wind

有色需求整体变化有限，且结构性地集中在新兴制造领域，传统需求领域偏弱。有色金属需求我们主要观测新能源汽车、电气设备、电子和数据中心等相关领域。7 月，电气机械和电子设备制造业增加值分别增长 8.8%和 19.1%。美国 6 月数据中心建造支出同比增速连续两个月上行，录得 20%。

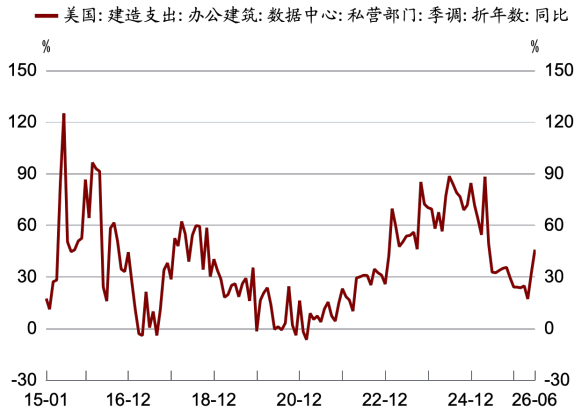
尽管中国新能源汽车产量增长 29.9%，但新能源乘用车销量同比减少 3.9%。更广义的汽车销量数据进一步限定了这一判断。2026 年 7 月，中国汽车销量为 258.4 万辆，同比下降 0.3%；美国轻型汽车销量为 136.4 万辆，同比下降 1.9%。传统需求拖累仍大，7 月国内房地产投资和新开工分别下降 19.2%和 24.0%。

图表 58. 中美汽车销量下滑



资料来源：招商证券, 同花顺 iFinD, FRED

图表 59. 美国数据中心建造支出增速上行



资料来源：招商证券, Wind

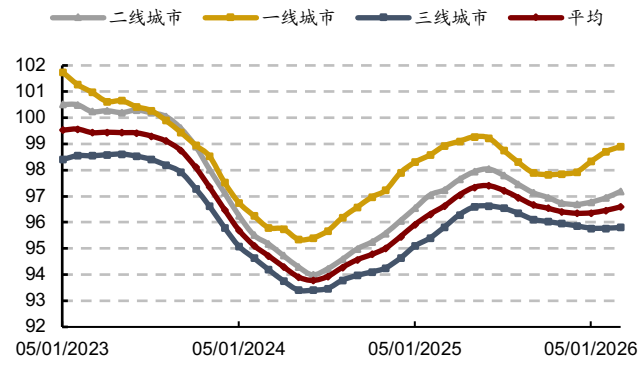
黑色商品终端需求尚未出现拐点。尽管 7 月新建住宅价格在同比跌幅上出现了边际收窄，但表现最好的一线城市仍处于同比下跌区间。7 月粗钢、生铁和钢材产量分别下降 3.4%、3.5%、5.3%。黑色冶炼产业利润今年以来持续录得负值，意味着黑色金属需求复苏未见显著改善。

双焦也缺少需求共振，主要驱动在于供给扰动，而不是需求全面转强。7 月中国原煤产量仅有 3.43 亿吨，为 5 年来最低值。行至 8 月，国家矿山安全监察局下达 83 号文、《山西省统筹煤炭行业发展和安全新规十七条》获审议通过，煤炭减产推动煤炭价格快速上行，带动双焦价格上升。中国日均铁水产量自 6 月以

