下载日志已记录，仅供内部参考

策略研究

资产配置月报

证券研究报告

流动性冲击或有限，权益商品优于债券

■ 国泰海通大类资产配置月度方案（202609）

方奕(分析师)
021-38031658
fangyi2@gtht.com
登记编号 S0880520120005

李健(分析师)
010-83939798
lijian8@gtht.com
登记编号 S0880525070013

王子翌(分析师)
021-38038293
wangziyi@gtht.com
登记编号 S0880523050004

郭佼佼(分析师)
021-38031042
guojiaojiao2@gtht.com
登记编号 S0880523070002

王鹤(分析师)
010-83939832
wanghe3@gtht.com
登记编号 S0880523020003

本报告导读：

我们认为全球宏观流动性预期波动对风险资产的冲击或相对有限，权益与商品的配置性价比高于债券。建议 9 月超配 A 股、H 股、美股、国债、黄金与工业金属。

投资要点：

- **我们构建了由“战略性资产配置（SAA）—战术性资产配置（TAA）—重大事件审议调整”构成的国泰海通大类资产配置框架，以作为投资决策的整体指引。**基于该框架，我们认为全球宏观流动性预期波动对风险资产的冲击或相对有限，权益与商品的配置性价比高于债券。**建议 9 月超配 A 股、美股、国债、黄金与工业金属。**
- **建议 2026 年 9 月权益配置权重为 45.00%：超配 A 股（10.00%）与美股（20.00%）。权益资产中，（1）不确定性预期边际收敛，推动市场风险偏好修复，建议超配 A 股。**两市成交收缩与波动收敛，表明市场抛售压力明显减小；资金流出的态势基本缓和；股市反弹宽度明显改善，价值发现功能逐步恢复。国内经济政策与资本市场政策有望保持支持性立场，为资产定价提供有利环境。**（2）美国经济韧性较强，受地缘政治冲击相对较少，企业盈利预期或仍支撑美股中枢震荡上行，建议超配美股。**AI 产业叙事动摇与地缘政治不确定性仍扰动市场情绪与全球宏观流动性预期，但美股对流动性变化相对钝化。市场微观交易结构在调整后得以稳固，美国“能源+科技”哑铃型资本市场的特性使得其进一步下行空间相对有限。
- **建议 2026 年 9 月债券配置权重为 35.00%：长久期国债（15.00%），短久期国债（12.50%），长久期美债（2.50%），短久期美债（5.00%）。债券资产中，（1）融资需求与信贷供给仍不平衡，资本市场高波动提升债券配置性价比，建议超配国债。**在经济与风险偏好修复的背景下，融资需求与信贷供给虽仍不平衡，但供需关系边际改善；近期全球资本市场波动较大，国债配置性价比相对改善。**（2）美国经济韧性尚存，投资者或反复修正宏观流动性预期，建议低配美债。**美国经济韧性尚存，地缘政治不确定性冲击或使得投资者反复修正美联储货币政策与全球宏观流动性预期；在投资者质疑美联储独立性及美国财政可持续性的背景下，沃什表态偏鹰，美债利率或高位震荡，配置性价比低于风险资产。
- **建议 2026 年 9 月商品配置权重为 20.00%：黄金（7.50%），原油（2.50%），工业金属（10.00%）。大宗商品中，（1）市场反复修正全球宏观流动性预期或阶段性冲击黄金价格，建议标配黄金。**在全球秩序加速重构、地缘政治局势趋势性恶化的背景下，黄金仍具有较高的长期战略性配置价值。市场反复修正全球宏观流动性预期或阶段性冲击黄金价格，但微观交易结构改善或为黄金阶段性提供上涨动能。**（2）地缘政治局势扰动或提振全球油价中枢，建议标配原油。**原油价格近期或受地缘政治不确定性扰动，但全球经济原油需求相对偏弱，OPEC+产量政策多变，长期看，原油中枢仍缺乏上行动能。**（3）供需不平衡或推高工业金属价格中枢。建议超配工业金属。**AI 算力扩张、军事设施更新、电力相关建筑设备以及系能源交通工具发展均对工业金属带来了新增需求，以铜为代表的工业金属在供给方面除了受到产业本身的限制，还受到关税与地缘政治不确定性的扰动，仍处于阶段性供需不平衡的情况。
- **风险提示：**分析维度存在局限性，模型设计存在主观性，历史与预期数据存在偏差，市场一致预期调整，量化模型局限性。

相关报告

雨后初霁：风险偏好修复为资产配置主线 2026.08.05
能源供应修复，风险资产具备高配置价值 2026.07.04
分歧的路口：震荡中增持权益与商品 2026.06.08
战术窗口期：风偏上行主导大类资产定价 2026.05.11
混沌索径：稳定与安全成为配置主线 2026.04.06

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 资产表现回顾与宏观跟踪 3
1.1. 国泰海通资产配置框架 5
1.2. 宏观一致预期边际变化跟踪 5
2. 战略配置：以宏观因子风险平价模型分散风险 7
3. 战术配置：BL 策略融合主被动观点增强收益 9
3.1. 从单资产宏观因子建模到多资产轮动 9
3.2. 结合 SAA 配置中枢与 TAA 增厚收益的方案表现亮眼 11
4. 重大事件审议与配置方案更新 13
4.1. 近期重大事件审议 13
4.2. 2026 年 9 月战术性大类资产配置方案 14
5. 风险提示 17

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 资产表现回顾与宏观跟踪

我们以月报的形式回顾 2026 年 8 月市场关注度高、对大类资产影响较大的事件和重要数据，并进行必要审议点评，同时基于国泰海通大类资产配置框架分析宏观经济边际变化对于大类资产预测与 TAA（战术性资产配置）的影响。**战术性配置观点反映了我们对某项资产在未来 1~3 个月内相较于其他资产风险回报比的预期。**

