仅供内部参考，请勿外传

广发研究 GF RESEARCH

Macroeconomic

静待破局

大类资产配置月度展望

郭磊
SAC 执证号：
S0260516070002
SFC CE.no: BNY419
021-38003572
guolei@gf.com.cn

陈礼清
SAC 执证号：
S0260523080003
021-38003809
chenliqing@gf.com.cn

请注意，陈礼清并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

2026 年 8 月大类资产表现为黄金＞中证 1000＞南华综合＞上证综指＞纳指＞LME 铜＞韩国 KOSPI＞日经 225＞科创 50＞创业板指＞标普 500＞欧股＞全球债券＞原油＞中债＞0＞美元＞恒指。8 月黄金与中国中小盘共振领涨，KOSPI 超跌后温和修复。9 月初原油、美元表现靠前，黄金、创业板指靠后。8 月资产轮动速度提升后，9 月初，大类资产仍处于“高轮动”状态，总体拥挤度下降。具体而言：（1）全球股债商等大类资产轮动速度处于高位，无单边强势资产。（2）商品分化偏强，贵金属与农产品在地缘冲突与气候扰动下共振爆发，原油月线平稳（+0.41%）但月内高波动，有色温和偏强，黑色先抑后扬。（3）全球股市均呈现结构性修复与风格再平衡，美股科技领涨但月末受鹰派信号压制，欧股低波动创新高，日股先扬后抑，韩股走出杠杆去化后的反弹。（4）全球债市经历一轮系统性抛压。8 月 G7 国债利率已普遍陡峭上行，9 月初利率进一步突破关键心理关口，10 年美债利率站上 4.81%，30 年多次逼近 5.3%，日本 10 年期国债逼近 3%，德国、法国 10 年期国债收益率分别创多年新高。（5）美元先贬后升，日元干预红利消退后再度跌穿 160 成为 G10 最弱货币，欧元受益于基本面改善与加息预期，人民币走出偏独立的稳健升值态势。（6）8 月万得全 A 月涨 5.4%，9 月初回踩 1.8%；科技波动中有小幅修复，贵金属、周期、中盘成长以及红利风格表现较优，行业极差有所收敛。10 年期国债利率 8 月下行 2.58BP。（7）地产呈淡季量缩价稳，30 城新房销售同比转负，租金收益率与国债利差走扩至 34.2BP。

8 月我们编制的大类资产轮动指数高位震荡（127 次附近）6 月底一度低至 110 的历史低位。

商品方面，贵金属与农产品成为 8 月相对最强主线，核心驱动是通胀预期升温、金融抑制担忧以及美元连续第二个月走软；农产品全线爆发，玉米、小麦、糖价均涨幅在 20%附近，霍尔木兹海峡封锁叠加厄尔尼诺天气是核心催化。

布伦特原油月涨 0.4%收于 90.49 美元/桶，为 2024 年以来单月波动最小的一次，但月内振幅接近 17 美元。7 月的“高收益、高波动”象限特征延续。

受矿山供应偏紧与 AI 数据中心需求支撑，工业金属整体温和走强；螺纹钢月内先抑后扬，上旬延续淡季低迷，中下旬受焦煤供给偏紧、成本推动反弹，全月现货涨近 5%；化工品受原油成本传导与需求分化影响涨跌互现。

纳指月涨 3.93%领跑三大指数（标普 500 涨 2.62%，道指涨 1.34%），信息技术板块全月涨 6%，Magnificent 7 整体涨 4.4%，能源板块受油价带动涨超 5%，公用事业板块则跌 3.6%，板块分化显著。

费城半导体指数月涨仅 2%，市场情绪趋于理性。月末杰克逊霍尔央行年会上，美联储主席沃什重申 2%通胀目标并暗示必要时继续加息，市场将 9 月加息概率从 35%迅速上调至近 68.2%（截至 9 月 2 日），打断英伟达财报后的 AI 反弹，科技股估值对金融条件的敏感度上升。

STOXX 600 月涨约 1.3%，欧洲市场科技权重较低，对美债收益率上行和加息预期的敏感度弱于美股和亚洲市场，能源股受油价上涨带动走强。不过月末同样受到油价飙升加剧通胀担忧的压制，德国 DAX 跌幅最大，市场密切关注欧洲央行 9 月加息路径。

日经 225 月涨 3.03%，为 6 月以来最大单月涨幅，美股涨势传导至日本，汽车、建筑等板块领涨；但月末沃什鹰派讲话叠加油价走高，日股回吐部

仅供内部参考，请勿外传

分涨幅。

韩股方面，KOSPI 月涨 3.4%，资金从三星、SK 海力士等龙头扩散至全产业链，呈现轮动式投资格局。

8 月 10 年期美债收益率从月初的 4.65%附近一路攀升至月末的 4.756%，为 2025 年 1 月以来最高；30 年期美债收益率 8 月 17 日一度触及 5.31%创 2007 年以来新高。8 月 12 日 10 年期国债拍卖中标利率 4.683%为 2007 年以来最高，8 月 13 日 30 年期国债拍卖中标利率 5.216%为 2001 年以来最高。美国财政部回购加码效果短暂，月末 30 年期收益率再度反弹。进入 9 月初，抛售进一步加剧。10 年期美债收益率 9 月 1 日盘中触及 4.798%，9 月 2 日进一步升至 4.816%，为 2023 年 10 月以来最高；30 年期收益率升至 5.29%，2 年期收益率升至 4.4%。

9 月 1 日，10 年期日本国债收益率自 1996 年以来首次触及 3%。5 年期收益率创 2.26%历史新高，2 年期升至 1.795%创 31 年高点，30 年期升至 4.194%创历史新高。市场隐含日本央行 9 月加息概率超 90%。

9 月初德国 10 年期收益率升至 3.364%-3.377%，创 2011 年以来最高；法国 10 年期升至 4.21%-4.244%，创 2008 年以来最高；英国 10 年期升至 5.234%-5.255%，为 2008 年 6 月以来最高，30 年期盘中最高触及 5.9%，为 1998 年以来最高。市场已完全定价欧洲央行下周加息 25bp。

美元指数 8 月累计下跌约 0.37%，8 月中旬一度跌破 99 关口至 98.85 附近，美国财政部宣布扩大长端美债回购规模，反而加剧了市场对美国财政可持续性和美元信用的担忧。月末杰克逊霍尔年会上沃什偏鹰后，美元指数快速反弹至 99.68 收报，但加息预期对美元的提振作用总体有限，美债风险和财政压力仍是压制美元的核心因素。

7 月底美日联合干预将美元兑日元从 164 附近压至 155，但 8 月干预效果迅速消退，套息交易上半月平仓、下半月相对平稳。

欧元方面，欧洲央行加息预期改善与美元走弱形成双重支撑。

人民币再度走出独立行情，月内多次刷新 2023 年 2 月以来新高，与持续结汇需求、美元整体偏弱以及央行中间价持续释放稳汇率信号有关。

A 股在 7 月深度调整后震荡修复收官，万得全 A 月涨 5.4%，但中小盘与大盘分化剧烈（中证 1000 涨 9.82% vs 沪深 300 仅涨 0.80%），10 年期国债收益率围绕 1.70%窄幅波动。“小票偏强、大票偏弱”是 8 月鲜明特征。万得微盘指数月涨 17.4%、

10 年期国债收益率运行于 1.67%-1.72%区间，收益率曲线呈现显著的“短上长下”平坦化特征，超长端表现最优。

板块层面，电子、煤炭领涨均涨超 12%，综合、通信、机械设备涨超 10%，有色金属、石油石化涨超 9%；食品饮料跌幅最大，月跌 4.60%。与 7 月的全线调整不同，8 月科技硬件链迎来部分修复。8 月科创 50 指数涨 2.96%、创业板指涨 2.83%，但距年内高点仍有差距。全月来看，下旬“红利+微盘”表现强势；农林牧渔、煤炭、非银金融等低估值板块在月末逆势走强。

截至 2026 年 8 月 31 日，30 城商品房成交面积日均同比降至-6.31%（6、7 月为-6.3%、2.75%）。

据广发地产数据，8 月前 26 日 45 城新房同比降 6.1%，13 城二手房同比修复 7.7%。二手房以价换量承接刚需。

70 城房价指数方面，新房、二手房环比分别下跌 0.2%、0.3%（与 7 月持平）。

最新百城租金收益率达 2.48%，同期 30 年期国债收益率月末约 2.14%，平均租金回报率与国债利差至 34.2BP，较 7 月的 27BP 进一步走扩。

从资产表现背后的宏观交易主线来看，2026 年 7 月以来围绕四条核心线索：一是再平衡交易，全球 AI 产业链从 7 月去杠杆冲击中进入局部修复的平衡阶段，供给紧张的单边叙事已经结束，但新的叙事尚未形成。二是地缘“薛定谔”交易，地缘反复仍是风偏与利率预期的核心“波动源”，科技股估值对金融条件的敏感度明显上升。三是美债信用问题交易，地缘升温、加息预期上升背景下，美日欧长久期债券迎广谱抛压，贝森特超预期回购干预效果回吐，美债市场走出“扭曲陡峭化”交易，黄金作为美债对手盘获得信用买盘支撑。四是中国资产同时呈现出一定的全球同步性和一定的独立性，内需线索有所升温，但基建数据、消费数据尚未有趋势性的特征出现。简单总结，目前从海外到国内宏观面处于负面线索均已较充分定价，但新的推动因素尚不清晰、“静待破局”的阶段。

8 月 A 股科技板块迎来温和修复，电子、通信板块收回 7 月跌幅的三分之一，科创 50 月涨 2.96%、创业板指月涨 2.83%。费城半导体同样涨势温

仅供内部参考，请勿外传

和，AI 上下游 ROI 叙事分化定价。7 月工业企业利润仍同比增长 11.2%，AI 电子与上游原材料构成主要支撑，盈利端尚有韧性。

8 月美伊围绕霍尔木兹海峡交火再度升级，美国推动“经济诺曼底”的大规模制裁行动，布伦特原油月内振幅接近 17 美元，直接推升全球通胀预期，进一步推动沃什在杰克逊霍尔释放鹰派信号后市场将 9 月加息概率升至 68.2%。

截至 9 月 2 日，CME Fed Watch 预计 9 月加息概率为 68.20%，较 8 月 29 日的 57%上升 11.2%。30 年期美债收益率 8 月 17 日触及 5.31%创 2007 年以来新高，且曲线陡峭化。美国 10-30 年期限利差走阔至 54bp，日本达 118bp，法国 79bp，英国 74bp，长端上行幅度远超短端，“期限溢价”定价权上升（详见《美债问题的实质是什么？》）。

从独立性来看，中国债市基本“免疫”于全球债市抛售潮，同时“免疫”于日元套息前三周的平仓（8 月前三周 JPYUSD 日元非商业投机净空头头寸减少 12.1 万张）。截至 9 月 2 日，中国 10 年期国债收益率稳定在 1.69%，而美国同期已升至 4.81%，中美 10 年期国债利差扩大至 312 个基点。人民币在出口韧性与美元走弱背景下延续稳健升值，在岸人民币 8 月累计升值 278 个基点报 6.7198 创三年半新高。从同步性来看，A 股科技板块修复节奏基本同步于海外市场但幅度横向比较来看偏弱。

当前宏观经济处于什么样的坐标位置？我们搭建的 “硬数据”与“软数据”指数对比显示，8 月全球宏观周期分化仍明显，美软硬数据背离导致政策分歧；中国硬软指数、意外指数均相对平淡；欧日 PMI 创阶段新高，花旗意外指数同样显示欧日维持高正预期差。经统计局公布值调整后，截至 8 月 29 日，预计 8 月实际 GDP、名义 GDP 为 4.30%、5.47%，均较 7 月略有改善。2026 年 1-8 月实际 GDP 累计同比在 4.57%附近徘徊，“稳增长”必要性升温。

基于构建的“硬数据”与“软数据”指数监测体系，美国宏观呈现“硬数据”韧性犹存与“软数据”降温的并存格局。尽管上半年实际 GDP 仍维持一定扩张惯性，但 8 月 ISM 制造业 PMI 回落 54.6，低于预期 55.2、非农就业意外转负。这种基本面“数据打架”的特征，直接导致了 FOMC 内部关于 9 月货币政策路径的剧烈分歧。

中国“硬数据”、“软数据”指数均相对平淡，并且两者剪刀差有所扩大。8 月官方制造业 PMI 回升至 49.8%，产需与新出口订单双双重返扩张区间，但非制造业 PMI 仍为 49.0%。

相比之下，日本与欧洲在 8 月展现出超预期的经济韧性，8 月制造业 PMI 升至 54.9（创 2022 年以来次高），工业产出与制造业信心指数双双大幅超预期，呈现软硬数据同步走强的格局。欧洲则迎来周期共振，8 月综合 PMI 终值达 52.1（创九个月新高），制造业 PMI 终值达 52.7（创四年最强）。

综合花旗经济意外指数的横向对比，欧洲和日本维持高“正预期差”，对应其股市与基本面的正相关性回归（欧股、日股有基本面支撑）；美国预期差快速收敛；中国预期差波动较小，偏平稳。

高频模型显示 8 月月度 CPI、PPI 仍较 7 月“一升一降”。油价在 8 月内反复高位不改 PPI 年内高点过峰（6 月）。实体端信号喜忧参半，沥青开工同比连续三周回升后出现回踩，对美运量同比回升，地产销售环比略升、但同比再度承压。

预计 8 月工增为 4.7%，基数压力继续减轻。

预计 8 月社零同比 0.94%，服务业生产指数为 4.46%，两者基数均仍继续走低。历史数据显示，油价与作为名义值的社零呈正相关性。

预计 8 月 CPI 环比 0.11%，同比小幅升至 0.60%。8 月 CPI 翘尾与 7 月强度一致，均为 0.4%。食品与交通合计新涨价为 0.11%，其余准核心 CPI 环比参考季节性。

预计 8 月 PPI 环比为-0.11%，同比降至 3.38%。8 月 PPI 基数优势回落（0.4%→0.4%）。8 月全月生意社 BPI 指数企稳反弹 2.47%，最后一周涨势扩大，利用 BPI 建模提示 7 月 PPI 同比至 3.53%。

权益资产下一步的驱动可能来自于哪里？我们理解一是当前政策“托底、换档、转型”三位一体，9 月存在总量维度的稳增长窗口期，“六张网”基建投资和新型政策性金融工具或逐步形成较集中对冲，市场目前对财政效果预期并不集中，不排除三季度末有预期差。二是 8 月中报收官奠定国内权

仅供内部参考，请勿外传

益盈利上行基调，9 月的三季报前瞻较为关键，叠加筹码集中度有所消化（A 股成交额前 5%的个股成交额占全部 A 股比重回落至 69.7%历史分位），盈利高增与筹码估值相对合理的板块或占优。三是 9 月海外央行“超级加息窗口”，一方面内外短久期资产、国内周期、红利类资产、国内债券资产凭借“内需定价+政策对冲+现金流确定”等特征，反向凸显“免疫”优势；另一方面，紧缩交易预期打满后存在“利空出尽”的可能。当前美债空头仓位已达多年高位，任何推动价格的上涨信号均可能触发美债空头的快速回补，进而带来全球风险资产的反弹空间。四是中东地缘政治、中美经贸关系若有新的线索出现，均可能带来市场积极预期。

1-7 月全国固定资产投资同比下降 6.7%，民间投资同比下降 9.4%。但政策对冲力度正在加码，“金九银十”传统施工旺季到来，以及专项债和新型政策性金融工具的加速投放。

短期来看，8 月 28 日现房销售扩大和放款时点后移会拉长房企回款周期，高杠杆房企面临现金流考验，房地产投资可能继续承压。但中长期来看，新政旨在重构房地产发展新模式，推动行业从“高杠杆、高周转、预售主导”向”低杠杆、现房为主、项目制运营”转型，有利于降低行业系统性风险，稳定购房者预期。

全 A 市场宽度回升。截至 8 月 28 日，全 A 市场宽度（中位数成分股距 52 周高点跌幅 - 指数距 52 周高点跌幅）升至滚动-1.62 三年倍标准差（上周为-1.84 倍）；指数成分股中各成分股超越股票自身 240 日均线的占比为 23.63%（上周为 20.55%）。

全 A 集中度小幅回落。截至 8 月 28 日，A 股成交额前 5%的个股成交额占全部 A 股比重回落至 46.97%（上周为 47.02%），历史分位数为 69.7%。

8 月 28 日美联储主席沃什在杰克逊霍尔全球央行年会上释放了“通胀优先于就业”的鹰派信号，海外市场经历一轮紧缩交易，黄金、美股震荡、美元走强，短端美债随加息预期回升（上行至 4.36%附近），长债在信誉重塑逻辑下高位震荡。讲话后，CME Fed Watch 工具显示 9 月加息概率从约 35%飙升至 63.9%-66.1%。

欧洲央行 9 月 10 日将召开议息会议、日本央行 9 月 18 日将公布利率决议，市场关注日本加息可能性及其对套息交易的影响。

当前非商业持仓者（投机资金）看空长端美债情绪较强，做空头寸在 2026 年 3 月以来明显增加，已行至拥挤区间，处于滚动五年的-2.25 倍标准差。但美元指数、2 年期美债反而看空情绪消解，均处于滚动三年的 0~0.5 倍标准差附近，做空力量有所衰减。当前二级市场美债阶段性反弹的“价格信号”可以压制美债空头动量因子策略，进而压制已拥挤的空头仓位，甚至可以推动空头平仓。

