下载日志已记录，仅供内部参考

权益商品防御优先，债券加强对冲配置

——11 月大类资产配置展望

专题报告

- **A 股展望：风险尚未完全出清，建议优先防御配置。**具体来看，短期市场加速下跌并不能成为“抄底”的理由，核心原因有四：1）宏观基本面持续修复预期落空，信贷与通胀剪刀差数据再度走弱；2）景气度上行二阶导放缓，三季报中证 800 净利润增速同比虽然增长，但同比增速环比下行幅度为近 3 年最大值；3）中观风险阶段性出清但未彻底，例如三季报所示的主动公募基金重仓股持仓行业拥挤度并未较半年报显著降低；4）价量趋势尚未回暖，当前市场估值分布仍处于收缩趋势、成交额仍未回升至 2 万亿水平，尚无法支撑大幅反转。因此，预期未来 12 个月中证 800 全收益指数乐观/中性/谨慎情况下收益率分别为 2.98%/1.29%/-0.40%，较上月有所下调。行业层面，结合景气度改善以及动量效应，仍建议以防御行业为主，包括煤炭、石油、有色、化工、纺服。
- **债券展望：利率中枢下移，短期择时观点看震荡。**中期模型方面，26 年盈利增速预期下调 1.29%，推动利率中枢下降 4-5BP，当前中期看年内的利率点位中性微高，整体仍在合理区间内。短期择时模型方面，当前宏观基本面模型观点偏空、机构资金流模型观点偏多、价量趋势突破模型观点偏中性，同时新纳入的机构交易拥挤度模型方面，6 个细分指标中有 5 个看中性，4 类模型的综合观点为中性震荡。
- **转债展望：期权估值适中正股估值偏低，配置性价比提升。**全市场转债的定价偏离度中位数为-7.69%，而考虑市场供需关系后的调整值为 3.57%，目前对转债期权估值的判断处于中性偏低水平。转债正股的 PB 中位数为 2.08，相对上期下降 0.19，目前在市场调整下已下潜至低位，进入低位回升周期，中期股底 BETA 的赔率观点转为偏多。
- **黄金展望：利率与通胀持续压制。**近期黄金的短期定价仍由美元与实际利率主导，9 月通胀数据高于预期，12 月加息预期未消，实际利率与美元指数维持在高位，压缩金价反弹空间，择时信号也整体偏谨慎，但央行购金持续，ETF 资金未现系统性流出，即黄金短期仍受通胀和紧缩预期压制，10 月暂停加息尚不足以扭转走势，11 月金价仍可能维持震荡偏弱与技术性反弹交替的格局，趋势性的机会需要通胀压力缓和、实际利率回落、以及预期改善的共同验证。
- **大宗商品展望：整体边际转弱，关注能化供给约束向实际去库与利润修复的传导。**10 月能化板块冲高后明显分化，当前能化产业链虽普遍受制于供给约束，但中游库存与偏弱的终端利润限制了成本向下游顺价的空间。后续原油关注中东出口与美油库存拐点，PX、PTA 与 LLDPE 观察去库持续性及加工利润修复。从大宗商品三因子自上而下来看，流动性与供给冲击均由正转负，国内需求小幅修复但仍处负区间。宏观与供给扰动的边际支撑减弱，配置上需更加重视品种自身基本面差异。
- **机构投资者配置行为跟踪：公募股票占比回落，年金与保险仍以固收类为主，海外中国股票 ETF 延续净流出。**三季度公募股票资产占比降至 20.15%、债券升至 51.69%，重仓结构向医疗保健倾斜；年金与保险含权产品收益承压。10 月海外中国股票 ETF 净流出 76.95 亿元，价值风格获净流入。

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

王武蕾 S1090519080001
wangwulei@cmschina.com.cn
梁雨辰 S1090523070008
liangyuchen2@cmschina.com.cn
江雨航 S1090525070014
jiangyuhang1@cmschina.com.cn
王禹哲 S1090525080001
wangyuzhe@cmschina.com.cn
王含章 研究助理
wanghanzhang@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、A 股：风险尚未完全出清，建议优先防御配置 6