表1：全球主要大类资产上月表现情况汇总

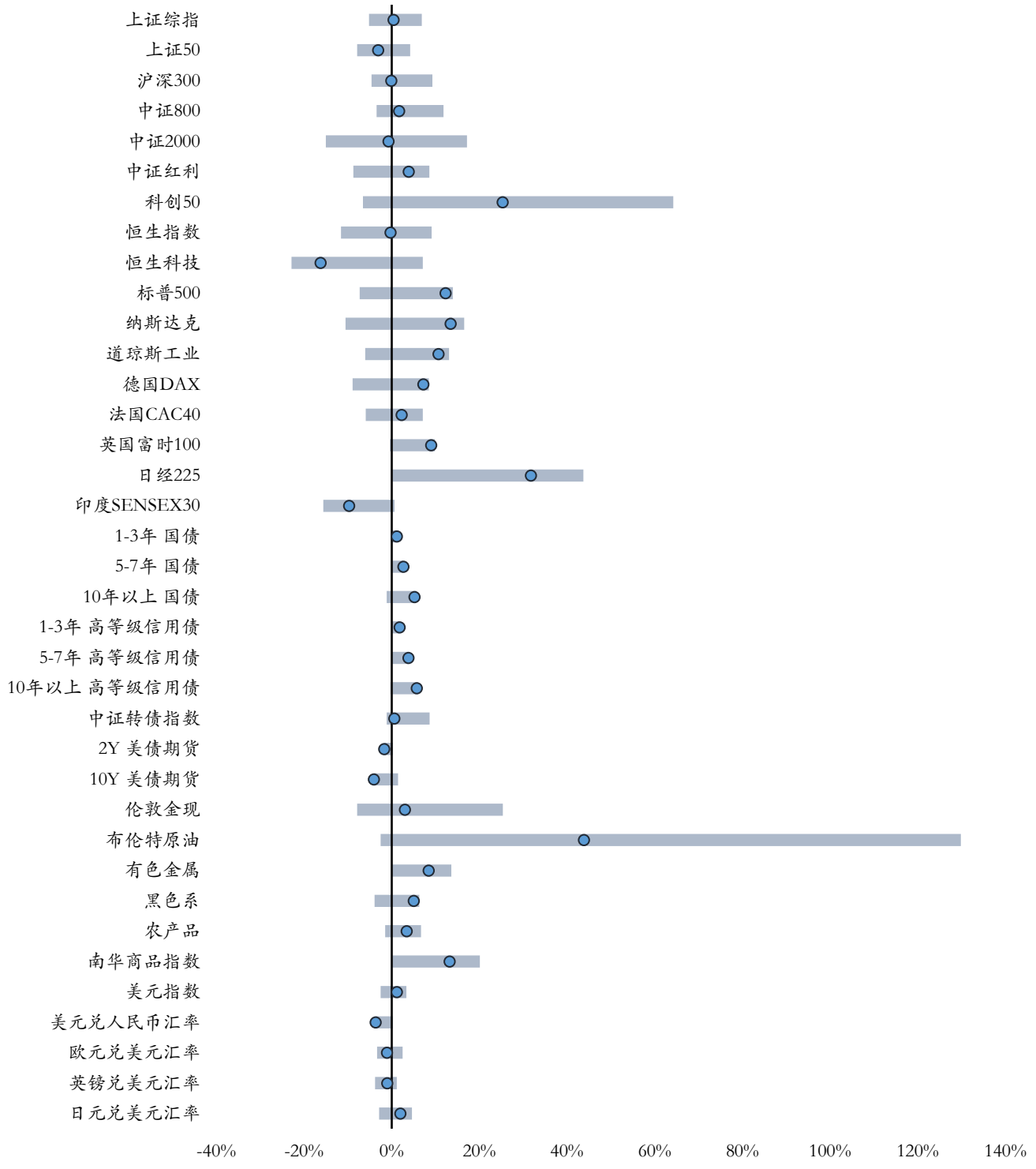
大类资产		资产标的	涨跌幅							
			年初至今	过去1周	过去1月	过去3月	过去6月	过去1年	过去3年	过去5年
权益	A股	上证综指	0.44%	2.69%	4.02%	-2.02%	-3.31%	3.33%	27.77%	12.48%
		上证50	-3.11%	2.30%	0.48%	0.54%	-2.57%	-1.33%	16.99%	-5.17%
		沪深300	-0.10%	1.36%	0.80%	-5.46%	-0.66%	2.85%	22.84%	-3.76%
		中证800	1.68%	1.82%	2.21%	-5.30%	-1.64%	5.50%	26.91%	-0.37%
		中证2000	-0.72%	4.43%	13.20%	-8.37%	-7.06%	2.53%	35.37%	29.33%
		中证红利	3.90%	1.15%	2.68%	2.50%	-3.93%	3.26%	12.99%	6.17%
		科创50	25.31%	5.12%	2.96%	-3.82%	21.32%	25.58%	78.69%	16.88%
	港股	恒生指数	-0.25%	0.19%	-1.23%	1.53%	-0.78%	1.95%	39.09%	-1.21%
		恒生科技	-16.25%	0.56%	-4.34%	-5.41%	-5.26%	-18.58%	10.54%	-30.08%
	发达市场	标普500	12.28%	0.43%	2.62%	1.40%	12.76%	18.98%	70.51%	69.95%
		纳斯达克	13.46%	1.50%	3.93%	-2.23%	17.12%	22.91%	87.89%	72.82%
		道琼斯工业	10.66%	-0.43%	1.34%	4.22%	9.66%	16.78%	53.18%	50.41%
		德国DAX	7.22%	0.58%	2.45%	4.59%	10.37%	9.86%	64.66%	65.82%
		法国CAC40	2.27%	-1.40%	-2.06%	1.85%	2.85%	8.19%	13.91%	24.76%
		英国富时100	8.99%	-0.28%	-0.40%	3.99%	3.24%	17.82%	45.50%	52.03%
		日经225	31.73%	1.20%	3.03%	-0.03%	17.83%	55.23%	103.29%	136.07%
	新兴市场	印度SENSEX30	-9.70%	-0.53%	-1.46%	2.92%	-4.09%	-3.57%	18.70%	33.72%
债券	利率债	1-3年 国债	1.19%	0.00%	0.11%	0.33%	0.84%	1.81%	7.05%	13.28%
		5-7年 国债	2.68%	-0.05%	0.26%	0.73%	1.80%	3.43%	13.23%	22.62%
		10年以上 国债	5.21%	-0.40%	0.52%	2.49%	4.12%	1.35%	23.82%	44.57%
	信用债	1-3年 高等级信用债	1.80%	0.01%	0.16%	0.42%	1.31%	2.60%	10.02%	18.21%
		5-7年 高等级信用债	3.79%	-0.03%	0.42%	0.86%	2.59%	4.61%	16.05%	28.55%
		10年以上 高等级信用债	5.69%	-0.13%	0.78%	2.24%	4.39%	3.75%	20.97%	35.10%
	可转债	中证转债指数	0.61%	1.02%	-0.96%	-1.69%	-3.87%	3.95%	21.74%	20.83%
	境外债	2Y 美债期货	-1.69%	-0.31%	-0.17%	-0.64%	-1.65%	-1.58%	0.72%	-6.83%
		10Y 美债期货	-4.06%	-0.69%	-0.30%	-1.95%	-4.65%	-4.24%	-2.87%	-19.23%
商品	贵金属	伦敦金现	2.98%	-4.39%	10.05%	-2.01%	-12.60%	29.02%	129.27%	145.08%
	原油	布伦特原油	43.86%	-2.44%	-6.32%	-3.55%	6.46%	32.92%	3.30%	24.59%
	其他	有色金属	8.42%	0.43%	3.33%	-1.99%	2.06%	23.03%	27.65%	52.34%
		黑色系	5.02%	3.17%	8.26%	1.46%	6.23%	4.76%	-12.61%	-7.98%
		农产品	3.41%	1.16%	4.57%	1.28%	0.85%	-0.87%	-9.35%	17.51%
		南华商品指数	13.18%	1.23%	7.77%	-0.37%	2.10%	18.12%	16.74%	53.80%
外汇	美元	美元指数	1.17%	0.43%	-0.37%	0.50%	0.36%	1.60%	-4.06%	7.30%
	人民币	美元兑人民币汇率	-3.69%	-0.06%	-0.52%	-0.69%	-2.89%	-5.68%	-7.66%	4.08%
	欧元	欧元兑美元汇率	-1.10%	-0.40%	0.76%	-0.38%	0.04%	-0.59%	7.14%	-1.63%
	英镑	英镑兑美元汇率	0.55%	-0.60%	0.49%	0.70%	1.44%	0.33%	6.91%	-1.50%
	日元	美元兑美元汇率	1.96%	0.40%	1.42%	0.29%	1.29%	8.62%	9.76%	45.20%