仅供内部参考，请勿外传

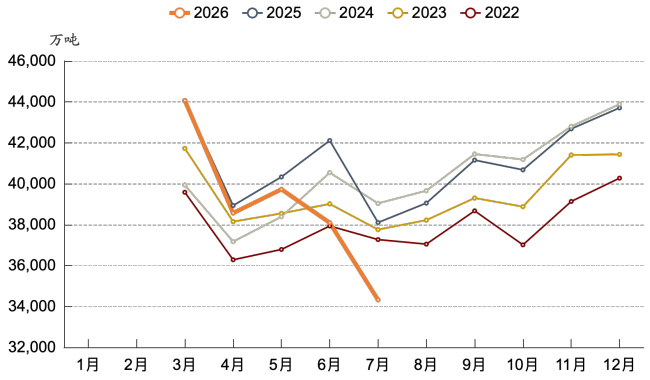
来整体下滑，因此双焦在需求端未见提升。

图表 60. 房价整体仍在下跌过程中



资料来源：招商证券，CEIC

图表 61. 7 月以来国内原煤产量显著低于季节性

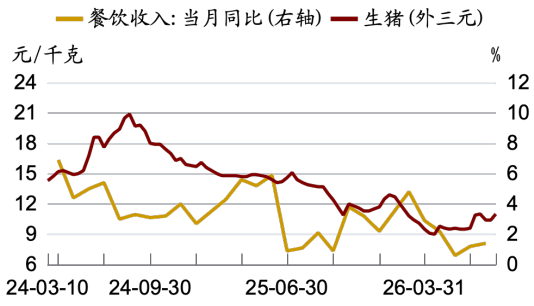


资料来源：招商证券，Wind

生猪需求在 8 月中下旬出现边际修复，主要是受到季节性需求因素的提振，需求在趋势上未见显著改善。生猪（外三元）8 月中旬为 11.0 元/千克，较 8 月上旬上涨 5.8%，较 4 月低点显著回升，但较 2026 年初仍然较低。7 月餐饮收入仅同比增长 1.4%。因此，近期的生猪消费仅为季节性反弹，居民消费仍未进入显著扩张区间。

大豆价格弹性主要来自成本端而非需求端。当前大豆需求景气度较高，但边际变化不足。美国近几个月压榨量在 2.16 亿蒲式耳上下波动，位于近五年高位。在厄尔尼诺现象的预期支撑下，今年大豆价格一路上行，但在压榨量高位趋稳、需求缺乏进一步增量的情况下，后续价格弹性仍将主要取决于天气扰动带来的供给与成本变化。

图表 62. 生猪价格季节性反弹，需求弱稳



资料来源：招商证券，Wind

图表 63. 大豆需求边际变化小，成本预期持续推动价格上行



资料来源：招商证券，Wind

因此，8 月商品走强，并非由需求推动。当前宏观需求尚未从新订单扩散到投资和开工，多数品种的加工量与终端消费也没有同步抬升，价格、供给和库存也未指向需求改善。本月商品价格的涨幅主要来自供给约束和成本预期。因此，8 月更接近供给扰动叠加结构亮点下的价格重定价。

4.2. 大宗商品市场环境：流动性转正，能化斜率放缓

当前大宗商品整体或维持震荡偏强，关注风险商品的上行机会。海外流动性因子由零轴附近升至明确正值，供给冲击因子连续第三个月为正但扩张放缓，国内需求因子则连续第六个月处于零轴下方。结构上，能化链仍是相对确定的交易方向，但已由强化转入高位延续；黑色链条继续受制于需求偏弱；海外流动性转正更多体现为估值压制的缓解，尚不足以驱动商品的全面趋势性上行。

海外流动性因子：由零轴附近明确转正

仅供内部参考，请勿外传

海外流动性因子于 8 月明显走强，结束了 7 月贴近零轴的胶着状态。5Y5Y 通胀互换月均上行，美国高收益债利差 OAS 小幅收窄，通胀预期回升与信用利差收窄同向指向海外流动性由暂时企稳转入温和扩张。因子读数已离开零轴，对大宗商品的意义仍主要是缓解估值压制，而非单独开启趋势性上行。