1.1. 整体观点：中长期配置性价比继续提升，但盈利增长风险逐步暴露 6

1.2. 后市展望：风险阶段出清，但右侧趋势尚未成型 8

二、债券：利率中枢下调、短期择时观点看震荡 11

2.1. 利率中枢下调，公募久期提升 11

2.2. 3 种短期择时模型的观点整体继续看震荡 13

2.3. 机构交易拥挤度模型观点同样以震荡为主 17

2.4. 转债期权估值适中正股估值偏低，配置性价比提升 18

2.5. 固收多资产配置组合表现 20

三、黄金：利率与通胀持续压制 22

3.1. 黄金短期及中长期指标跟踪 22

3.2. 期现择时信号优化 25

3.2.1 期现价格差异的拆解 25

3.2.2 期现择时信号的构建与回测 26

3.2.3 最新择时信号 27

四、大宗商品：边际转弱，关注能化供给约束向实际去库与利润修复传导 28

4.1. 供给约束对能源化工板块的影响 28

4.2. 大宗商品市场环境：三因子转弱，供需差异仍是配置重点 32

五、机构投资者配置行为跟踪 34

5.1. 公募基金配置情况 34

5.2. 年金养老金产品配置分析 35

5.3. 保险资管产品分布与收益分析 36

5.4. 海外中国股票 ETF 配置分析 37

图表目录

图表 1. 最新 A 股收益率预测结果与前期预测水平 6

图表 2. ERP 是估值的显著领先指标（领先约 12 个月） 7

图表 3. 各宽基指数 10 月底 PE 水平 7

图表 4. 9 月信贷、社零数据改善预期落空 7

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5. 9 月 CPI 低于预期且通胀剪刀差再度走扩 7
图表 6. 中证 800 净利润增速未能延续上行且强度偏弱 8
图表 7. 风格维度缺乏景气度改善板块 8
图表 8. 综合风险指数 CSRI 细分指标 8
图表 9. 综合风险指数 CSRI 历史走势（橙线）与中证 800 历史走势对比 8
图表 10. 综合风险指数择时策略统计（标的为中证 800，2009/12/31—2026/10/30） 9
图表 11.主动股票基金重仓股超配水平 10
图表 12. 主动股票基金重仓股超配情况(细分行业，TOP15) 10
图表 13.市场估值分布仍处于收缩状态 10
图表 14. 市场量能尚不足以支撑右侧反转 10
图表 15. 最新行业基本面与动量因子情况以及综合得分 11
图表 16. A 股上市公司（除金融）口径下权益与债市 ROIC 12
图表 17. 规模以上工业企业口径下权益与债市 ROIC 12
图表 18. 10 年期国债利率中枢推导（上市公司口径算法） 12
图表 19. 10 年期国债利率中枢推导（工业企业算法） 12
图表 20. ROIC 模型的利率走廊预测（括号内为上月值） 13
图表 21. 公募中长期纯债基金久期走势 13
图表 22. 3 种利率择时模型的本月最新观点 14
图表 23. 3 种利率择时模型的本月最新观点 14
图表 24. 基金公司的利率债周度累计净流入情况 15
图表 25. 证券公司的利率债双周度累计净流入情况 15
图表 26. 保险公司的利率债季度累计净流入情况 15
图表 27. 5 年（左）、10 年（中）、30 年（右）国债 YTM 下的利率长（上）、中（中）、短（下）周期视野下的趋势突破信号 16
图表 28. 3 种不同利率择时模型策略净值和基准净值 16
图表 29. 3 种不同利率择时模型策略逐年业绩 16
图表 30. 3 种不同利率择时模型策略收益风险统计 17
图表 31. 表征长端交易拥挤度的 6 种反转指标 17
图表 32. 反转指标逐年累计资本利得超额情况（基准为半仓 10 年期 YTM） 18
图表 33. 复合拥挤度指标的过去 5 年择时观点 18
图表 34. 转债市场期权估值水平（供需调整前） 19
图表 35. 转债市场期权估值水平（供需调整后） 19