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：数据截至 2026 年 8 月 31 日

下载日志已记录，仅供内部参考

图1：2026 年以来全球主要大类资产表现范围



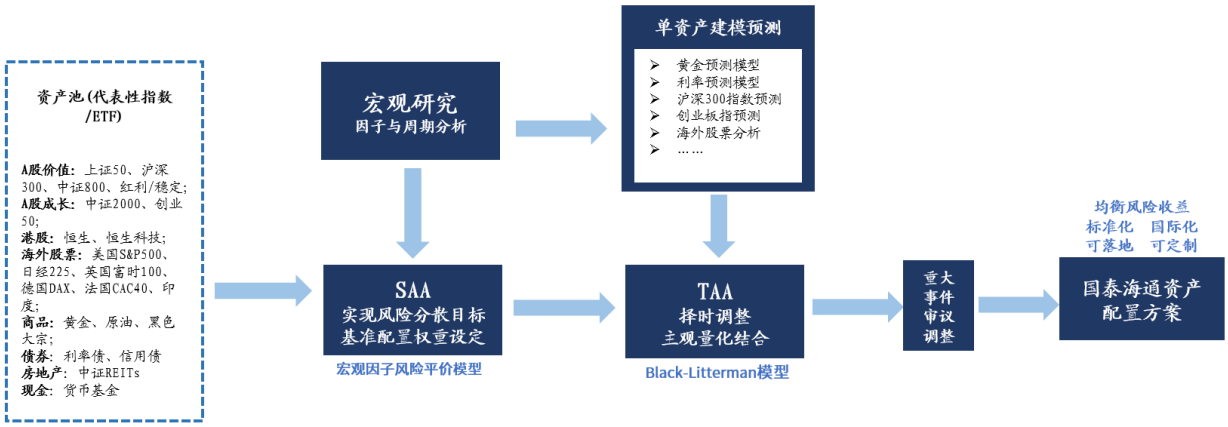
资料来源：国泰海通证券研究
注 1：数据截至 2026 年 8 月 31 日
注 2：当前资产价格在样本区间中的相对位置以深蓝色点表示

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1. 国泰海通资产配置框架

国泰海通策略团队资产配置组专注于主被动结合的大类资产配置研究，积极使用宏观分析与量化模型策略。**我们将二者的优势有机结合起来，构建了基于宏观因子风险平价的战略性资产配置框架与因子预期驱动的战术性资产配置框架，同时积极利用策略研究大势研判经验，对于影响资本市场的关键事件进行审议，把握关键投资机会。**

图2：国泰海通资产配置团队大类资产配置框架：“SAA+TAA+重大事件审议调整”



资料来源：国泰海通证券研究

1.2. 宏观一致预期边际变化跟踪

宏观一致预期变化影响资产定价与估值，我们认为以宏观分析指导资产配置，应当重视市场一致预期的变化。重要经济状态，如增长、通胀等预期的快速上升或下降，将通过估值的变化影响资产价格，进而影响资产收益。

图3：2026Q3 CN 彭博预期较上月末变化：固定资产投资下调 3.95pct，CPI 下调 0.30 pct

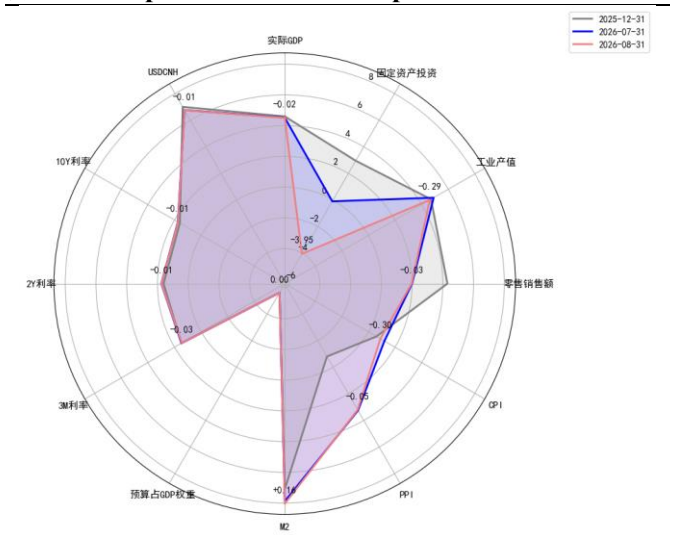
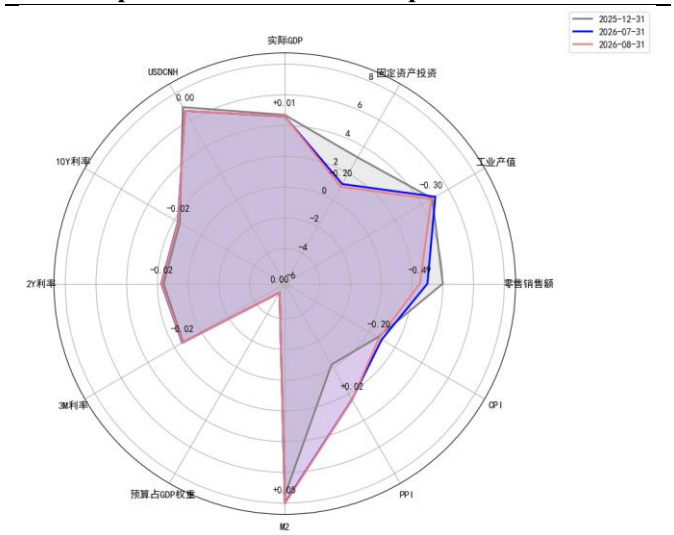
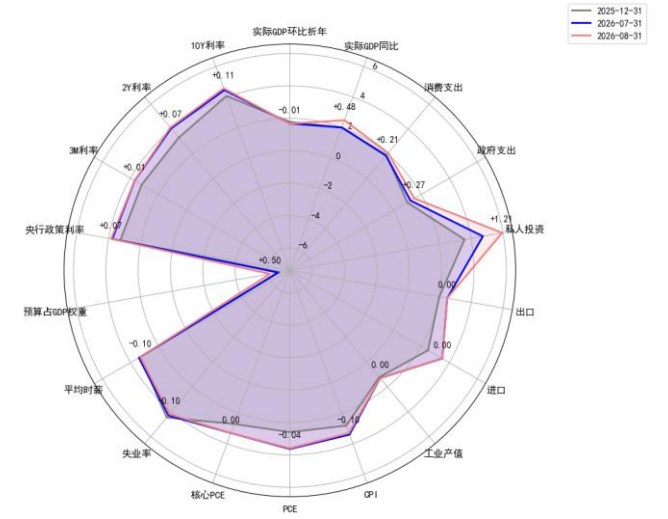