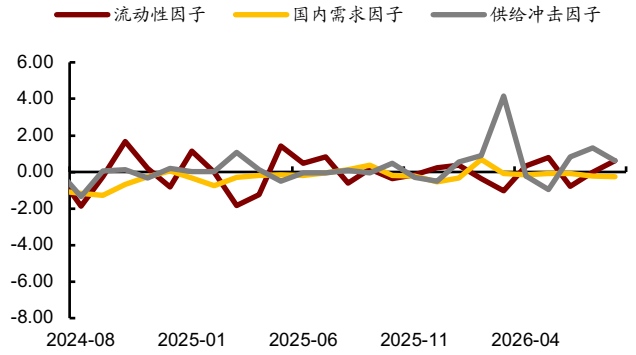
国内需求因子：黑色仍缺乏趋势基础

国内需求因子读数约为 -0.28，已连续第六个月处于零轴下方。7 月 M1 同比持平于 4.0%，实物指标亦未形成共振：8 月 30 城商品房成交同比由正转负至约 -5.8%，45 港铁矿石疏港量同比大致走平。商品房成交转弱使因子进一步下探，尚不足以扭转方向。考虑到国内需求因子的领先与滞后结构，当前需求偏弱仍将约束后续黑色商品的配置价值。

供给冲击因子：斜率放缓，能化品或将维持高位

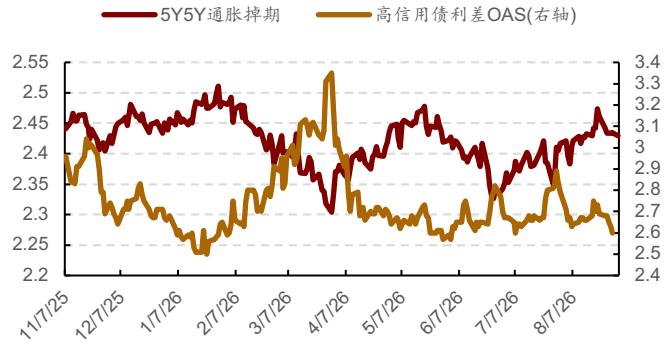
8 月供给冲击因子连续第三个月为正，但扩张斜率明显放缓。BDTI 原油运价月末较 7 月上涨约 7.6%，显著低于 7 月约 36% 的涨幅，月内一度升至 3004 点后回落至 2777 点；美湾 321 裂解价差月末再走阔约 4.8 美元至 67 美元。运价与炼厂利润仍在扩张，供给冲击对能化链仍具指向意义，但交易上更接近高位延续，而非上月的加速强化。

图表 64. 近两年三因子值



资料来源：招商证券, Wind, Bloomberg

图表 65. 流动性边际改善



资料来源：招商证券, Bloomberg

五、机构投资者配置行为跟踪

5.1. 中国险企资产配置分析

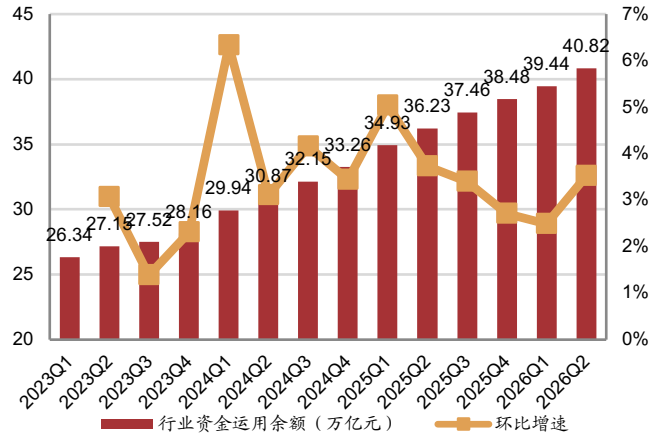
2026 年二季度保险资金运用规模延续增长趋势，行业资产端保持稳定扩张。2026Q2 保险公司资金运用余额达到 40.82 万亿元，环比增长约 3.5%，同比增长约 12.7%。近年来保险资金运用余额持续提升，资产配置逻辑也在发生变化，即由过去依靠高收益资产获取收益，逐步转向围绕负债成本和长期收益目标进行资产配置。

从大类资产结构看，债券仍是保险资金最重要的配置方向。2026Q2 保险公司债券资产占比为 50.5%，环比持平，继续处于近年来较高水平；股票和证券投资基金占比分别上升 0.3 个百分点和 0.4 个百分点至 10.4%和 5.8%，权益类资产配置继续提升；银行存款占比下降 0.4 个百分点至 7.7%，反映险资进一步降低低收益流动性资产比例。核心原因在于保险资金负债端长期化趋势延续：一方面，负债成本约束促使险资更加关注资产久期与负债久期匹配；另一方面，在传统高收益资产供给减少、市场利率中枢偏低的背景下，保险机构需要通过优化固收结