首先来看跨资产的胜率和赔率比较框架。胜率方面，增长端 PMI、EPMI、BCI 指向分化，PMI 回升或受 7 月基数偏低影响，BCI 因原料涨价挤压而放缓。高频数据预计 8 月 PPI 小幅回落、CPI 低位温和。资金面宽松，但 M2 回落、宽信用仍待提振。海外方面，美债收益率处极高分位，对国内长久期风险资产构成逆风。赔率方面，8 月美债利率仍居大类资产赔率前列（下文分位为 2015 年以来历史位置，σ 为经中枢调整后口径）。A 股估值小幅回升，万得全 A（除金融、石油石化）PE、PB 分别升至 52.4%、30.1%分位，PB 赔率偏高。A 股相对美股的赔率优势仍在但边际收窄；美债相对 A 股继续占优，“美债-A 股”股息利差升至+1.38σ；中债相对 A 股优势亦增强，“中债-A 股”股息率、PE 倒数两口径分别升至 61.8%分位（+0.92σ）、80.2%分位（+1.25σ）。利率债自身赔率偏低，中枢调整后中等。商品方面，铜油比、金油比分别由+0.16σ、+0.10σ 升至+0.38σ、+0.68σ，铜金比由+0.43σ 回落至-0.11σ，铜、金比油均更贵，受金融属性的压制更明显，而铜金之间，铜仍相对黄金略便宜。

胜率方面，增长端，PMI、EPMI、BCI 等指向分化，虽然 8 月 PMI 站上 60.0%历史分位，我们理解 PMI 是一个环比意义上的指标，今年 8 月好转幅度较大可能和 7 月基数偏低有一定关系。EPMI 维持 52.0%分位、BCI 则在原料价格上涨后反映一定程度总量挤压，回落至 32.8%历史分位。

价格端，预计 8 月 PPI 同比读数小幅回落，按历史分位观察，8 月 PPI 历史分位从 7 月的 53.9%分位降至 52.5%分位，工业品通胀中枢维持平稳。CPI 低位温和运行，8 月历史分位从 21.9%小幅回升至 23.6%，核心 CPI 微降至 42.9%，整体物价表现平稳。

货币端，资金面显著宽松，DR007 和 R007 分别大幅回落至 1.6%和 8.0%历史分位数，市场流动性充裕；M1 维持在 17.3%的低位水平，M2 回落至 6.4%，M2-M1 剪刀差历史分位虽收窄至 69.2%，但绝对水平仍处于历史偏高分位，资金活化动能与内生宽信用意愿仍有待进一步提振。

海外风险方面，8 月末 10Y 美债收益率历史分位进一步上行至 87.1%（7 月为 85.3%），持续处于 2002 年以来的极高分位，海外长端利率高位运

仅供内部参考，请勿外传

行，对国内长久期风险资产构成分母端逆风。

赔率方面，国内权益与自身估值历史纵向比。截至 2026 年 8 月 31 日，万得全 A（除金融、石油石化）的 PE、PB 经过中枢调整后分别处于 2002 年以来约 65.9%、55.0%分位，处滚动三年的+1.13 倍、+1.46 倍标准差（上月为+1.10 倍、+1.02 倍）。相比之下，标普 500 席勒市盈率（CAPE）最新月度值仍为约 40.73 倍，处于历史约 91.22%分位、滚动三年的+1.51 倍标准差（上月 40.73 倍、91.22%分位、+1.51 倍）。

国内权益与美股比价。从股息位置对比看，8 月标普 500 股息率维持在 1.08%，全 A 股息率降至约 1.7%（7 月为 1.85%），万得全 A 与美股股息率之差收窄至约 0.62%（上月为 0.77%），回落至滚动三年的-0.96 倍标准差（7 月为-0.29 倍）。经中枢调整后的股息率比价处于约 25.5%分位（上月为 23.3%），A 股相对美股的赔率优势仍在，边际有所收窄。

国内权益与中债比较。以“10 年国债利率-股息率”视角衡量，经中枢调整后处于滚动三年+0.92 倍标准差、2015 年以来约 61.8%分位，位于中性与中债略优的边界，上月为+0.62 倍标准差、54.3%分位。以经中枢调整后的“10 年国债利率-市盈率倒数”作为股债性价比指标，利率债相对权益处于滚动三年+1.25 倍标准差（上月为+1.24 倍）、2015 年以来约 80.2%分位，中债相对 A 股的性价比优势进一步增强。

国内权益与美债比价。经中枢调整后的“10 年美债利率-全 A 股息率”升至滚动三年+1.38 倍标准差附近（上月为+1.16 倍），A 股相对美债的性价比继续走低，信号维持在美债优于 A 股的比价阈值（+1.0 倍标准差）之上。

而观察国内债券资产本身，10 年期国债收益率进一步下行至 1.69%，经过中枢调整后处于 2002 年以来、2015 年以来约 33.6%、29.4%分位。30 年期国债收益率下行至 2.15%，分别处于 62.7%、47.8%分位。10 年期和 30 年期国债收益率未经调整的 2015 年以来分位约为 3.1%和 12.7%，绝对赔率仍偏低，经中枢调整后超长债处于中等水平。

中债和美债比价。截至 8 月末，中美 10 年期国债利差倒挂约-298BP，处于滚动三年约-1.66 倍标准差、2015 年以来约 0.2%分位。相较 7 月底约-286BP 的倒挂幅度，8 月利差扩大约 12BP。截至 9 月 2 日，中国 10 年期国债收益率稳定在 1.69%，而美国同期已升至 4.81%，中美 10 年期国债利差扩大至 312 个基点。

商品比价方面，8 月以来铜油比先回落后回升，截至 8 月 28 日较 7 月底上涨约 4.4%，同期铜价上涨约 3.5%，布油期货下跌约 0.9%。金油比则较 7 月底上涨约 21.9%，同期金价上涨约 13.3%，英国布伦特 Dtd 现货下跌约 7.1%。经中枢调整后，铜油比由 7 月底的+0.16 倍标准差升至+0.38 倍，金油比由+0.10 倍升至+0.68 倍。铜金比由 7 月底的+0.43 倍标准差回落至-0.11 倍，反映铜相对黄金略便宜。

然后是“M1-BCI-PPI-CSAD 择时体系”，8 月叙事因子 CSAD 先升后降，总体水平与 6-7 月持平在 0.013（57%分位），提示资产间相关性仍不高，但下旬资产“同涨同跌”的倾向性边际增强，分散型策略总体仍占优势，任何单一资产的单边优势并不明显。7-8 月未加入叙事因子的“M1-BCI-PPI”模型提示 8 月中旬-9 月中旬的权益信号微升（0.54→0.55）、而 9 月中旬-10 月中旬回落（0.55→0.54）。而加入叙事因子的“M1-BCI-PPI-CSAD”呈分化，信号为 0.45→0.46→0.49。这意味着，权益得分总体区间窄幅震荡，但考虑大类资产低趋同性后，股票仍应保持主流配置。该策略若基准为沪深 300，月胜率 77.83%。从 2024 年以来，累计收益率为 46.91%，超额收益为 9.80%。自 2026 年以来 YTD 为 6.27%，超额收益为 7.17%。若基准为中证 1000，月胜率 78.77%，2024 年以来累计收益率为 37.79%，超额收益为 7.52%；2026 年以来 YTD 为 12.95%，超额收益为 13.71%。

增长周期方面，7、8 月 BCI 分别录得 50.1、48.3，对 8-9 月择时强度贡献转弱，自-0.044 降至-0.112。

货币周期方面，7 月 M1 同比 4.0%，若受基数走高压力下，M1 增速保持平稳，则对 8-9 月择时强度贡献小幅回落（-0.075→-0.059）。

价格周期方面，我们仍预计 6 月为年内 PPI 同比高点、8 月根据高频模拟显示，预计降至 3.4%。但经滤波后的 PPI 周期项仍处于上行。对 8-9 月择时强度贡献自+0.082 扩至+0.146。

回测上，以沪深 300 指数或中证 1000 为基准，若宏观择时得分为正，则全仓沪深 300 或中证 1000 指数；若宏观择时得分为负，则空仓处理，设定调仓日期为每月 15 日。

若基准为沪深 300，（1）仅考虑“M1-BCI-PPI”，截至 2026 年 8 月 27 日，本策略自 2009 年 1 月以来实现年化收益率 10.21%，夏普比率 0.53，

仅供内部参考，请勿外传

月胜率 77.83%。从 2024 年以来，累计收益率为 46.91%，超额收益为 9.80%；自 2026 年以来 YTD 为 6.27%，超额收益为 7.17%。（2）若考虑“M1-BCI-PPI-CSAD”，截至 2026 年 4 月 30 日，本策略自 2009 年 1 月以来实现年化收益率 5.53%，夏普比率 0.27，月胜率 66.51%。从 2024 年以来，累计收益率为 21.37%，尚不存在超额收益；自 2026 年以来 YTD 为 4.17%，超额收益为 5.06%。

若基准为中证 1000，（1）仅考虑“M1-BCI-PPI”，截至 2026 年 8 月 27 日，本策略自 2009 年以来实现年化收益率 16.39%，夏普比率 0.72，月胜率 78.77%。从 2024 年以来，累计收益率为 37.79%，超额收益为 7.52%；自 2026 年以来 YTD 为 12.95%，超额收益为 13.71%。（2）若考虑“M1-BCI-PPI-CSAD”，截至 2026 年 8 月 27 日，本策略自 2009 年以来实现年化收益率 10.81%，夏普比率 0.48，月胜率 68.40%。从 2024 年以来，累计收益率为 16.74%，尚不存在超额收益；自 2026 年以来 YTD 为 0.38%，超额收益为 1.05%。

然后是“估值宏观偏离度”框架，+0.76 倍标准差意味着国内股票赔率空间重新打开。我们以全 A"P/E-名义 GDP 增速"衡量市场定价位置——历史上+2 倍标准差为极致位，越过警示位提示"低赔率"将发挥定价权（详见《如何利用“估值-宏观偏离度”指标观测市场位置》）。2025 年 9 月（+2.56σ）和 2026 年 1 月（+2.01σ）、6 月 22 日（+1.91σ）均对应了后续市场调整。截至 9 月 2 日，万得全 A P/E 收于 21.63 倍，偏离度震荡回升至+0.76σ（上月末为+0.91σ）。以 50%万得全 A+50%现金为基准，该策略自 2024 年初以来收益率为 43.07%，超额收益为 17.68%。类似指标还有“巴菲特指标”，8 月底中国巴菲特指标自 7 月 65%回升至 67.3%，处于历史中高位。

截至 2026 年 9 月 2 日，万得全 A 市盈率收于 21.63 倍。“万得全 A P/E-名义 GDP 增速”小步升至滚动五年的+0.76 倍标准差。历史上，估值宏观偏离度（P/E-名义 GDP 增速）的+1 倍标准差是一个经验上的警示位，+2 倍标准差以上是极致位）。

类似指标还有“巴菲特指标”，即股市总市值与名义 GDP 比值。为了平滑季节性波动，我们在分母端采用四个季度滚动求和季度名义 GDP，发现中国的巴菲特指标（沪深市值/名义 GDP）自 6 月 22 日高点 70%降至 7 月底的 65.4%，8 月震荡回升至 67.3%。

而美国的巴菲特比值则进一步攀升至 236%的系统性极端高位，处于历史三倍标准差以外。

我们同样利用该指标与 M1-BCI-PPI 融合进行择时。择时中“估值偏离度”视为赔率反转指标，若观察到当季估值偏离度触及并超过滚动五年 2.0 倍位置，则下季赋分“-1”，而若当季处于滚动五年均值以下，则下季赋分“+1”，中间区间赋予“0”。

进一步，我们将这一季度信号与月度信号——M1-BCI-PPI 综合边际得分进行汇总。当观察三维信号边际改善，同时估值偏离度处于五年均值以下，则意味着单纯权益资产的“胜率+赔率”优势兼备，此时得分为“+2”，下月应该持有 100%的万得全 A 仓位；若三维信号边际改善，但估值偏离度已突破阈值，但三维信号仍在上行，此时对 2025 年四季度的择时信号趋于中性。

当前估值偏离度仍处安全区间，叠加四维信号仍小幅积极，综合提示 9 月权益信号应保持中性偏多。

该策略以 50%万得全 A 指数+50%现金为基准。

截至 8 月 27 日，该策略自 2024 年初以来收益率为 43.07%，超额收益为 17.68%；自 2026 年开年以来收益率为 1.89%，超额收益为 0.50%。

融合三维择时，自 2024 年初以来收益率为 51.21%，超额收益为 24.38%；自 2026 年开年以来收益率为 10.60%，超额收益为 9.09%；

融合四维择时策略，自 2024 年年初以来收益率为 38.24%，超额收益为 13.71%；自 2026 年开年以来收益率为 6.05%，超额收益为 4.61%。

然后是股债性价比择时策略。截至 2026 年 8 月底，经中枢调整后的股债性价比（“10 年期国债利率-股息率”）升至 2015 年以来的 68.7%分位（上期为 60.9%分位）、滚动三年+1.12 倍标准差（上期为+0.86 倍），提示股债位置从“股债相当”趋于“债券相对更便宜”，但仍尚未触及超配债券的信号。结合 M1-BCI-PPI-CSAD 四维胜率仍边际积极支持风险资产，总体信号相对中性。"M1-BCI-PPI"+股债性价比策略自 2024 年初以来收益率为 53.81%，超额收益为 24.18%；"M1-BCI-PPI-CSAD"+股债性价比策略自 2024 年初以来收益率为 49.98%，超额收益为 21.09%。

兼顾赔率和胜率的股债性价比择时模型采用了“M1-BCI-PPI”择时与中枢改进后的“10 年期国债利率-万得全 A（除金融石油石化）股息率”融合的方式，我们同样额外加入“羊群因子”CSAD 来代表叙事交易作为补充。

胜率看边际，赔率定位置。融合的择时模型将胜率三因子正向变动视为权益资产的积极信号，将赔率指标的历史极低分位（<10%）视为权益资产极

仅供内部参考，请勿外传

具性价比的积极信号。

截至 2026 年 8 月底，经中枢调整后的股债性价比（“10 年期国债利率-股息率”）升至 2015 年以来的 68.7%分位、滚动三年+1.12 倍标准差。

该策略以 50%万得全 A 指数+50%中债新综合净价指数为基准。

仅考虑“M1-BCI-PPI”+股债性价比位置，自 2006 年 1 月以来，本策略实现年化收益率 16.37%，夏普比率 0.78，月胜率 58.87%。自 2024 年初以来收益率为 53.81%，超额收益为 24.18%；自 2026 年开年以来 YTD 为 12.34%，超额收益为 10.15%。

若考虑“M1-BCI-PPI-CSAD”+股债性价比位置，自 2006 年 1 月以来，本策略实现年化收益率 12.73%，夏普比率 0.58，月胜率 55.65%。自 2024 年初以来收益率为 49.98%，超额收益为 21.09%；自 2026 年开年以来 YTD 为 11.05%，超额收益为 8.88%。

红利择时模型方面，自年中起，我们的六维择时模型开始提示增配红利，并且提示 7 月起红利增配至首次相对万得全 A 超配（56.1%）。7-8 月中证红利累计收益超 14%。8-9 月本属红利日历效应的平淡窗口，但展望 9 月，风偏、外围流动性与中债利率等因子共振，红利得分或继续回升，模型提示由 8 月的 56%进一步提升至 63.4%。赔率端，中证红利股息率维持在 4.3%，中证红利成交额占全 A 比重升至-0.76 倍标准差，7-8 月红利如期兑现“性价比优势”，9 月红利赔率得分从“+1”回落至“0”，红利的“超卖”优势初步回归“中性”。胜率端，外围流动性扰动仍支撑短久期资产，10 年中债利率走低反衬红利股息稀缺性，ERP 回升继续利好红利，宏观三维时钟则维持中性信号。该方案自 2024 年以来收益率为 70.18%（自 2026 年以来 YTD 为 4.88%），相比“50%万得全 A+50%中证红利”超额收益为 23.99%。

首先，从日历效应看，8-9 月通常是红利年内的相对平淡窗口。其根源在于 A 股约八成公司的现金分红集中在 5 月中旬至 7 月中旬落地，派息兑现后，配置型资金倾向于阶段性获利了结，压制红利相对收益。

赔率因子上，7-8 月红利如期兑现“性价比优势”，赔率得分从“+1”回落至“0”，红利的“超卖”优势初步回归“中性”。具体而言：

（1）2026 年 8 月中证红利股息率维持在 4.3%，相对万得全 A 的股息性价比优势维持在 44.3%，说明 6 月红利资产股息率突破 5%阈值后迎来了一轮兑现。

结构方面，核心表现仍来自于银行、能源，股息优势兑现明显，是资金主动买入的核心方向，而消费与工业红利股仍有较大空间。截至 8 月底，消费、工业红利平均为 4.23%、5.29%，仍处于 2015 年以来的 86.6%、75.7%历史分位，而银行和能源红利股息至 4.24%、3.79%，至 2015 年以来的 42.1%、42.5%分位。

（2）拥挤度（中证红利成交额占全 A 比重）自 6 月的滚动三年-1.5 倍标准差回升至 7 月的-1 倍、8 月进一步回升至-0.76 倍标准差。

胜率方面，外围流动性扰动犹在，但边际最强阶段过峰，呈现中性信号。

边际上，10 年中债利率走低反衬红利股息优势明显；叠加全 A 股权风险溢价水平进一步回升，提示风偏承压同样继续利于红利。

最后，宏观三维时钟信号震荡，对红利资产相对中性。

具体到择时策略，以 50%万得全 A 指数+50%中证红利全收益指数为基准，设定调仓日期为每月 15 日。特别地，以相关系数加权指标为择时指标，策略自 2014 年 9 月以来实现年化收益率 12.83%，夏普比率 0.53，月胜率 53.47%。该方案自 2024 年以来收益率为 70.18%（自 2026 年以来 YTD 为 4.88%），相比“50%万得全 A+50%中证红利”超额收益为 23.99%。