图4：2026Q4 CN 彭博预期较上月末变化：零售销售额下调 0.49pct，工业产值下调 0.30pct



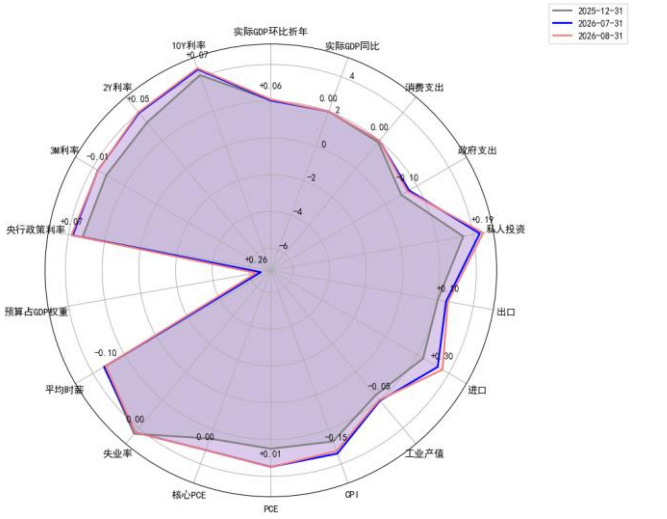
下载日志已记录，仅供内部参考

图5：2026Q3 US 彭博预期较上月末变化：预算占 GDP 比重上调 0.50 pct，私人投资上调 1.21 pct



数据来源：Bloomberg，国泰海通证券研究
注：数据截至 2026 年 8 月 31 日

图6：2026Q4 US 彭博预期较上月末变化：进口上调 0.30 pct，政策利率上调 7 bp



数据来源：Bloomberg，国泰海通证券研究
注：数据截至 2026 年 8 月 31 日

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 战略配置：以宏观因子风险平价模型分散风险

国泰海通策略团队资产配置组针对战略资产配置（SAA）环节开发了宏观因子风险平价模型。该模型可以在较好利用因子配置优势的同时，避免宏观因子构建和应用中的困难。

与部分研究中所使用的宏观因子模型不同的是，国泰海通宏观因子风险平价模型更加注重控制宏观风险，即宏观真实数据超预期或不及预期的风险。资产价格主要反映对未来信息的预期，只有超出预期的“意外”冲击才会引发价格波动。在宏观多因子模型中，收益来自对于宏观经济的风险溢价。2013 年诺贝尔经济学奖获得者，Fama-French 三因子模型的提出人，尤金·法玛（Eugene F. Fama）在 1970 年发表《有效资本市场：理论与实证研究综述》，提出了有效市场假说（EMH），将理性预期直接应用于资产定价。该理论认为在有效市场资产价格瞬时反映所有公开信息，投资者只能获得与风险匹配的正常收益，无法长期战胜市场。这也暗示着**与市场一致的宏观预期难以获得超越市场的收益**。

在因子选择环节，我们使用了真实的宏观指标构建宏观原始因子。这一方案避免了宏观因子受到交易因素和其他非宏观资产价格影响因素的干扰。在 SAA 环节，模型的目标是追求风险的分散和配置仓位的相对稳定。这避免了宏观指标因子的频率问题。SAA 本身调整频率远远低于指标发布频率，数据时滞对长期投资的影响较小。尽管宏观指标因子无法直接投资，但 SAA 环节以计算资产池内各大类资产的基准比例为目标，与直接投资因子或资产的投资手段并无冲突，与宏观分析等投资方法论也可以进行有效衔接。

因此，我们将原始宏观数据进行加工，将经过 STL 季节性处理得到的预测值作为市场预期，以真实值与预测值的差值作为宏观风险因子，再将各类因子进行标准化。

在宏观原始因子的选择上，国泰海通宏观因子风险平价模型选择了国内经济因子和海外资产溢价因子。其中控制风险暴露的国内宏观经济因子包含增长、通胀、利率、信用、汇率和流动性因子。海外资产因子包括美国、欧洲、日本、印度因子。在模型估计过程中我们采用了类似 Barra 模型的方法，这种显性因子模型的优点在于从资产特征出发构建因子更加符合经济学意义，因子风险平价模型的指向也更加明确，即**避免宏观因子的非预期部分风险暴露过于集中。**

在对因子暴露进行回归前我们首先基于主观先验信息，指定每种大类资产可能相关的宏观因子，例如，本文认为信用因子只会影响信用债、企业债类资产的价格，因此其他资产均不带入信用因子进行多元回归计算因子暴露。在每月末计算资产的因子暴露矩阵时，采用多元线性回归确定回归系数，回归窗口期为滚动过去 5 年，回归权重的半衰期为 1 年。

策略的回测效果验证了宏观因子风险平价模型的有效性。我们使用中证 800、恒生指数、标普 500、利率债、企业债、南华商品、国际原油、国际黄金八类资产作为代表性大类资产进行了月度调仓回测，并使用了同样八类资产的风险平价模型作为基准参考。

图7：宏观因子风险平价策略（SAA）：2019 年以来年化收益率 8.7%，夏普比率 1.50。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：Wind，国泰海通证券研究
注：回测时间为 2019 年 1 月 1 日至 2026 年 8 月 31 日

策略回测结果显示，宏观因子风险平价模型相较因子风险平价模型收益率显著提升，但夏普比指标有所减弱。考虑到该模型在 SAA 环节以宏观风险分散为目标，效果令人满意。

表2：宏观因子风险平价策略（SAA）：相比风险平价模型收益显著提高,2026 年以来累计收益 5.2%

	风险平价模型					宏观因子风险平价模型					
年份	年化收益	最大回撤	年化波动	夏普比率	卡玛比率	年份	年化收益	最大回撤	年化波动	夏普比率	卡玛比率
2019	9.1%	0.6%	1.5%	6.04	14.33	**2019**	15.4%	2.7%	4.7%	3.28	5.79
2020	4.7%	3.2%	2.6%	1.80	1.50	**2020**	2.2%	10.3%	8.2%	0.27	0.21
2021	6.5%	0.7%	1.5%	4.24	9.66	**2021**	3.3%	2.8%	4.6%	0.71	1.17
2022	2.6%	1.3%	1.4%	1.88	1.92	**2022**	3.0%	5.9%	5.8%	0.52	0.51
2023	6.4%	0.4%	0.8%	7.72	15.92	**2023**	6.0%	1.1%	2.4%	2.45	5.55
2024	7.4%	0.4%	1.1%	6.84	20.62	**2024**	13.5%	4.0%	6.1%	2.21	3.40
2025	3.8%	0.9%	1.1%	3.36	4.49	**2025**	19.1%	6.5%	7.5%	2.54	2.92
2026	5.0%	0.7%	1.3%	3.99	7.19	**2026**	8.1%	2.2%	4.8%	1.70	3.63
合计	5.7%	3.2%	1.5%	3.75	1.81	**合计**	8.7%	10.3%	5.8%	1.50	0.85

数据来源：Wind，国泰海通证券研究
注：回测时间为 2019 年 1 月 1 日至 2026 年 8 月 31 日

从持仓情况看，在未进行仓位限制的情况下，尽管与风险平价模型相比，宏观因子风险平价策略仓位变化波动性稍强，但各大类资产配置比例仍然相对稳定、均衡。债券类资产比例位于 40-50%，权益资产约为 50%，而商品资产配置比例小于 10%，可以基本符合主流投资需要。

根据以上模型和国泰海通策略和资产配置团队对于宏观环境和资产配置的综合分析，我们使用宏观因子风险平价 SAA 模型计算的资产比例作为参考，**设定权益、债券、商品的基准比例为 45%、45%、10%，偏离幅度上限设定为 10%。**

