下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

Macroeconomic

分子分母的互博

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 9 月大类资产表现为：原油＞美元＞纳指＞LME 铜＞日经 225＞中债＞韩国 KOSPI＞南华综合＞0＞标普 500＞全球债券＞上证综指＞恒指＞欧股＞中证 1000＞黄金＞创业板指＞科创 50。9 月排序相对 8 月几乎反转，利率冲击与分子叙事互博定价。8 月“贵金属与农产品共振”让位于 9 月“强能源、强美元、韧性纳指”。具体而言：（1）大类资产延续“高轮动、高分化”，但极端分化边际缓和。（2）原油“分子即分母”，基本免疫强美元，黄金最承压，铜介于两者之间，全国水泥价格指数累计涨约 5%。（3）全球股市欧股与新兴市场普跌，美股 AI 盈利独撑，走出极窄行情，日韩收涨。（4）全球利率走高，三大央行同月加息，美债、日债、欧债长端集体站上数十年高位；AI 相关债务的信用风险开始被定价；中债靠独立的分母环境收涨。（5）避险、加息与欧元走软共同推动美元走强，日元在日央行加息落地后回贬，人民币延续独立行情。（6）外紧内松的分母结构驱动国内权益走出哑铃形态，长久期成长估值承压，贵金属板块领跌，红利价值抗跌，微盘、医药、地产、银行逆势上涨。（7）地产“金九”整体温吞，但结构分化。30 城新房销售同比降幅扩大，租金现金流的配置价值在积累，租金利率与国债利差走扩至 36BP。

9 月我们编制的大类资产轮动指数边际回升至 128 次附近，6 月底一度低至 110 的历史低位。

布伦特原油月涨 14.4%收于 103.5 美元/桶，油价本身就是通胀再定价和央行转鹰的起因（分母收紧的源头），分母越紧，越说明油价的分子逻辑在兑现。黄金正好相反，9 月遭遇实际利率（+49bp）、美元（+2.07%）、加息预期（9 月 28 日交易员押注 12 月加息概率 94%）三重挤压，伦敦金月跌 8.5%收于 4176 美元/盎司；伦敦银月跌 10.0%。铜介于两者之间，LME 铜月涨 0.84%，AI 用铜与再通胀的分子逻辑对冲了实际利率的分母压力。9 月全国水泥价格指数累计涨约 5%（9 月 30 日报 332 元/吨），螺纹钢月跌 2.05%；南华综合微涨 0.23%，内部油强金弱相互抵消。

美股三大指数的分化来源于分子分层。纳指月涨 1.86%，AI 资本开支上修与存储涨价支撑权重（费城半导体涨 9.48%、美国科技七姐妹指数涨 3.2%），分子相对宽厚；道指月跌 4.29%，成分偏向传统行业，分子敏感于分母紧缩。标普 500 微跌 0.45%，但指数平静之下，近 80%成分股 9 月下跌，市场宽度极度窄小，标普 500 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）回落至滚动三年的-1.88 倍标准差。

欧股 STOXX 600 月跌 4.65%，分子端增长偏弱、盈利缺乏弹性，分母端欧央行 9 月 10 日加息 25BP、能源成本抬升，德国创纪录发债计划推高欧债利率。日经 225 月涨 0.67%，日央行加息落地后日元不升反贬，汇率给出口企业盈利提供了分子缓冲。韩国 KOSPI 月涨 0.26%，存储合约价上行的分子逻辑对冲了分母压力。MSCI 新兴市场跌 0.66%，分母端（强美元、高美债利率）对新兴市场的传统压制仍在。

9 月全球利率集中走高，美债曲线整体上移，10 年期月升 54bp 收于 5.29%，盘中一度突破 5.3%为 2002 年以来首次；30 年期收于 5.6%；3 年、5 年期各升 60bp；10Y-2Y 利差月中一度收窄至 20bp，月末走扩至 41bp，熊陡确认期限溢价回归。10Y 实际利率 TIPS 月升 49bp 至 2.93%。

英、德、日同步承压，英国 10 年期升 36bp 至 5.42%，30 年期升至 5.95%、1998 年以来首次逼近 6%；德国 10 年期升 26bp 至 3.59%；日本 10 年期升 11bp 至 3.06%，30 年期达 4.12%。

海外信用端，全球高收益利差走阔 42BP 至 314BP，CCC 级利差跳升超 100BP、9 月 28 日升破 2025 年 4 月关税抛售峰值（1137bp）、创近十

下载日志已记录，仅供内部参考

年新高，AI 相关债务的信用风险开始被定价。

美元指数月涨 2.07%收于 101.47，结束此前连续两个月走弱。油价破百之下，欧日的输入型通胀压力甚于美国。欧元月贬约 2.3%，日元在 9 月 18 日加息至 1.25%后回贬至 157.9。

人民币延续独立行情，在美元强势的背景下，人民币是 9 月少数对美元升值的币种。美元兑人民币月跌 0.22%至 6.71 附近，季末结汇需求（分子端的实需流）加中间价稳汇率信号，对冲了美元压力。

9 月 A 股未能延续 8 月修复，主要宽基全线收跌，万得全 A 收跌 5.3%，沪深两市成交额 9 月 29 日萎缩至 1.41 万亿元。

上证综指月跌 3.61%收于 3842 点，沪深 300 跌 5.78%，中证 500 跌 6.50%，中证 1000 跌 6.07%；科创 50 月跌 9.17%（三季度累计-30.7%，创下单季最大跌幅），创业板指月跌 8.82%（三季度累计-27.8%）。

市场呈现一定哑铃结构。一则红利价值抗跌。中证红利跌 3.9%，小于万得全 A 的-5.3%。国证成长跌 7.5%，而国证价值仅微跌 0.7%。二则微盘表现占优。中证 2000 仅跌 2.29%相对抗跌，万得微盘指数逆势上涨 1.5%，是唯一收正的风格指数。贵金属指数录得-13.9%，表现最弱。行业层面，地产、医药、银行、美护是少数正收益方向，其中地产领涨 6.3%。有色以 12.9%的跌幅垫底，电力设备、机械设备、电子、计算机跌 8%~10%，石油石化、煤炭分别跌 6.7%、7.0%。

中债分母环境独立，国内宽松取向未变，中债财富综合指数月涨 0.32%，10 年期国债收益率围绕 1.67%-1.68%窄幅波动。

8 月 28 日落地的商品住房销售制度改革满月，交易端影响有限，供给端先动。截至 2026 年 9 月 30 日，30 城商品房成交面积日均同比降幅走扩至-10.8%（7-8 月为 2.75%、-6.31%）。据广发地产数据，9 月前 26 日 45 城新房同比降 6.6%，13 城二手房同比为 1.1%。节前核心城市已有点状热度（上海出现年内首个“千人摇”新盘、认购率 361%[1]）。70 城房价指数方面，新房、二手房环比分别下跌 0.2%、0.3%（连续四个月持平）。

租金现金流的配置性价比在积累，但分子改善的广度不够，利差优势还转化不成趋势性买盘。最新百城租金收益率微降至 2.46%，同期 30 年期国债收益率月末约 2.10%，平均租金回报率与国债利差至 36BP，与 8 月 34BP 相当，均较 7 月的 27BP 进一步走扩。

10 月以来国庆假期期间，各资产分歧定价的格局边际收敛，权益上美日股市相对偏强；但美债曲线熊陡，利率水平未明显下降。具体而言：一则分母紧缩交易有所缓和。非农弱于预期后，CME 口径下市场预期 10 月 FOMC 加息概率自约 64%降至 21.6%，“加息暂缓”成为跨资产的共同线索；二则在加息预期弱化背景下，海外权益分子端定价权接棒。美股三大指同涨、半导体领涨、纳指创历史新高，日经 225 破 7 万点。三则海外长端利率“赶顶”的二阶速度呈现一定放缓，但水平未降。名义增长预期抬升、长债供给增加仍是影响期限溢价的两大线索。四是避险升温与法国财政担忧驱动“弱欧元、强美元”，欧债风险可能是全球权益市场的一个隐性约束因素。五是港股相对偏弱。分母端受美元约束，而分子端待新线索催化。

美国 9 月非农新增就业 2.9 万人，远低于市场预期 9 万人；失业率上行至 4.2%。

ISM 制造业 PMI 录得 54.5，虽略低于预期的 55，但已连续 9 个月处于扩张区间。ISM 制造业支付价格指数从 71.1 大幅跳升至 77.9，企业原材料与投入成本的压力重新上行，通胀仍具有风险。简单来讲，弱非农改变的只是加息的节奏定价，并不改变通胀约束本身。

资产端的定价线索与宏观面一致。美股三大指数小幅收涨，纳指相对偏强，半导体领涨，光通信、存储芯片等 AI 算力链条上涨明显；利率端，海外长端利率“赶顶”的二阶速度呈现一定放缓，但水平未降。

法国政府 10 月 1 日公布 2027 年预算草案，拟通过 430 亿欧元的新增财政调整，将公共赤字控制在国内生产总值（GDP）的 5%；与此同时，法国债务利息支出预计升至 910 亿欧元以上。法德利差走阔由此成为压制欧元、被动抬升美元的新变量。

商品端，黄金假期冲高回落后转入震荡，非农走弱带来的利好，被高位的美债利率与强势美元大体抵消，且避险资金优先配置美元。油价受欧洲释放储备消息影响而回落至 91.42 美元/桶；但中东霍尔木兹海峡的地缘扰动未解，油价“上有顶、下有底”，短期大概率维持区间震荡。

下载日志已记录，仅供内部参考

从资产表现背后的宏观交易主线来看，2026 年 9 月以来围绕五条核心线索：一是权益分子分母互博。我们曾在周报指出，8 月中旬至 9 月中旬为“分母端定价”占上风，全球科技股集体调整；9 月中旬后切换为“分子端定价”，9 月最后一周两种力量重回博弈。二是地缘“薛定谔”互博，约束风偏广谱上行。美元受益于利率和避险。黄金在“加息、高实际利率、强美元”组合下震荡收跌 8.5%。三是 AI 企业债与长久期国债互博，五大云厂商已占美元投资级债券发行的 12.9%，“反向挤出”美债买盘。9 月彭博全球国债指数收益率自 2007 年以来首次升破 4%，久期供给过剩之下，权益估值利空难快速出尽。四是分子内部“分化事实”与市场筹码“极窄交易”的互博。假期美股日股偏强的背景之一是美光营收、利润、指引三项全超预期，日本推进约 1400 亿美元 AI 数据中心投资计划等。但美股宽度极端收窄，我们编制的标普 500 市场宽度降至滚动三年-1.88 倍标准差的极致位。五是国内资产呈现外围扰动与内需预期差的互博，市场宽度有所改善。A 股与全球的同步性表现在科技板块的调整时点与海外利率抬升同步；独立性在于国内货币续松、财政加力、人民币逆势稳中有升，全 A 市场宽度回归-1.02 倍标准差。

在前期报告《资产定价环境：有利条件与约束因素》中，我们指出，8 月中旬-9 月中旬是“分母端定价”，美联储加息预期抬头叠加美债危机升温，全球科技股调整；9 月中旬后转为“分子端定价”，美联储加息靴子落地，AI 端侧叙事形成，全球科技股反弹。9 月最后一周分子分母均有新的变化，分母端主要是美联储 10 月加息担忧再起、分子端 AI 新叙事延续（Meta 上线个人 AI 智能体 Muse），市场处于两种力量的定价博弈状态。

9 月美伊围绕霍尔木兹海峡的冲突进入第七个月，冲突形态由交火升级为 “通行量断供＋成品油紧缺” 的复合冲击；油价上行直接推升全球通胀预期，叠加油价对欧日成品油库存的定向冲击，美元指数 9 月走强约 2.07%，创 3 月以来最佳月度表现。

伦敦金月跌 8.5%收于 4176 美元/盎司，9 月 28 日单日跌 3.94%至 4115 美元、创七周新低；伦敦银月跌 10.0%。

黄金的支撑是央行购金这类慢变量（世界黄金协会预计 2026 年全年购金约 850 吨），主要决定其下限。

[2]Du, Keerati & Schreger (2026)研究指出，美元的便利始终强劲，尤其是在避险环境中；美债的便利却大幅下降并转负，中长端最显著。

[3]Jiang, Richmond & Zhang, T (2025)研究指出，美债便利收益的长期趋势衰减，但在极端危机时仍具有“避险弹簧”。

9 月托住长端债券的力量已从货币政策预期切换到久期供给。AI 企业债“反向挤出”美债买盘在 9 月更明显。沃什将国债收益率上行与 AI 资本竞争相关联。据富时罗素（FTSE Russell，2026）[4]，AI 相关供给可能逐步改写投资级指数的板块与发行人权重。截至 2026 年 8 月末，五大云厂商（AMZN/GOOGL/META/MSFT/ORCL）已占美元投资级债券发行的 12.9%（2024 年仅 1.7%），在工业板块内占比更高达 23.6%。

此外，不仅在美国，“长久期”抛压在发达国家债券中出现蔓延。彭博全球国债指数收益率自 2007 年以来首次升破 4%，美国 30 年期 5.6%、英国 30 年期 5.95%、日本 10 年期 3.06%、德国 10 年期 3.59%，均创下数十年的新高。

日本央行副行长首次把“AI 企业大量发债推高长端利率”纳入政策框架[5]。

从美国股债性价比来看，当前标普 500 远期 PE 对应远期盈利收益率约 5.2%，与 10 年期美债收益率 5.29%趋于相当。盈利的“窄”特征在内外企业端均有验证。假期美股日股偏强，而港股偏弱的背景之一是美光营收、利润、指引三项全超预期，OpenAI 年化收入近 700 亿美元。日本约推进 1400 亿美元 AI 数据中心投资计划。

国内 1-8 月工业企业利润累计同比增长 15.7%中，“AI+有色”利润同比+97.1%、“能源和石化”+44.3%，两块合计贡献主要增量，扣除后其他行业利润同比为-9.9%，电子行业对全部工企利润增长的贡献率高达 62.0%。

但广度问题正在累积，美股宽度极端收窄。 AI 叙事由“8 月的普涨修复”退化为“9 月的极少数公司支撑”。我们编制的标普 500 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）继续回落至滚动三年的-1.88 倍标准差。

当全球分母系统性上行时，中国资产的分子与分母均既有独立性，也有同步性。独立性体现在：一则，分母上，与海外加息周期的方向相反，国内

下载日志已记录，仅供内部参考

货币续松、财政加力，人民币逆势稳中有升。在海外债市抛售潮中，中国债市继续免疫，10 年期国债收益率稳定在 1.68%，中债财富综合指数月涨 0.32%；政策端，9 月 28 日国常会明确“加大宏观政策逆周期调节力度、推出一批务实管用的增量政策”；9 月 29 日央行打出货币政策工具“组合拳”。二则，分子上，内需企稳在国内市场定价中亦有所反映，但广义财政和固投端目前尚缺少能引领定价趋势的强信号。三则，筹码结构上，全 A 市场宽度回升。截至 9 月 25 日，全 A 市场宽度升至滚动三年-1.02 倍标准差。科创 50 近 60 日跌幅达 23.6%，而 YTD 仍为正收益 13.8%，拥挤度已回到安全区间。科创 50 市场宽度升至-0.57 倍标准差；创业板指市场宽度上升至-0.14 倍标准差。

而同步性在于，A 股科技板块的调整方向与海外利率抬升同步，国内长久期资产仍受外部映射扰动。分子端尚待三季报订单验证与业绩兑现。

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（借鉴 Bańbura & Rünstler（2011））， 9 月美国延续硬数据强、软数据弱，二季度实际 GDP 超预期、9 月 ISM 制造业 PMI 连续九个月扩张，而 9 月非农远低于预期，失业率升至 4.2%，密歇根消费者信心继续回落。中国软硬指数剪刀差明显收窄，9 月制造业 PMI 重回扩张区间，但价格信号强于需求信号。日本由“软硬共振”退回“预期强于事实”，欧洲综合 PMI 创 2023 年 4 月以来新高。结合具有强均值回复规律的花旗意外指数来看预期差，未来中国指标向上均值回复空间最大，美国、日本仍存在正向预期差修复空间，但已有所兑现，欧洲则将面临向下修正的压力。经统计局公布值调整后，高频模型预计 9 月实际 GDP、名义 GDP 分别为 4.40%、6.16%（8 月为 4.43%、5.60%）。2026 年 1-9 月实际 GDP 累计同比维持在 4.56%附近，短期“稳增长”有望继续推进。