高成长择时模型方面，最新一期（2026 年 9 月）“5+1”择时模型提示科技大类仓位小幅回落至“-2”附近。宏观风险边际未加深，但仍尚待好转（-2→-2），美债信用风险过渡至“理性消化”，维持-1；名义增速处 34.7%分位、国内宏观状态仍有利于成长占优（+1，连续六期）；信用利差自历史极低位回升，指向高收益资产荒小幅消解（+2→+1）；内外流动性负分趋紧但未加深、对长久期科技流动性冲击过峰（-1→-1）；产业叙事 P/S-P/E 轧差持平前值，维持中性。赔率面，7 月单边回落过程中，赔率明显打开，但经历 8 月震荡反弹、赔率有所兑现，当前信号为-1。最后，多空对冲后总信号小幅回落（-1→-2）。自 2024 年初以来，策略实现收益为 75.56%，超额收益为 9.24%。

仅供内部参考，请勿外传

高成长“5+1”择时策略，汇集五个胜率面、一个赔率面维度。内部保留历史回测有超额收益的子指标：

（1）宏观风险不确定性仍存在，但边际并未显著加深，信号延续为“-2”区间(上期为“-2”)，指向股市债市投资者对美债信用风险的定价过渡至“理性消化”的常态阶段。国内月度名义 GDP 下行波动率小幅放大。

（2）月度名义增速持平 7 月，但同时名义增速仍处于过去五年的 34.7%分位附近，仍处于符合名义增长中枢偏低（5%~50%历史分位）时的成长占优环境，利于风险资产中的成长资产。该子项对成长赋分为“+1”区间(连续六期为“+1”)。

（3）高收益资产荒边际消解，信用利差在 7 月至历史极低位后边际走扩，提示进一步未来压缩空间受限，负 carry 程度处于中性，与信用利差综合信号为“+1”(上期为“+2”)。

（4）内外流动性条件均为负分，但并未负向边际加深。利率视角下，长久期科技资产的流动性风险因国内外共同过峰而“-1”(上期为“-1”)。

（5）产业叙事的短期定价程度，即标准化后的万得科技指数 P/S-P/E 轧差与上月基本一致，最新为“0”(上期为“0”)。

（6）赔率层面，科技赔率在 7 月有所打开后，伴随着 8 月震荡反弹，目前但仍处于阈值之外，双创指数内部宽度与板块内部筹码集中度综合后得分保持在“-1”(上期为“-1”)。

最终择时得分经过多空信号对冲后，总信号小幅回落（-1→-2）。

该策略以 50%万得全 A 指数+50%万得科技大类指数为基准。自 2006 年 6 月以来，策略实现年化收益 13.70%，夏普比率 0.52，月胜率 57.61%。该策略自 2024 年初以来，策略实现收益为 75.56%，超额收益为 9.24%。2025 年以来为 44.27%，超额收益为 4.68%。2026 年开年以来 YTD 为 2.56%，超额收益为 0.12%。

然后是股债资产荒框架。最新一期（2026 年 9 月）显示债市资产荒综合信号自维持“低配”。上月资产荒信号极致，释放反转信号，最新一月中信用利差、理财资负利差仍处极端但边际收敛状态。非银部门资产缺口由中性转为超配，提示非银“缺资产”趋势边际强化。M2 与社融轧差继续回落对应资产供给端有扩容趋向。权益资产则信号趋于审慎。微观交易集中度自极值回落，再度打开集中度抬升的空间（追逐优质资产的空间）；“确定性”溢价仍处于中性信号；此外行业安全公司占比小幅回升，从供给端缓解“资产荒”。总结来看，前期股债“缺资产”逻辑已充分定价（赔率走窄）、叠加资产供给扩张与流动性边际均衡两个维度均让机构“抢配”行为略有缓和。相比之下，债市资产荒强于股市资产荒，股市抱团情绪有所松动，再平衡反而开始成为新的共识。

债市显示一项高配、两项标配、三项低配，综合信号维持低配。

其中，信用利差继续压缩至历史偏低水平，低配信号进一步强化（Z 分数-1.01→-1.37）；金融机构资产缺口明显回升，由中性转为低配（Z 分数-0.18→+0.1）；银行理财的资产两端利差仍处历史低位，继续提示低配（Z 分数-1.37→-1.29）；非银金融资产缺口由中性转为高配（Z 分数-0.82→-0.98）；M2 与社融（除政府债）轧差继续回落，但仍处中性区间（Z 分数+0.28→-0.50）；最后，货币需求与政策感受度比值基本持平，继续保持中性（Z 分数 0.00→0.00）。

股市资产荒显示三项中性、三项偏减配，综合信号进一步转弱，前期极致抱团后的均值回归仍在延续。

其中，中长期消费贷同比继续下降，但仍处中性区间（Z 分数+0.23→-0.09）；股市微观交易结构集中度释放减配信号（Z 分数+1.09→+1.28）；市场对确定性资产的溢价进一步回落，维持中性（Z 分数-0.13→-0.52）；安全资产占比明显回升并由中性转为减配（Z 分数-0.09→+1.09）；ROIC 覆盖成本的行业仍维持中性信号（Z 分数-0.66→-0.66）；行业个数占比继续处于高位，维持减配信号（Z 分数+1.31→+1.32）。

再来看黄金定价模型。8 月伦敦金震荡上涨 13.3%，同期实际利率小幅下行 5bp。方向上，黄金与实际利率仍呈负相关；但幅度上呈“涨多跌少”的非对称。这正是“久期-凸性”模型的典型形态，久期仍处高位（16.23 年→15.70 年），凸性则明显扩张（523→629）。久期高位表明利率仍是当前的主导定价因子，而凸性扩张意味着利率下行时金价的向上弹性大于利率上行时的向下弹性，同时反映信用端、避险等非利率因子在边际定价中的权重上升，即边际定价因子正趋于多元。展望 9 月，金价或波动加大，方向很大程度上取决于美联储表态，若美联储鹰派，金价将受利率上行与信

仅供内部参考，请勿外传

用端溢价回落的双重压制；若美联储转鸽，则利率下行直接提振金价，宽松弱化美元信用又为信用端提供支撑，形成“利率+信用”双击。

截至 8 月 28 日，8 月伦敦金震荡上涨 13.3%，同期实际利率小幅下行 5bp。2026 年开年至今，现货黄金 YTD 至 5.91%，白银 YTD 至-2.40%。

“久期-凸性”框架中，久期衡量金价对实际利率的一阶敏感度，可近似理解为实际利率每变动 1 个百分点、金价反向变动的百分比；凸性则是二阶项，刻画这一敏感度随利率水平变化的"曲率"，本质上反映的是金价对利率变动的反应是否对称。8 月数据显示，久期仍处高位（16.23 年→15.70 年），凸性则明显扩张（523→629）。

我们理解，黄金兼具“利率资产”与“信用资产”的双重身份。当利率下行、美元信用走弱时，两条逻辑同向发力，涨幅被放大；而当利率上行时，只要上行源于财政赤字、债务供给等信用端担忧、而非单纯的货币紧缩，去美元化叙事便会为金价托底，跌幅被压缩。

技术面上，黄金在 8 月走出“多头共振”，而非简单空头回补。7 月多数指标指向底部蓄势，即超卖回归中性、隐波回落、央行买盘加速、投机仓先降后升。8 月则进一步回升。

（1）配置盘（央行）与交易盘（投机）出现同向流入，央行 21 连增且创 2023 年 10 月以来最大单月，COMEX 净多头三周+18%冲到 11 个月新高，处于滚动五年的+1.81 倍标准差。（2）散户盘内外均有所流入，SPDR 从 7 月+1.93 吨升至 8 月+40.2 吨，为 4 年最大单月），指向 8 月的上涨是资金主动追入、而非单纯空头回补。（3）8 月伦敦金欧美亚盘时段节奏趋于一致，均呈现震荡走高。（4）COMEX 黄金期货的 6 日相对强弱指数（RSI）触及 80 上方超买区间后回归中性。（5）而经历 5-6 月调整、7 月横盘后，8 月黄金隐波先降后徘徊，目前处于 25.17%，较 3 月底高点（45.5%）明显下降。

短期主要不确定性一是海外央行加息同步，9 月中旬将迎来美联储、欧央行、英央行、日央行等议息会议；二是地缘、选举、关税存在共振窗口，9 月将迎来中美关系窗口期，以及 9 月是中期选举（11 月 3 日）各州初选的最后一个窗口期；三是海外存在财政溢价持续抬头可能。美国众议院当前首要任务是赶在 9 月 30 日（新财年开始）前通过临时拨款法案，否则联邦政府将面临停摆。而欧洲方面，法德英三国财政预算同时进入关键窗口；四是 AI 头部企业 Anthropic 预计最快 10 月上市，市场或需要同时消化 AI 公司债券、巨额 IPO 等压力。

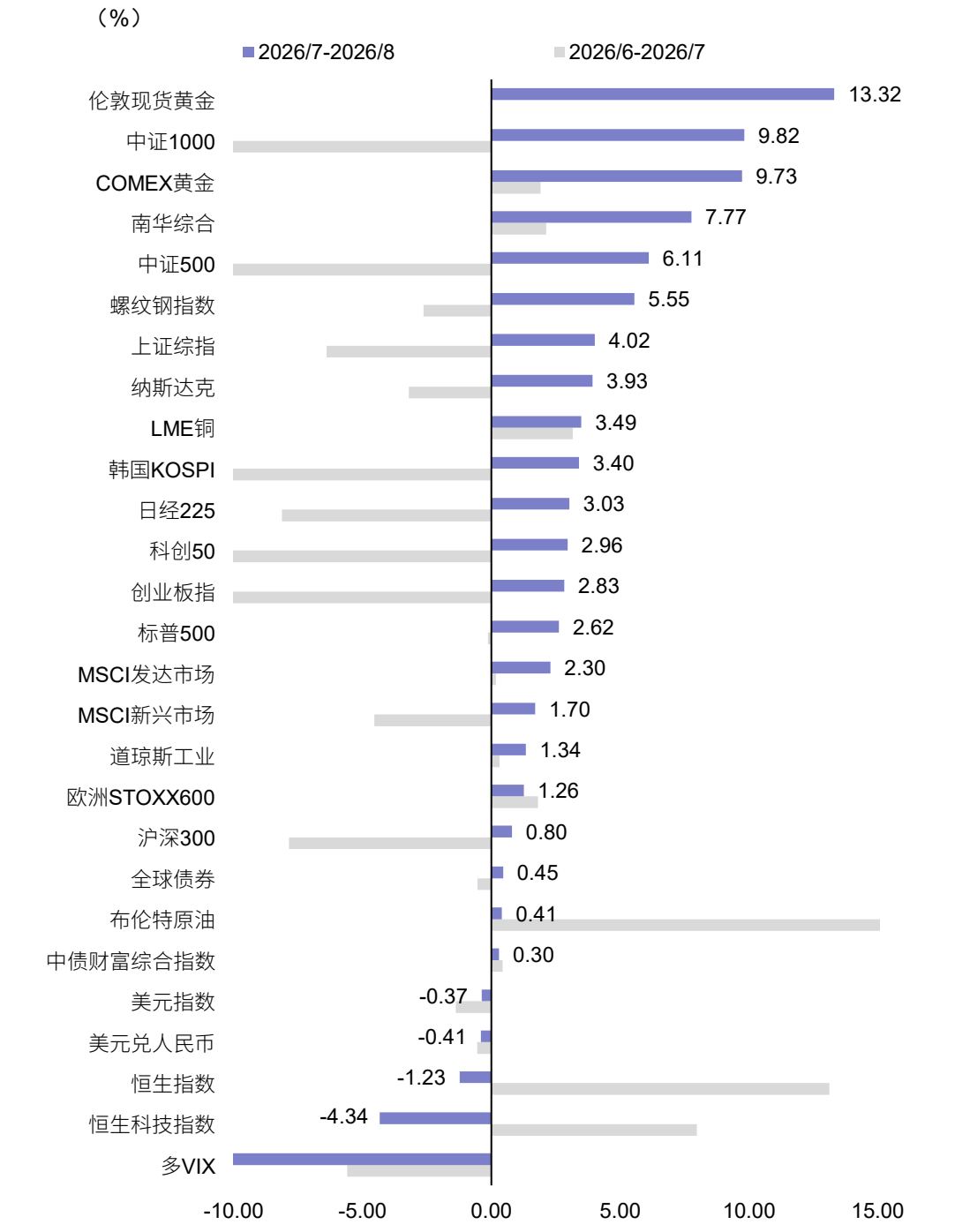
风险提示。一是宏观择时策略目前选用指标仅限于宏观基本面，尚未考虑情绪、筹码等交易层面因素，择时结果可能存在偏差；二是回测模型构建基于历史数据，可能在未来有较大经济冲击或者市场改变时并没有很强的样本外超额效果；三是模型仍有待将各类参数进行敏感性分析，提高策略的稳健性。

相关研究

财政收支特征与后续财政空间:7 月财政收支数据简评	2026-08-22
日元套息交易定量研究手册	2026-08-20
两轮单边后的再平衡:大类资产配置月度展望	2026-08-05