仅供内部参考，请勿外传

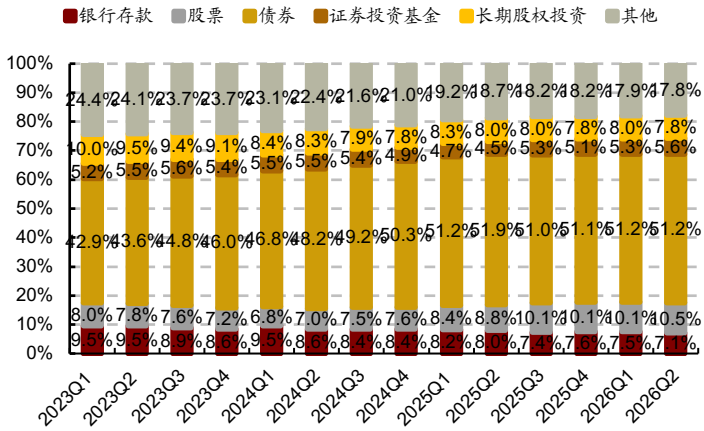
构、适度增加权益类资产以及拓展多元化配置渠道，提高长期投资收益的稳定性。

图表 66. 保险公司资金运用余额与增速



资料来源：国家金融监督管理总局，招商证券

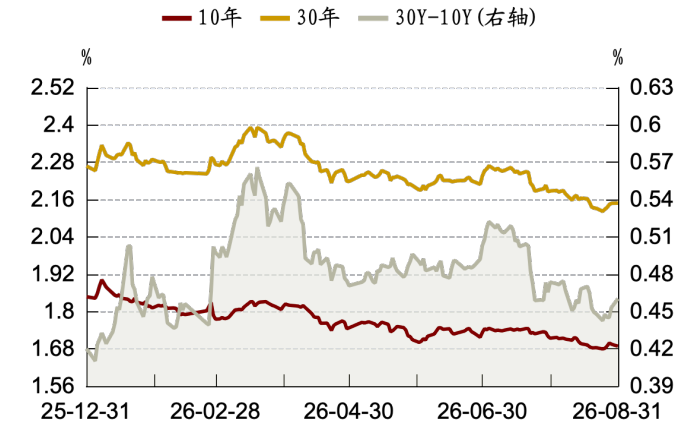
图表 67. 保险公司大类资产配置



资料来源：国家金融监督管理总局，招商证券

2026 年二季度险资债券余额单季净增配 6,985 亿元，较一季度提速 37.3%，吸收了当季全部新增资金的 50.6%。说明债券在二季度扮演的依然是底仓的角色，但真正的变化出现在了配置的节奏上。2026 年初机构普遍看空债市，险资前四个月超长债净买入规模同比大幅减少，但 5 月起预期转向，债券配置力度逐步扩大，推动年初以来累计超长债净买入转为同比多增约 2,000 亿元。从价格上来看，可以在一定程度上支撑这一观点。10 年期国债收益率自 1.82%左右下行至 1.73%，30 年期自 2.37%下行至 2.24%，季末 30Y–10Y 期限利差仍有约 50bp，超长端在绝对收益率与期限溢价上的性价比明显优于中短端。

图表 68. 二季度国债收益率整体下行，期限利差收窄



资料来源：国家金融监督管理总局，招商证券

图表 69. 二季度信用利差整体下行，但振幅较大



资料来源：国家金融监督管理总局，招商证券

从险资权益资产的最新行业配置来看，二季度保险资金权益配置仍高度集中于非银金融和银行，两者合计占比 76.18%；其中非银金融（占比 46.79%）、银行（占比 29.39%），其后为公用事业（占比 3.09%）、家用电器（占比 2.55%）和电子（占比 2.49%）。边际上，显著增配电子（+1.33 个百分点）、家用电器（+1.28 个百分点）和公用事业（+1.22 个百分点）；食品饮料、基础化工、有色金属、机械设备和电力设备亦获增配；集中减配银行（-3.49 个百分点）和非银金融（-3.10 个百分点），金融板块权重有所回落；房地产、交通运输、建筑装饰等行业小幅减配。