[6]硬/软数据的划分依据与信息价值判断来自 Bańbura & Rünstler（2011）。该文将“直接度量 GDP 分项的实际活动量”归为硬数据、“反映市场预期的调查与金融序列”归为软数据，并证明在计入发布时滞之后，调查类软数据对 GDP 预测的贡献超过硬数据，忽略时滞则会系统性高估硬数据的重要性。基于构建的“硬数据”与“软数据”指数监测体系，当前美国延续“硬数据”韧性与“软数据”分化的并存格局。二季度实际 GDP 终值 2.2%、高于预期的 1.5%，9 月 ISM 制造业 PMI 录得 54.5、连续九个月处于扩张区间，新订单与制造业就业分项分别升至 55.3、52.7；但软数据一侧，9 月非农仅新增 2.9 万人、远低于预期的 9 万人，7-8 月合计下修 6 万个岗位，失业率升至 4.2%，密歇根大学消费者信心指数降至 48.1。这种基本面“数据打架”的特征，使市场对 10 月 FOMC 再次加息的定价由一周前的约 64%骤降至约 21.6%（CME 口径）。

中国“硬数据”、“软数据”指数剪刀差明显收窄，软数据的修复略快于硬数据。9 月官方制造业 PMI 回升至 50.1%、连续两个月回升并重回扩张区间，非制造业商务活动指数回升 1.2 个百分点至 50.2%，其中建筑业升至 50.3%、创年内新高；生产指数升至 51.7%、新订单指数 50.5%，但原材料购进价格指数同步升至 60.8%，价格信号强于需求信号。

相比之下，日本在 9 月由 8 月的“软硬共振”退回“预期强于事实”。日本 9 月制造业 PMI 回落至 54.1（创六个月新低），但仍属强劲扩张区间，服务业 PMI 由 52.5 降至 51.6、综合 PMI 由 53.5 降至 52.5，制造业就业连续 22 个月增加、新出口订单连续九个月扩张。

欧洲则继续兑现正预期差，9 月综合 PMI 升至 53.1，制造业 PMI 终值 52.9（创四年多新高），服务业 PMI 升至 53.0，德国连续三个月扩张。法国综合 PMI 意外升至 51.2、创 25 个月新高，但制造业新订单连续第五个月下降、就业连续第五个月减少，复苏基础仍不牢固。

美国花旗经济意外指数 9 月是上行而非回落。8 月末 17.10（59.9%分位）升至 10 月 1 日的 43.90（81.5%分位）。日本意外指数 9 月均值 47.14、较 8 月大幅回落 36.83 点，10 月 1 日报 20.20（68.7%分位）。欧洲意外指数维持在 75 附近震荡（90.0%分位）。中国意外指数 9 月下旬自−45.90 回升至−36.10，仍处于 16.1%偏低分位。

意外指数测的是预期差而非经济水平，且具有显著的均值回归特征，90%-95%分位被识别为“预期已被充分计入”。

因此，往后看，中国意外指数最具有向上均值回复的正向预期差，而美国、日本正向预期差修复空间有限，欧洲则面临向下修正的预期差压力。

高频模型显示 9 月国内“通胀-增长”剪刀差有所走扩，PPI 预计 9 月重新上行至 4%以上，与 6 月形成双顶，CPI 徘徊于 0.9-1.0%。实体高景气仍集中于“AI 亚洲出口”环节，地产销售同比降幅收敛，汽车销售同比降幅扩大，沥青开工同比尚未明显改善。经统计局公布值调整后，预计 9 月实际 GDP、名义 GDP 分别为 4.40%、6.16%（8 月为 4.43%、5.60%）。2026 年 1-9 月实际 GDP 累计同比为 4.56%，短期“稳增长”有望继续推进。

下载日志已记录，仅供内部参考

预计 9 月工增为 4.98%，基数压力有所放大，港口集装箱吞吐量同比环比涨势持续扩大，出口尚未因基数而同比回落。

预计 9 月社零同比 0.80%，服务业生产指数为 4.36%，两者基数均继续走低。

预计 9 月 CPI 环比 0.20%，同比小幅升至 0.90%。9 月 CPI 翘尾小幅回落（0.4%→0.3%）。预计 9 月 PPI 环比为 0.42%，同比转升至 4.24%。9 月 PPI 基数变化不大（0.4%→0.4%）。9 月生意社 BPI 指数第四周基本持平运行，9 月以来涨 4.16%，利用 BPI 建模提示 9 月 PPI 同比至 4.09%。

权益资产下一步的驱动可能来自于哪里？我们理解一是增长线索“扩散”。本轮稳增长政策开启后，内需相关的资产线索可能会进一步浮出水面，六张网基建链、“涨价链”等行业机会有望扩散。设备先行受益，材料端跟进。而赔率视角下，目前全 A 市场宽度升至常规区间，全 A 集中度降至历史五成分位（47.7%），轮动速度持续回升，均是股市机会广谱性回升的前置条件。二是日历效应。今年节前“国补”推进，全年 2500 亿元资金全部到位，叠加假期外围加息预期缓和与节前调整到位，节后迎来修复反弹的概率不低。进入三季报验证期后，有业绩支撑与“假期概念”的板块或将持续受益。三是外围加息节奏缓和。美联储政策路径重估减轻国内资产的外围扰动，前期利空进一步消化，甚至迎来折返上修的空间；但由于长端 5% 以上未变，右侧“趋势反转”的胜率尚不足。四是中期选举选情演变。我们从 7 个维度（股市、债市、汇率、油价、通胀预期、政治压力、地缘冲突）自创 TACO 压力指数，截至 2026 年 10 月 2 日，该指数至 84.5，处于 TACO 区域（≥80）。五是三季报业绩验证。短期宏观面波动对应 AI 产业路径风险，但估值压力消化后，AI 产业方向仍具有分子优势。AI 产业趋势和景气度仍较为坚实，拥挤度回落之后配置价值提高。

9 月全国水泥价格指数累计涨约 5%（9/30 报 332 元/吨），建筑业 PMI9 月环比上行 3.4 个点至 50.3，业务活动预期指数 55.4，去年跳升出现在 10 月；今年出现在 9 月，这和政策性金融工具开始落地的节奏恰好吻合。政策传导到的是“业务活动预期”，尚未传导到“企业实际开支”，但其中存在一定预期差。按照订单可见度，设备先行受益，包括工程机械、电力设备、水泥；再传导至材料跟进，包括管材、线缆、钢结构。在 9 月 PMI 分项中，两个价格指数显著上行，价格端的结构性机会亦值得关注。

截至 9 月 25 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）升至滚动三年-1.02 倍标准差。科创 50 近 60 日跌幅达 23.6%，而 YTD 仍为正收益 13.8%，拥挤度已回到安全区间。科创 50 市场宽度升至-0.57 倍标准差；创业板指市场宽度上升至-0.14 倍标准差。全 A 轮动速度继续回升，我们编制的申万二级轮动速度提示行业排名变动频次至 5281。全 A 集中度降至历史五成分位。截至 9 月 25 日，A 股成交额前 5%的个股成交额占全 A 股比重降至 42.11%，历史分位数为 47.7%。

[7]2026 年第四批 625 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金已于 9 月 30 日由国家发展改革委会同财政部全部拨付至各地，至此全年 2500 亿元资金已全部到位，主要支持汽车、家电、数码和智能产品三大类，各地可在国补基础上叠加本地补贴品类。

[8]商务部商务大数据显示，国庆假期前三天，商务部重点监测的 78 个步行街（商圈）客流量、营业额同比分别增长 3.4%、5.3%。消费品以旧换新带动销售额 196.3 亿元，惠及 348.3 万人次。

8 月核心 PCE 同比 3.0%（预期 3.3%）、环比 0.2%（预期 0.3%）双双低于预期。10 月 6 日，CME 口径下 10 月维持利率不变概率 78.4%、加息 25bp 概率 21.6%；在沃什明确“不做前瞻指引”后，市场对其他官员的表态敏感度放大，纽约联储主席威廉姆斯 9 月 29 日表示，“鉴于我们在 9 月会议上采取的政策行动，没有必要急于再次行动，我们有时间收集更多信息”。美联储副主席杰斐逊 10 月 1 日呼应，“未来政策的任何调整都应通过仔细审视数据趋势、不断演变的前景和风险平衡来确定”。

我们从 7 个维度（股市、债市、汇率、油价、通胀预期、政治压力、地缘冲突）自创 TACO 压力指数，代理指标分别为标普 500 距 126 日高点回撤、10Y 美债收益率月变动、美元指数月变动绝对值、布伦特原油月变动绝对值、密歇根大学 1 年通胀预期、特朗普民调净不支持率(2025 年起)、霍尔木兹通航量回撤(2019 年起)。编制处理上，我们先将每个变量映射为其 756 个交易日（约 3 年）窗口内的滚动百分位，统一量纲后，读数天然落在 0-100；接着我们将七项等权合成扩展读数。该指数提示当痛苦积累到一定程度，政策转向的压力条件便趋于成熟。

截至 2026 年 10 月 2 日，该 TACO 压力指数读数为 84.5，处于 TACO 区域（≥80），该区域在全样本中只出现 3.6%的时间。与 2025 年 4 月相

下载日志已记录，仅供内部参考

当，但压力的组成结构与 2025 年 4 月不同，彼时抵达 88.6，内部结构是股市财富效应破坏，关税冲击下股市最先承压。当前驱动是债市（97.3 分位）、油价（93.4 分位）、不支持率（100 分位）三维，股市痛苦指数仅处于 50.8 分位，相对中性。这意味着，目前外围 TACO 转向的压力条件正在累积，且这次的源头是财政融资成本与通胀，而非股市财富效应破坏。

10 月三季报密集披露期将成为核心锚点，业绩兑现能力为定价核心。AI 产业趋势和景气度仍较为坚实，拥挤度回落之后配置价值提高。

首先来看跨资产的胜率和赔率比较框架。增长端 PMI、EPMI、BCI 同向回升，历史分位升至 61.3%、65.1%和 36.2%，9 月季节性企稳、但新趋势尚未形成，这是“929”一揽子政策出台的背景。价格端显示输入型通胀再度上行，PPI、CPI 分位升至 57.1%和 26.7%，PPI-CPI 剪刀差历史分位小幅走阔至 55.7%。货币端资金面宽松，929 一揽子政策有助于狭义与广义流动性同步扩张。海外长端利率仍是全球定价的核心约束。赔率方面，9 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）。跨资产赔率优势排序大致为：美债>>A 股 ≈ 中债> 美股；铜、金、油比价均处于中性状态。A 股估值回落，经中枢调整后的万得全 A（除金融、石油石化）PE、PB 分别降至 60.7%、50.3%分位，PB 赔率偏高。A 股相对美股的赔率优势明显增强，市盈率法、股息率法两口径分别降至 2.8%、15.7%分位；美债相对 A 股继续占优，“美债−A 股”股息利差升至+2.60σ；中债相对 A 股优势收敛、回归中性，“中债−A 股”股息率、PE 倒数两口径分别降至 56.5%分位（+0.71σ）、76.2%分位（+0.92σ）。利率债自身赔率偏低，经中枢调整后 30 年期国债仍在中等性价比水平。

胜率方面，增长端，PMI、EPMI、BCI 同向回升，三大景气指标指向基本一致。 9 月制造业 PMI 为 50.1、环比上行 0.3 个点，历史分位升至 61.3%（8 月为 60.0%）；如我们在《从 9 月 PMI、BCI 看当前基本面与一揽子政策》中提示的，9 月存在秋旺季节效应，过去 10 年制造业 PMI 环比 7 次上行、环比均值上行 0.28 个点，最终数据持平于季节性、没有更低或更高。EPMI 环比上行 4.5 个点至 52.3，历史分位升至 65.1%（8 月为 52.0%）；BCI 自 8 月年内低点 48.3 小幅回升至 49.5，历史分位由 32.8%回到 36.2%、回到中等分位。不过数据主要靠供给端（旺季生产加快）拉动，新订单、新出口订单均低于前值，“新订单-生产”差值再度明显扩大。9 月经济季节性企稳，但季节性之外的新趋势尚未形成，这也是“929”一揽子政策出台的背景。

价格端，两个价格指数显著上行，我们预计 9 月 PPI 也会表现偏强。 9 月原材料购进价格指数环比上行 4.2 个点至 60.8，出厂价格指数环比上行 3.6 个点至 54.0，其中原油与动力煤是主要推手，对应 9 月 PPI 历史分位由 8 月的 55.3%升至 57.1%。CPI 9 月历史分位由 24.8%回升至 26.7%、仍处偏低分位；PPI-CPI 剪刀差历史分位小幅走阔至 55.7%。

货币端，资金面延续宽松，政策端已进入新一轮稳增长周期。 8 月 M1 回升至 17.5%历史分位，M2 进一步回落至 5.5%分位，M2-M1 剪刀差历史分位收窄至 68.1%、但绝对水平仍处历史偏高分位，资金活化动能与内生宽信用意愿仍有待进一步提振。

9 月 DR007 和 R007 历史分位分别为 1.7%和 8.0%、同处低位；9 月 29 日央行集中调整货币政策工具，PSL 利率下调 25BP 至 1.5%并扩围至“六张网”建设，科创与技术改造再贷款、支农支小再贷款分别增加 2000 亿元和 5000 亿元，叠加居民购房贷款贴息落地。如我们在《“929”稳增长政策与新一轮政策周期》中理解的，这一揽子政策有助于狭义与广义流动性同步扩张；同时，在本轮货币工具调整后，货币领域的增量政策预期也会有所减弱、利率可能会逐步趋稳。

海外风险方面，长端利率仍是全球定价资产的核心约束。 9 月末 10Y 美债收益率历史分位进一步上行至 93.7%（8 月为 87.1%），处于 2002 年以来的极高分位。

赔率方面，权益与自身估值历史纵向比，国内 A 股赔率中等偏高，美股赔率低。截至 2026 年 9 月 30 日，万得全 A（除金融、石油石化）的 PE、PB 分别降至 37.09 倍、2.59 倍，经过中枢调整后分别处于 2015 年以来历史区间的 60.7%、50.3%，标准差位置为+0.81 倍、+1.08 倍（上月为+1.13 倍、+1.46 倍）。相比之下，标普 500 席勒市盈率（CAPE）由上月的 41.13 倍小幅回落至 40.90 倍，处于历史区间的 91.7%、滚动三年的+1.46 倍标准差，估值仍处高位。

国内权益与美股比价，A 股相对美股的赔率优势有所增强。从股息位置对比看，9 月标普 500 股息率维持在 1.06%，全 A 股息率回升至约 1.82%（8 月为 1.70%），万得全 A 与美股股息率之差扩大至约 0.76 个百分点（上月为 0.64 个百分点），回升至滚动三年的-0.34 倍标准差（8 月为-0.86

下载日志已记录，仅供内部参考

倍）。经中枢调整后的两国股债利差比价降至历史区间的 15.7%（上月为 24.8%）。

国内权益与中债比较，中债相对 A 股的优势已兑现，回归中性。以“10 年国债利率－股息率”视角衡量，经中枢调整后处于+0.69 倍标准差、2015 年以来历史区间的 56.5%，回到中性水平，上月为+0.91 倍标准差、61.4%。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+0.92 倍标准差（上月为+1.24 倍），历史区间位置由 80.0%降至 76.2%，中债相对 A 股的优势较 8 月有所减弱。

国内权益与美债比价，A 股相对美债的性价比明显走低。经中枢调整后的“10 年美债利率－全 A（除金融、石油石化）股息率”升至+2.60 倍标准差附近（上月为+1.44 倍），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，经中枢调整后超长债赔率处于中等水平。9 月末 10 年期国债收益率小幅下行至 1.68%，经过中枢调整后处于 2002 年以来、2015 年以来历史区间的 33.5%、29.4%。30 年期国债收益率下行至 2.10%，分别处于 61.7%、45.4%。10 年期和 30 年期国债收益率未经调整的 2015 年以来历史区间位置约为 2.5%和 10.9%，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，按月均收益率计算，9 月中美 10 年期国债利差约-331BP，处于滚动三年的-2.22 倍标准差，降至 2015 年以来历史区间底部。相较 8 月约-299BP 的倒挂幅度，9 月利差扩大约 32BP。从月末水平看，美债 10 年期收益率由 8 月底的 4.75%升至 5.29%，中债 10 年期收益率由 1.6883%小幅降至 1.6822%，中美利差倒挂由约-306BP 扩大至约-361BP。

商品比价方面，9 月以来铜油比有所回落，截至 10 月 1 日，较 8 月底下降约 11.5%，同期铜价基本持平，布油期货上涨约 13.1%。金油比则较 8 月底下降约 33.9%。经中枢调整后，铜油比由 8 月底的+0.28 倍标准差降至-0.52 倍，金油比由+0.57 倍降至-0.60 倍。铜金比则由+0.02 倍标准差回升至+0.59 倍，反映铜相对黄金有所走强；从调整后的历史分位看，铜、金、油比价均处于中性区间。