仅供内部参考，请勿外传

图 1：2026 年 8 月全球大类资产表现

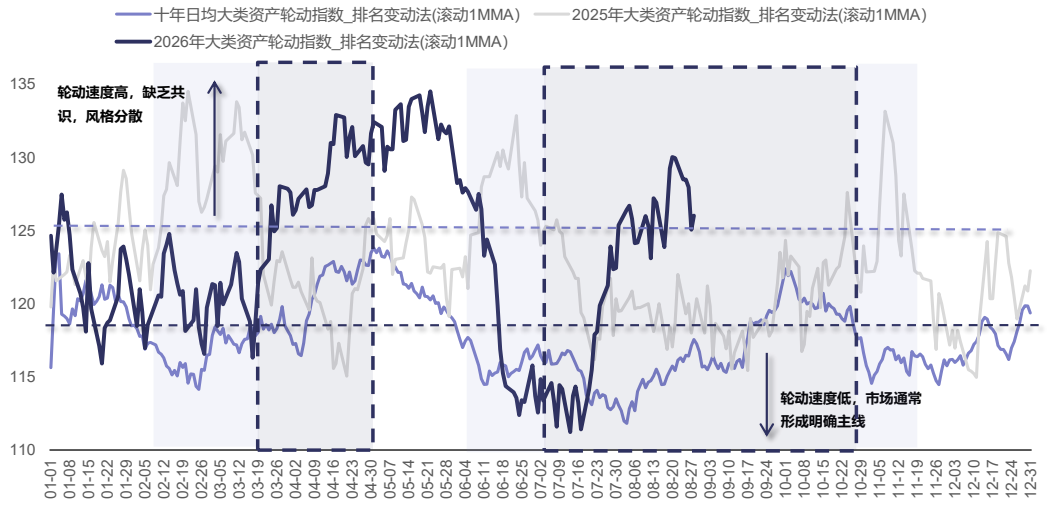


数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

注：数据区间为 2026/7/1-2026/8/31

仅供内部参考，请勿外传

图 2：2026 年 8 月大类资产轮动速度显著回升后处于历史高位震荡



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

注：数据区间为 2026/1/1-2026/8/31

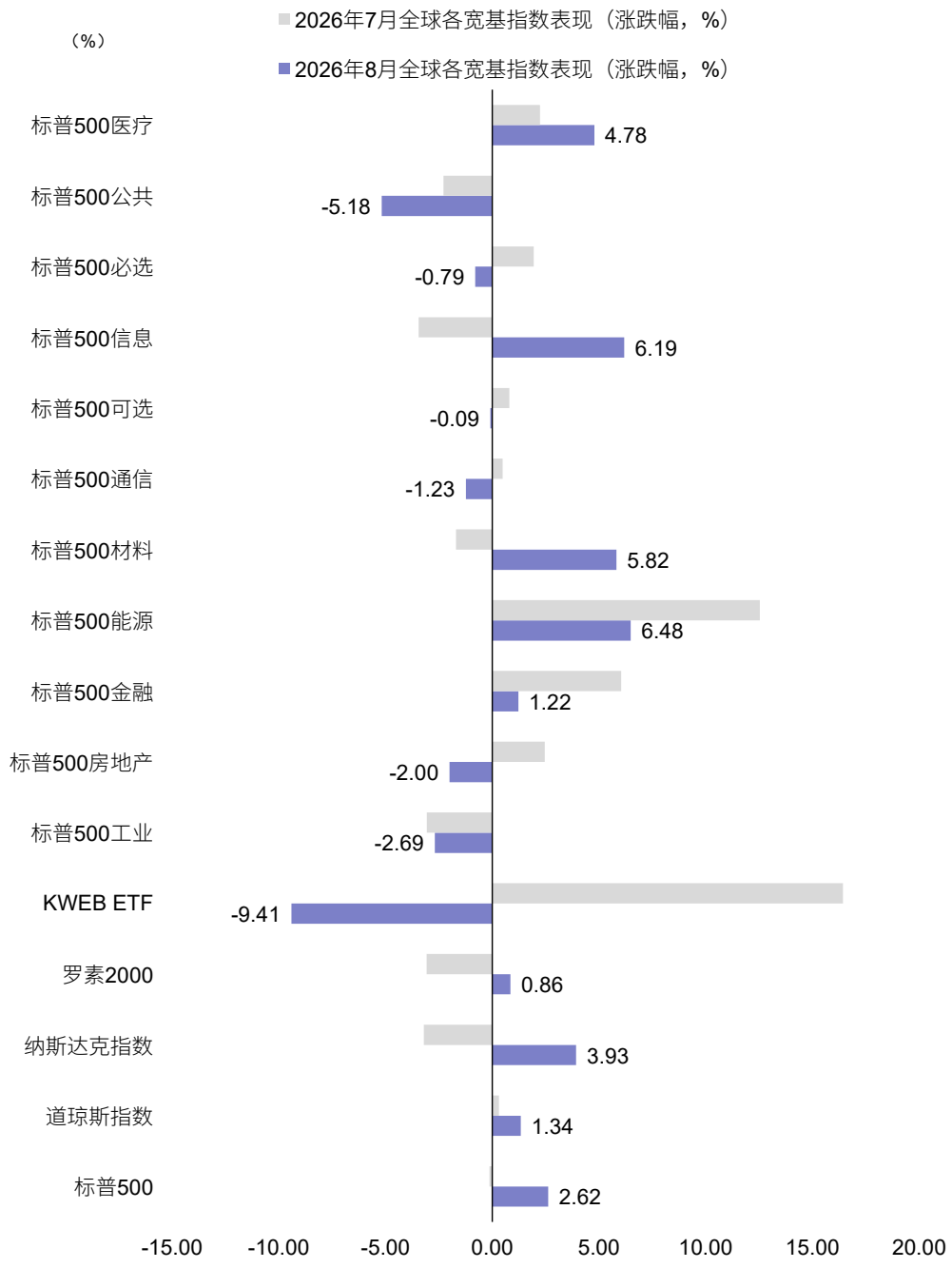
图 3：2013 年以来每年的资产排序表汇总

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	十年年化	年化波动率
申万大类科技	中证转债	申万大类科技	原油现货	TAMAMA科技	TAMAMA科技	申万大类科技	TAMAMA科技	原油现货	USDCNY	TAMAMA科技	TAMAMA科技	白银	原油现货	TAMAMA科技	原油现货
53.7%	56.91%	85.1%	53.72%	45.3%	9.6%	47.8%	65.8%	52.39%	9.08%	50.2%	56.5%	149.1%	42.72%	18.9%	38.57%
TAMAMA科技	沪深300	中证1000	期货铜	恒生指数	中债企业债	沪深300	白银	TAMAMA科技	原油现货	发达市场股指	黄金	黄金	MSCI新兴市场	白银	白银
32.4%	51.66%	76.10%	17.64%	36.0%	8.2%	36.1%	46.8%	42.5%	5.37%	21.77%	26.59%	65.0%	22.1%	11.6%	27.0%
中证1000	中证500	中证500	白银	期货铜	中债新综合	TAMAMA科技	沪深300	期货铜	白银	黄金	白银	申万大类科技	申万大类科技	黄金	申万大类科技
31.6%	39.0%	43.1%	17.5%	31.69%	8.21%	34.1%	27.2%	25.81%	3.7%	13.80%	21.5%	43.6%	11.56%	10.8%	24.7%
发达市场股指	中证1000	TAMAMA科技	TAMAMA科技	MSCI新兴市场	USDCNY	原油现货	期货铜	中证1000	中债新综合	申万大类科技	恒生指数	多资产再平衡	期货铜	发达市场股指	TAMAMA科技
24.1%	34.46%	26.1%	10.3%	27.8%	5.4%	33.17%	25.7%	20.52%	3.30%	11.8%	17.67%	42.36%	14.3 %	8.16%	22.4%
中证500	申万大类科技	中债企业债	黄金	沪深300	货币基金	中证500	黄金	发达市场股指	中债企业债	中债企业债	发达市场股指	期货铜	发达市场股指	期货铜	中证1000
16.9%	31.0%	11.00%	9.12%	21.78%	3.8%	26.4%	23.94%	20.14%	3.13%	7.12%	17.00%	42.30%	12.5%	7.40%	20.28%
货币基金	TAMAMA科技	中债新综合	MSCI新兴市场	原油现货	中证转债	中证1000	中证500	中证转债	货币基金	MSCI新兴市场	多资产再平衡	中证500	TAMAMA科技	多资产再平衡	恒生指数
3.9%	22.1%	8.18%	7.1%	21.04%	-0.28%	25.67%	20.9%	17.97%	1.87%	7.1%	15.51%	38.4%	8.4%	7.32%	18.7%
恒生指数	中债企业债	沪深300	USDCNY	发达市场股指	黄金	发达市场股指	多资产再平衡	中证500	黄金	多资产再平衡	沪深300	MSCI新兴市场	中证500	MSCI新兴市场	中证500
2.9%	11.66%	5.58%	7.02%	20.11%	-1.15%	25.19%	19.82%	15.6%	-0.43%	5.91%	14.68%	28.3%	6.52%	6.22%	18.5%
中债企业债	中债新综合	USDCNY	发达市场股指	黄金	全球债券	中证转债	中证1000	申万大类科技	多资产再平衡	全球债券	申万大类科技	恒生指数	黄金	申万大类科技	期货铜
1.8%	10.34%	4.67%	5.32%	11.85%	-1.20%	20.78%	19.39%	7.9%	-5.23%	5.72%	14.0%	27.77%	5.91%	4.1%	17.27%
MSCI新兴市场	多资产再平衡	货币基金	多资产再平衡	多资产再平衡	多资产再平衡	黄金	MSCI新兴市场	中债企业债	中证转债	中债新综合	MSCI新兴市场	中证1000	多资产再平衡	中证转债	沪深300
0.9%	9.72%	3.62%	4.1%	7.97%	-4.79%	18.83%	16.6%	6.05%	-9.55%	4.77%	10.5%	27.5%	3.4%	4.1%	15.6%
原油现货	货币基金	多资产再平衡	货币基金	全球债券	白银	多资产再平衡	申万大类科技	中债新综合	期货铜	期货铜	中债新综合	发达市场股指	中债新综合	原油现货	黄金
0.3%	4.60%	-0.48%	2.61%	7.39%	-8.3%	17.97%	15.0%	5.09%	-14.16%	2.25%	7.03%	19.49%	2.8%	3.8%	13.6%
中债新综合	发达市场股指	发达市场股指	中债企业债	白银	发达市场股指	白银	发达市场股指	货币基金	恒生指数	USDCNY	中证转债	中证转债	中证1000	中债企业债	发达市场股指
-0.3%	2.93%	-2.74%	2.47%	3.8%	-10.44%	16.7%	14.06%	2.3%	-15.46%	2.02%	6.53%	18.3%	2.31%	3.5%	13.1%
中证转债	MSCI新兴市场	全球债券	全球债券	货币基金	MSCI新兴市场	MSCI新兴市场	全球债券	多资产再平衡	全球债券	货币基金	中债企业债	沪深300	中债企业债	中债新综合	MSCI新兴市场
-1.4%	2.5%	-3.15%	2.09%	3.8%	-12.3%	15.1%	9.20%	1.6%	-16.25%	1.96%	5.66%	17.7%	1.9%	2.98%	12.6%
全球债券	USDCNY	恒生指数	中债新综合	中债企业债	恒生指数	恒生指数	中证转债	MSCI新兴市场	MSCI新兴市场	中证转债	中证500	TAMAMA科技	货币基金	沪深300	多资产再平衡
-2.60%	2.5%	-7.2%	1.83%	2.0%	-13.61%	9.1%	4.8%	-2.3%	-17.9%	0.1%	5.5%	16.5%	0.73%	2.5%	8.18%
USDCNY	恒生指数	MSCI新兴市场	恒生指数	中债新综合	期货铜	全球债券	中债企业债	USDCNY	发达市场股指	白银	USDCNY	全球债券	中证转债	中证500	中证转债
-2.8%	1.28%	-8.0%	0.39%	0.26%	-18.61%	8.84%	4.0%	-2.6%	-19.46%	-0.6%	2.92%	8.17%	0.61%	1.8%	7.6%
期货铜	全球债券	黄金	沪深300	中证500	原油现货	中债企业债	中债新综合	黄金	中证500	原油现货	期货铜	中债企业债	沪深300	货币基金	全球债券
-7.2%	0.59%	-11.42%	-11.3%	-0.2%	-24.30%	6.5%	-2.97%	-3.58%	-20.3%	-4.43%	2.56%	2.3%	-0.10%	1.66%	4.43%
多资产再平衡	黄金	白银	中证转债	中证转债	沪深300	中债新综合	货币基金	全球债券	中证1000	中证1000	货币基金	货币基金	恒生指数	恒生指数	USDCNY
-7.5%	-0.19%	-13.5%	-13.63%	-0.3%	-25.3%	4.59%	2.13%	-4.71%	-21.58%	-6.28%	1.75%	1.30%	-0.18%	1.14%	3.45%
沪深300	期货铜	中证转债	中证500	申万大类科技	中证500	期货铜	恒生指数	沪深300	沪深300	中证500	中证1000	中债新综合	全球债券	全球债券	中债新综合
-7.6%	-14.78%	-23.92%	-17.8%	-4.0%	-33.3%	4.3%	-3.40%	-5.2%	-21.63%	-7.4%	1.20%	0.65%	-0.2%	0.78%	0.9%
黄金	白银	期货铜	中证1000	USDCNY	申万大类科技	货币基金	USDCNY	白银	申万大类科技	沪深300	全球债券	USDCNY	白银	USDCNY	中债企业债
-27.8%	-18.1%	-25.38%	-20.01%	-6.3%	-36.0%	2.7%	-6.12%	-12.8%	-30.1%	-11.38%	-1.69%	-4.24%	-2.40%	-0.3%	0.6%
白银	原油现货	原油现货	申万大类科技	中证1000	中证1000	USDCNY	原油现货	恒生指数	TAMAMA科技	恒生指数	原油现货	原油现货	USDCNY	中证1000	货币基金
-34.9%	-50.14%	-35.02%	-22.3%	-17.35%	-36.87%	1.46%	-24.37%	-14.08%	-32.3%	-13.82%	-4.02%	-15.76%	-3.8%	-0.66%	0.13%

数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心，折线代表多资产组合的年度再平衡策略回报率。初始策略为沪深 300 仓位 30%，中债新综合仓位 25%，黄金仓位 10%，发达市场股指仓位 10%，中债企业债总指数仓位 25%；以每年年底进行再平衡。数据为 2012 年至 2026 年 8 月 31 日。