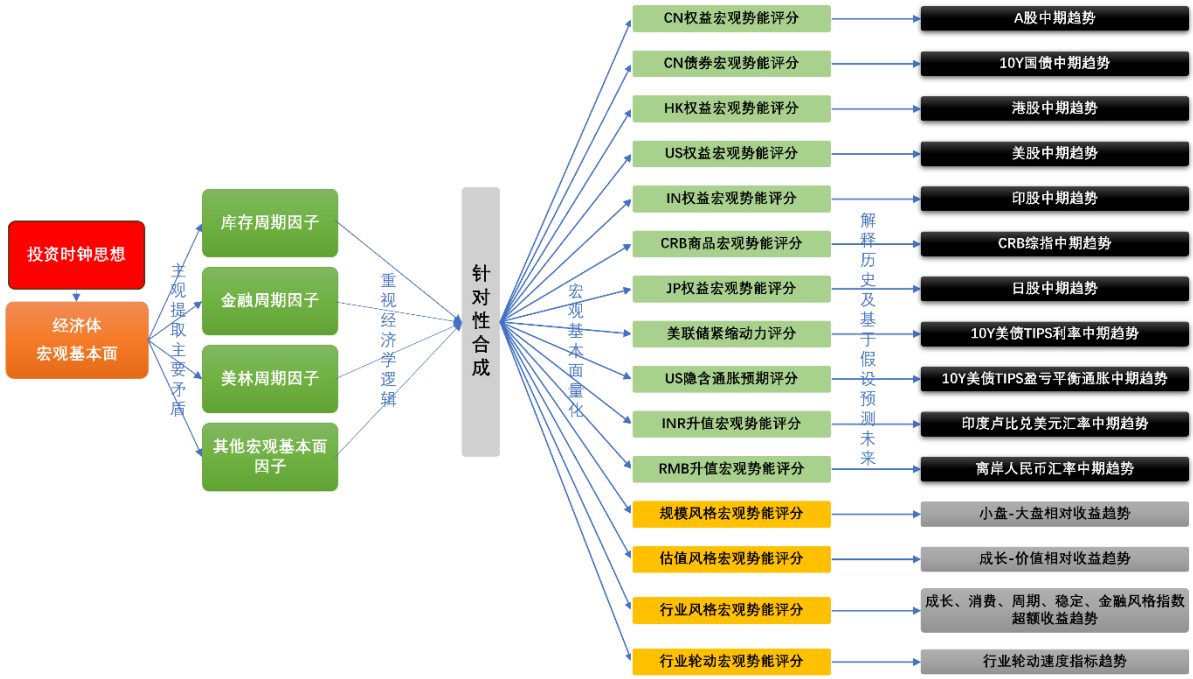
下载日志已记录，仅供内部参考

3. 战术配置：BL 策略融合主被动观点增强收益

3.1. 从单资产宏观因子建模到多资产轮动

国泰海通资产配置框架中的 TAA 方法论基于对投资时钟和周期嵌套模型的理解，而 BL 轮动策略依赖于周期方法论。我们针对单一资产定量建模：即将某个经济体的某类周期的环境压力程度进行量化，从而形成若干个具有鲜明周期特色的底层宏观因子。再将这些类似原材料的底层宏观因子进行逆序分位数处理，得到某类周期的宏观周期评分指标。最后，综合多种有关周期的宏观周期评分指标，依据相关关系和经济学逻辑合成为针对某类资产或风格宏观综合评分指标。简言之，我们为各类资产定制了专属的宏观基本面量化指标，成为我们理解资产价格表现、形成主观观点矩阵的重要依据。

图8：国泰海通宏观量化指标数据库逻辑导图



数据来源：国泰海通证券研究

参考报告：《如何以宏观友好度评分辅助权益仓位管理》、《择木而栖：A 股和港股轮动规律研究》、《美债实际利率中期向下拐点将于春季确认》、《宏观友好度视角下的中美权益资产比较》、《债市牛熊背后的周期线索：宏观友好度 B》、《国际大宗商品配置价值下半年企稳回升》、《行业风格轮动背后的周期线索指向何方》、《风格轮动研究：来自经济周期的线索》、《2024 年风格轮动展望：从小成长到大周期》、《印度权益资产配置展望：预计仍有正收益》、《印度卢比即将开启一轮升值趋势-基于 INR 升值动力评分》等

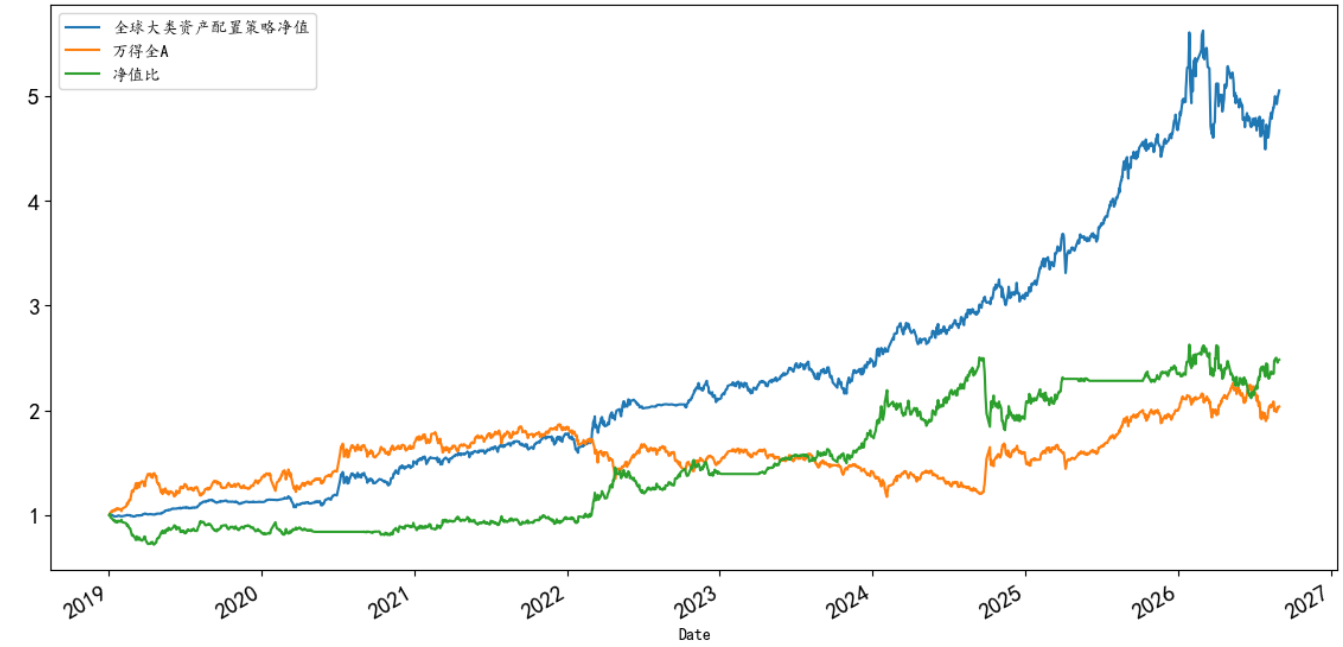
在发布于 2024 年 3 月 11 日的专题报告**《从宏观友好度评分到 BL 模型观点矩阵——主被动结合的大类资产配置新思路》**中，我们对资产宏观综合评分指标进行简单加工，形成主观观点，与量化配置模型中的 Black-Litterman 模型相结合。具体过程起始于将宏观经济指标一致预期转化为资产宏观综合评分指标预期，再转化为各大资产预期收益率，最后融入 BL 观点矩阵。在可选资产包括权益（AH 美日印德）、债券（中美）、商品、美元、黄金的情况下，**全球大类资产配置 BL 策略**（即引入包括汇率在内的资产宏观综合评分主观观点的 BL 模型策略）在五年回测期（2019/01/2-2024/02/29）内年化收益率可达 23.1%，表现显著优于其他对比策略，体现了主观与量化研究结合的有效性。

在 2023 年 12 月以来的样本外表现中，全球大类资产配置 BL 策略表现同样稳健，甚至更为亮眼。策略在 2024 年全年收益达到 24%，2025 年收益达到 52%，当前全部回测期夏普高达 1.76。通过各期持仓可以看到，该策略成功捕捉到了 2025 年第一季度黄金的历史性牛市，以及二季度 A 股的修复、创新高行情。作为一个月度调仓且以宏观经济逻辑为指导的策略，表现可谓优

下载日志已记录，仅供内部参考

秀。在新框架中，我们使用全球大类资产配置 BL 策略作为 TAA 环节使用的收益增强方法，尽管该策略持仓集中度较高，但在 SAA 环节使用宏观因子风险平价模型确立各大类资产基准比例后，该策略在 TAA 环节仅对持仓基准有限偏离可以有效解决该问题。