然后是“M1-BCI-PPI-CSAD 择时体系”。9 月叙事因子 CSAD 仍处于 77%历史偏高分位，该指标越低越表明跨资产的“羊群行为”越强。当前该指标显示跨大类品种之间仍呈分化定价，叙事交易含量不高，短期共识主线仍偏少，均衡型策略仍具有优势。该指标合成所用的资产池内九类大类资产收益极差达 40.7 个百分点。8-9 月未加入叙事因子的“M1-BCI-PPI”模型提示 9 月中旬-10 月中旬的权益信号微降（1.40→1.38）、而 10 月中旬-11 月中旬回落（1.38→1.04）。而加入叙事因子的“M1-BCI-PPI-CSAD”同步回落。这意味着，权益得分尚待打开，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，自 2009 年以来月胜率 77.83%。从 2024 年以来，累计收益率为 46.20%，超额收益为 15.44%；自 2026 年以来 YTD 为 3.70%，超额收益为 10.50%。若基准为中证 1000，月胜率 78.77%。自 2024 年初以来，累计收益率为 52.33%，超额收益为 22.43%；自 2026 年初以来 YTD 收益为 11.80%，超额收益为 15.92%。

CSAD 对应的历史分位则由 8 月末的 46%抬升至 9 月末的 77%，月内高点在 9 月 21 日触及 83%，指向跨大类品种之间仍呈分化定价，叙事交易含量不高。该指标合成所用的资产池内九类大类资产收益极差达 40.7 个百分点，“同涨同跌”的迹象并未出现。

增长周期方面，8、9 月 BCI 分别录得 48.3、49.5，对 9-10 月择时强度贡献先收敛后扩张。

货币周期方面，8 月 M1 同比 4.1%，在基数走高压力下，M1 增速保持平稳，则对 9-10 月择时强度贡献有所回落。

价格周期方面，高频模拟显示 9 月 PPI 预计升至 4.2%，但考虑 PPI 的滞后性，经滤波后的 PPI 周期项处温和上行。

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 9 月 29 日，本策略自 2009 年 1 月以来实现年化收益率 9.94%，夏普比率 0.51，月胜率 77.46%。从 2024 年以来，累计收益率为 46.20%，超额收益为 15.44%；自 2026 年以来 YTD 为 3.70%，超额收益为 10.50%。

（2）若考虑“M1-BCI-PPI-CSAD”，截至 2026 年 9 月 29 日，本策略自 2009 年 1 月以来实现年化收益率 8.58%，夏普比率 0.44，月胜率 69.01%。自 2024 年初以来，累计收益率为 10.56%，尚未取得超额收益，超额收益为-12.69%；自 2026 年初以来 YTD 收益为 1.04%，超额收益为 7.66%。

下载日志已记录，仅供内部参考

若基准为中证 1000，（1）仅考虑“M1-BCI-PPI”，截至 2026 年 9 月 29 日，本策略自 2009 年以来实现年化收益率 14.02%，夏普比率为 0.61，月胜率为 77.93%。自 2024 年初以来，累计收益率为 52.33%，超额收益为 22.43%；自 2026 年初以来 YTD 收益为 11.80%，超额收益为 15.92%。

（2）若考虑“M1-BCI-PPI-CSAD”，截至 2026 年 9 月 29 日，本策略自 2009 年以来实现年化收益率 14.78%，夏普比率 0.65，月胜率 67.61%。自 2024 年初以来，累计收益率为 9.42%，尚未取得超额收益，超额收益为-12.06%；自 2026 年初以来 YTD 收益为 11.92%，超额收益为 16.04%。

然后是“估值宏观偏离度”框架，+0.50 倍标准差意味着国内股票赔率空间进一步打开，已大致回到 7 月水平（8 月为+0.76 倍），估值上至少已经不贵。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（详见《如何利用“估值-宏观偏离度”指标观测市场位置》）。截至 9 月 30 日，万得全 A P/E 收于 21.00 倍，偏离度震荡降至+0.50σ。历史上，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。以 50%万得全 A+50%现金为基准，该偏离度融合三维择时的策略自 2024 年初以来收益率为 54.95%，超额收益为 30.78%。类似指标还有“巴菲特指标”，9 月底中国的巴菲特指标（沪深市值/名义 GDP）重新回落至 65.8%，与 7 月水平相当。而美国的巴菲特比值仍维持在 239%高位。

截至 2026 年 9 月 30 日，万得全 A 市盈率收于 21.00 倍。“万得全 A P/E-名义 GDP 增速”降至滚动五年的+0.50 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）重新回落至 65.8%，与 7 月水平相当。

而美国的巴菲特比值仍维持在 238.6%高位（8 月为 236%）[9]。

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，估值偏离度已突破阈值，但三维信号仍在上行，此时信号趋于中性。

该策略以 50%万得全 A 指数+50%现金为基准。融合三维择时策略自 2024 年初以来收益率为 54.95%，超额收益为 30.78%；自 2026 年开年以来收益率为 10.80%，超额收益为 12.14%。融合四维择时策略自 2024 年初以来收益率为 60.78%，超额收益为 35.70%；自 2026 年开年以来收益率为 14.53%，超额收益为 15.92%。

然后是股债性价比择时策略。截至 2026 年 9 月底，经中枢调整后的股债性价比（“10 年期国债利率-股息率”）降至 2015 年以来的 55.7%分位（上期为 61%分位）、滚动三年+0.69 倍标准差（上期为+0.9 倍），提示债券赔率空间已有所兑现，股债位置回归至“股债相当”。结合 M1-BCI-PPI-CSAD 四维胜率亦倾向于“持币”而非“持股”，因此总体信号提示均衡。“M1-BCI-PPI”+股债性价比策略自 2026 年初以来 YTD 收益为 8.82%，超额收益为 9.41%。“M1-BCI-PPI-CSAD”+股债性价比策略自 2026 年初以来 YTD 收益为 8.83%，超额收益为 9.42%。

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%）视为权益资产极具性价比的积极信号。

截至 2026 年 9 月底，经中枢调整后的股债性价比（“10 年期国债利率-股息率”）降至 2015 年以来的 55.7%分位（上月为 61%分位）、滚动三年+0.69 倍标准差（上月为 0.9 倍标准差），显示“债券”前期的相对赔率优势已有所兑现，股债回归相当水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

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，截至 2026 年 9 月 29 日，本策略自 2006 年 1 月以来实现年化收益率 18.40%，夏普比率 0.87，月胜率 58.23%。自 2024 年初以来收益率为 60.03%，超额收益为 32.49%；自 2026 年初以来 YTD 收益为 8.82%，超额收益为 9.41%。若考虑“M1-BCI-PPI-CSAD”＋股债性价比位置，截至 2026 年 9 月 29 日，本策略自 2006 年 1 月以来实现年化收益率 17.24%，夏普比率 0.82，月胜率 59.04%。自 2024 年初以来收益率为 15.70%，尚未取得超额收益，超额收益为-4.21%；自 2026 年初以来 YTD 收益为 8.83%，超额收益为 9.42%。

红利择时模型方面，我们的六维择时模型提示最新一期（2026 年 10 月）红利仓位自 67%降至 60.1%，但仍相对万得全 A 超配。虽然日历效应提示，10-11 月窗口通常更有利于红利发挥“类债”底仓属性，但今年红利赔率优势在三季度明显兑现。目前赔率端维持小幅支撑，其中红利拥挤度仍清淡，并且除了银行股外，消费、工业等红利板块股息优势仍突出。胜率端，外围流动性扰动增多，短久期红利资产具有“免疫”能力，全 A ERP 回升指向风偏仍待提振，宏观三维时钟提示中性信号。该方案自 2024 年初以来实现收益 46.87%，相比“50%万得全 A＋50%中证红利全收益”基准取得超额收益 12.04%。

首先，从日历效应看，进入 10-11 月，年报分红季的除权效应已基本出清，红利重新回到由股息率与无风险利率比价状态，这一窗口通常更有利于红利发挥“类债”底仓属性。今年的特殊性在于，三季度起双创指数（创业板指、科创 50）调整，红利赔率优势已明显兑现，7-8 月中证红利累计收益超 14%，9 月回调 3.9%。

赔率因子上，（1）2026 年 9 月中证红利股息率维持在 4.28%，相对万得全 A 的股息性价比优势维持在 43.6%，对 10 年国债 1.68%，利差约 2.59 个百分点，处于历史中高位。结构方面，目前银行股息优势兑现明显，而其他红利板块仍有较大性价比优势。截至 9 月底，消费、工业、能源红利平均为 4.55%、5.25%、4.03%，仍处于 2015 年以来的 95.1%、75.4%、46.1%历史分位，而银行股息至 4.13%，至 2015 年以来的 39.5%分位。（2）拥挤度（中证红利成交额占全 A 比重）已明显消解，自 6 月的滚动三年-1.5 倍标准差回升至 7-8 月的-1 倍、-0.73 倍；9 月进一步回升至-0.55 倍标准差。

胜率方面，外围流动性扰动增多，短久期红利资产具有“免疫”能力。边际上，10 年中债利率低位徘徊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，提示风偏边际回落，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。截至 2026 年 9 月 29 日，策略自 2014 年 9 月以来实现年化收益率 12.05%，夏普比率为 0.51，月胜率为 53.79%。该方案自 2024 年初以来实现收益 46.87%，相比“50%万得全 A＋50%中证红利全收益”基准取得超额收益 12.04%。

高成长择时模型方面，最新一期（2026 年 10 月）“5+1”择时模型提示科技大类仓位小幅回升至“0”附近，节后具备修复性反弹基础但并非趋势性单边、10 月中下旬三季报或是核心边际变量。宏观风险边际未加深，美债信用风险过渡至“理性消化”（-2）；名义增速处 41%分位、国内宏观状态仍有利于成长占优（+1）；信用利差压缩空间有限，指向高收益资产荒延续（+1）；外围流动性条件负分，内部流动性偏宽，对冲后信号中性（+0）；产业叙事 P/S-P/E 轧差持平前值，维持中性（+0）。赔率面，9 月科技重新震荡回摆，双创指数内部宽度与板块内部筹码集中度综合后提示中性（+0）。最后，多空对冲后总信号回到中性（-2→0）。该策略自 2024 年初以来实现收益 62.48%，超额收益 5.32%。

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）月度名义增速较 8 月回升，但同时名义增速仍处于过去五年的 41.0%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。

（3）风偏尚未广谱性修复之前，高收益资产荒延续，信用利差在 8 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，信用利差综合信

下载日志已记录，仅供内部参考

号为“+1”(上期为“0”)。

（4）外围流动性条件负分，内部流动性偏宽，对冲之下，长久期科技资产的流动性风险得分为“0”(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，9 月重新回摆。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“0”(上期为“0”)。

最终择时得分经过多空信号对冲后，总信号小幅回升（-2→0）。

该策略以 50%万得全 A 指数和 50%万得科技大类指数为基准。截至 2026 年 9 月 29 日，自 2006 年 6 月以来，策略实现年化收益 13.21%，夏普比率为 0.50，月胜率为 57.38%。该策略自 2024 年初以来实现收益 62.48%，超额收益 5.32%；自 2025 年初以来实现收益 33.52%，超额收益 0.92%；自 2026 年初以来 YTD 收益为-5.08%，超额收益为-3.47%。

然后是股债资产荒框架。最新一期（2026 年 10 月）显示债市资产荒综合信号转为“标配”。债市资产荒背后的支撑项是机构配置需求仍在。在前期极致演绎后，目前仍有交易空间，只是交易空间边际收敛，比如利差等指标压缩空间有限，已转为震荡走阔。M2 与社融轧差继续回落对应资产供给端有扩容趋向，后续随着 PSL 调降与 8000 亿政策性金融工具投放，四季度社融具备一定支撑。权益“资产荒”信号维持审慎。微观交易集中度虽自前期极端位回落，但仍维持中等偏高水位；“确定性”溢价仍处于中性信号；而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，量级上，债市资产荒强于股市资产荒，但债市“抢配”逻辑进一步交易空间有限，而股市因为风险偏好尚待广谱修复，而仍缺合意资产。

债市显示四项标配、一项低配、一项超配，综合信号由低配转为标配（-2→0），债市资产荒前期极致演绎后重新打开空间，配置需求仍在，但利差等指标压缩空间有限，转为震荡走阔。

其中，信用利差边际走扩，自低配回到标配区间（Z 分数-1.37→-0.73）；金融机构资产缺口维持标配（Z 分数+0.10→+0.57）；银行理财的资产两端利差有所修复但仍处低位，继续提示低配（Z 分数-1.29→-1.07）；非银金融资产缺口由超配转为标配（Z 分数-0.98→-0.76）；M2 与社融（除政府债）轧差进一步下降，由标配转为超配（Z 分数-0.50→-1.19）；货币需求与政策感受度比值继续保持标配（Z 分数 0.00→0.00）。

股市资产荒显示两项标配、四项低配，综合信号进一步走低至-4。两轮单边运行后股市风偏仍未显著提振，风险资产预期仍待广谱性修复。

其中，中长期消费贷同比继续下降，但仍处于中性标配区间（Z 分数-0.09→-0.27）；股市微观交易结构集中度已有所下降，释放低配信号（Z 分数+1.28→+1.30）；市场对确定性资产的溢价继续回落，但同样未突破上下阈值，继续标配（Z 分数-0.52→-0.57）；安全资产占比维持高位，维持低配（Z 分数+1.09→+1.09）；ROIC 覆盖成本的行业个数占比大幅向上突破，由标配转为低配（Z 分数-0.66→+1.45）；行业个数占比继续处于高位，维持低配信号（Z 分数+1.32→+1.32）。

再来看黄金定价模型。9 月伦敦金如期波动加大（详见《静待破局：大类资产配置月度展望》），全月调整 8.5%，10 月初震荡徘徊于 4100~4200 美元/盎司。方向上，黄金与实际利率呈显著负相关，9 月 10 年美债实际利率上行 49BP，10 月以来小幅回落 1BP；但幅度上“涨多跌少”的非对称性并未消失。这对应“久期-凸性”模型中，久期进一步走高（15.70 年→23.48 年），凸性亦扩张（629→962）。久期高位表明利率因子主导金价，黄金的向上弹性取决于短周期加息定价的回摆幅度，而凸性扩张反映信用端、避险等非利率因子在持续支撑金价下限。二者合起来给出当前黄金的关键约束，即下有底、上无顶，但破顶需要条件。展望 10 月，短期赔率中性偏正、配置盘购金构成价格下限，而加息周期内胜率总体不足，仍将制约金价上限的打开；右侧机会需要等待实际利率见顶与美元实质转弱，重要观察催化点是 10 月 14 日的美国 CPI 数据与 10 月 28 日 FOMC。不过，若市场对加息预期的定价过度，其后的修正同样可能带来黄金的温和反弹空间。

截至 9 月 30 日，9 月伦敦金下跌 8.5%（8 月涨 13.3%），10 月震荡徘徊于 4100~4200 美元/盎司。同期实际利率先上行 49bp，后同样徘徊。截至 9 月底，2026 年开年至今，现货黄金 YTD 至-2.7%。

“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，

下载日志已记录，仅供内部参考

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。9 月数据显示，久期进一步走高（15.70 年→23.48 年），凸性亦扩张（629→962）。该模型指向年内实际利率上下变动 25BP 对应的金价区间为 4074 美元/盎司~4596 美元/盎司。

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。

9 月美联储加息预期升温对黄金形成来自“利率资产”的压制，长端利率因财政溢价而保持上行则对黄金形成来自“信用资产”的支撑。

技术面上，黄金 9 月现货流动性偏宽，但交投强弱明显收敛，配置盘支撑仍在，散户流入二阶速度放缓，内外市场分化，隐波小幅抬头。

（1）配置盘仍保持流入，8 月央行连续第 22 个月增持黄金 65 万盎司，创 2023 年 10 月以来最大单月增持，6、7 月分别为 48、64 万盎司。

（2）交易盘（投机）边际回落，但仍处于历史高位，筹码仍略拥挤。截至 9 月 19 日最新有效周度数据，COT 投机性净多头占比降至 38.1%，历史分位降至 96.7%，滚动五年标准差降至+1.60 倍，显示投机多头仓位小幅回落。

（3）散户盘内外净流入速度放缓，内外分化。SPDR 黄金 ETF 从 8 月净流入+40.2 吨放缓至净流入+1.43 吨。全球黄金 ETF（WGC 数据）全月净流入 63.6 吨，其中北美和欧洲分别流入 26.4 吨、22.60 吨，而亚洲市场仅净流入 23.8 吨，同期国内黄金 ETF 由净流入 21.89 亿元转为净流出 48.2 亿元。

（4）9 月伦敦金欧美亚盘时段节奏趋于分化，欧盘弱势、亚盘相对平淡。

（5）COMEX 黄金期货的 6 日相对强弱指数（RSI）回落至超卖边缘的 31.5，其中 9 月 28 日一度触及 19.7 的历史低点。

（6）远期利率与黄金租赁成本方面，12-1 月、12-3 月、12-6 月远期掉期利差由前期的 54.4BP、44.3BP、20.9BP 收窄至 49.1BP、29.9BP、18.9BP；远期掉期利率（gofo）上升，租赁利率下降，说明实物现货供需偏松，当前不存在现货流动性挤压风险。