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 36. 可转债正股 PB 估值水平 19
图表 37. 固收多资产配置组合大类资产配置占比 20
图表 38.基于可转债正股 PB 估值的转债比例（预算 5%） 20
图表 39.基于可转债期权偏离度的转债比例（预算 5%） 21
图表 40.基于利率债长周期择时指标的利率债比例 21
图表 41.固收多资产配置组合净值 21
图表 42.固收多资产配置组合持有 1 年滚动收益率 21
图表 43. 固收多资产配置组合收益风险统计（2016.12.31 至今） 21
图表 44. 固收多资产配置组合逐年收益统计 21
图表 45. 黄金价格影响指标分类 22
图表 46. 美国经济政策不确定性指数与金价走势 23
图表 47. 全球地缘性政治风险指数与金价走势 23
图表 48. 黄金与实际利率滚动相关性（1Y&3Y） 23
图表 49. 黄金与美元指数滚动相关性（1Y&3Y） 23
图表 50. 美元指数与实际利率 24
图表 51. 美国通胀水平变化 24
图表 52. SPDR 黄金 ETF 持有量 24
图表 53. 全球黄金 ETF 持有量 24
图表 54. 中国官方黄金储备 24
图表 55. 全球官方黄金储备 24
图表 56. 考虑世界储备货币结构的黄金估值指标 25
图表 57. 估值指标所处分位数变化 25
图表 58. 四种期现指标计算方式 26
图表 59. 四种期现择时组合净值走势 26
图表 60. 四种期现择时组合表现 27
图表 61. 黄金隐波与金价走势 28
图表 62. 黄金择时最新信号（截至 10/30） 28
图表 63. 10 月能化品种节后重定价与月内走势分化（9 月 30 日 = 100） 29
图表 64. 10 月至今能化品种价格表现与回归归因（截至 10 月 29 日） 29
图表 65. 10 月累计涨跌幅与扣除板块波动后的超额（%） 30
图表 66. 美国原油周度产量与商业库存 30
图表 67. 国内主要化工品开工率（%） 31

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 68. 聚烯烃、PVC 与甲醇显性库存（万吨） 31
图表 69. 四条化工链的供给、库存与利润 31
图表 70. 各品种定价与后续跟踪 32
图表 71.大宗商品三因子底层指标 32
图表 72. 基金资产总值及净值（万亿元） 34
图表 73. 股票与债券占资产总值比（%） 34
图表 74. 股票与债券占资产总值比（%） 35
图表 75. 股票与债券占资产总值比（%） 35
图表 76.年金养老金产品规模与结构（2026Q3） 35
图表 77.年金养老金产品三季度收益中位数 35
图表 78. 混合型年金产品仓位估计 36
图表 79.年金养老金成长与价值风格测算 36
图表 80.年金养老金大中小盘风格测算 36
图表 81.保险资管产品分布与收益（2026Q3） 37
图表 82. 保险资管产品季度收益走势 37
图表 83. 保险资金大类资产配置比例 37
图表 84.海外头部 20 只中国股票 ETF 与北向资金累计净流入 37
图表 85. 海外中国股票 ETF 分类汇总 38
图表 86.三因子历史走势 38
图表 87.美湾 3-2-1 裂解价差回落 38

下载日志已记录，仅供内部参考

一、A 股：风险尚未完全出清，建议优先防御配置

1.1. 整体观点：中长期配置性价比继续提升，但盈利增长风险逐步暴露

在 10 月走势展望中，我们认为 10 月及年内 A 股市场仍将由“盈利情况”与“海外风险”两部分主导，整体可以保持一定信心，核心原因有三“基本面数据止跌企稳且 A 股预期盈利不弱、节后风险偏好回升且三季报将开始博弈、加息风险落地”。回顾 10 月走势，市场走势与预期出入较大，核心原因在于此前判断的“业绩博弈+海外风险企稳”均未发生且向着“业绩低于预期+海外流动性再度收紧”的方向恶化，导致即使我们在周度层面策略信号中根据趋势信号给出减仓指引，但宽基层面的下跌幅度仍超出预期。

展望 11 月走势，我们认为短期市场加速下跌并不能成为“抄底”的理由，核心原因有四“宏观基本面持续修复预期落空、风险阶段性出清但未彻底、景气度上行二阶导放缓、价量趋势尚未回暖”。因此，预期未来 12 个月中证 800 全收益指数乐观/中性/谨慎情况下的收益率分别为 2.98%/1.29%/-0.40%，较上月预期有所下调。