仅供内部参考，请勿外传

图 4：标普 500 行业中信息、能源领涨，KWEB ETF 领跌

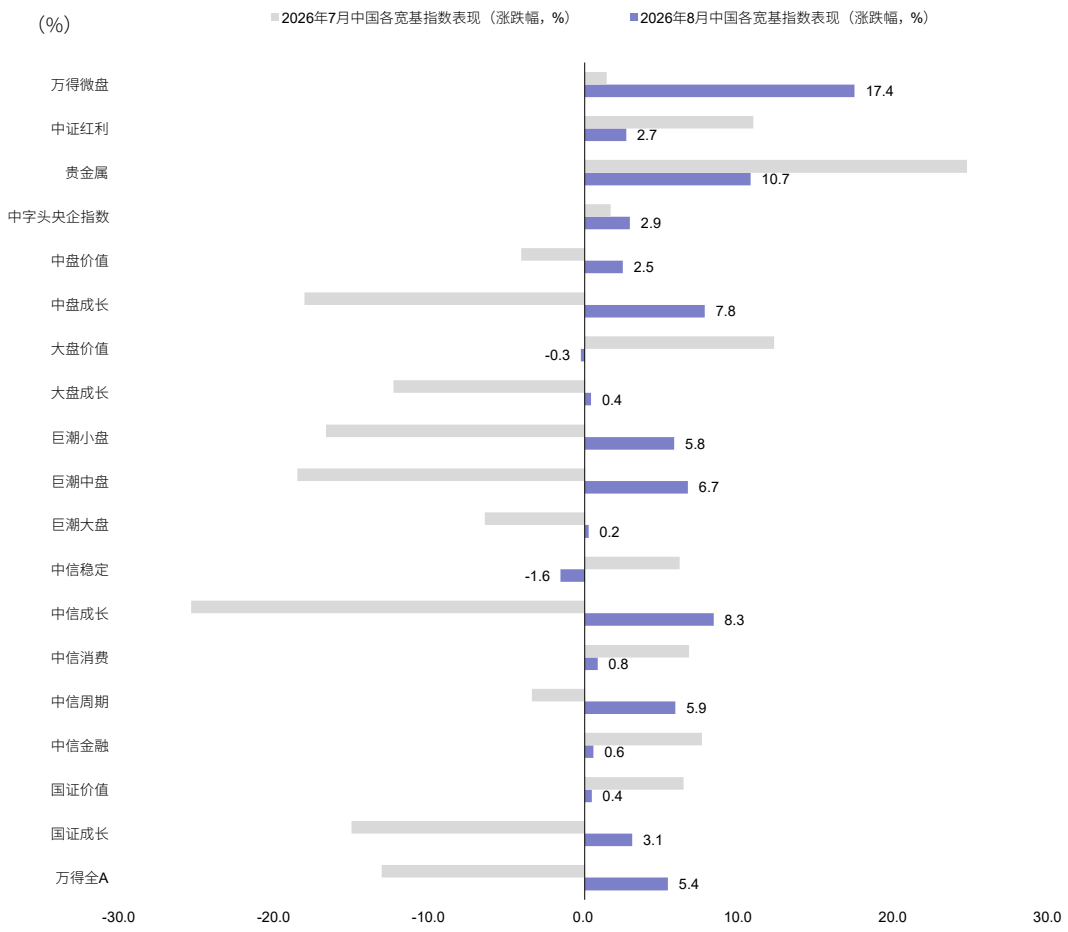


数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

注：数据区间为 2026/7/1-2026/8/31

仅供内部参考，请勿外传

图 5：8 月科技波动中有小幅修复，贵金属、周期、中盘成长以及红利风格表现较优

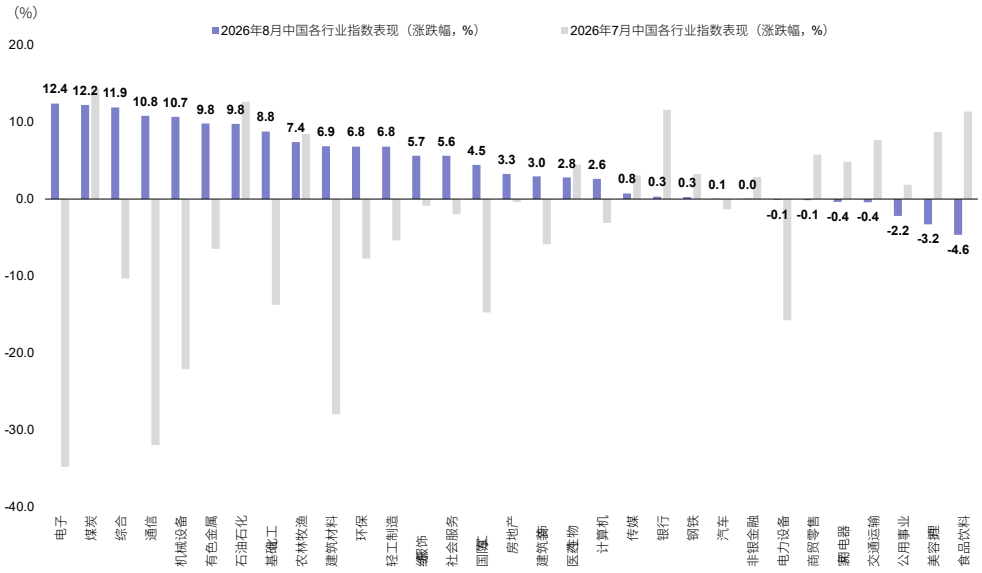


数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

注：数据区间为 2026/7/1-2026/8/31

仅供内部参考，请勿外传

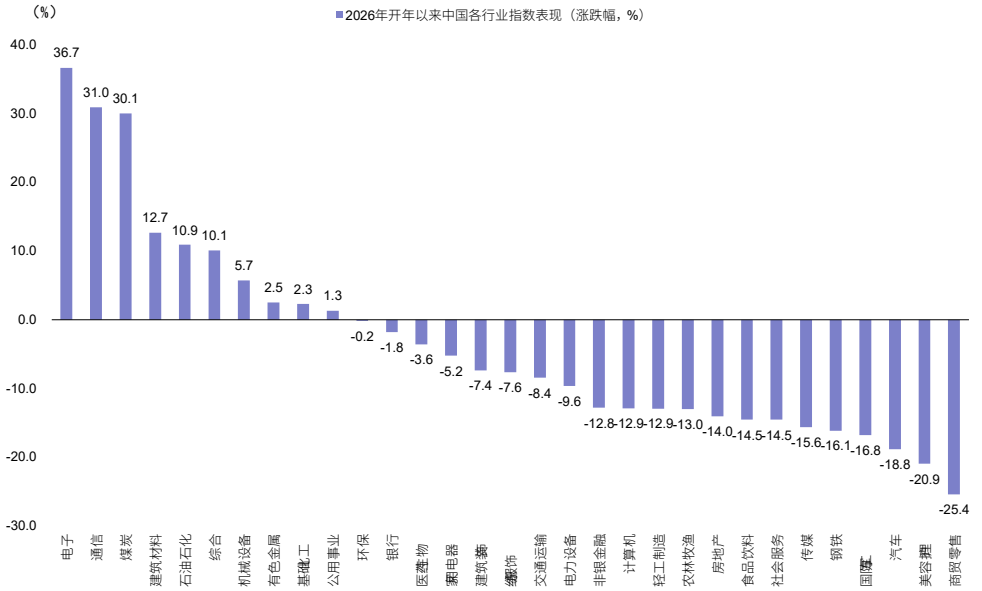
图 6：8 月行业涨多跌少，电子、煤炭、综合领涨



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

注：数据区间为 2026/7/1-2026/8/31

图 7：开年以来，通信、电子仍相对领先

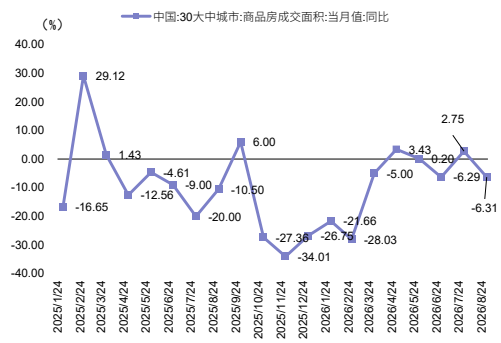


数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

注：数据区间为 2025/12/31-2026/8/31

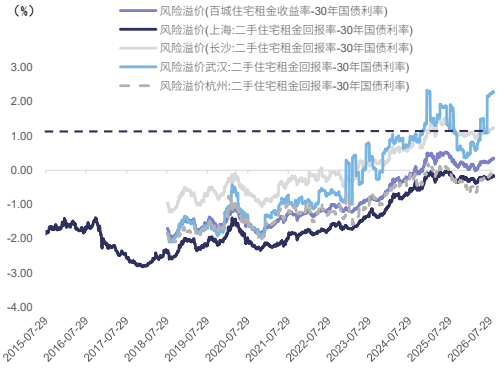
仅供内部参考，请勿外传

图 8：8 月 30 城商品房成交日均同比转负



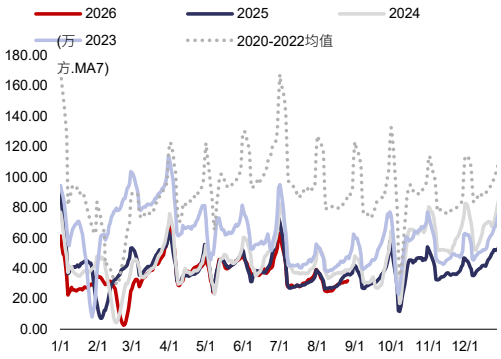
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 9：百城租金收益率高于 30 年国债利率约 34.2BP



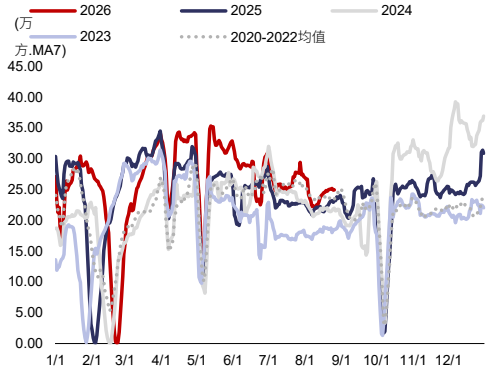
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 10：45 城新房成交面积 8 月前 26 天同比-6.1%



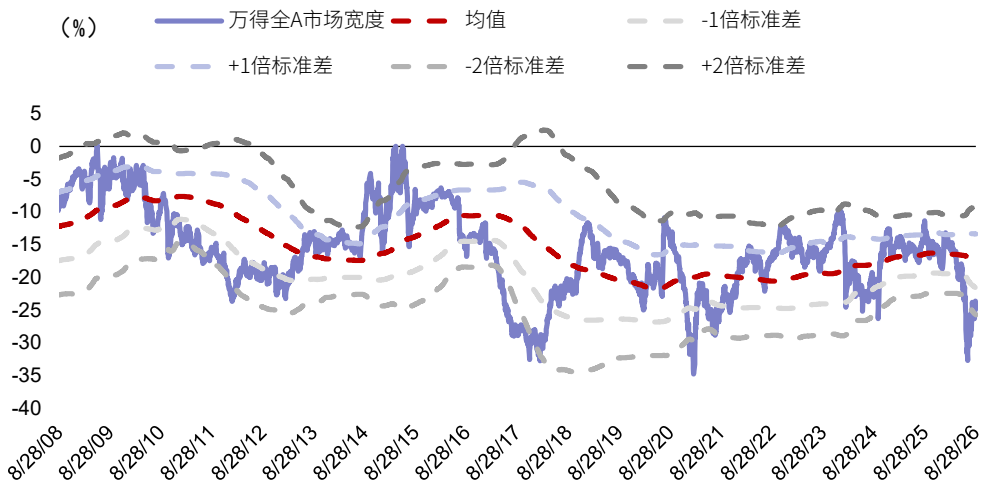
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 11：13 城二手房成交 8 月前 26 天同比为+7.7%



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

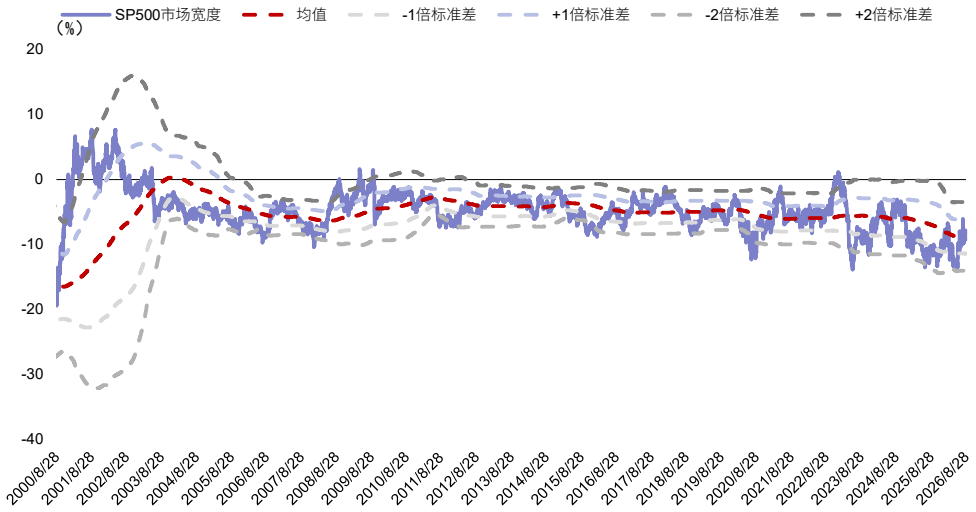
图 12：万得全 A 的“市场宽度”边际回升，处于滚动三年-1.84 倍标准差



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

图 13：标普 500 的“市场宽度”边际回落，处于滚动三年 0.145 倍标准差



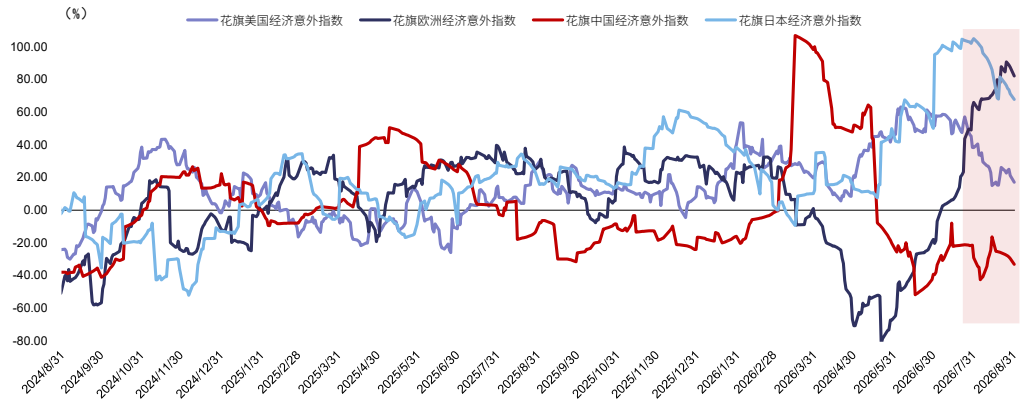
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

表 1：截至 9 月 2 日，CME Fed Watch 预计 9 月加息概率为 68.20%，较 8 月 29 日的 57%上升 11.2%

议息会议时间	(275-300)	(300-325)	(325-350)	(350-375)	(375-400)	(400-425)	(425-450)	(450-475)	(475-500)	(500-525)
2026/9/16	0.00%	0.00%	0.00%	31.80%	68.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/10/28	0.00%	0.00%	0.00%	22.60%	57.70%	19.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/12/9	0.00%	0.00%	0.00%	9.00%	36.50%	42.70%	11.90%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/1/27	0.00%	0.00%	0.00%	6.50%	28.90%	41.00%	20.40%	3.30%	0.00%	0.00%
2027/3/17	0.00%	0.00%	0.00%	4.10%	20.60%	36.50%	28.00%	9.60%	1.20%	0.00%
2027/4/28	0.00%	0.00%	0.00%	3.40%	18.00%	34.00%	29.30%	12.50%	2.60%	0.20%
2027/6/9	0.00%	0.00%	0.00%	2.80%	15.40%	31.10%	30.20%	15.50%	4.30%	0.60%
2027/7/28	0.00%	0.00%	0.00%	2.70%	15.00%	30.60%	30.20%	16.00%	4.70%	0.70%
2027/9/15	0.00%	0.00%	0.00%	2.70%	15.00%	30.60%	30.20%	16.00%	4.70%	0.70%
2027/10/27	0.00%	0.00%	0.10%	3.00%	15.30%	30.60%	29.90%	15.80%	4.60%	0.70%
2027/12/8	0.00%	0.00%	0.30%	4.00%	16.50%	30.50%	28.70%	14.90%	4.30%	0.70%

数据来源：CME，广发证券发展研究中心

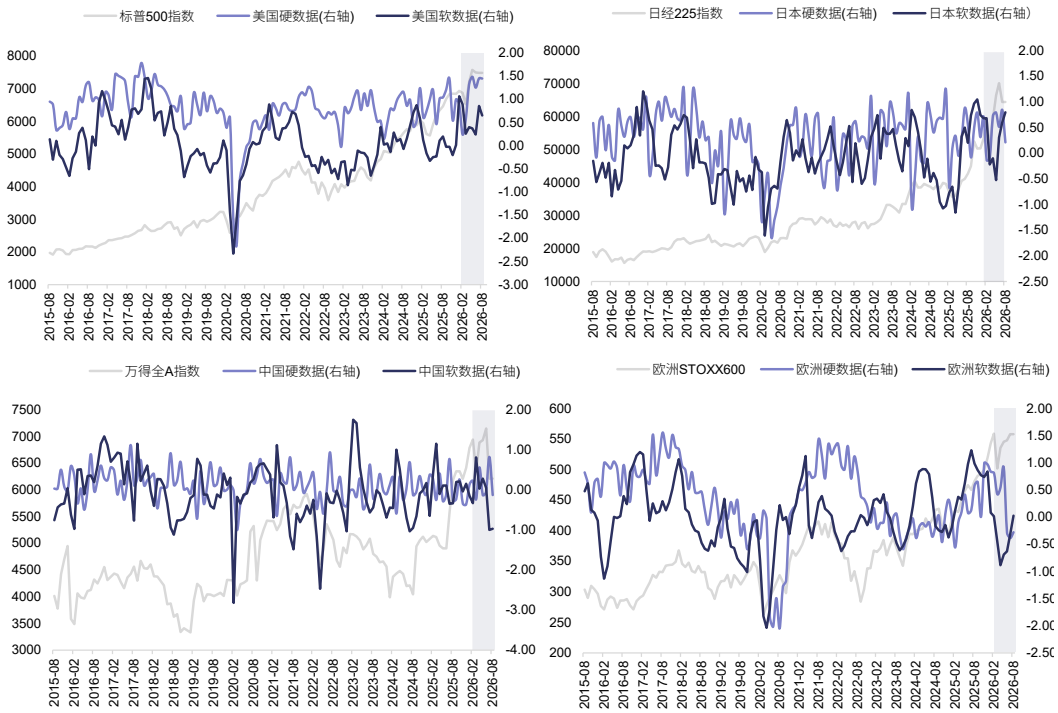
图 14：欧洲和日本维持高“正预期差”，美国预期差快速收敛，中国预期差波动较小，偏平稳



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

图 15：中美日欧“硬数据”与“软数据”指数走势



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

注：对于美国，硬数据指数合成采用 GDP、非农就业人数、零售与食品服务销售额、工业产出指数以及新建住房销售量；而软数据指数合成则包括 ISM 制造业 PMI 以及服务业 PMI、Markit 制造业 PMI 以及服务业 PMI、美国 ADP 就业人数、美国职位空缺数、CEO 经济展望指数、密歇根大学消费者信心指数以及中小企业乐观指数。对于中国，硬数据指数合成采用中国 GDP（现价当季值）、中国城镇新增就业人数（当月值）、中国社会消费品零售总额（当月值）、中国工业增加值：规模以上工业企业定基指数、中国固定资产投资完成额（当月值）、中国产销率：规模以上工业企业（当月值）、中国房地产开发投资完成额（当月值）、中国进出口金额（当月值）以及中国社会融资规模（当月值）。软数据指数合成选取更能体现企业和消费者情绪与预期的调查型指数，包括：中国 EPMI、中国制造业 PMI、中国企业经营状况指数（BCI）、中国非制造业 PMI：服务业、中国非制造业 PMI：建筑业以及中国消费者信心指数。对于欧洲，硬数据指数合成采用欧盟 27 国 GDP（现价季调值）、欧盟 27 国就业人数同比增速、欧盟商品贸易进口金额（当月值）、欧盟商品贸易出口金额（当月值）、欧盟工业生产指数、欧盟 27 国制造业产能利用率（非季调）、欧盟 27 国最终消费支出（现价）、以及欧盟 27 国工资收入指数（季调）。软数据指数合成包括花旗欧洲经济意外指数（月度均值）、欧洲 OECD 消费者信心指数（幅度调节型，季调）、欧洲四大国 OECD 综合领先指标、欧元区制造业 PMI 以及欧元区服务业 PMI。对于日本，硬数据指数合成采用日本 GDP（现价季调值）、日本工业生产指数、日本零售销售额、日本净出口（以出口与进口差额衡量）以及日本就业人数。软数据指数合成采用日本消费者信心指数、日本景气动向综合指数（领先指标）、花旗日本经济意外指数月度均值、日本制造业 PMI 以及日本服务业 PMI。

仅供内部参考，请勿外传

图 16：平减指数月度指数与季度公布值



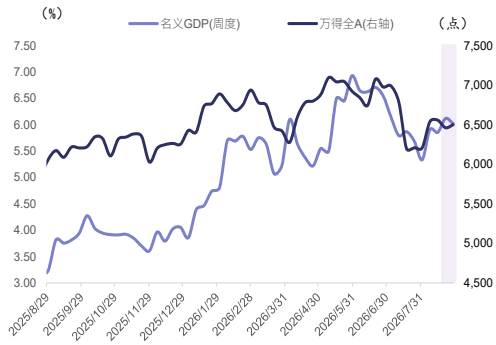
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 17：GDP 月度实际指数



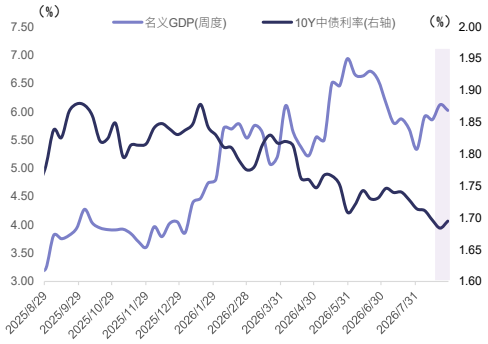
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 18：周度名义 GDP 与万得全 A



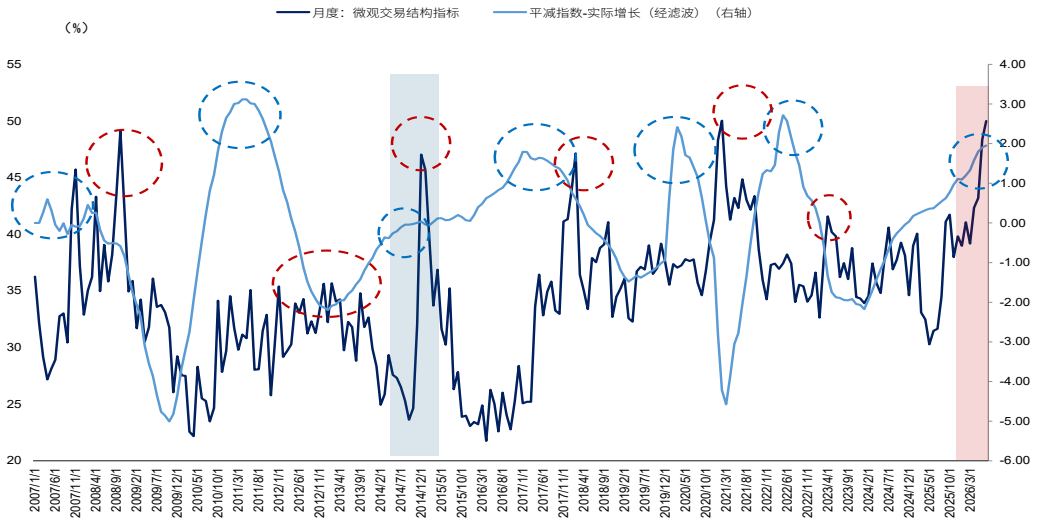
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 19：周度名义 GDP 与 10 年期国债利率