（7）黄金隐含波动率由 23.59%升至 24.83%，期权定价隐含的未来预期波动回升，但仍较 3 月底高点（45.5%）处于中低位。

短期主要不确定性一是国内出口增速斜率放缓与内需线索存在预期差。出口高基数叠加欧洲反补贴税，而国内政策偏宽的同时迎来投资低基数。二是海外紧缩交易折返跑。10 月最后一周美联储（27–28 日）、欧洲央行（28–29 日）、日本央行（29–30 日）议息会议连续落地。三是海外财政溢价或将持续。美国联邦政府拨款 12 月 11 日到期，法德英财政同步进入关键窗口，英国秋季预算定于 10 月 28 日，与欧洲央行决议同时期。四是 AI 融资供给进入集中释放期，同时存在电力紧缺叙事。Anthropic 将于 10 月 14 日举办 Pre-IPO 投资者日，同期市场还需消化 AI 公司债券发行、私募信贷违约率新高等压力。五是地缘、选举存在不确定性共振窗口，11 月 3 日中期选举是关键分水岭，10 月市场博弈或提前。

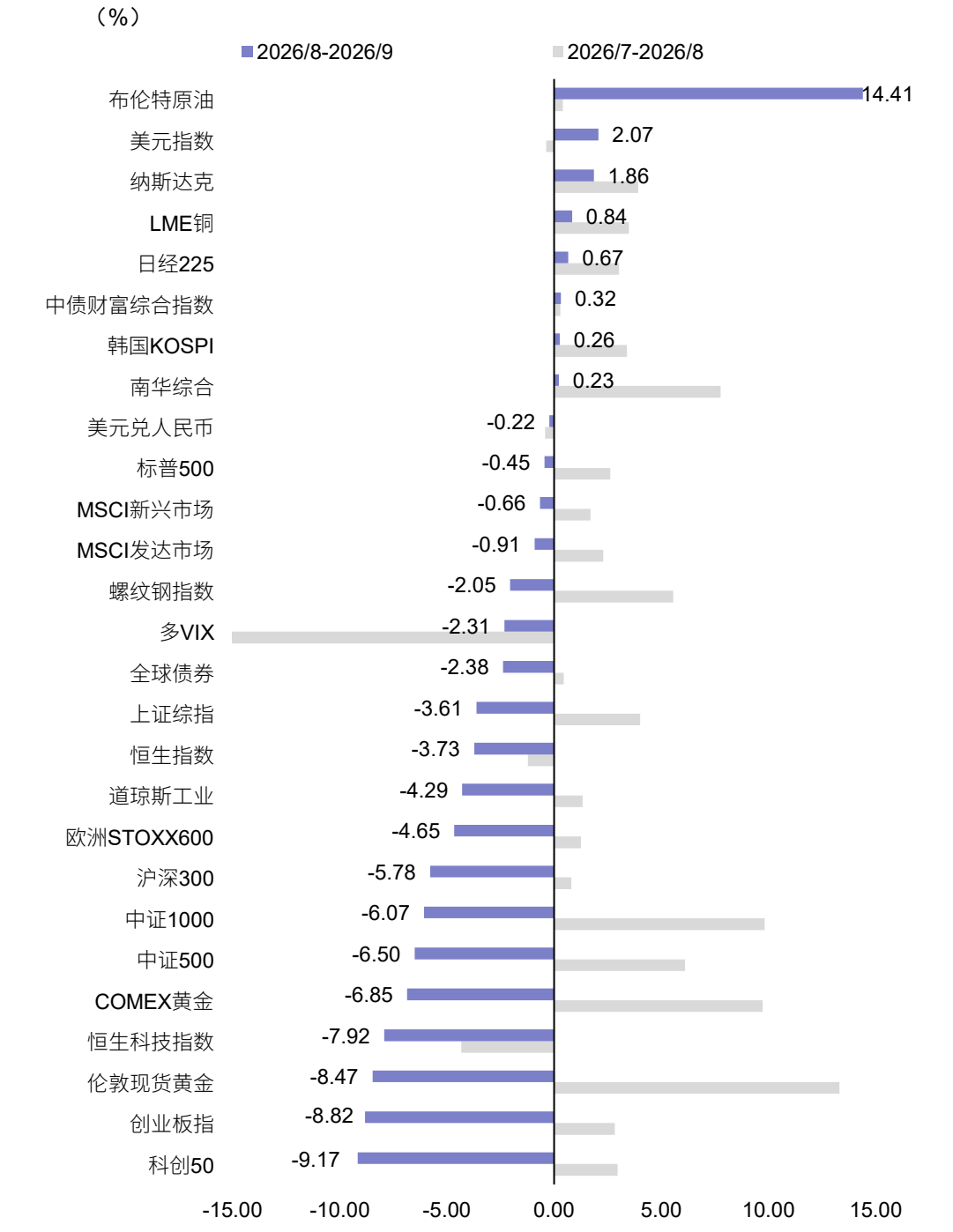
风险提示。一是宏观择时策略目前选用指标仅限于宏观基本面，尚未考虑情绪、筹码等交易层面因素，择时结果可能存在偏差；二是回测模型构建基于历史数据，可能在未来有较大经济冲击或者市场改变时并没有很强的样本外超额效果；三是模型仍有待将各类参数进行敏感性分析，提高策略的稳健性。

相关研究

地方财政支出仍待改善	2026-09-19
让风险平价策略更懂市场:一个改进方案及实证验证	2026-09-16
为何加息概率提升后美股回弹	2026-09-12

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：2026 年 9 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 2026/8/1-2026/9/30

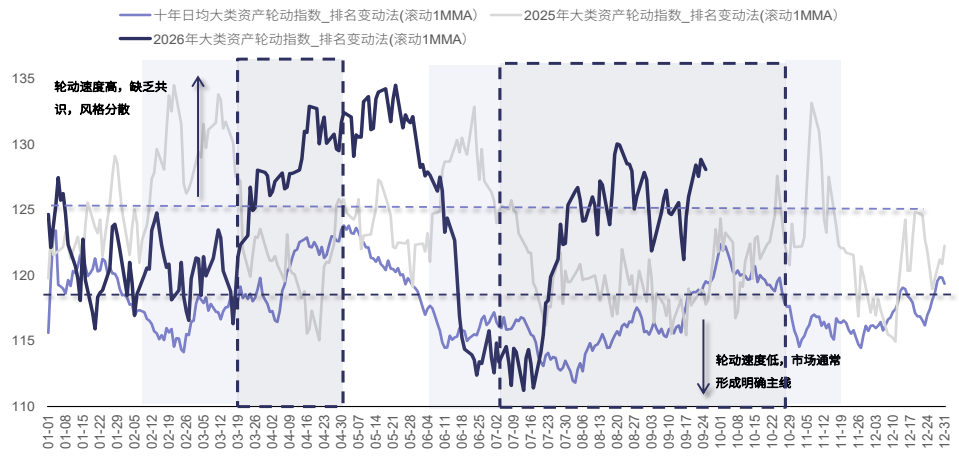
下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：2026 年 9 月 30 日至 10 月 5 日的大类资产表现

2026.9.30-10.05全球各宽基指数收益率（%）		2026.9.30-10.05美国债券市场表现（涨跌幅，bp）		2026.9.30-10.05全球各商品表现（涨跌幅，%）	
MSCI新兴	1.8	美国:国债收益率:6个月	-0.7	COMEX黄金	-0.5
MSCI发达	1.2	美国:国债收益率:1年	-1.5	COMEX白银	1.1
MSCI全球	1.3	美国:国债收益率:2年	-0.8	LME铜	0.0
日经225	4.8	美国:国债收益率:5年	-0.6	LME铝	-1.5
恒生指数	-2.3	美国:国债收益率:10年	0.4	LME锌	-2.0
韩国Kosdaq	4.4	美国:(TIPS):10年	0.7	LME镍	-1.7
伦敦富时100	-1.0	美国:国债收益率:30年	0.4	IPE布油	2.4
巴黎CAC40	-1.6	2026.9.30-10.05各国货币表现（涨跌幅，%）		WTI	-1.2
法兰克福DAX	0.2			CBOT大豆	-1.0
欧洲STOXX600	0.0	美元指数	0.6	CBOT玉米	-0.7
标普500	1.6	欧元兑美元	-0.9	CBOT小麦	2.4
纳斯达克	2.3	美元兑日元	0.3		
道琼斯工业	0.7	USDCNH:即期汇率	-0.1		
孟买Sensex30	-0.1	英镑兑美元	-0.3		
俄罗斯RTS	0.8	美元兑瑞郎	-0.6		
恒生科技	-1.7	美元兑加元	0.2		
纳斯达克中国金龙指数	-1.4	澳元兑美元	0.4		
SGX A50指数期货	-1.1				

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 3：2026 年 9 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 2026/1-2026/9

下载日志已记录，仅供内部参考

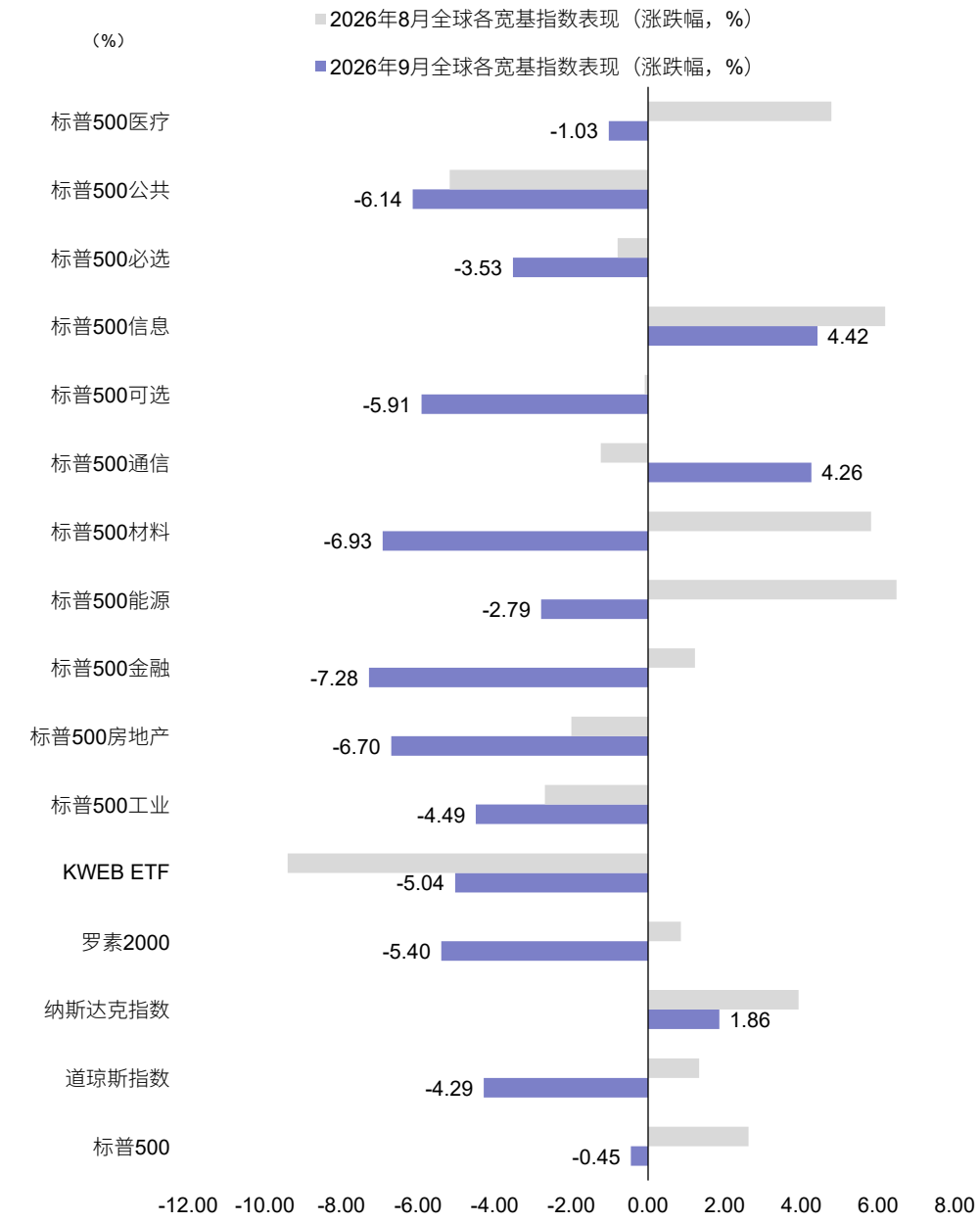
图 4：2013 年以来每年的资产排序表汇总



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 9 月。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：2026 年 9 月美股分行业表现

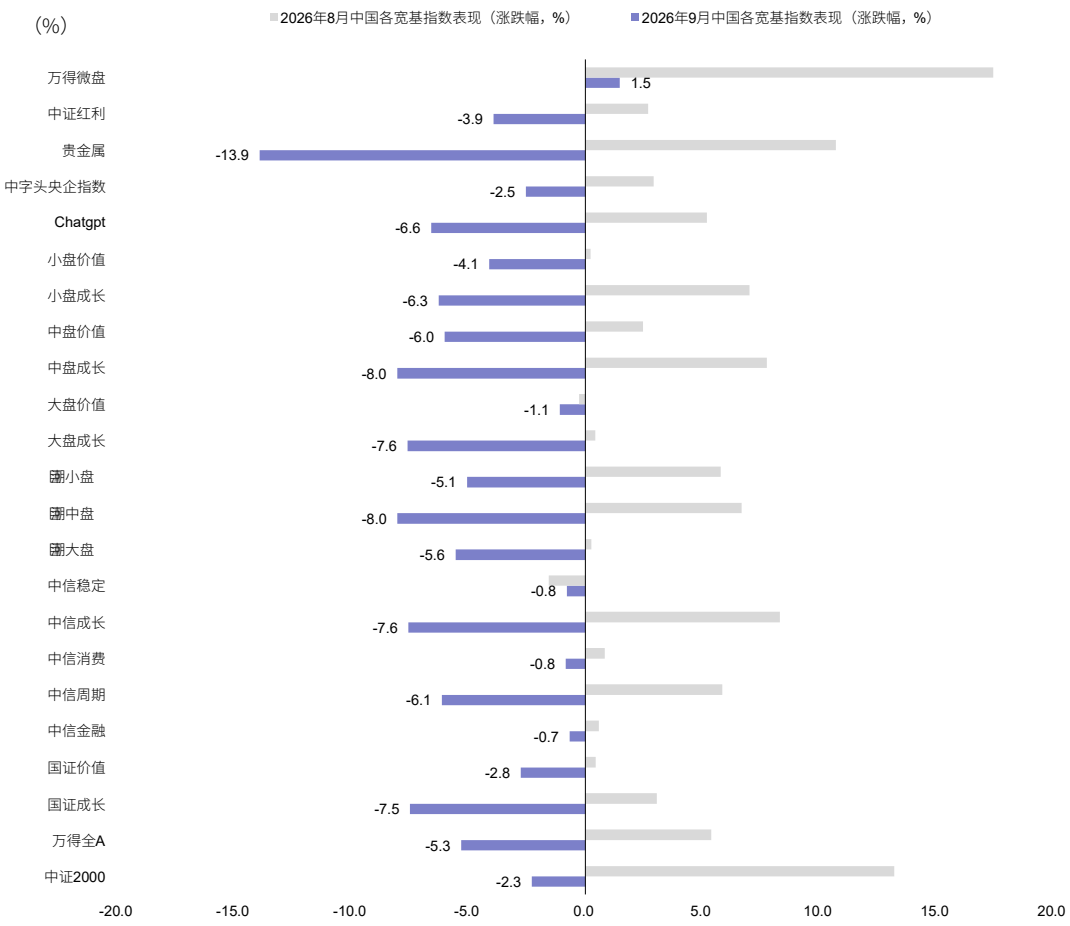


数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

注：数据区间为 2026/8/1-2026/9/30

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：9 月微盘逆势上涨，价值防御相对抗跌，成长与贵金属明显承压