图9：全球大类资产配置 BL 策略（TAA）：年化收益率 23.6%，夏普比达到 1.47



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：回测时间为 2019 年 1 月 1 日至 2026 年 8 月 31 日，其中 2023 年 12 月之后为样本外运行

表3：全球大类资产配置 BL 策略（TAA）：2026 年以来收益率为 8.1%

年份	年化收益	最大回撤	年化波动	夏普比率	卡玛比率
2019	12.3%	3.3%	4.8%	2.55	3.70
2020	34.0%	9.1%	16.8%	2.02	3.74
2021	17.5%	4.9%	12.4%	1.41	3.58
2022	19.2%	10.3%	16.9%	1.13	1.86
2023	18.2%	12.4%	13.7%	1.33	1.47
2024	24.3%	7.5%	16.2%	1.50	3.23
2025	51.6%	10.2%	17.1%	3.01	5.08
2026	12.5%	20.1%	27.4%	0.46	0.62
合计	23.6%	20.1%	16.1%	1.47	1.17

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

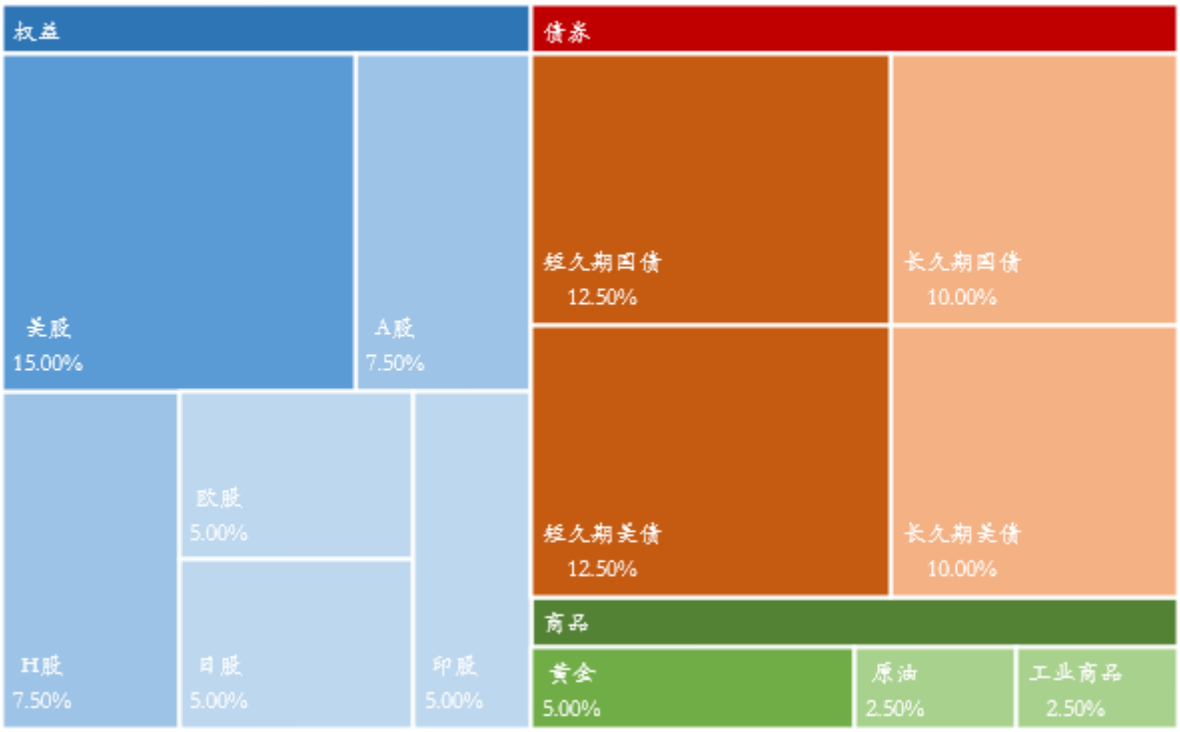
注：回测时间为 2019 年 1 月 1 日至 2026 年 8 月 31 日

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2. 结合 SAA 配置中枢与 TAA 增厚收益的方案表现亮眼

我们以 SAA 宏观因子风险平价模型确定的配置中枢+TAA 资产轮动增强收益作为资产配置方案的标准量化流程。我们将基于宏观因子风险平价模型计算出来的战略性资产配置作为组合基准，其中大类资产配置权重分别为权益 45.00%（A 股 7.50%，港股 7.50%，美股 15.00%，欧股 5.00%，日股 5.00%，印股 5.00%）、债券的权重为 45.00%（其中中国国债 22.50%，美国国债 22.50%）、商品的权重为 10.00%（其中黄金 5.00%，原油 2.50%，南华商品指数 2.50%）。

图10：结合量化模型与主动观点制定资产配置权重基准

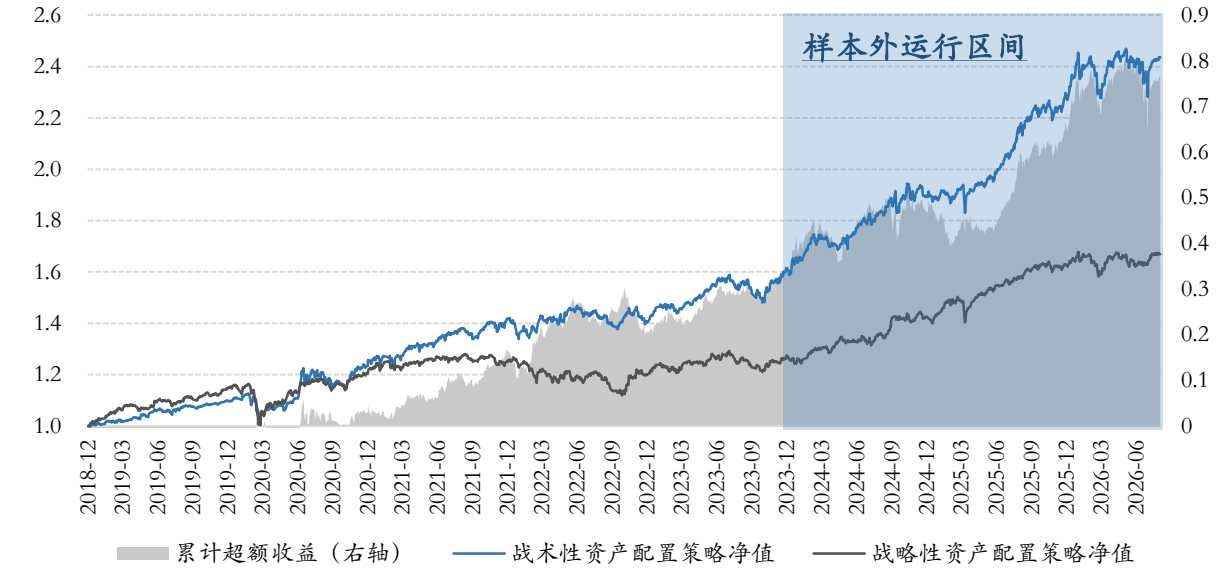


数据来源：国泰海通证券研究

我们将大类资产偏离的上下限幅度设置为±10%，内部细分资产的权重主要参考 Black-Litterman 战术性资产配置模型的运行结果，并结合主观分析设定。该策略结合 SAA 配置中枢与 TAA 增厚收益，能够有效控制波动率和最大回撤，并增强原有战略性资产配置策略的收益。2025 年，该模型实现年化收益率 21.7%，夏普比率达到 2.29，卡玛比率为 3.84，年内最大回撤为 5.6%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图11：基于 Black-Litterman 模型的战术性资产配置能够有效增厚战略性资产配置策略的收益