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

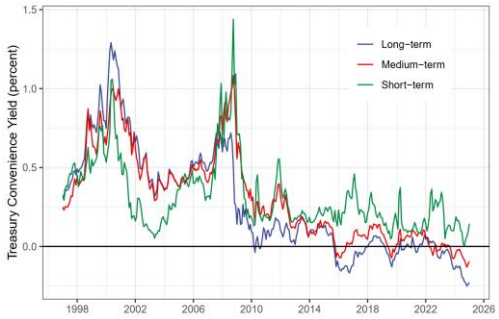
图 20：经验上来看，国内“通胀-增长”剪刀差见顶领先于股市抱团



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

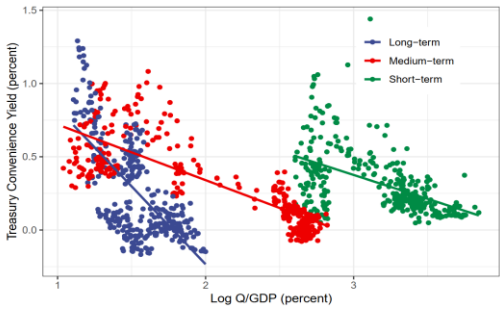
仅供内部参考，请勿外传

图 21：美债便利收益在长端显著回落



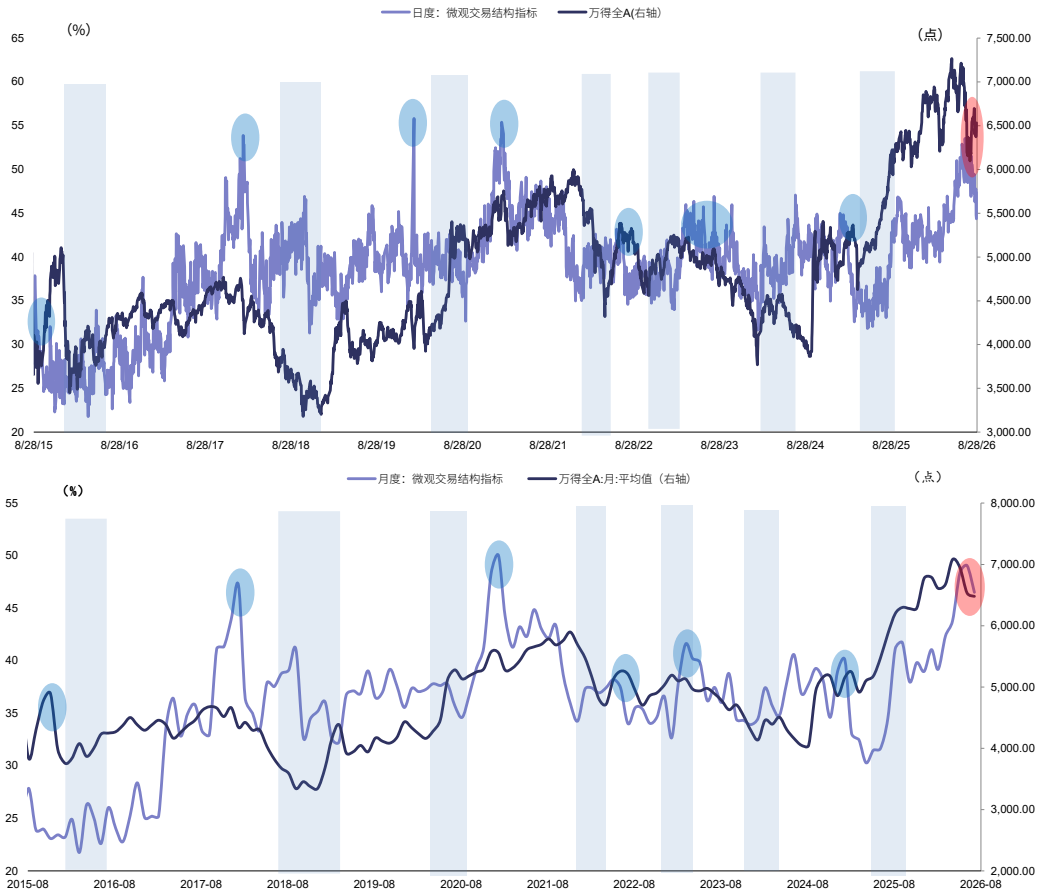
数据来源：Jiang, Z., Richmond, R. J., & Zhang, T. (2025). Convenience lost (No. w33940). National Bureau of Economic Research，广发证券发展研究中心

图 22：美国长期债务的负相关斜率比短期债务更陡峭，表明长期市场对供给更敏感。



数据来源：Jiang, Z., Richmond, R. J., & Zhang, T. (2025). Convenience lost (No. w33940). National Bureau of Economic Research.，广发证券发展研究中心

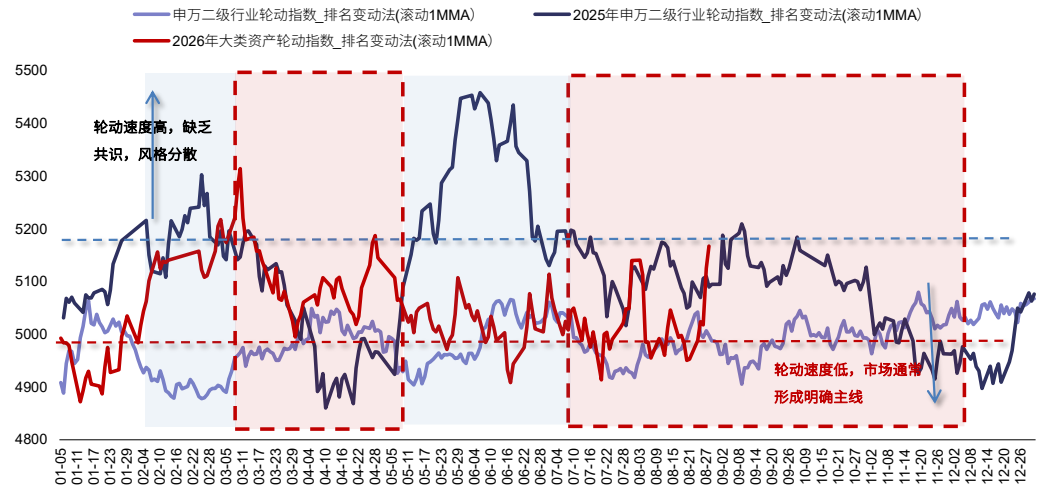
图 23：A 股成交额前 5%个股成交额占比 46.97%，三年滚动分位数为 69.7%



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

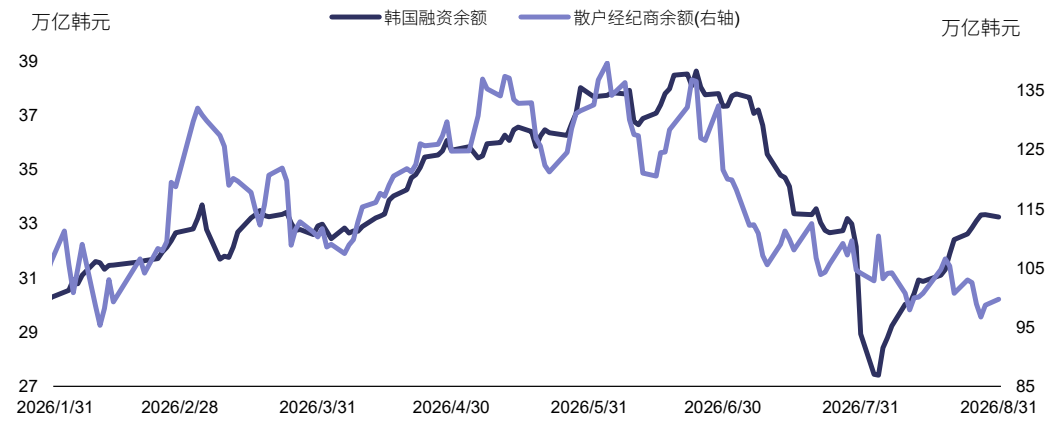
仅供内部参考，请勿外传

图 24：申万二级行业轮动速度大幅提升



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 25：韩国杠杆经历去化后的平稳阶段



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

表 2：股-赔率检测指标

			当前景气度：历史分位-2002年以来(%)													
股债胜率监测指标		历史分位描述	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07
增长	BCI	中等	32.8%	38.0%	33.8%	39.2%	40.2%	42.7%	44.8%	48.7%	37.2%	42.4%	43.7%	40.9%	28.4%	30.9%
	PMI	中等	60.0%	57.4%	62.1%	60.9%	62.1%	62.6%	56.6%	57.9%	61.3%	57.4%	56.6%	60.0%	58.3%	57.9%
	EPMI	中等	52.0%	52.0%	59.6%	66.9%	79.9%	80.5%	42.7%	58.4%	55.8%	66.3%	86.6%	65.4%	52.0%	49.1%
	工业增加值同比(原始数值)	中等	-	38.8%	39.9%	38.8%	38.3%	40.4%	41.1%	41.1%	39.7%	39.2%	39.3%	41.4%	39.7%	40.4%
	工业增加值同比(中枢调整后)	中等	-	39.8%	40.8%	39.7%	39.2%	41.2%	42.0%	42.0%	40.6%	40.0%	40.2%	42.2%	40.5%	41.1%
通胀	PPI	中等	52.5%（预测值）	53.9%	56.7%	55.8%	50.7%	40.1%	33.6%	31.3%	29.0%	27.6%	28.1%	27.2%	24.4%	21.2%
	CPI	偏低	23.8%（预测值）	21.9%	26.7%	28.6%	28.6%	26.7%	29.5%	19.0%	24.8%	23.8%	19.0%	14.3%	13.3%	17.1%
	核心CPI	中等	-	42.9%	46.4%	50.0%	53.6%	50.0%	75.0%	39.3%	53.6%	53.6%	53.6%	46.4%	42.9%	39.3%
	PPI-CPI剪刀差	中等	52.2%（预测值）	54.7%	55.2%	53.2%	47.7%	37.1%	28.6%	31.6%	26.0%	25.0%	28.1%	29.6%	27.1%	21.5%
货币	DR007	低	1.5%	2.2%	2.2%	2.2%	0.0%	0.0%	2.2%	2.6%	2.1%	1.5%	1.2%	2.3%	1.9%	2.9%
	R007	低	8.0%	8.3%	8.6%	8.6%	7.1%	7.6%	10.1%	10.2%	10.5%	9.3%	9.3%	10.1%	9.3%	10.1%
	存款准备金率（大型）	偏低	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%
	M1	偏低	-	17.3%	17.3%	20.8%	19.6%	19.9%	21.8%	19.4%	16.8%	19.4%	22.5%	24.8%	22.0%	21.1%
	M2	低	-	6.4%	7.6%	10.2%	10.2%	9.8%	11.9%	11.9%	9.8%	7.6%	8.5%	9.3%	11.0%	11.0%
	M2-M1	偏高	-	69.2%	70.3%	67.0%	68.8%	68.1%	67.0%	70.7%	72.9%	67.0%	63.0%	60.1%	65.9%	67.4%
信用	社融存量同比	低	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	4.6%	4.6%	5.8%	8.1%	8.1%	10.5%	11.6%	13.9%
	人民币贷款余额同比	低	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	M2同比-社融同比	偏高	-	70.5%	73.6%	76.6%	75.6%	73.6%	75.6%	75.6%	69.5%	62.4%	64.4%	64.4%	67.5%	65.5%
海外	10Y美债收益率	高	87.1%	85.3%	82.5%	82.8%	79.3%	77.7%	75.1%	77.0%	75.5%	74.5%	73.8%	75.0%	78.1%	80.9%
注	历史分位界定：0~15%为低位；15%~35%为偏低分位；60%~80%为偏高分位；80%~100%为高位															

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

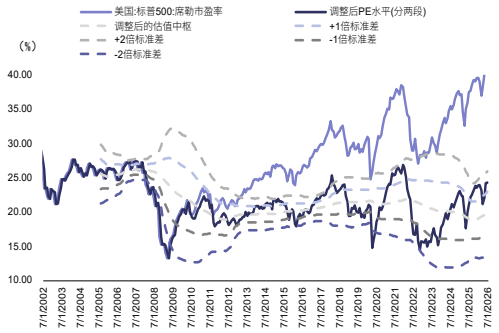
表 3：商品比价-赔率检测指标

商品比价-赔率监测指标			8月状态	历史分位（趋势调整前为2005年以来，调整后为2020年以来）										
				2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10
商品	趋势调整前	金银比	金比银略便宜	38.7%	48.9%	46.6%	27.3%	33.6%	35.4%	23.7%	4.8%	26.7%	66.7%	77.2%
		铜金比	铜比金显著便宜	5.5%	8.3%	6.7%	4.5%	2.5%	1.1%	0.1%	0.2%	2.2%	0.4%	0.3%
		铜油比	铜比油显著贵	95.2%	94.0%	98.3%	92.6%	73.5%	59.9%	98.3%	98.7%	99.8%	99.3%	98.7%
		金油比	金比油显著贵	95.9%	91.4%	97.1%	95.0%	90.4%	89.8%	99.5%	98.8%	99.1%	99.0%	99.0%
		银油比	银比油显著贵	97.7%	94.7%	98.2%	98.2%	95.7%	95.3%	99.6%	99.8%	99.9%	99.7%	99.5%
	趋势调整后	金银比	金比银显著便宜	7.1%	13.1%	9.8%	3.0%	3.8%	3.5%	1.3%	0.2%	0.1%	19.9%	39.9%
		铜金比	铜比金略便宜	25.6%	33.6%	31.1%	22.2%	15.2%	6.6%	0.6%	1.8%	13.8%	2.1%	2.3%
		铜油比	铜比油略贵	78.8%	75.1%	94.3%	70.1%	24.9%	14.5%	94.5%	95.9%	99.5%	96.2%	90.9%
		金油比	金比油贵	86.9%	76.1%	90.0%	85.4%	72.5%	70.6%	97.7%	95.4%	96.6%	96.3%	96.3%
		银油比	银比油显著贵	92.4%	80.1%	93.9%	94.1%	83.3%	81.5%	98.9%	99.6%	99.7%	99.2%	98.4%

注：A/B比价，若处于历史分位的0%~10%，则A较B显著便宜（A极具性价比）；
若处于历史分位的10%~20%，则A较B便宜（A具有性价比）；
A较B略便宜（A性价比略占优）
若处于历史分位的40%~60%，则A与B无倾向（比价无差别）；
若处于历史分位的60%~80%，则A较B略贵（B性价比略占优）；
若处于历史分位的80%~90%，则A较B贵（B具有性价比）；
若处于历史分位的90%~100%，则A较B显著贵（B极具性价比）；

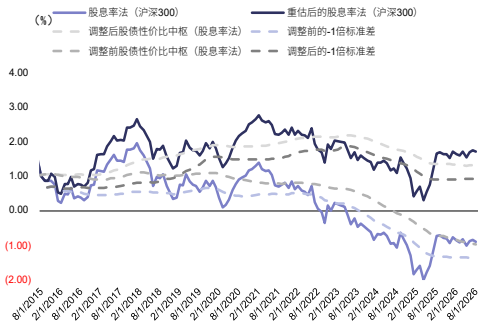
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 26：标普 500 席勒市盈率（CAPE）高位震荡



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

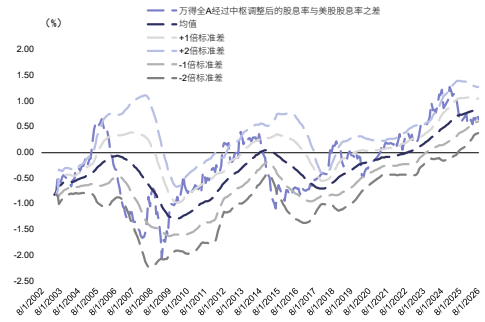
图 27：2026 年 8 月底，中枢调整后的股债性价比（股息率法）处于+0.85 倍标准差



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

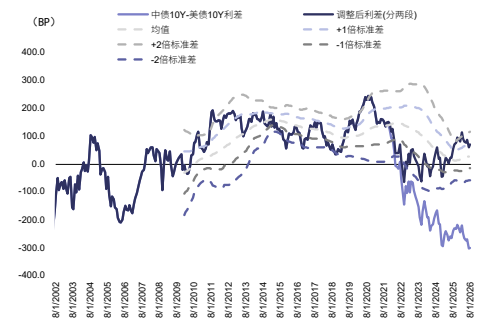
仅供内部参考，请勿外传

图 28：“A 股-美股”股息率之差回升至 0.65%



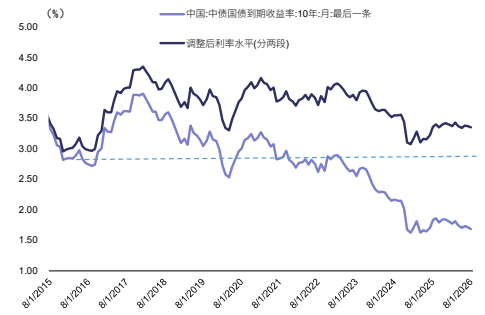
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 29：中美利差倒挂有所收窄