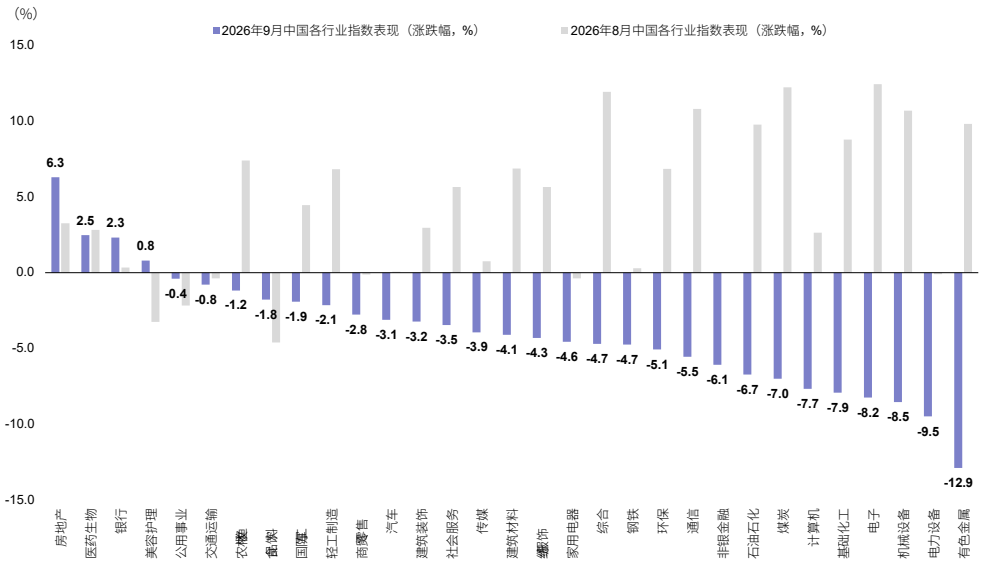


数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

注：数据区间为 2026/8/1-2026/9/30

下载日志已记录，仅供内部参考

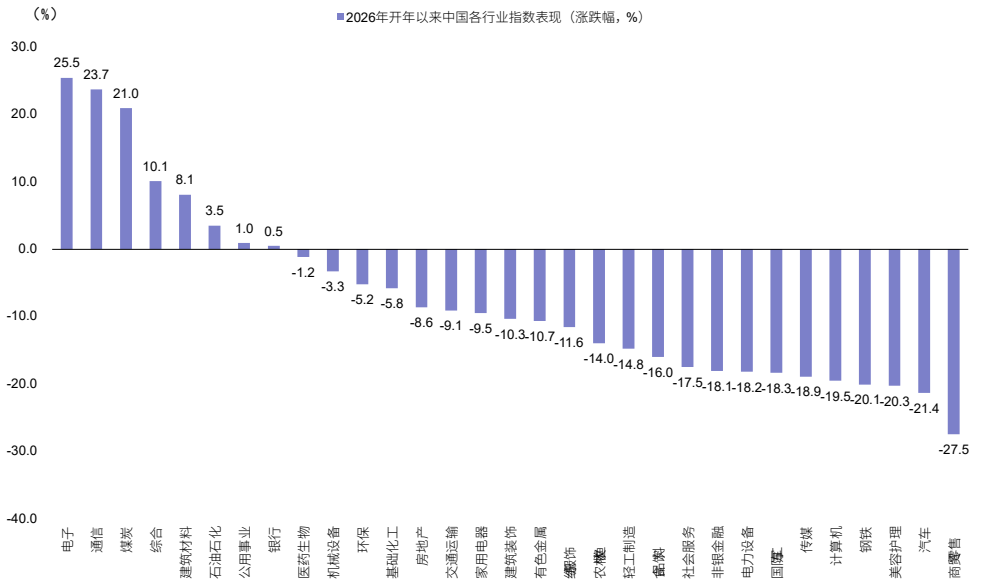
图 7：9 月行业多数下跌，房地产、医药和银行逆势上涨，有色金属领跌



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

注：数据区间为 2026/8/1-2026/9/30

图 8：开年以来，电子、通信与煤炭领涨

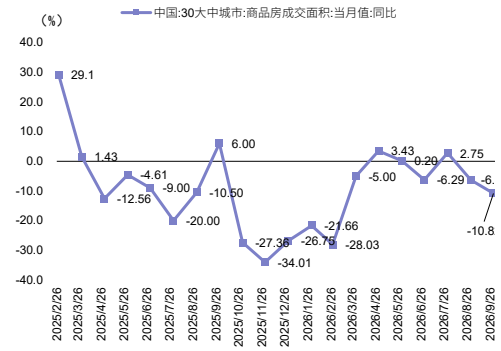


数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

注：数据区间为 2025/12/31-2026/9/30

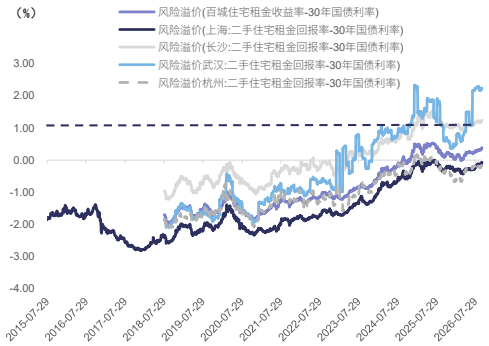
下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：9 月 30 城商品房成交日均同比降幅小幅扩张



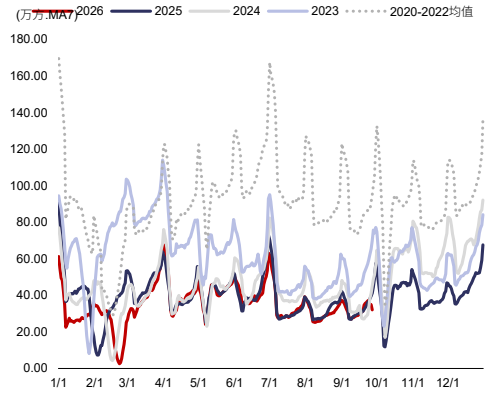
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 10：百城租金收益率高于 30 年国债利率约 36BP



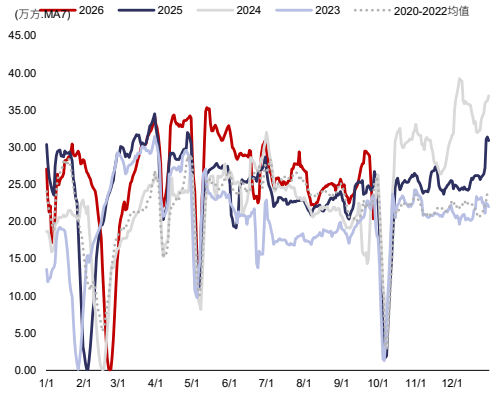
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 11：45 城新房成交面积 9 月前 26 天同比-6.6%



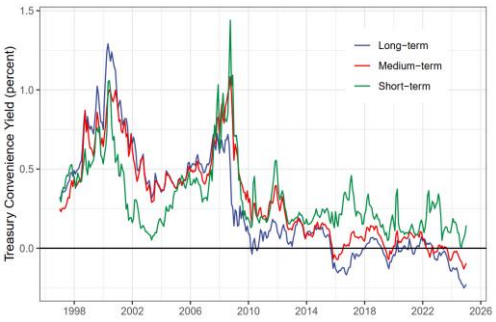
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 12：13 城二手房成交 9 月前 26 天同比为+1.1%



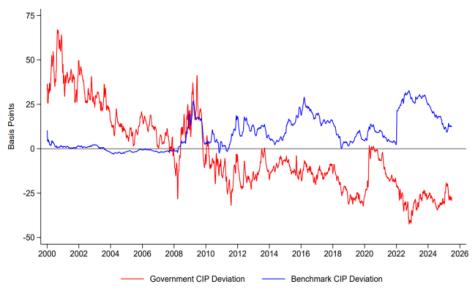
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 13：美债便利收益在长端显著回落



数据来源：Jiang, Richmond & Zhang (2025).，广发证券发展研究中心

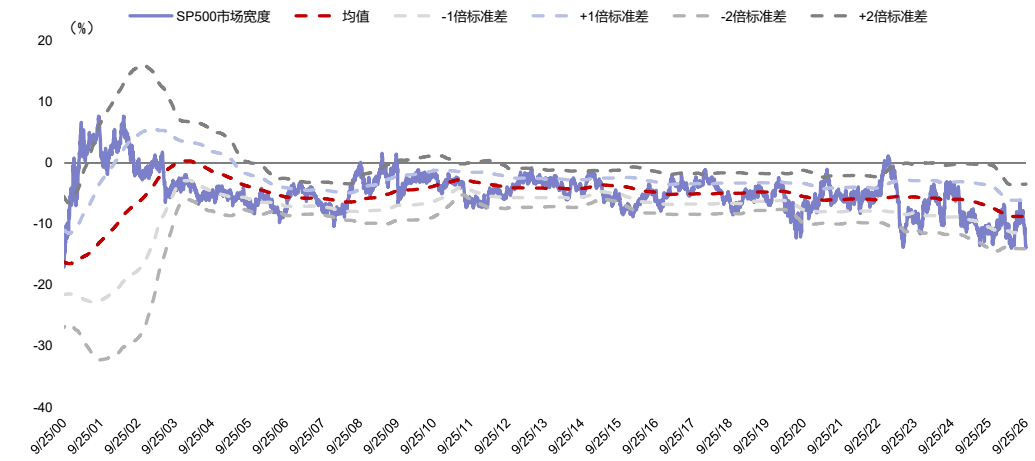
图 14：美元的便利始终强劲，尤其是在避险环境



数据来源：Du, Keerati & Schreger (2026)，广发证券发展研究中心

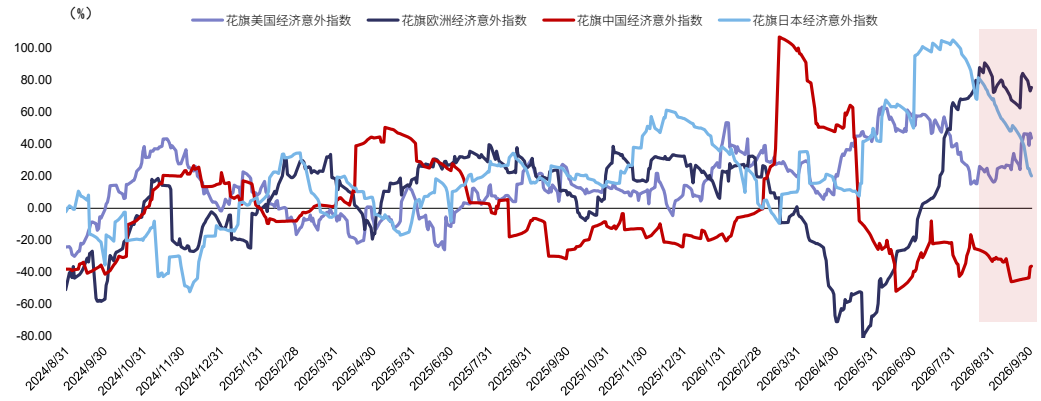
下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：标普 500 的“市场宽度”边际回落，处于滚动三年-1.88 倍标准差



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

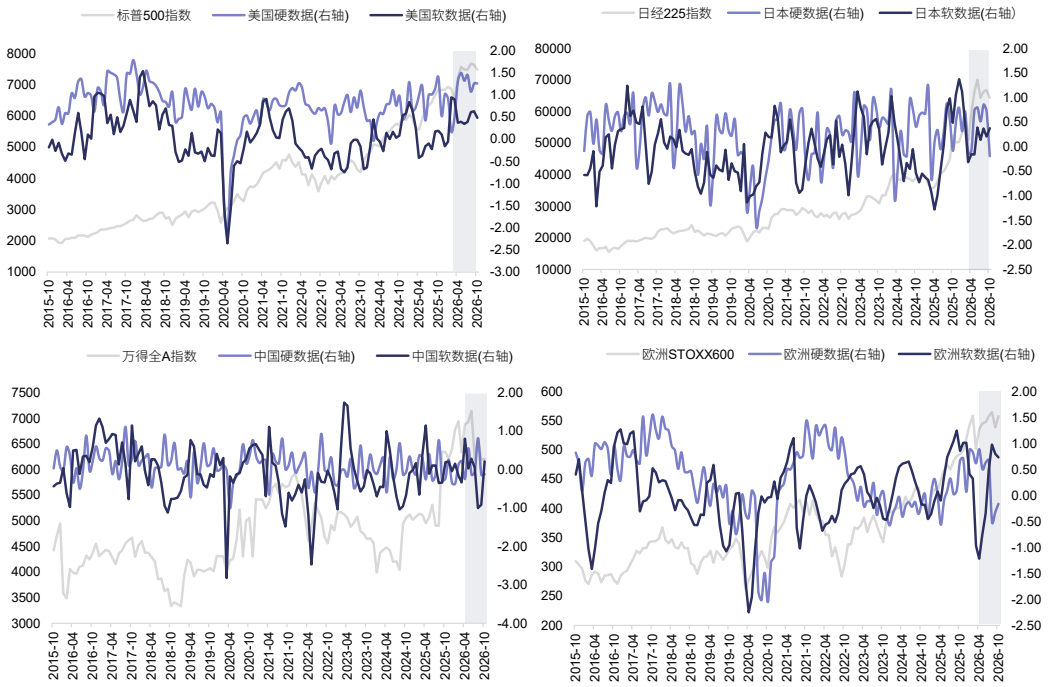
图 16：未来中国向上均值回复空间最大，美国、日本仍存在正向预期差修复空间



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：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、欧盟商品贸进口金额（当月值）、欧盟商品贸出口金额（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。

更多资料请加V

下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：平减指数月度指数与季度公布值



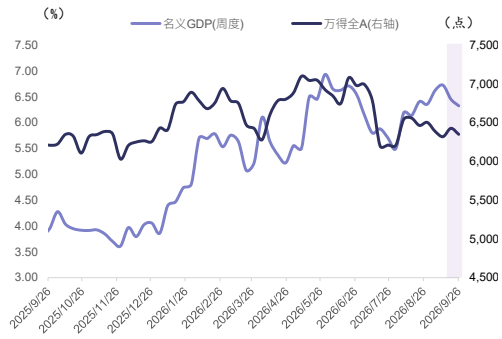
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 19：GDP 月度实际指数



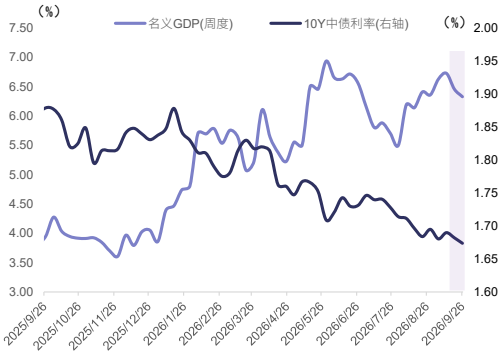
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 20：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 21：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

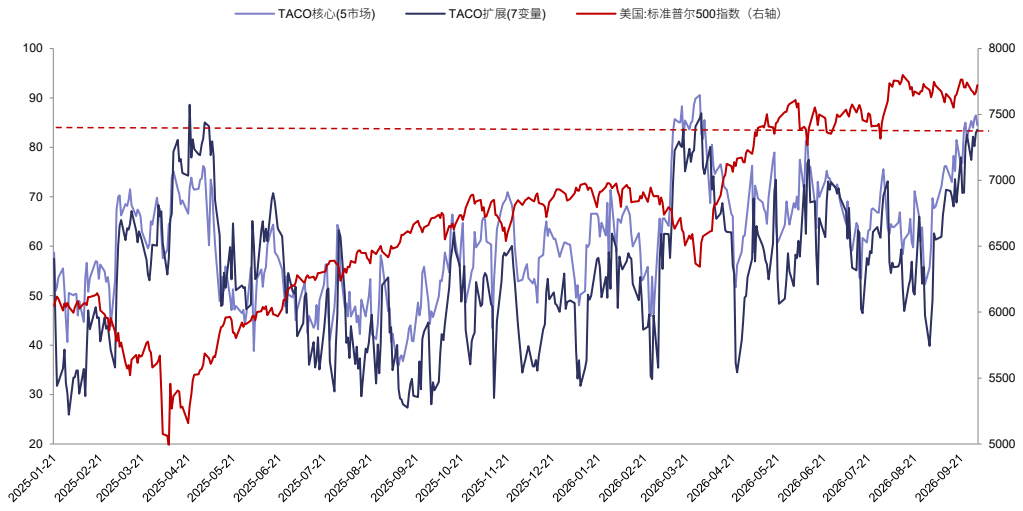
表 1：截至 10 月 6 日，CME Fed Watch 预计 10 月加息概率先降后微升至 21.6%

议息会议时间	(325-350)	(350-375)	(375-400)	(400-425)	(425-450)	(450-475)	(475-500)	(500-525)	(525-550)	(550-575)
2026/10/28	0.00%	0.00%	78.40%	21.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
2026/12/9	0.00%	0.00%	13.40%	68.70%	17.90%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/1/27	0.00%	0.00%	8.10%	47.10%	37.70%	7.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/3/17	0.00%	0.00%	2.50%	20.10%	44.30%	28.30%	4.90%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/4/28	0.00%	0.00%	1.50%	13.30%	34.90%	34.50%	13.90%	1.90%	0.00%	0.00%
2027/6/9	0.00%	0.00%	0.90%	8.30%	25.70%	34.70%	22.70%	7.00%	0.80%	0.00%
2027/7/28	0.00%	0.00%	0.70%	7.10%	23.00%	33.30%	24.50%	9.40%	1.80%	0.10%
2027/9/15	0.00%	0.00%	0.60%	6.10%	20.40%	31.60%	26.00%	11.90%	3.00%	0.40%
2027/10/27	0.00%	0.00%	0.60%	5.90%	19.90%	31.20%	26.20%	12.40%	3.30%	0.50%
2027/12/8	0.00%	0.00%	0.80%	6.50%	20.40%	31.00%	25.60%	12.00%	3.20%	0.50%