仅供内部参考，请勿外传

图表 70. 人身险公司资产配置占比（2026Q2）

行业名称	行业持仓市值(亿元)		行业持仓权重		持仓变动	行业指数区间收益	主动增减仓
	2026Q2	2026Q1	2026Q2	2026Q1			
银行	4,413.75	4,750.03	29.39%	32.88%	-3.49%	-9.08%	-1.17%
公用事业	463.52	270.20	3.09%	1.87%	1.22%	-6.89%	1.31%
交通运输	196.57	201.45	1.31%	1.39%	-0.09%	-12.84%	0.07%
电力设备	172.76	109.56	1.15%	0.76%	0.39%	0.46%	0.37%
电子	374.50	168.01	2.49%	1.16%	1.33%	90.92%	0.22%
家用电器	383.19	183.58	2.55%	1.27%	1.28%	-2.32%	1.28%
食品饮料	248.10	161.14	1.65%	1.12%	0.54%	-17.32%	0.71%
通信	253.86	191.27	1.69%	1.32%	0.37%	63.84%	-0.53%
非银金融	7,026.07	7,206.39	46.79%	49.88%	-3.10%	-0.33%	-4.04%
医药生物	159.99	150.22	1.07%	1.04%	0.03%	-9.45%	0.10%
汽车	141.83	123.39	0.94%	0.85%	0.09%	-12.24%	0.18%
煤炭	202.92	142.74	1.35%	0.99%	0.36%	-13.18%	0.47%
有色金属	207.53	131.78	1.38%	0.91%	0.47%	-3.74%	0.48%
机械设备	177.26	105.10	1.18%	0.73%	0.45%	23.41%	0.26%
房地产	80.19	104.86	0.53%	0.73%	-0.19%	-9.66%	-0.14%
建筑装饰	57.61	67.93	0.38%	0.47%	-0.09%	-8.89%	-0.05%
基础化工	159.27	81.74	1.06%	0.57%	0.49%	1.96%	0.47%
计算机	34.17	23.53	0.23%	0.16%	0.06%	-5.21%	0.07%
建筑材料	46.24	45.72	0.31%	0.32%	-0.01%	35.20%	-0.13%
钢铁	45.75	38.11	0.30%	0.26%	0.04%	-18.59%	0.09%
商贸零售	45.56	53.43	0.30%	0.37%	-0.07%	-17.52%	-0.01%
传媒	29.26	28.70	0.19%	0.20%	0.00%	-14.71%	0.02%
国防军工	29.64	27.04	0.20%	0.19%	0.01%	-0.48%	0.01%
纺织服饰	18.83	22.51	0.13%	0.16%	-0.03%	-10.23%	-0.02%
环保	1.84	1.99	0.01%	0.01%	0.00%	-3.45%	0.00%
石油石化	14.22	22.00	0.09%	0.15%	-0.06%	-22.20%	-0.03%
轻工制造	16.66	13.05	0.11%	0.09%	0.02%	-12.61%	0.03%
社会服务	5.96	6.02	0.04%	0.04%	0.00%	-13.74%	0.00%
综合	6.51	10.43	0.04%	0.07%	-0.03%	-3.52%	-0.03%
农林牧渔	3.10	4.13	0.02%	0.03%	-0.01%	-20.19%	0.00%
美容护理	0.22	-	0.00%	0.00%	0.00%	-17.49%	0.00%
合计	15,016.86	14,446.07	100%	100%	-	-	-