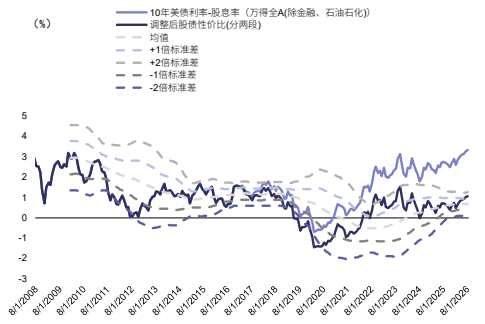
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 30：长端赔率仍有空间



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

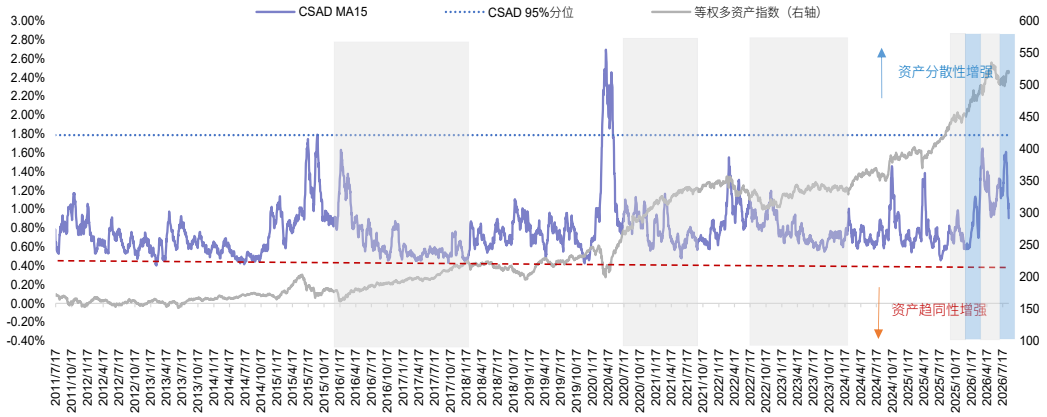
图 31：“美债-A 股”股息利差比价升至+1.21 倍标准差



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

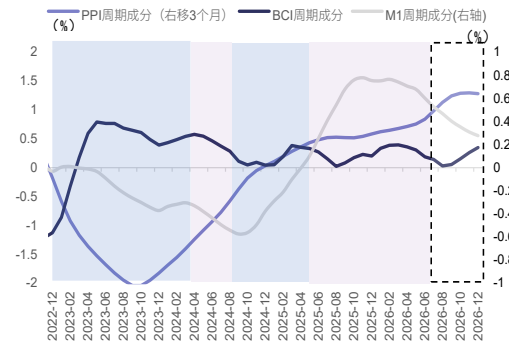
仅供内部参考，请勿外传

图 32：8月CSAD先升后降



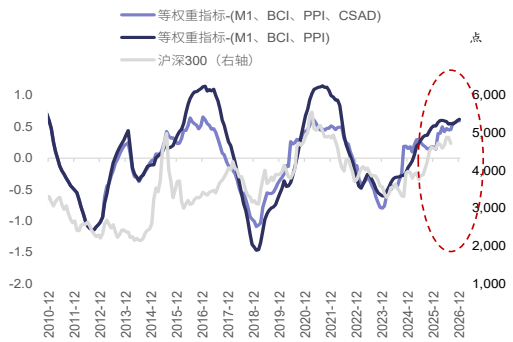
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 33：M1、BCI、PPI 周期成分



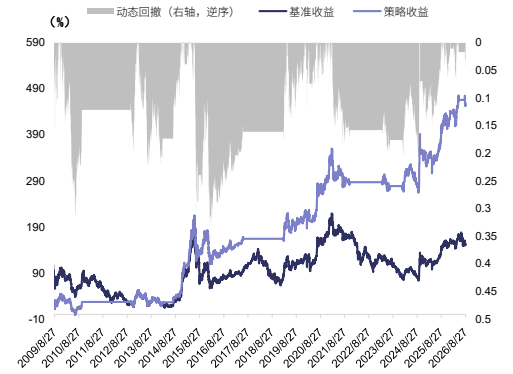
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

表 4： M1、BCI、PPI、CSAD 周期成分的近月提示



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 34：宏观三维择时策略净值（基准为沪深 300）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

表 5：宏观三维择时策略收益情况（基准为沪深 300）

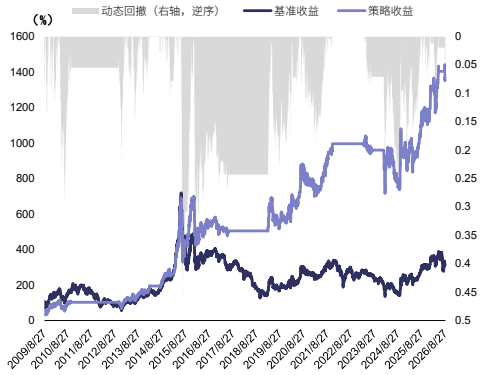
	三维择时策略
策略收益	457.01%
策略年化收益	10.21%
超额收益	120.55%
基准收益	152.56%
夏普比率	0.53
最大回撤	33.82%
月胜率	77.83%
信息比率	0.35
卡玛比率	0.30
策略波动率	17.24%
基准波动率	21.96%
最大回撤区间	2015-06-08-2016-01-28

注：回测时间为2009年1月1日-2026年8月27日

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

图 35：宏观三维择时策略净值（基准为中证 1000）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

表 6：宏观三维择时策略收益情况（基准为中证 1000）

	三维择时策略
策略收益	1359.97%
策略年化收益	16.39%
超额收益	254.28%
基准收益	312.09%
夏普比率	0.72
最大回撤	45.93%
月胜率	78.77%
信息比率	0.49
卡玛比率	0.36
策略波动率	21.48%
基准波动率	27.10%
最大回撤区间	2015-06-12-2015-07-08
注：回测时间为2009年1月1日-2026年8月27日	

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 36：截至9月2日， “万得全A P/E-名义GDP增速”处于滚动五年的+0.76倍标准差



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 37：中国巴菲特指标自 65%附近升至 67.3%



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

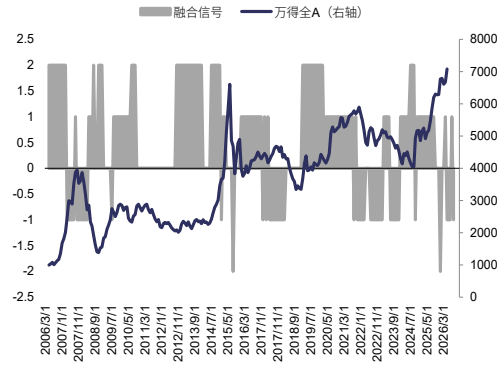
表 7：8 月 25 日美国巴菲特指标进一步抬升至 236%



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

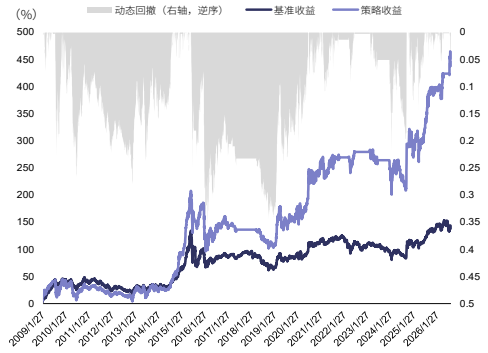
仅供内部参考，请勿外传

图 38：A 股估值偏离度与三维择时融合信号



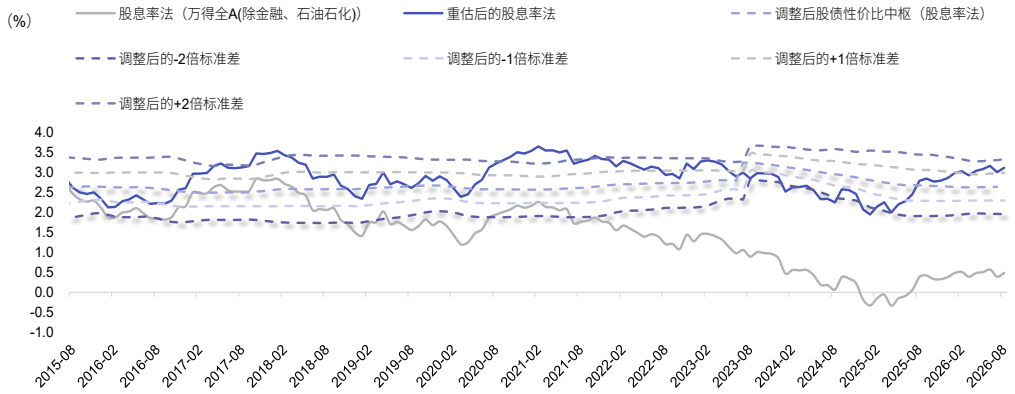
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

表 8：A 股估值偏离度与三维择时融合收益情况



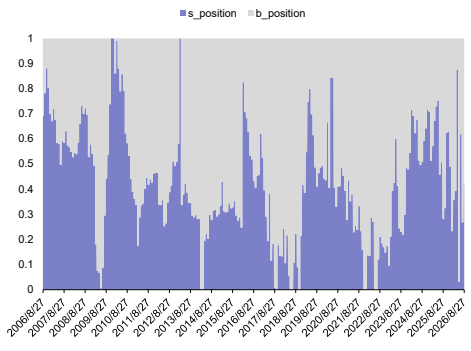
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 39：剔除长期趋势后的股债性价比



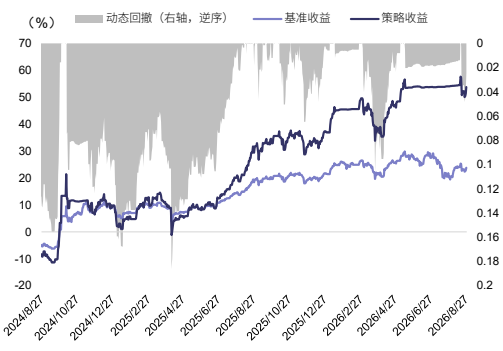
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 40：性价比策略提示国内债市具有良好对冲价值



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

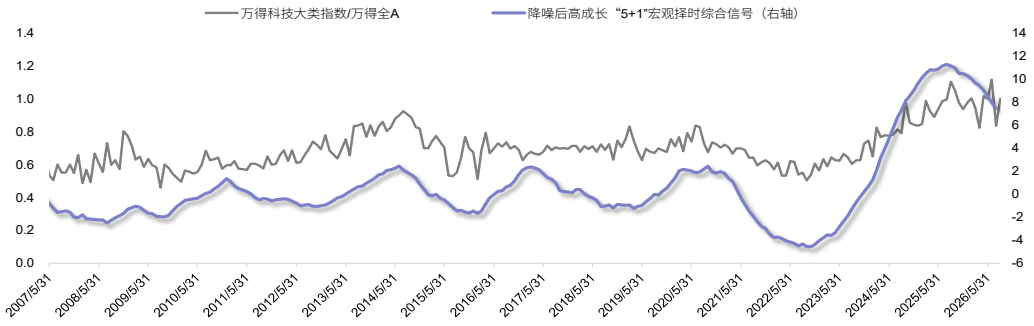
表 9：融合方案下的策略净值（截止 2026.8.31）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

图 41：降噪后的高成长“5+1”择时综合信号与万得科技相对收益



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 42：高成长“5+1”择时策略净值与基准比较



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

表 10：高成长“5+1”宏观择时综合信号的回测效果

	高成长“5+1”宏观择时综合信号_择时策略	降噪后高成长“5+1”宏观择时综合信号_择时策略
策略收益	1248.00%	795.72%
策略年化收益	13.70%	11.43%
基准收益	661.06%	661.06%
基准年化收益	10.54%	10.54%
年化超额收益	3.16%	0.89%
夏普比率	0.52	0.41
最大回撤	70%	68%
月胜率	57.61%	51.03%
信息比率	11.87%	10.97%
卡玛比率	19.69%	16.76%
策略波动率	24.45%	25.22%
基准波动率	24%	24%
最大回撤区间	2007/10/17 - 2008/10/27	2007/10/17 - 2008/10/27

注：回测时间为2006年6月1日-2026年8月27日

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

表 11：红利六维择时滚动仓位信号

信号日期	红利得分			提示时段		红利仓位	万得全A仓位
	等权重	模型加权	相关性加权			相关性加权	相关性加权
2025-11	-3.11	-0.38	-0.92	2025/12/15	2026/1/14	14.5%	85.5%
2025-12	-2.44	-0.26	-1.16	2026/1/15	2026/2/14	6.2%	93.8%
2026-01	-1.00	-0.26	-1.12	2026/2/15	2026/3/14	7.5%	92.5%
2026-02	-0.11	-0.13	-0.75	2026/3/15	2026/4/14	20.3%	79.7%
2026-03	0.33	0.09	-0.69	2026/4/15	2026/5/14	22.5%	77.5%
2026-04	0.33	0.29	0.11	2026/5/15	2026/6/14	50.1%	49.9%
2026-05	0.89	0.47	-0.04	2026/6/15	2026/7/14	45.0%	55.0%
2026-06	1.33	0.36	0.13	2026/7/15	2026/8/14	50.7%	49.3%
2026-07	1.89	0.36	0.29	2026/8/15	2026/9/14	56.1%	43.9%
2026-08	2.11	0.34	0.50	2026/9/15	2026/10/14	63.4%	36.6%

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

表 12：红利六维择时因子方向、加权后得分

各指标方向性	M1、BCI、PPI综合	10Y美债利率	10Y中债利率	股权风险溢价	红利相对全A的性价比	红利资产拥挤度	六维综合择时方向
2025-11	-1	-1	1	1	-1	1	0
2025-12	0	1	-1	-1	2	1	0
2026-01	-1	1	-1	-1	0	0	-2
2026-02	-1	-1	1	1	0	0	0
2026-03	0	1	-1	1	0	0	1
2026-04	0	1	1	-1	0	0	1
2026-05	0	1	1	-1	0	0	1
2026-06	1	-1	1	1	0	1	3
2026-07	0	1	-1	1	0	0	1
2026-08	0	0	1	1	0	0	2

加权后得分	M1、BCI、PPI综合	10Y美债利率	10Y中债利率	股权风险溢价	红利相对全A的性价比	红利资产拥挤度	六维综合择时得分（滚动36个月相关性加权）	六维综合择时得分（6MMA）
2025-10	-0.381	-0.489	0.370	-0.835	-0.688	0.000	-2.022	-1.120
2025-11	-0.344	-0.468	0.318	0.843	-0.635	0.789	0.503	-0.917
2025-12	0.000	0.448	-0.248	-0.880	0.000	0.792	0.731	-1.159
2026-01	-0.217	0.408	-0.178	-0.892	0.000	0.000	-0.879	-1.119
2026-02	-0.151	-0.388	0.097	0.900	0.000	0.000	0.119	-0.748
2026-03	0.000	0.325	-0.017	0.897	0.000	0.000	1.382	-0.686
2026-04	0.000	0.256	-0.075	-0.898	0.000	0.000	-0.572	0.114
2026-05	0.000	0.155	-0.183	-0.903	0.000	0.000	-0.932	-0.036
2026-06	0.318	-0.051	-0.272	0.901	0.000	0.768	1.753	0.130
2026-07	0.000	-0.015	0.319	0.898	0.000	0.000	1.202	0.286
2026-08	0.000	0.093	-0.383	0.898	0.000	0.000	0.640	0.498

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

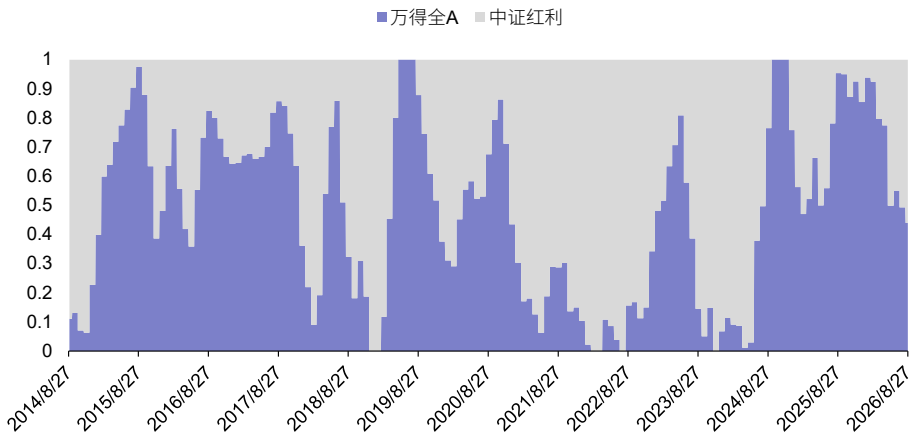
表 13：红利择时策略收益情况

	相关性加权指标_5050_滚动仓位择时策略	相关性加权指标_5050_滚动仓位择时策略-YTD	相关性加权指标_中证红利全收益指数_滚动仓位择时策略	相关性加权指标_中证红利全收益指数_滚动仓位择时策略-YTD	模型加权指标_5050_滚动仓位择时策略	等权重指标_5050_滚动仓位择时策略
策略收益	325.95%	70.18%	325.95%	70.18%	286.52%	255.69%
策略年化收益	12.84%	22.15%	12.84%	22.15%	11.93%	11.16%
超额收益	36.62%	23.99%	12.36%	30.34%	23.97%	14.09%
基准收益	211.77%	37.25%	279.11%	30.56%	211.77%	211.77%
夏普比率	0.53	1.13	0.53	1.13	0.51	0.46
最大回撤	50.40%	13.44%	50.40%	13.44%	49.08%	51.46%
月胜率	53.47%	65.63%	50.69%	62.50%	55.56%	55.56%
信息比率	43.85%	502.35%	23.48%	353.82%	49.36%	50.52%
卡玛比率	25.47%	164.80%	25.47%	164.80%	24.30%	21.68%
策略波动率	22.15%	18.74%	22.15%	18.74%	21.50%	22.13%
基准波动率	21.20%	16.63%	20.29%	15.73%	21.20%	21.20%
最大回撤区间	2015-06-12-2016-01-28	2024-05-21-2024-09-13	2015-06-12-2016-01-28	2024-05-21-2024-09-13	2015-06-12-2016-01-28	2015-06-12-2016-01-28