数据来源：CME，广发证券发展研究中心

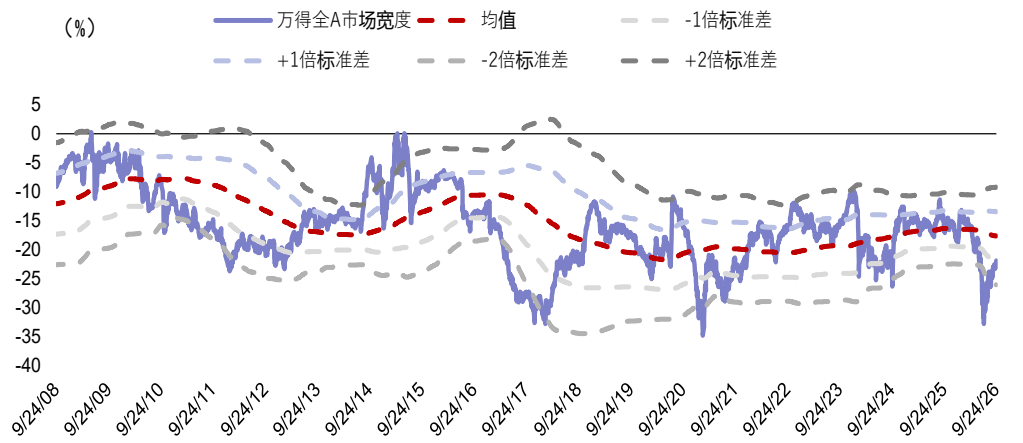
下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：我们自创的TACO压力指数，2026年10月2日至84.5，处于TACO区域（≥80），与2025年4月相当



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

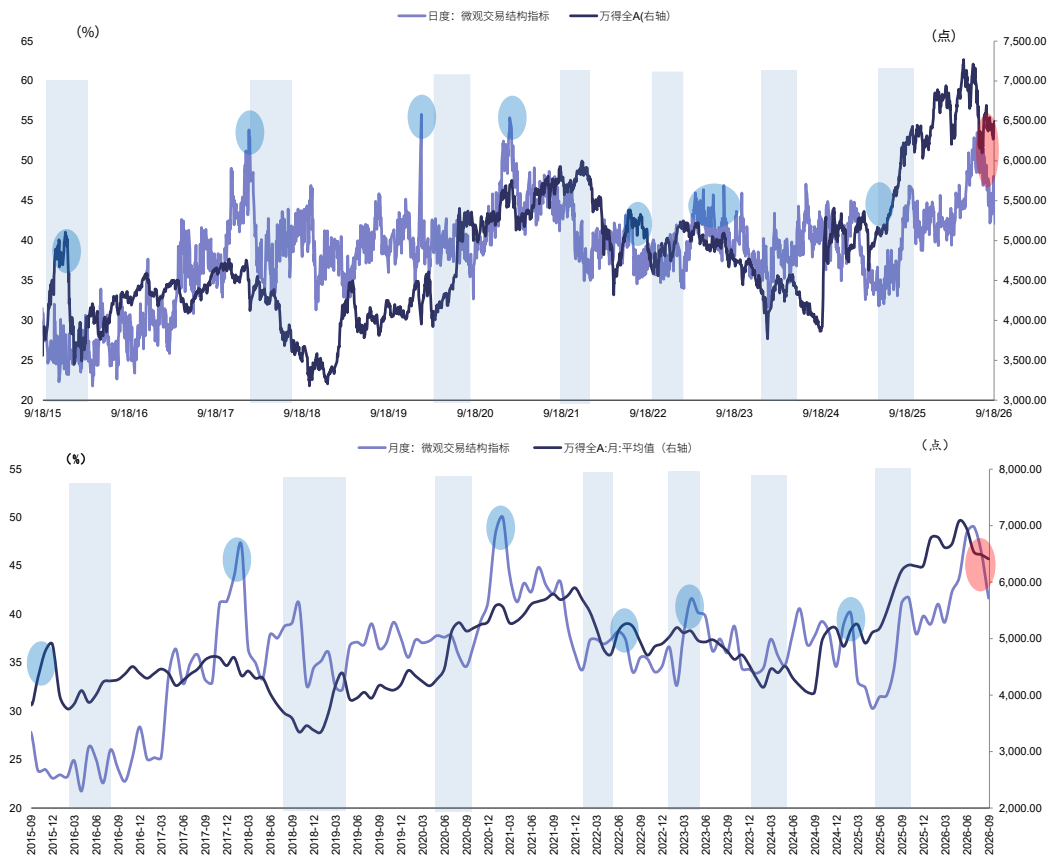
图 23：万得全 A 的“市场宽度”边际回升，升至滚动三年-1.02 倍标准差（8 月为滚动三年-1.84 倍标准差）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

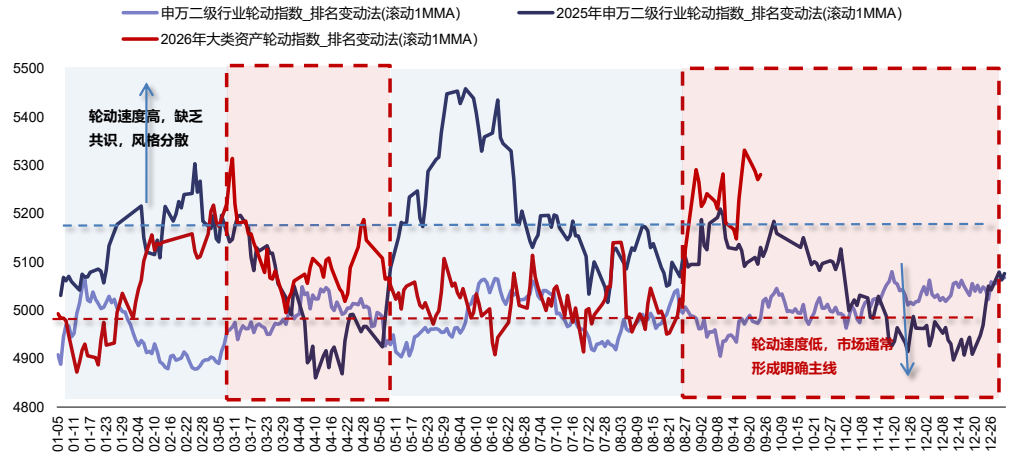
下载日志已记录，仅供内部参考

图 24：A 股成交额前 5%个股成交额占比 42.11%，三年滚动分位数为 47.7%



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 25：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

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：资产胜率评估检测指标

			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	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10
增长	BCI	中等	36.2%	32.8%	38.0%	33.8%	39.2%	40.2%	42.7%	44.8%	48.7%	37.2%	42.4%	43.7%
	PMI	偏高分位	61.3%	60.0%	57.4%	62.1%	60.9%	62.1%	62.6%	56.6%	57.9%	61.3%	57.4%	56.6%
	EPMI	偏高分位	65.1%	52.0%	52.0%	59.6%	66.9%	79.9%	80.5%	42.7%	58.4%	55.8%	66.3%	86.6%
	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%
	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%
通胀	PPI	中等	57.1%	55.3%	53.9%	56.7%	55.8%	50.7%	40.1%	33.6%	31.3%	29.0%	27.6%	28.1%
	CPI	偏低	26.7%	24.8%	21.9%	26.7%	28.6%	28.6%	26.7%	29.5%	19.0%	24.8%	23.8%	19.0%
	核心CPI	中等	-	46.4%	42.9%	46.4%	50.0%	53.6%	50.0%	75.0%	39.3%	53.6%	53.6%	53.6%
	PPI-CPI剪刀差	中等	55.7%	54.7%	54.7%	55.2%	53.2%	47.7%	37.1%	28.6%	31.6%	26.0%	25.0%	28.1%
货币	DR007	低	1.7%	1.7%	2.2%	2.2%	2.2%	0.0%	0.0%	2.2%	2.6%	2.1%	1.5%	1.2%
	R007	低	8.0%	8.0%	8.3%	8.6%	8.6%	7.1%	7.6%	10.1%	10.2%	10.5%	9.3%	9.3%
	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%
	M1	偏低	-	17.5%	17.3%	17.3%	20.8%	19.6%	19.9%	21.8%	19.4%	16.8%	19.4%	22.5%
	M2	低	-	5.5%	6.4%	7.6%	10.2%	10.2%	9.8%	11.9%	11.9%	9.8%	7.6%	8.5%
	M2-M1	偏高	-	68.1%	69.2%	70.3%	67.0%	68.8%	68.1%	67.0%	70.7%	72.9%	67.0%	63.0%
信用	社融存量同比	低	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	4.6%	4.6%	5.8%	8.1%	8.1%
	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%
	M2同比-社融同比	偏高	-	70.5%	70.5%	73.6%	76.6%	75.6%	73.6%	75.6%	75.6%	69.5%	62.4%	64.4%
海外	10Y美债收益率	高	93.7%	87.1%	85.3%	82.5%	82.8%	79.3%	77.7%	75.1%	77.0%	75.5%	74.5%	73.8%
注	历史分位界定：0~15%为低位；15%~35%为偏低分位；35%~60%为中等分位，60%~80%为偏高分位；80%~100%为高位；CPI、PPI等为9月为预测值													

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：股债商赔率检测指标

股-赔率监测指标			10月赔率信号	历史分位											
				2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10
股	常规估值、性价比指标	PE	中等	47.3%	52.4%	51.2%	66.0%	64.5%	62.6%	55.2%	62.9%	60.2%	53.4%	49.9%	52.4%
		PB	赔率偏高	25.7%	30.1%	24.1%	35.7%	33.7%	32.2%	26.3%	34.7%	32.4%	26.6%	23.7%	25.8%
		股债性价比1 (10Y中债-PE倒数)	A股比中债略便宜	31.4%	34.9%	34.8%	43.3%	42.0%	42.0%	39.6%	42.8%	42.3%	39.2%	36.9%	37.4%
		股债性价比2 (10Y中债-股息率)	A股比中债便宜	16.9%	19.9%	16.9%	22.5%	20.0%	20.5%	19.8%	22.1%	22.4%	20.2%	18.7%	18.8%
	中枢调整后	PE(中枢调整后)	赔率偏低	60.7%	65.9%	64.6%	79.9%	78.2%	76.2%	68.2%	76.2%	73.3%	66.0%	62.2%	64.7%
		PB(中枢调整后)	中等	50.3%	55.0%	48.1%	60.7%	58.2%	56.4%	49.5%	58.6%	55.8%	49.2%	45.7%	47.8%
		股债性价比3(性价比1中枢调整后)	A股比中债略贵	76.2%	80.0%	79.4%	89.4%	87.4%	86.9%	83.6%	87.0%	86.0%	81.9%	78.7%	78.9%
		股债性价比4(性价比2中枢调整后)	A股中债无倾向	56.5%	61.4%	54.3%	64.7%	58.5%	58.4%	55.9%	59.5%	59.0%	53.4%	49.3%	48.3%
	与海外资产比	美股席勒市盈率	赔率低	92.2%	89.4%	89.4%	89.8%	89.6%	84.7%	81.9%	86.9%	88.5%	88.3%	87.2%	87.6%
		股债性价比差：A股-美股(市盈率法中枢调整)	A股比美股显著便宜	2.8%	12.7%	13.4%	23.2%	22.0%	24.5%	25.4%	30.1%	24.6%	23.7%	24.9%	23.4%
		股债性价比差：A股-美股(股息率法中枢调整)	A股比美股便宜	15.7%	24.8%	23.5%	30.8%	29.1%	30.7%	32.3%	37.3%	32.8%	32.5%	34.1%	32.6%
		股债性价比5（10Y美债-PE倒数）	A股比美债略贵	75.6%	69.6%	69.3%	69.8%	68.6%	64.6%	62.4%	66.1%	62.5%	58.8%	61.4%	62.9%
		股债性价比6（10Y美债-股息率中枢调整）	A股比美债略贵	65.0%	55.9%	53.5%	51.1%	50.4%	49.3%	45.6%	41.5%	47.6%	43.9%	39.9%	43.3%
注		A股观察指数选择"万得全A(除金融、石油石化)"，中债选择10年期、30年期国债收益率，美股选择标普500，美债选择10年期美债名义利率													
		股债及跨市场比价定性界定：0%~10%为A比B显著便宜；10%~20%为A比B便宜；20%~40%为A比B略便宜；40%~60%为无倾向；60%~80%为A比B略贵；80%~90%为A比B贵；90%~100%为A比B显著贵。国内股债为2015年以来，涉及美股为2002年以来													
		股市赔率高低界定（按估值历史分位）：0%~15%为赔率高；15%~35%为赔率偏高；35%~60%为中等；60%~80%为赔率偏低；80%~100%为赔率低													
		债市赔率高低界定（按收益率/利差历史分位）：0%~15%为赔率低；15%~35%为赔率偏低；35%~60%为中等；60%~80%为赔率偏高；80%~100%为赔率高													

债-赔率监测指标			10月赔率信号	历史分位											
				2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10
债	常规估值、性价比指标	10Y绝对收益率水平（2015年以来	赔率低	2.5%	2.8%	3.9%	4.7%	3.7%	5.4%	8.4%	6.6%	8.2%	9.7%	9.5%	7.5%
		30Y绝对收益率水平	赔率低	10.9%	12.8%	14.3%	16.2%	15.0%	15.5%	20.8%	17.6%	18.3%	17.4%	14.2%	12.5%
		30Y-10Y期限利差	赔率偏低	18.9%	21.0%	25.6%	23.8%	23.8%	25.4%	22.8%	20.5%	23.3%	19.8%	17.1%	17.0%
	中枢调整后	10Y绝对收益率水平 （分两段中枢调整）	赔率偏低	29.4%	28.9%	29.9%	30.4%	27.8%	29.7%	33.9%	30.0%	31.7%	33.5%	32.2%	28.0%
		10Y绝对收益率水平 （分三段中枢调整）	赔率偏低	34.4%	33.7%	34.1%	34.1%	31.6%	32.8%	35.8%	32.2%	33.3%	34.3%	32.8%	29.0%
		30Y绝对收益率水平 （分两段中枢调整）	中等	45.4%	47.8%	49.5%	51.9%	48.8%	48.7%	57.0%	50.5%	50.6%	48.2%	41.5%	37.6%
		30Y绝对收益率水平 （分三段中枢调整）	中等	43.4%	45.1%	46.1%	47.8%	44.4%	43.8%	50.9%	44.4%	44.1%	41.3%	34.6%	30.5%
	与美债比	中美10Y名义利差	赔率低	0.0%	0.1%	2.4%	4.6%	4.7%	8.4%	10.2%	12.4%	11.5%	12.8%	13.2%	14.0%
注		A股观察指数选择"万得全A(除金融、石油石化)"，中债选择10年期、30年期国债收益率，美股选择标普500，美债选择10年期美债名义利率													
		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，国内股债为2015年以来，涉及美股为2002年以来													
		股市赔率高低界定（按估值历史分位）：0%~15%为赔率高；15%~35%为赔率偏高；35%~60%为中等；60%~80%为赔率偏低；80%~100%为赔率低													
		债市赔率高低界定（按收益率/利差历史分位）：0%~15%为赔率低；15%~35%为赔率偏低；35%~60%为中等；60%~80%为赔率偏高；80%~100%为赔率高													

商品比价-赔率监测指标			10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）										
				2026-10	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12
商品	趋势调整前	金银比	金银无倾向	46.1%	47.6%	41.2%	48.9%	46.6%	27.3%	33.6%	35.4%	23.7%	4.8%	26.7%
		铜金比	铜比金显著便宜	9.2%	9.3%	5.7%	8.3%	6.7%	4.5%	2.5%	1.1%	0.1%	0.2%	2.2%
		铜油比	铜比油贵	87.1%	86.9%	94.7%	94.0%	98.3%	92.6%	73.5%	59.9%	98.3%	98.7%	99.8%
		金油比	金比油贵	85.7%	86.7%	95.2%	91.4%	97.1%	95.0%	90.4%	89.8%	99.5%	98.8%	99.1%
		银油比	银比油贵	89.9%	90.9%	97.2%	94.7%	98.2%	98.2%	95.7%	95.3%	99.6%	99.8%	99.9%
	趋势调整后	金银比	金比银便宜	11.0%	12.1%	7.4%	13.1%	9.8%	3.0%	3.8%	3.5%	1.3%	0.2%	0.1%
		铜金比	铜比金略便宜	36.1%	36.4%	27.3%	33.6%	31.1%	22.2%	15.2%	6.6%	0.6%	1.8%	13.8%
		铜油比	铜油无倾向	58.3%	58.0%	77.5%	75.1%	94.3%	70.1%	24.9%	14.5%	94.5%	95.9%	99.5%
		金油比	金比油略贵	60.4%	65.2%	86.0%	76.1%	90.0%	85.4%	72.5%	70.6%	97.7%	95.4%	96.6%
		银油比	银比油略贵	64.2%	67.6%	90.3%	80.1%	93.9%	94.1%	83.3%	81.5%	98.9%	99.6%	99.7%
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）；														
若处于历史分位的20%~40%，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