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：回测时间为 2019 年 1 月 1 日至 2026 年 8 月 31 日，其中 2023 年 12 月之后为样本外运行

表4：SAA 中枢+TAA 增厚：2026 年以来收益率达到 7.3%

	年化收益	最大回撤	年化波动	夏普比率	卡玛比率
2019	9.59%	2.25%	4.79%	2.00	4.26
2020	14.55%	8.53%	11.27%	1.29	1.71
2021	12.81%	3.02%	7.58%	1.69	4.24
2022	-0.82%	6.23%	8.50%	-0.10	-0.13
2023	14.84%	6.81%	7.58%	1.96	2.18
2024	17.46%	4.43%	10.49%	1.66	3.94
2025	19.95%	5.64%	9.47%	2.11	3.54
2026	11.34%	7.62%	11.76%	0.96	1.49
合计	12.35%	8.53%	9.04%	1.37	1.45

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：回测时间为 2019 年 1 月 1 日至 2026 年 8 月 31 日

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 重大事件审议与配置方案更新

4.1. 近期重大事件审议

国泰海通策略和资产配置研究团队力求量化模型与主观分析的有效结合，在实际投资流程中，重大事件审议和调整同样是关键环节，尽管它们在高度量化的资产配置框架中看似“主观”，但在实际运用中与量化策略结合，能够有效提升投资决策的准确性和适应性。主观评估与调整同样是量化投资的“安全网”，尤其在极端事件、政策变化和模型失效时不可或缺。在本节进行事件审议时，我们主要针对可能影响月线行情的重大事件进行分析。

表5：重大事件审议与对大类资产边际定性影响

8月重大事件回顾
（1）杰克逊霍尔释放偏鹰信号，美国通胀黏性推动利率预期重新上修。8月28日，美联储主席Kevin Warsh在杰克逊霍尔年会上强调，通胀仍需明确回到2%目标路径，货币政策需继续保持对通胀风险的约束。7月美国PCE同比上涨3.7%，核心PCE同比上涨3.3%，显示通胀压力仍具黏性。讲话后市场重新提高对后续加息的定价，短端美债收益率和美元走强，权益及贵金属承压。整体来看，8月全球资产定价的核心之一由“何时降息”进一步转向“高利率维持多久、是否仍需追加收紧”。 **（2）中东供给扰动延续，霍尔木兹海峡仍是全球能源与通胀定价的重要变量。**8月以来，中东局势和海运安全仍反复扰动原油及成品油供应。IEA在8月报告中指出，霍尔木兹海峡持续受限使海湾地区供给恢复受阻，全球原油供给仍明显低于去年同期。与此同时，高油价已开始抑制需求，形成“供给受限支撑价格、需求走弱限制上行”的双向约束。相较前期单纯交易供应冲击，8月油价更体现高风险溢价与需求破坏之间的反复博弈。 **（3）中国7月经济数据边际走弱，内需和投资仍偏弱，但高技术制造保持韧性。**7月中国制造业PMI降至49.2，较6月回落1.1个百分点；规模以上工业增加值同比增长4.5%，社会消费品零售总额同比增长0.6%，1—7月固定资产投资同比下降6.7%。数据表明总需求修复仍不稳固，地产和传统投资链条继续承压；但高技术制造业增加值仍保持较快增长，经济结构分化特征进一步强化。在外部高利率和能源价格扰动、内部需求修复偏缓的组合下，国内资产定价仍以“弱增长、政策预期、结构性景气”为主线。
对大类资产边际定性影响
权益
A股：7月国内PMI、消费和投资数据整体偏弱，顺周期板块盈利弹性仍受到约束；但偏弱数据也使市场对稳增长政策的预期升温，对估值形成一定支撑。结构上，高技术制造、新能源和数字产业相关领域仍保持较强增长韧性，市场更可能延续结构性分化而非全面顺周期交易。 **H股：**港股对美元利率和全球风险偏好更为敏感。8月杰克逊霍尔后美联储政策预期转鹰、美元和美债收益率上行，对港股估值形成压制；但中资科技和互联网板块的盈利改善及相对估值仍提供一定支撑。若后续美债利率维持高位，港股整体估值修复空间或受约束；若美国增长数据转弱或地缘风险缓和，H股仍具备较高的阶段性弹性。 **美股：**8月美股仍受到大型科技公司盈利和AI资本开支预期支撑，但通胀黏性与加息预期重新升温限制估值扩张。长久期成长板块、小盘股对利率上行更为敏感，市场内部轮动和波动可能加大。整体来看，美股盈利端仍有支撑，但估值端对利率变化的敏感度明显上升。
债券

下载日志已记录，仅供内部参考

国债：国内 7 月 PMI、消费和投资数据偏弱，基本面对债市仍相对友好，尤其内需修复斜率偏缓有利于压低中长期增长预期。但外部油价高位和输入性通胀风险仍可能扰动长端利率情绪，同时稳增长政策预期升温也会限制利率单边下行空间。总体来看，国内债市环境仍偏友好，但更可能表现为震荡偏强而非趋势性快速下行。 **美债：**8 月美债的核心变量由降息预期转向通胀黏性和潜在加息风险。7 月 PCE 仍处高位，杰克逊霍尔讲话进一步强化了美联储的通胀约束立场，短端利率对政策预期重新定价最为直接；长端则同时受到财政供给、能源通胀和地缘风险影响。短期美债收益率或维持高位震荡，曲线波动可能继续放大；除非后续增长和就业数据明显转弱，否则美债较难重新进入单边利率下行交易。
商品
黄金：8 月黄金仍同时受到避险需求与实际利率上行的双重影响。中东局势、能源供应不确定性以及全球财政和债务担忧为黄金提供中长期支撑；但杰克逊霍尔后加息预期升温、美债收益率和美元走强，对黄金短期形成明显压制。整体来看，黄金中期支撑仍在，但高位波动和阶段性回撤风险上升。 **原油：**8 月原油市场的核心矛盾在于海湾地区供应恢复受阻与高油价对需求的抑制并存。霍尔木兹海峡通行受限使短期供应风险仍处高位，支撑油价风险溢价；但高能源成本已开始压低全球需求预期，使油价上行空间受到约束。短期油价中枢仍可能维持高位并伴随大幅波动，若海峡通行改善或停火谈判取得进展，风险溢价回落可能带来较快调整。 **铜：**8 月铜价受国内需求偏弱、美元走强和高利率环境共同压制。中国 7 月制造业 PMI 回落至收缩区间，传统投资和地产链条仍偏弱，对铜的现实需求形成约束；但高技术制造、电网、新能源和全球能源转型需求仍提供中期支撑。短期铜价更可能跟随宏观预期和风险偏好波动，中期供需结构仍具一定支撑。
外汇
美元：8 月美元受到美联储政策预期转鹰、美债收益率上行和避险需求共同支撑。若美国通胀维持黏性、后续加息预期继续升温，美元指数仍有阶段性支撑；但若增长和就业数据明显转弱，或地缘风险缓和带动全球风险偏好修复，美元的利差和避险溢价可能回落。整体来看，美元短期偏强震荡。 **人民币：**人民币汇率主要受到美元走势、国内经济修复斜率和外部能源价格的共同影响。7 月国内 PMI、消费和投资数据偏弱，对人民币形成一定基本面约束；同时美联储政策预期转鹰、美元偏强也增加外部压力。但出口与高技术制造仍具韧性，政策稳定预期对汇率形成一定缓冲。短期人民币或维持双向波动，若美元和油价同步走强，阶段性贬值压力可能上升；若美元回落或国内稳增长政策加码，人民币仍具备修复空间。