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

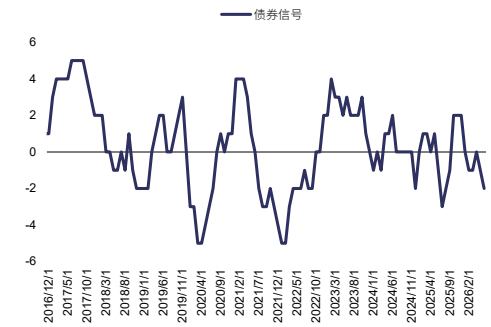
仅供内部参考，请勿外传

图 43：红利仍相对万得全 A 平配，仓位提示继续回升



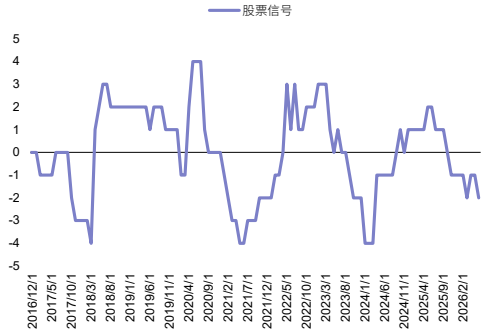
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 44：最新债券资产荒为“偏低配”



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 45：最新股市资产荒仍提示“偏低配”



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

表 14：股市资产荒显示三项中性、三项偏减配

		指标定义	择时规则	历史Z分数（使用上月Z分数作为下月仓位的择时依据）											
				2026/7/13 - 2026/8/13	2026/6/14 - 2026/7/13	2026/5/14 - 2026/6/14	2026/4/14 - 2026/5/14	2026/3/14 - 2026/4/14	2026/2/14 - 2026/3/14	2026/1/14 - 2026/2/14	2025/12/14 -2026/1/14	2025/11/14 -12/14	2025/10/14 -11/14	2025/9/14 - 10/14	2023/4/14- 5/15
股	指标一（月度）：居民提前还贷的强度	加权后的中长消费贷同比变动的滚动12个月Z分数(6mma)	若向下突破-1，则超配股市，若向上突破+1，则低配股市	标配	标配	低配	低配	低配	低配	低配	低配	标配	标配	标配	标配
股	指标二（月度）：微观交易结构恶化程度	A股成交额前5%的个股成交额占全部A股成交额比重的滚动12个月Z分数(6mma)	若向下突破-1，则超配股市，若向上突破+1，则低配股市	低配	低配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	超配	标配
股	指标三（月度）：低波的"确定性溢价"	ROE"低波动组"估值与"高波动组"估值轧差的滚动12个月Z分数(6mma)	若向上突破+1.5，则超配股市，若向下突破-1.5，则低配股市	标配	标配	标配	标配	超配	超配	超配	超配	标配	标配	标配	超配
股	指标四（季度）：安全资产占比	连续3年ROE和营收增速稳定在10%以上公司占比的滚动12个月Z分数	若向下突破-1，则超配股市，若向上突破+1，则低配股市	低配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	超配	超配	超配
股	指标五（季度）：ROIC与一般贷款利差	ROIC与一般企业贷款利率差值的滚动12个月Z分数	若向下突破-1，则超配股市，若向上突破+1，则低配股市	标配	标配	标配	低配	标配	标配	标配	标配	标配	低配	低配	标配
股	指标六（季度）：ROIC大于负债成本的行业个数	ROIC大于一般企业贷款利率的行业个数的滚动12个月Z分数	若向下突破-1，则超配股市，若向上突破+1，则低配股市	低配	低配	低配	低配	低配	低配	低配	低配	低配	标配	标配	标配
股	**根据Z分数突破阈值的个数**		**若向下突破-1，则超配股市，若向上突破+1，则低配股市**	低配	低配	低配	低配	低配	低配	低配	低配	标配	超配	超配	超配

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

表 15：债市显示四项标配，两项低配

		指标定义	择时规则	历史Z分数（使用上月Z分数作为下月仓位的择时依据）											
				2026/7/13 - 2026/8/13	2026/6/14 - 2026/7/13	2026/5/14 - 2026/6/14	2026/4/14 - 2026/5/14	2026/3/14 - 2026/4/14	2026/2/14 - 2026/3/14	2026/1/14 - 2026/2/14	2025/12/14 -2026/1/14	2025/11/14 -12/14	2025/10/14 -11/14	2025/9/14 - 10/14	2023/4/14- 5/15
股	指标一（月度）：居民提前还贷的强度	加权后的中长消费贷同比变动的滚动12个月Z分数(6mma)	若向下突破-1，则超配股市，若向上突破+1，则低配股市	标配	标配	低配	低配	低配	低配	低配	低配	标配	标配	标配	标配
股	指标二（月度）：微观交易结构恶化程度	A股成交额前5%的个股成交额占全部A股成交额比重的滚动12个月Z分数(6mma)	若向下突破-1，则超配股市，若向上突破+1，则低配股市	低配	低配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	超配	标配
股	指标三（月度）：低波的"确定性溢价"	ROE"低波动组"估值与"高波动组"估值轧差的滚动12个月Z分数(6mma)	若向上突破+1.5，则超配股市，若向下突破-1.5，则低配股市	标配	标配	标配	标配	超配	超配	超配	超配	标配	标配	标配	超配
股	指标四（季度）：安全资产占比	连续3年ROE和营收增速稳定在10%以上公司占比的滚动12个月Z分数	若向下突破-1，则超配股市，若向上突破+1，则低配股市	低配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	超配	超配	超配
股	指标五（季度）：ROIC与一般贷款利差	ROIC与一般企业贷款利率差值的滚动12个月Z分数	若向下突破-1，则超配股市，若向上突破+1，则低配股市	标配	标配	标配	低配	标配	标配	标配	标配	标配	低配	低配	标配
股	指标六（季度）：ROIC大于负债成本的行业个数	ROIC大于一般企业贷款利率的行业个数的滚动12个月Z分数	若向下突破-1，则超配股市，若向上突破+1，则低配股市	低配	低配	低配	低配	低配	低配	低配	低配	低配	标配	标配	标配
股	**根据Z分数突破阈值的个数**		**若向下突破-1，则超配股市，若向上突破+1，则低配股市**	低配	低配	低配	低配	低配	低配	低配	低配	标配	超配	超配	超配

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

图 46：黄金与实际利率的负相关性边际走弱



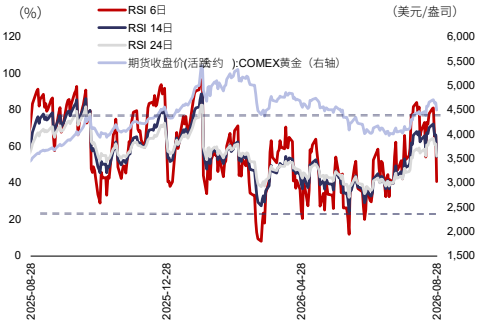
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 47：黄金与美元的负相关性回归



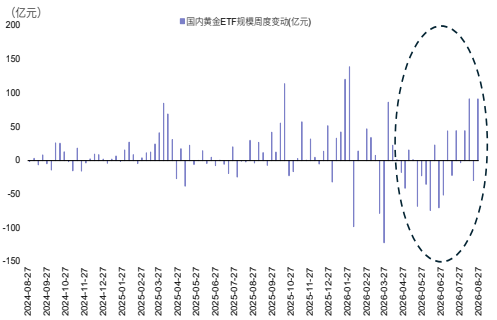
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 48：COMEX 黄金 6 日 RSI 回到中性超卖边缘



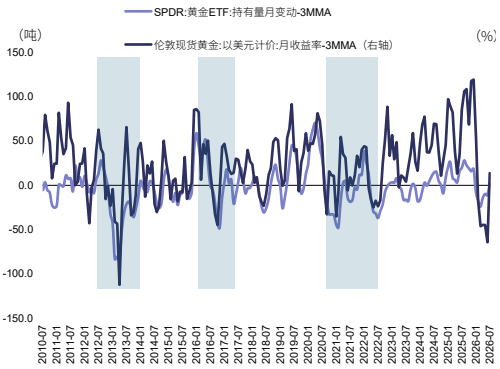
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 49：8 月国内黄金 ETF 净流入 91.82 亿元



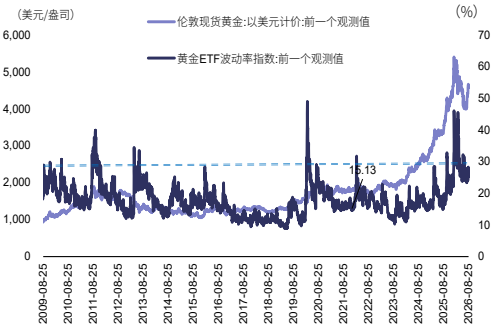
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 50：全球黄金 ETF SPDR 8 月为 4 年来最大单月流入



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

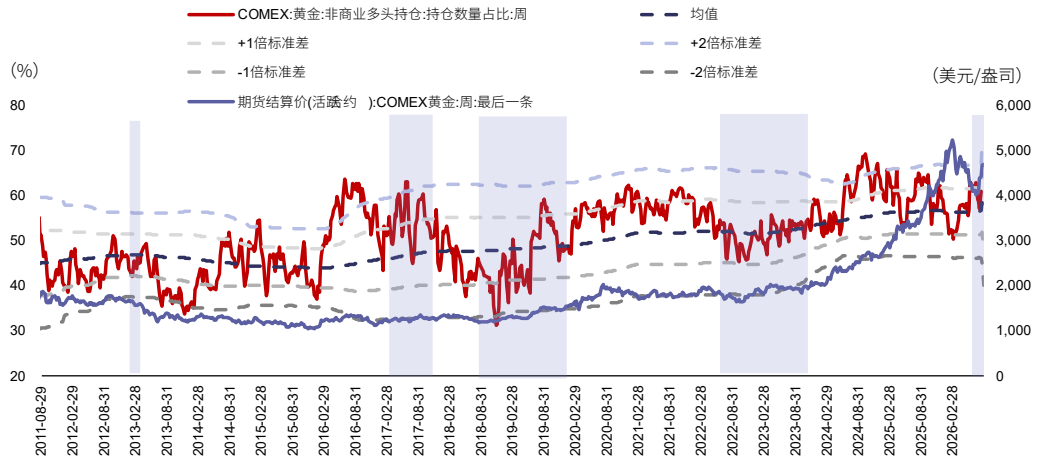
图 51：8 月以来黄金隐波并没有大幅度升高



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

图 52：机构投资者投机性仓位净多头连续增加，已至滚动五年 1.81 倍标准差



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 16：黄金的"久期-凸性"定价框架下映射的合理空间

伦敦金现		8月以来均值	4,523.07	(美元/盎司)					
最新久期	15.70								
最新凸性	628.89								
		实际利率波动BP							
		-10	-25	-50	-75	-100	-125	-150	-175
最新黄金上涨空间		4,354.39	4,548.43	4,595.54	4,664.41	4,755.03	4,867.40	5,001.53	5,157.41
		实际利率波动BP				25			
黄金空间	黄金凸性	600	700	800	900	1000	1100	1200	1300
黄金久期	3	4497.63	4499.04	4500.46	4501.87	4503.28	4504.70	4506.11	4507.52
	4	4486.32	4487.73	4489.15	4490.56	4491.98	4493.39	4494.80	4496.22
	5	4475.01	4476.43	4477.84	4479.25	4480.67	4482.08	4483.49	4484.91
	6	4463.71	4465.12	4466.53	4467.95	4469.36	4470.77	4472.19	4473.60
	7	4452.40	4453.81	4455.23	4456.64	4458.05	4459.47	4460.88	4462.29
	8	4441.09	4442.50	4443.92	4445.33	4446.74	4448.16	4449.57	4450.98
	9	4429.78	4431.20	4432.61	4434.02	4435.44	4436.85	4438.26	4439.68
	10	4418.48	4419.89	4421.30	4422.72	4424.13	4425.54	4426.96	4428.37
	11	4407.17	4408.58	4409.99	4411.41	4412.82	4414.24	4415.65	4417.06
	12	**4395.86**	**4397.27**	**4398.69**	4400.10	4401.51	4402.93	4404.34	4405.75
	13	**4384.55**	**4385.97**	**4387.38**	4388.79	4390.21	4391.62	4393.03	4394.45
	14	**4373.24**	**4374.66**	**4376.07**	4377.49	4378.90	4380.31	4381.73	4383.14
	15	4361.94	4363.35	4364.76	4366.18	4367.59	4369.00	4370.42	4371.83
	16	4350.63	4352.04	4353.46	4354.87	4356.28	4357.70	4359.11	4360.52
	17	4339.32	4340.74	4342.15	4343.56	4344.98	4346.39	4347.80	4349.22
	18	4328.01	**4329.43**	**4330.84**	**4332.25**	4333.67	4335.08	4336.49	4337.91
	19	4316.71	**4318.12**	**4319.53**	**4320.95**	4322.36	4323.77	4325.19	4326.60
	20	4305.40	**4306.81**	**4308.23**	**4309.64**	4311.05	4312.47	4313.88	4315.29
	21	4294.09	4295.50	4296.92	4298.33	4299.74	4301.16	4302.57	4303.99
		实际利率波动BP				-25			
黄金空间	黄金凸性	600	700	800	900	1000	1100	1200	1300
黄金久期	3	4565.48	4566.89	4568.30	4569.72	4571.13	4572.54	4573.96	4575.37
	4	4576.78	4578.20	4579.61	4581.02	4582.44	4583.85	4585.26	4586.68
	5	4588.09	4589.50	4590.92	4592.33	4593.74	4595.16	4596.57	4597.98
	6	4599.40	4600.81	4602.23	4603.64	4605.05	4606.47	4607.88	4609.29
	7	4610.71	4612.12	4613.53	4614.95	4616.36	4617.77	4619.19	4620.60
	8	4622.01	4623.43	4624.84	4626.25	4627.67	4629.08	4630.49	4631.91
	9	4633.32	4634.73	4636.15	4637.56	4638.98	4640.39	4641.80	4643.22
	10	4644.63	4646.04	4647.46	4648.87	4650.28	4651.70	4653.11	4654.52
	11	4655.94	4657.35	4658.76	4660.18	4661.59	4663.00	4664.42	4665.83
	12	**4667.24**	**4668.66**	**4670.07**	4671.48	4672.90	4674.31	4675.73	4677.14
	13	**4678.55**	**4679.97**	**4681.38**	4682.79	4684.21	4685.62	4687.03	4688.45
	14	**4689.86**	**4691.27**	**4692.69**	4694.10	4695.51	4696.93	4698.34	4699.75
	15	4701.17	4702.58	4703.99	4705.41	4706.82	4708.23	4709.65	4711.06
	16	4712.48	4713.89	4715.30	4716.72	4718.13	4719.54	4720.96	4722.37
	17	4723.78	4725.20	4726.61	4728.02	4729.44	4730.85	4732.26	4733.68
	18	4735.09	**4736.50**	**4737.92**	**4739.33**	4740.74	4742.16	4743.57	4744.98
	19	4746.40	**4747.81**	**4749.23**	**4750.64**	4752.05	4753.47	4754.88	4756.29
	20	4757.71	**4759.12**	**4760.53**	**4761.95**	4763.36	4764.77	4766.19	4767.60
	21	4769.01	4770.43	4771.84	4773.25	4774.67	4776.08	4777.49	4778.91

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

图 53：当前黄金走势与 70 年代对比



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 54：当前白银走势与 70 年代对比



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 55：不同时段伦敦现货黄金表现相对一致



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心注：上图是下图基于三个交易时段的拆解，将每日交易大致拆分为亚盘、欧盘、美盘后，统一对齐年初为起始点，计算各个时段上的累计收益率

风险提示

一是宏观择时策略目前选用指标仅限于宏观基本面，尚未考虑情绪、筹码等交易层面因素，择时结果可能存在偏差；二是回测模型构建基于历史数据，可能在未来有较大经济冲击或者市场改变时并没有很强的样本外超额效果；三是模型仍有待将各类参数进行敏感性分析，提高策略的稳健性。

仅供内部参考，请勿外传

广发宏观研究小组

郭 磊 ：广发证券首席经济学家 首席分析师， 2016 年加入广发证券发展研究中心。

陈礼清 ：联席首席分析师，金融学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴棋滢 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

贺骁柬 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

钟林楠 ：资深分析师，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

王 丹 ：资深分析师，经济学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈嘉荔 ：资深分析师，理学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

文永恒 ：资深分析师，经济学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



郭磊

SAC 执证号：S0260516070002
SFC CE No. BNY419
guolei@gf.com.cn



陈礼清

SAC 执证号：S0260523080003
chenliqing@gf.com.cn

请注意，陈礼清并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

仅供内部参考，请勿外传

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家 地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国藏地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国藏地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国藏地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国藏地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

仅供内部参考，请勿外传

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。