资料来源：招商证券, Wind

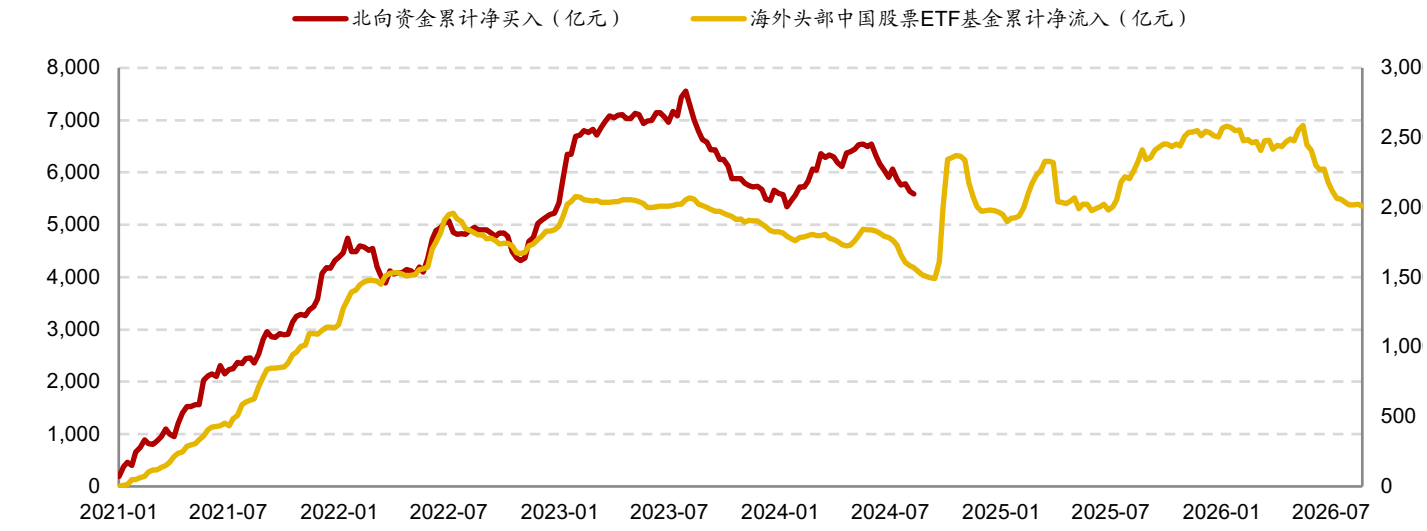
5.2. 海外资金对中国股票的配置情况

2026年8月海外中国股票ETF延续净流出，但流出压力较7月明显缓解。规模前20海外中国股票ETF 8月单月净流出49.64亿元，较7月的217.59亿元明显收窄，年内累计净流出504.76亿元，海外资金对中国权益资产的配置仍处于调整过程中。

从累计资金走势看，海外头部中国股票ETF在经历前期阶段性流入后，自2026年5月末以来整体转弱。8月五个统计周中有四周录得净流出，仅一周出现小幅净流入，显示海外投资者整体风险偏好仍偏谨慎；但月度流出规模显著下降，也表明资金减持压力有所缓和。