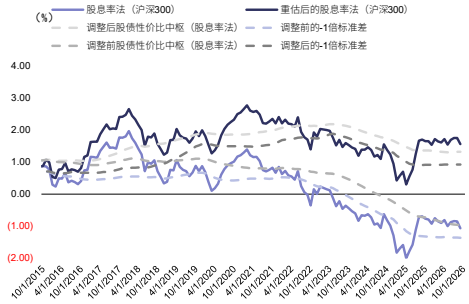
下载日志已记录，仅供内部参考

图 26：标普 500 席勒市盈率（CAPE）回落至 40.90 倍



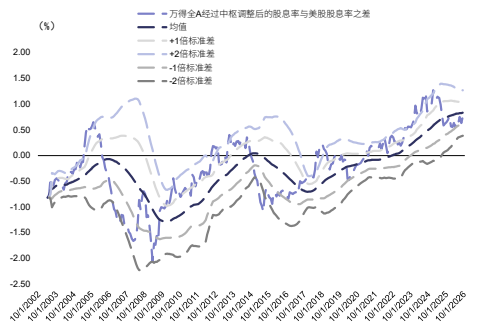
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 27：2026 年 9 月底，中枢调整后的股债性价比（股息率法）处于+0.69 倍标准差



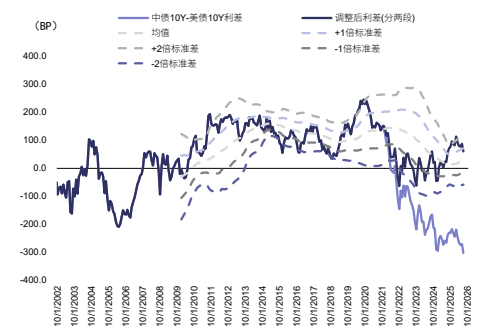
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 28：“A 股-美股”股息率之差回升至 0.76%



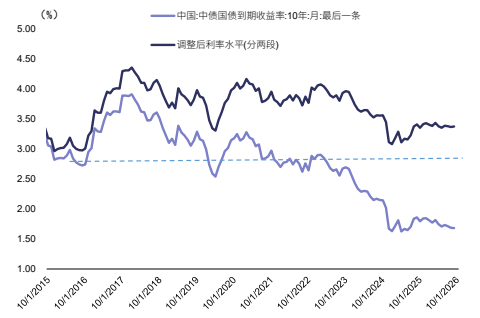
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 29：9 月中美利差倒挂加深



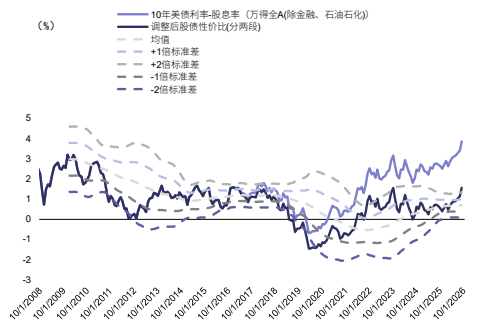
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 30：9 月末 10 年国债收益率降至 1.68%，绝对赔率偏低



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

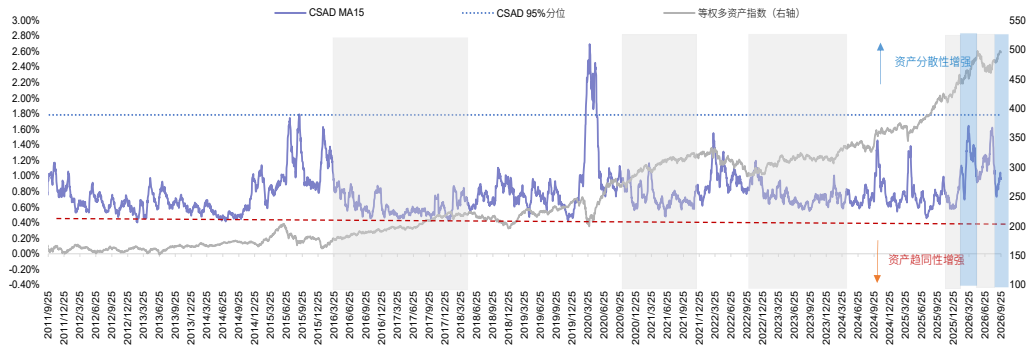
图 31：“美债-A 股”股息利差比价升至+2.60 倍标准差



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

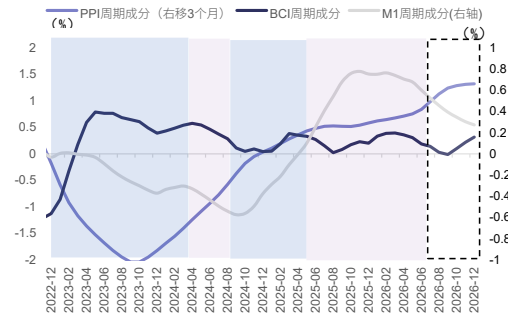
下载日志已记录，仅供内部参考

图 32：9月叙事因子CSAD仍处于77%历史偏高分位



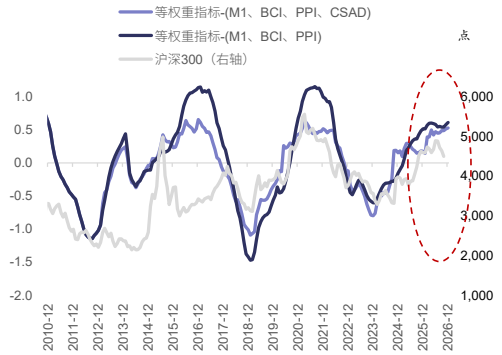
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 33：M1、BCI、PPI 周期成分



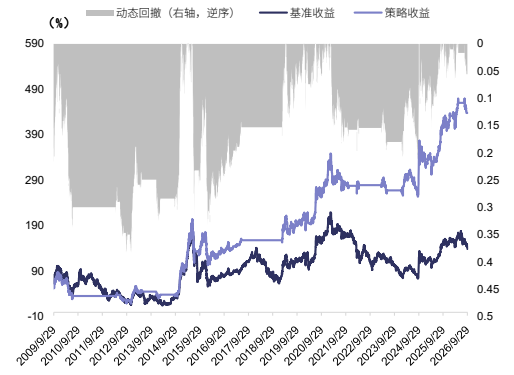
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

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

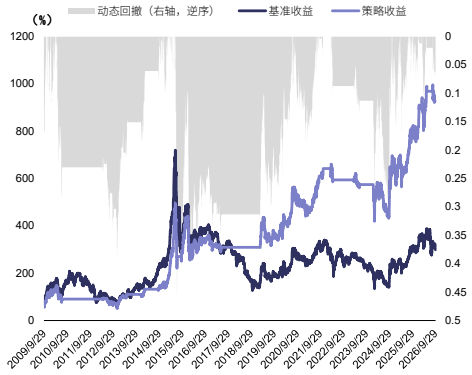
表 5：宏观三维择时策略收益情况（基准为沪深 300）

	三维择时策略
策略收益	437.95%
策略年化收益	9.94%
超额收益	125.04%
基准收益	139.05%
夏普比率	0.51
最大回撤	38.31%
月胜率	77.46%
信息比率	0.37
卡玛比率	0.26
策略波动率	17.39%
基准波动率	21.92%
最大回撤区间	2009-08-03-2012-09-26
注：回测时间为2009年1月1日-2026年9月29日	

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 35：宏观三维择时策略净值（基准为中证 1000）



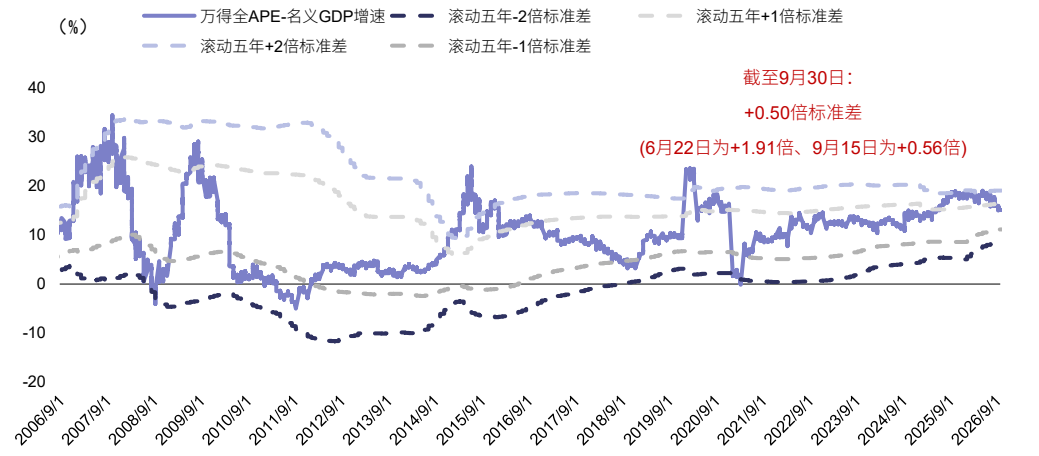
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

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	927.11%
策略年化收益	14.02%
超额收益	156.71%
基准收益	300.11%
夏普比率	0.61
最大回撤	45.93%
月胜率	77.93%
信息比率	0.36
卡玛比率	0.31
策略波动率	21.43%
基准波动率	27.08%
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9月29日	

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 36：截至9月30日， “万得全A P/E-名义GDP增速”处于滚动五年的+0.50倍标准差



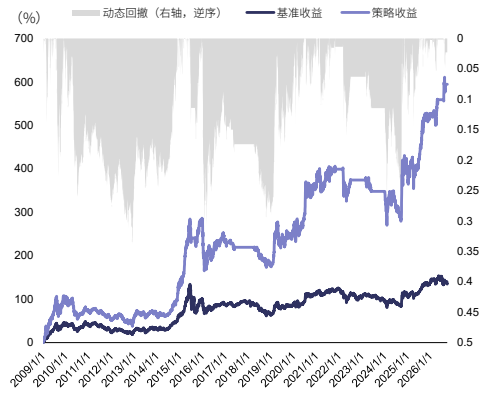
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 37：中国巴菲特指标重新回落至 65.8%



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

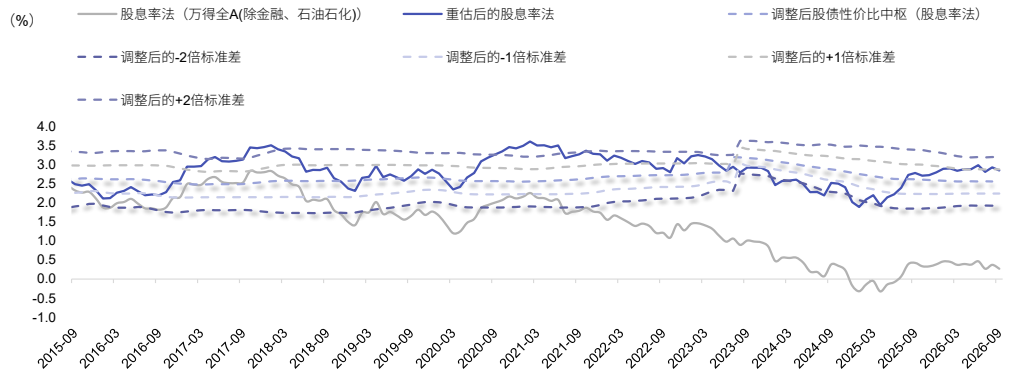
图 38：A 股估值偏离度与三维择时融合收益情况



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

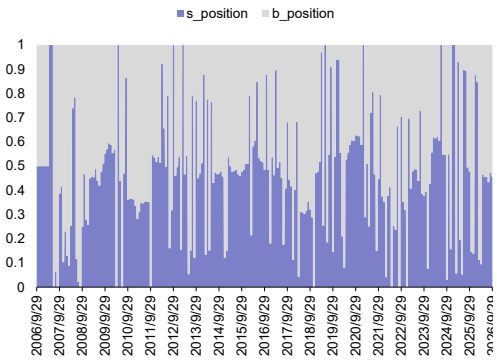
下载日志已记录，仅供内部参考

图 39：剔除长期趋势后的股债性价比



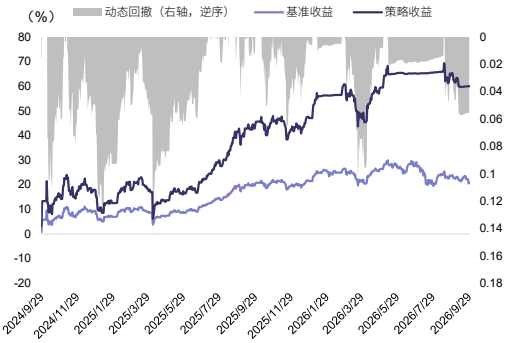
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

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

图 41：融合方案下的策略净值（截至 2026.9.30）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

表 7：红利六维择时滚动仓位信号

信号日期	红利得分 等权重	红利得分 模型加权	红利得分 相关性加权	提示时段		红利仓位 相关性加权	万得全A仓位 相关性加权
2025-11	-3.33	-0.35	-0.58	2025/12/15	2026/1/14	18.2%	81.8%
2025-12	-2.67	-0.23	-0.71	2026/1/15	2026/2/14	14.1%	85.9%
2026-01	-1.44	-0.23	-0.66	2026/2/15	2026/3/14	15.7%	84.3%
2026-02	-0.67	-0.11	-0.31	2026/3/15	2026/4/14	27.0%	73.0%
2026-03	-0.44	0.12	-0.22	2026/4/15	2026/5/14	30.2%	69.8%
2026-04	-0.22	0.32	0.49	2026/5/15	2026/6/14	48.6%	51.4%
2026-05	0.11	0.50	0.29	2026/6/15	2026/7/14	41.2%	58.8%
2026-06	0.67	0.41	0.28	2026/7/15	2026/8/14	40.8%	59.2%
2026-07	0.89	0.44	0.94	2026/8/15	2026/9/14	64.6%	35.4%
2026-08	0.89	0.44	0.99	2026/9/15	2026/10/14	66.5%	33.5%
2026-09	0.89	0.47	0.81	2026/10/15	2026/11/14	60.1%	39.9%

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

表 8：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	-1	1	-1	-1	2	1	-1
2026-01	-1	1	-1	-1	0	0	-2
2026-02	-1	-1	1	1	0	0	0
2026-03	-1	1	-1	1	0	0	0
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	1
2026-07	-1	1	-1	1	0	1	1
2026-08	-1	-1	1	1	0	0	0
2026-09	0	1	0	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	0.152	-0.489	0.370	-0.835	-0.688	0.000	-2.327	-0.812
2025-11	0.183	-0.468	0.318	0.843	-0.635	0.789	1.030	-0.582
2025-12	0.240	0.448	-0.248	-0.880	0.000	0.792	0.970	-0.709
2026-01	0.308	0.408	-0.178	-0.892	0.000	0.000	0.134	-0.658
2026-02	0.384	-0.388	0.097	0.900	0.000	0.000	0.993	-0.313
2026-03	0.450	0.325	-0.017	0.897	0.000	0.000	1.656	-0.218
2026-04	0.000	0.256	-0.075	-0.898	0.000	0.000	-0.572	0.493
2026-05	0.000	0.155	-0.183	-0.903	0.000	0.000	-0.932	0.290
2026-06	0.627	-0.051	-0.272	0.901	0.000	0.768	2.062	0.279
2026-07	0.644	-0.015	0.319	0.898	0.000	0.799	2.071	0.936
2026-08	0.679	0.096	-0.382	0.898	0.000	0.000	1.291	0.987
2026-09	0.000	-0.160	0.000	0.898	0.000	0.000	0.739	0.810