数据来源：国泰海通证券研究

4.2. 2026 年 9 月战术性大类资产配置方案

权益方面：（1）不确定性预期边际收敛，推动市场风险偏好修复，建议超配 A 股。两市成交收缩与波动收敛，表明市场抛售压力明显减小；资金流出的态势基本缓和；股市反弹宽度明显改善，价值发现功能逐步恢复。秋天国内经济政策与资本市场政策支持性的立场，定价环境友好。**（2）美国经济韧性较强，受地缘政治冲击相对较少，企业盈利预期或仍支撑美股中枢震荡上行，建议超配美股。**AI 产业叙事动摇与地缘政治不确定性仍扰动市场情绪与全球宏观流动性预期，但美股对流动性变化相对钝化。市场微观交易结构在调整后得以稳固，美国“能源+科技”哑铃型资本市场的特性使得其进一步下行空间相对有限。

下载日志已记录，仅供内部参考

债券方面：（1）融资需求与信贷供给仍不平衡，资本市场高波动提升债券配置性价比，建议超配国债。在经济与风险偏好修复的背景下，融资需求与信贷供给虽仍不平衡，但供需关系边际改善；近期全球资本市场波动较大，国债配置性价比相对改善。**（2）美国经济韧性尚存，投资者或反复修正宏观流动性预期，建议低配美债。**美国经济韧性尚存，地缘政治不确定性冲击或使得投资者反复修正美联储货币政策与全球宏观流动性预期；在投资者质疑美联储独立性及美国财政可持续性的背景下，沃什表态偏鹰，美债利率或高位震荡，配置性价比低于风险资产。

商品方面：（1）市场反复修正全球宏观流动性预期或阶段性冲击黄金价格，建议标配黄金。在全球秩序加速重构、地缘政治局势趋势性恶化的背景下，黄金仍具有较高的长期战略性配置价值。市场反复修正全球宏观流动性预期或阶段性冲击黄金价格，但微观交易结构改善或为黄金阶段性提供上涨动能。**（2）地缘政治局势扰动或提振全球油价中枢，建议标配原油。**原油价格近期或受地缘政治不确定性扰动，但全球经济原油需求相对偏弱，OPEC+产量政策多变，长期看，原油中枢仍缺乏上行动能。**（3）供需不平衡或推高工业金属价格中枢。建议超配工业金属。**AI 算力扩张、军事设施更新、电力相关建筑设备以及新能源交通工具发展均对工业金属带来了新增需求，以铜为代表的工业金属在供给方面除了受到产业本身的限制，还受到关税与地缘政治不确定性的扰动，仍处于阶段性供需不平衡的情况。

基于发布于 **2025 年 3 月的《主动大类资产配置研究体系简析》**中所述的研究框架，根据第 3 章 TAA 模型的测算与第 4 章第 1 节的事件审议结论，我们 2026 年 9 月的战术性大类资产配置方案更新如下：

权益配置权重为 45.00%：A 股（10.00%），港股（5.00%），美股（20.00%），欧股（5.00%），日股（5.00%）。

债券配置权重为 35.00%：长久期国债（15.00%），短久期国债（12.50%），长久期美债（2.50%），短久期美债（5.00%）。

商品配置权重为 20.00%：黄金（7.50%），原油（2.50%），工业金属（10.00%）。



下载日志已记录，仅供内部参考

表6：2026 年 9 月的战术性大类资产配置观点

大类资产		配置观点	核心逻辑
权益	A股	超配	不确定性预期边际收敛，推动市场风险偏好修复。两市成交收缩与波动收敛，表明市场抛售压力明显减小；资金流出的态势基本缓和；股市反弹宽度明显改善，价值发现功能逐步恢复。国内经济政策与资本市场政策有望保持支持性立场，为资产定价提供有利环境。
	港股	标配	中国总量政策预期稳定以及资本市场制度改革提振市场风险偏好，全球资本市场去杠杆背景下，资金的再平衡行为或为港股提供流动性。
	美股	超配	AI产业叙事动摇与地缘政治不确定性仍扰动市场情绪与全球宏观流动性预期，但美股对流动性变化相对钝化。市场微观交易结构在调整后得以稳固，美国“能源+科技”哑铃型资本市场的特性使得其进一步下行空间相对有限。
	德股	标配	欧元区经济温和修复，景气度持续上行。地缘政治不确定性仍扰动市场情绪与全球宏观流动性预期，全球风险资产波动或加剧。
	印股	低配	印度在全球AI产业链中参与程度有限，AI产业发展对印度资本市场的带动作用或偏低。
	日股	标配	地缘政治不确定性仍扰动市场情绪与全球宏观流动性预期，全球风险资产波动或加剧。日本经济与全球AI、半导体与存储产业链深度相关，风险偏好修复背景下，该国宽基指数弹性更大。日本央行干预汇率冲击全球套息交易头寸，或加剧日本权益波动。
债券	国债	超配	在经济与风险偏好修复的背景下，融资需求与信贷供给虽仍不平衡，但供需关系边际改善；近期全球资本市场波动较大，国债配置性价比相对改善。
	美债	低配	美国经济韧性尚存，地缘政治不确定性冲击或使得投资者反复修正美联储货币政策与全球宏观流动性预期；在投资者质疑美联储独立性及美国财政可持续性的背景下，沃什表态偏鹰，美债利率或高位震荡，配置性价比低于风险资产。
商品	黄金	超配	在全球秩序加速重构、地缘政治局势趋势性恶化的背景下，黄金仍具有较高的长期战略性配置价值。市场反复修正全球宏观流动性预期或阶段性冲击黄金价格，但微观交易结构改善或为黄金阶段性提供上涨动能。
	原油	标配	原油价格近期或受地缘政治不确定性扰动，但全球经济原油需求相对偏弱，OPEC+产量政策多变，长期看，原油中枢仍缺乏上行动能。
	工业金属	超配	AI算力扩张、军事设施更新、电力相关建筑设备以及新能源交通工具发展均对工业金属带来了新增需求，以铜为代表的工业金属在供给方面除了受到产业本身的限制，还受到关税与地缘政治不确定性的扰动，仍处于阶段性供需不平衡的情况。
外汇	美元	标配	美国内部经济增长动能边际减弱有利于压制美元。地缘政治不确定性扰动下，美元或以震荡为主。
	人民币	标配	中国经济运行稳中向好，相较于其他主要经济体增长动能韧性较强，资本市场回报较好与景气预期改善有望支撑人民币汇率中枢稳定升值。预计在全球宏观环境愈加复杂的背景下，人民币汇率整体将呈现双向波动的态势，中枢震荡升值。

数据来源：国泰海通证券研究

注：战术性配置观点反映了我们对某项资产在未来 1~3 个月内相较于其他资产风险回报比的预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

分析维度存在局限性：研究框架基于分析师观点，分析维度或无法完全反映市场定价因素。

模型设计存在主观性：宏观因子模型的因子与权重选取基于主客观相结合，客观部分源自量化回测，而主观部分则源自经验与判断，或存在一定偏差。

历史与预期数据存在偏差：报告所采用的历史数据与预期数据或无法精准代表市场实际预期。

市场一致预期调整：报告结论均基于市场一致预期中性假设，如若超预期事件发生导致市场预期与对应宏观因子发生调整，或导致模型结论发生改变。

量化模型局限性：本结论仅从量化模型推导得出，与研究所其他研究团队的观点不重合。有关研究所其他研究团队对上述行业的观点，请参考相关已发布的研究报告。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666