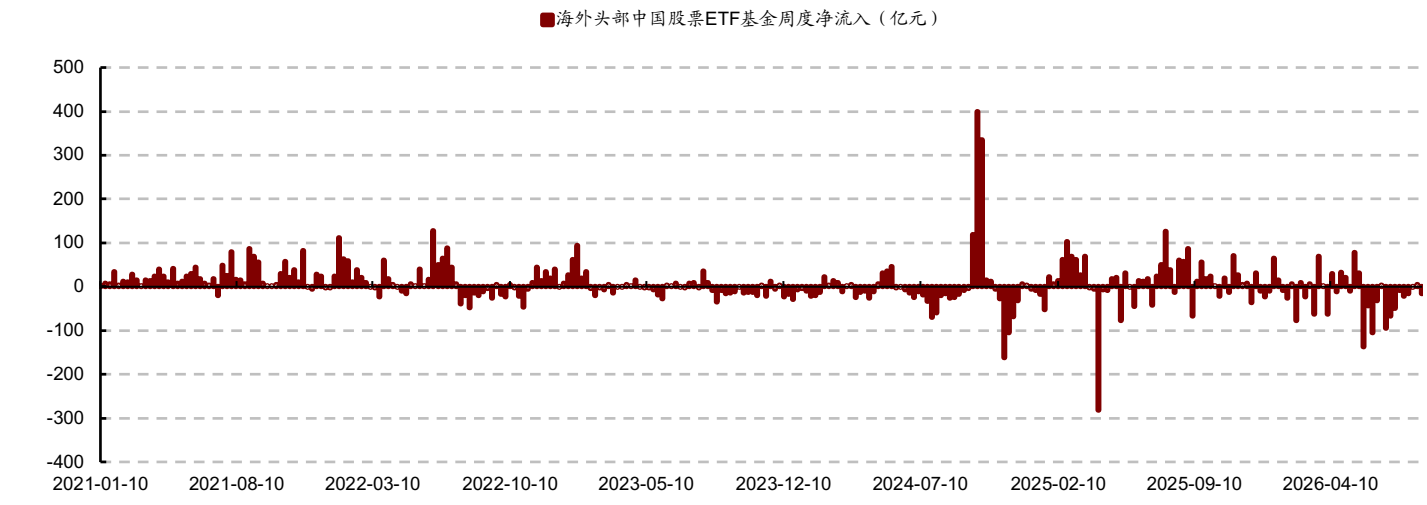
仅供内部参考，请勿外传

图表 71.海外规模前 20 中国 ETF 与北上累计净流入



资料来源：招商证券, Bloomberg

图表 72. 海外规模前 20 中国 ETF 周度净流入



资料来源：招商证券, Bloomberg

整体来看，2026 年 8 月海外中国股票 ETF 延续净流出，但流出压力较 7 月明显缓解。截至 2026 年 8 月末，海外中国股票 ETF 总规模为 6,815.95 亿元，8 月单月净流出 100.16 亿元，较 7 月的 167.57 亿元收窄 67.41 亿元，说明海外资金对中国股票资产的总量配置仍偏谨慎，但减持节奏有所放缓。

从风格分布看，8 月海外资金呈现“总量流出、结构分化”的特点。其中，全市值混合型 ETF 净流出 77.75 亿元，是主要流出方向；大盘成长型 ETF 由 7 月净流入 84.41 亿元转为净流出 33.18 亿元。相比之下，全市值成长型 ETF 净流入 13.22 亿元，较 7 月进一步增加；大盘价值型 ETF 录得 0.29 亿元小幅净流入，中盘成长型 ETF 净流入 0.63 亿元，显示部分成长型及结构性机会仍具有一定吸引力。

这一变化反映海外资金仍在进行内部再平衡。一方面，混合型产品延续净流出，大盘成长型也由流入转为流出，表明海外资金整体配置意愿仍然有限；另一方面，全市值成长型产品持续获得资金流入，说明资金并未全面撤离成长方向，而是更加注重细分资产和结构性机会。展望后续，海外资金能否重新形成趋势性流入，仍取决于中国企业盈利预期、全球流动性环境及人民币汇率等

仅供内部参考，请勿外传

因素的变化。

图表 73. 海外中国股票 ETF 净流入分布（截至 20260831，亿元）

分类	规模	今年以来净流入	8 月净流入	7 月净流入
大盘成长型	3,330.48	471.98	-33.18	84.41
大盘混合型	1,747.84	-343.46	-4.73	-70.05
大盘价值型	29.93	-0.38	0.29	-0.41
全市值成长型	636.47	52.47	13.22	5.68
全市值混合型	412.41	-1,083.94	-77.75	-147.01
全市值价值型	73.24	-22.18	-0.22	-4.18
中盘成长型	59.28	10.99	0.63	2.29
中盘混合型	2.35	-1.13	-0.02	-0.18
小盘成长型	2.31	0.43	0.00	0.00
小盘混合型	7.38	-2.06	-0.02	-0.09
未分类	514.26	-217.42	1.61	-38.05
总计	6,815.95	-1,134.71	-100.16	-167.57

资料来源：招商证券, Bloomberg

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。