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

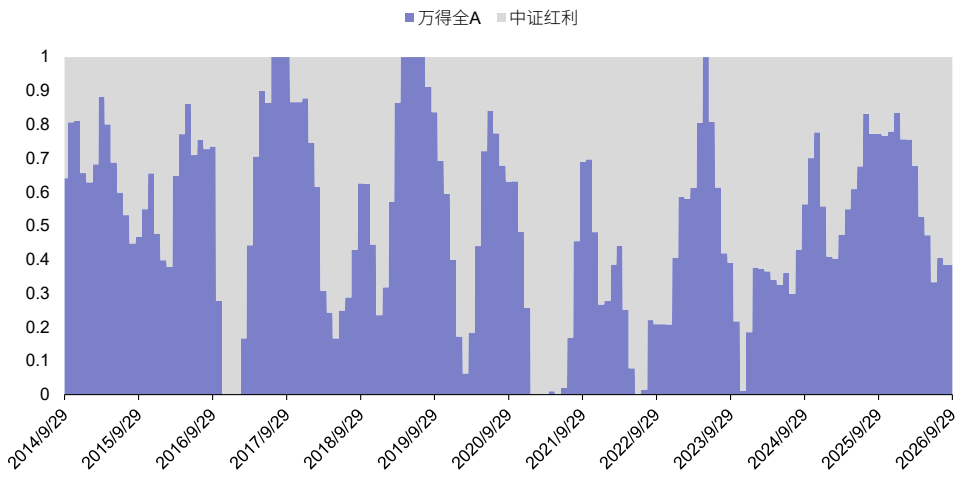
表 9：红利择时策略收益情况

	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	295.73%	46.87%	295.73%	46.87%	267.54%	246.36%
策略年化收益	12.05%	15.01%	12.05%	15.01%	11.37%	10.82%
超额收益	32.89%	12.04%	9.12%	17.59%	23.42%	16.31%
基准收益	197.79%	31.09%	262.65%	24.90%	197.79%	197.79%
夏普比率	0.51	0.81	0.51	0.81	0.48	0.44
最大回撤	48.51%	13.80%	48.51%	13.80%	49.08%	51.46%
月胜率	53.79%	60.61%	53.10%	60.61%	56.55%	53.79%
信息比率	44.44%	464.27%	22.48%	275.75%	47.61%	46.20%
卡玛比率	24.85%	108.78%	24.85%	108.78%	23.17%	21.04%
策略波动率	21.67%	17.39%	21.67%	17.39%	21.40%	22.10%
基准波动率	21.14%	16.50%	20.25%	15.63%	21.14%	21.14%
最大回撤区间	2015-06-12-2015-09-15	2024-05-21-2024-09-13	2015-06-12-2015-09-15	2024-05-21-2024-09-13	2015-06-12-2016-01-28	2015-06-12-2016-01-28
注：回测时间为2014年9月1日-2026年9月29日						

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

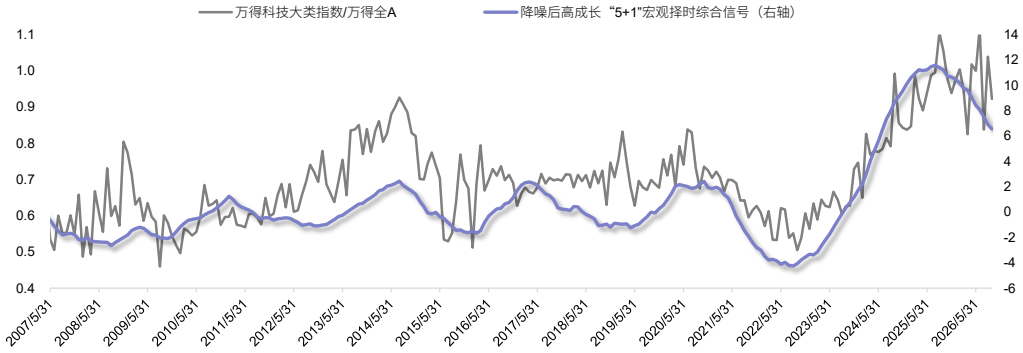
下载日志已记录，仅供内部参考

图 42：红利仍相对万得全 A 超配、仓位自 67%降至 60.1%



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 43：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 44：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

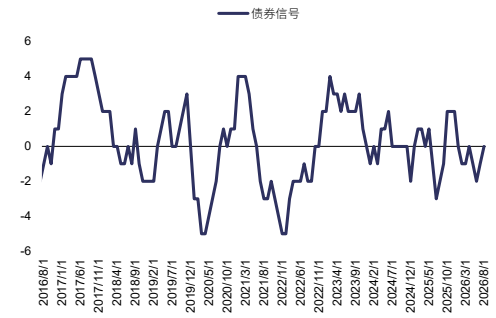
	高成长“5+1”宏观择时综合信号_择时策略	降噪后高成长“5+1”宏观择时综合信号_择时策略
策略收益	1147.56%	704.24%
策略年化收益	13.21%	10.79%
基准收益	630.60%	630.60%
基准年化收益	10.27%	10.27%
年化超额收益	2.94%	0.52%
夏普比率	0.50	0.39
最大回撤	70%	68%
月胜率	57.38%	49.18%
信息比率	10.91%	9.48%
卡玛比率	18.98%	15.82%
策略波动率	24.44%	25.23%
基准波动率	24%	24%
最大回撤区间	2007/10/17 - 2008/10/27	2007/10/17 - 2008/10/27

注：回测时间为2006年6月1日-2026年9月29日

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

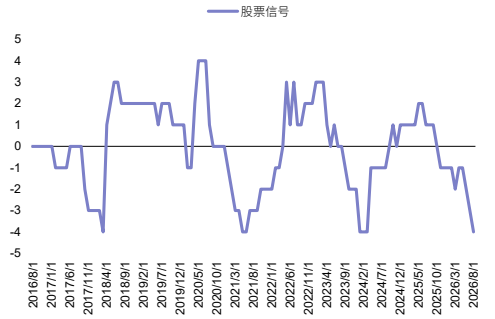
下载日志已记录，仅供内部参考

图 45：最新债券资产荒为“标配”



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 46：最新股市资产荒仍提示“低配”



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

表 11：股市资产荒显示两项标配、四项低配，综合信号进一步走低

				历史Z分数（使用上月Z分数作为下月仓位的择时依据）											
	指标定义		择时规则	2026/8/14-2026/9/13	2026/7/14 - 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	2023/5/14-6/15
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	标配	低配	低配	低配	低配	低配	低配	标配	标配	标配
	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	低配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配
	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	标配	超配	超配	超配	超配	标配	标配	超配
	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	低配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	超配	超配
	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	低配	标配	标配	标配	低配	标配	标配	标配	标配	标配	低配	标配
	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	低配	标配	标配
	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	低配	标配	超配	标配

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

表 12：债市显示四项标配、一项低配、一项超配，综合信号为标配

				历史Z分数（使用上月Z分数作为下月仓位的择时依据）											
	指标定义		择时规则	2026/8/14-2026/9/13	2026/7/14 - 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	2023/5/14-6/15
债	指标一（月度）：极致的信用利差	城投债AA5年-1年信用利差的滚动12个月Z分数	若向上突破+1，则超配债市，若向下突破-1，则低配债市	标配	低配	低配	标配	低配	标配	标配	标配	标配	超配	超配	标配
	指标二（月度）：金融机构量层面的"资产缺口"	金融机构待投资产缺口的滚动12个月Z分数（3mma）-滞后3个月	若向下突破-1，则超配债市，若向上突破+1，则低配债市	标配	标配	标配	标配	标配	标配	超配	超配	超配	超配	标配	标配
	指标三（月度）：银行理财资负两端利差	理财资负两端利差的滚动12个月Z分数	若向上突破+1，则超配债市，若向下突破-1，则低配债市	低配	低配	低配	标配	标配	标配	低配	超配	超配	超配	标配	超配
	指标四（月度）：非银"资产缺口"	非银金融资产缺口（资产负债增速差）的滚动12个月Z分数（3mma）-19年前滞后6个月	若向下突破-1，则超配债市，若向上突破+1，则低配债市	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	超配
	指标五（月度）：M2与社融(除政府债)的背离程度	M2同比-社融同比（除政府债）的滚动12个月Z分数（3mma）	若向下突破-1，则超配债市，若向上突破+1，则低配债市	超配	标配	标配	标配	标配	低配	标配	标配	标配	低配	低配	标配
	指标六（季度）：央行调查中的货币供需感受	货币需求/货币政策感受指数的滚动12个月Z分数-滞后3个月	若向上突破+1，则超配债市，若向下突破-1，则低配债市	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配	低配	标配
	根据Z分数突破阈值的个数		**若向上突破+1，则超配债市，若向下突破-1，则低配债市**	标配	低配	低配	标配	低配	低配	标配	超配	超配	超配	低配	**超配**

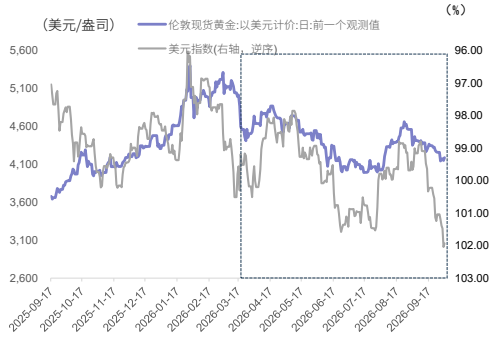
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 47：黄金与实际利率的负相关性仍较明显



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

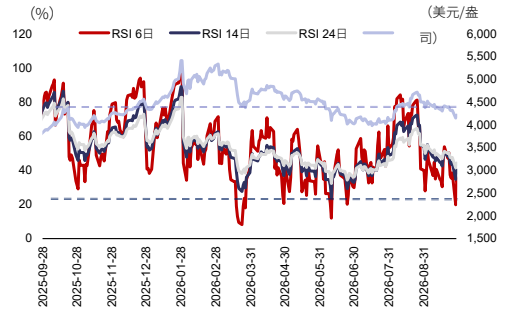
图 48：黄金与美元的负相关性回归



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

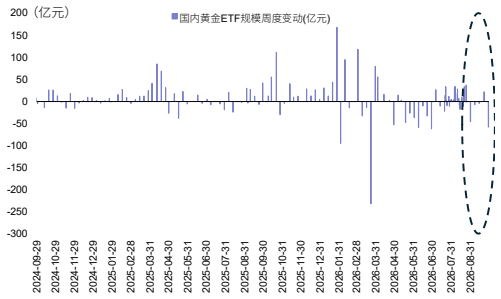
下载日志已记录，仅供内部参考

图 49：COMEX 黄金 6 日 RSI 处于中性超卖边缘



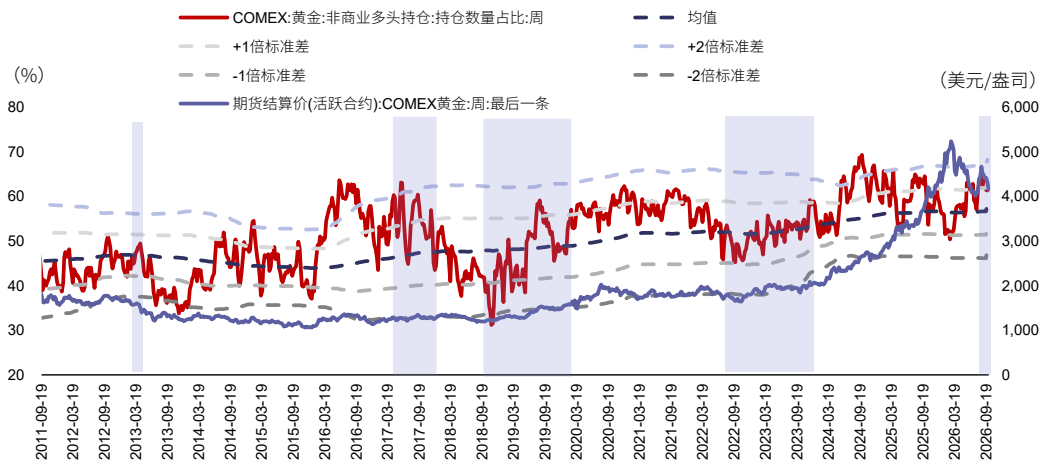
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 50：9 月国内黄金 ETF 净流出 48.2 亿元



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 51：机构投资者投机性仓位净多头边际回落，但仍处于历史高位，筹码仍略拥挤



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

表 13：黄金的“久期-凸性”定价框架下映射的合理空间

伦敦金现		9月以来均值	4,322.10	（美元/盎司）					
最新久期	23.46								
最新凸性	962.22								
		实际利率波动BP							
		-10	-25	-50	-75	-100	-125	-150	-175
最新黄金上涨空间		4,081.63	4,346.33	4,391.35	4,457.16	4,543.75	4,651.13	4,779.30	4,928.25
		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	8	4243.76	4245.11	4246.46	4247.82	4249.17	4250.52	4251.87	4253.22
	9	4232.96	4234.31	4235.66	4237.01	4238.36	4239.71	4241.06	4242.41
	10	4222.15	4223.50	4224.85	4226.20	4227.56	4228.91	4230.26	4231.61
	11	4211.35	4212.70	4214.05	4215.40	4216.75	4218.10	4219.45	4220.80
	12	4200.54	4201.89	4203.24	4204.59	4205.95	4207.30	4208.65	4210.00
	13	4189.74	4191.09	4192.44	4193.79	4195.14	4196.49	4197.84	4199.19
	14	4178.93	4180.28	4181.63	4182.98	4184.33	4185.69	4187.04	4188.39
	15	4168.13	4169.48	4170.83	4172.18	4173.53	4174.88	4176.23	4177.58
	16	4157.32	4158.67	4160.02	4161.37	4162.72	4164.07	4165.43	4166.78
	17	4146.52	4147.87	4149.22	4150.57	4151.92	4153.27	4154.62	4155.97
	18	4135.71	4137.06	4138.41	4139.76	4141.11	4142.46	4143.81	4145.17
	19	4124.91	4126.26	4127.61	4128.96	4130.31	4131.66	4133.01	4134.36
	20	4114.10	4115.45	4116.80	4118.15	4119.50	4120.85	4122.20	4123.56
	21	4103.30	4104.65	4106.00	4107.35	4108.70	4110.05	4111.40	4112.75
	22	4092.49	4093.84	4095.19	**4096.54**	**4097.89**	**4099.24**	4100.59	4101.94
	23	4081.68	4083.04	4084.39	**4085.74**	**4087.09**	**4088.44**	4089.79	4091.14
	24	4070.88	4072.23	4073.58	**4074.93**	**4076.28**	**4077.63**	4078.98	4080.33
	25	4060.07	4061.42	4062.78	4064.13	4065.48	4066.83	4068.18	4069.53
	26	4049.27	4050.62	4051.97	4053.32	4054.67	4056.02	4057.37	4058.72
		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	8	4416.65	4418.00	4419.35	4420.70	4422.05	4423.40	4424.75	4426.10
	9	4427.45	4428.80	4430.15	4431.50	4432.86	4434.21	4435.56	4436.91
	10	4438.26	4439.61	4440.96	4442.31	4443.66	4445.01	4446.36	4447.71
	11	4449.06	4450.41	4451.76	4453.12	4454.47	4455.82	4457.17	4458.52
	12	4459.87	4461.22	4462.57	4463.92	4465.27	4466.62	4467.97	4469.32
	13	4470.67	4472.02	4473.38	4474.73	4476.08	4477.43	4478.78	4480.13
	14	4481.48	4482.83	4484.18	4485.53	4486.88	4488.23	4489.58	4490.93
	15	**4492.28**	**4493.63**	**4494.99**	4496.34	4497.69	4499.04	4500.39	4501.74
	16	**4503.09**	**4504.44**	**4505.79**	4507.14	4508.49	4509.84	4511.19	4512.54
	17	**4513.89**	**4515.25**	**4516.60**	4517.95	4519.30	4520.65	4522.00	4523.35
	18	4524.70	4526.05	4527.40	4528.75	4530.10	4531.45	4532.80	4534.15
	19	4535.51	4536.86	4538.21	4539.56	4540.91	4542.26	4543.61	4544.96
	20	4546.31	4547.66	4549.01	4550.36	4551.71	4553.06	4554.41	4555.77
	21	4557.12	4558.47	4559.82	4561.17	4562.52	4563.87	4565.22	4566.57
	22	4567.92	4569.27	4570.62	**4571.97**	**4573.32**	**4574.67**	4576.03	4577.38
	23	4578.73	4580.08	4581.43	**4582.78**	**4584.13**	**4585.48**	4586.83	4588.18
	24	4589.53	4590.88	4592.23	**4593.58**	**4594.93**	**4596.28**	4597.64	4598.99
	25	4600.34	4601.69	4603.04	4604.39	4605.74	4607.09	4608.44	4609.79
	26	4611.14	4612.49	4613.84	4615.19	4616.54	4617.90	4619.25	4620.60

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 52：不同时段伦敦现货黄金表现有所分化，欧盘弱势、亚盘相对平淡



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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

贺骁束 ：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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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家或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。在特定国家或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家或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家或地区内出售。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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

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。