图表 1. 最新 A 股收益率预测结果与前期预测水平

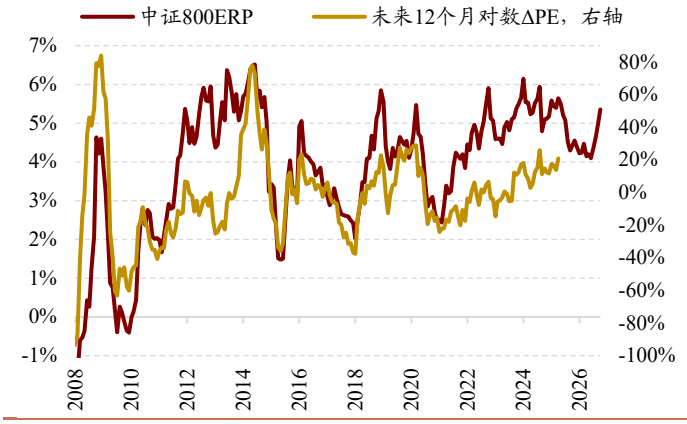
指标	场景判断方法	态度	未来12个月预测			
			沪深300全收益		中证800全收益	
			2026.10.31	2026.09.30	2026.09.30	2026.09.30
PE增速（整体法）	①ERP领先12个月线性回归预测。 ②5年PE中位数均值回归。 乐观/中性/谨慎：二者最大/均值/最小。	乐观	0.24%	0.70%	1.09%	1.55%
		中性	-0.27%	-0.27%	0.18%	-0.09%
		谨慎	-0.78%	-1.24%	-0.72%	-1.71%
盈利增速（整体法）	①2026GDP增速4.50%，未来12月CPI/PPI同比增速0.65%/0.73%。 ②M1与信贷脉冲领先12个月线性回归预测。 乐观/中性/谨慎：二者最大/均值/最小。	乐观	4.05%	3.70%	1.56%	5.63%
		中性	1.98%	2.44%	0.77%	3.47%
		谨慎	-0.05%	1.19%	-0.01%	1.37%
股息率	过去4年均值。	中性	2.99%	2.87%	2.70%	2.59%
股本增速（取负）	过去4年均值。	中性	-2.73%	-2.74%	-2.36%	-2.91%
未来12个月收益	按乐观/中性/谨慎场景下预测值分别加总。	**乐观**	***4.55%***	*4.54%*	***2.98%***	*6.86%*
		中性	***1.97%***	*2.29%*	***1.29%***	*3.06%*
		谨慎	***-0.57%***	*0.07%*	***-0.40%***	*-0.66%*

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

估值端，目前中证 800 的 ERP 为 5.35%，处于近 5 年 72.88%、历史以来 83.12%分位数水平，配置性价比继续提升，且结构上沪深 300 与金融风格指数当前处于极度低估状态。具体来看，今年以来 10 年期国债到期收益率持续下行，从年初的 1.85%持续下滑到当前的 1.62%附近，而中证 800PE 则从年初的 16.50 下滑至当前的 14.28，此消彼长之下，当前权益相较于债券的资产配置性价比明显提升，故从中长期配置视角上来看，当前对 A 股市场具备一定超配价值。此外，从结构上来看，部分宽基指数的估值水平已经接近历史最低水平，例如沪深 300 指数 PE 已经处于滚动 5 年 1.82%、历史以来 4.77%的极低分位数水平，更细分的金融风格指数 PE 已经处于滚动 5 年 3.31%、历史以来 0.75%的最低分位数水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2. ERP 是估值的显著领先指标（领先约 12 个月）



资料来源：Wind，招商证券

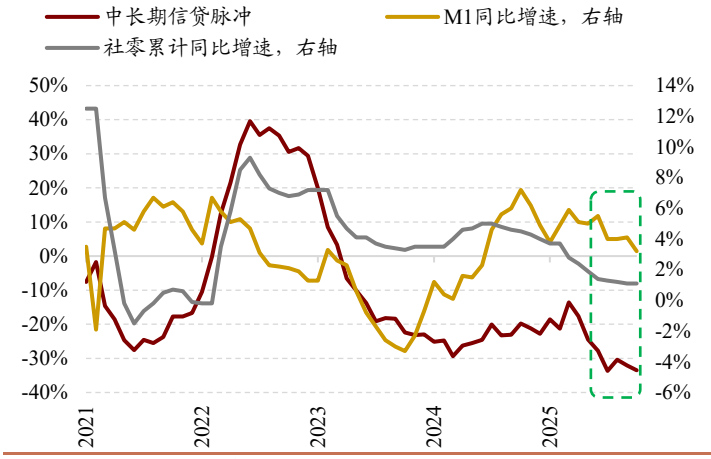
图表 3. 各宽基指数 10 月底 PE 水平

指数名称	PE_TTM中位数	滚动3年分位数	滚动5年分位数	历史以来
上证50	17.45	59.17%	56.24%	54.72%
沪深300	17.50	3.03%	1.82%	4.77%
中证500	23.93	27.03%	34.90%	17.85%
中证800	21.54	19.72%	18.86%	9.80%
中证1000	30.26	30.62%	25.72%	19.86%
中证2000	43.72	43.45%	47.23%	47.23%
中证红利	12.78	76.69%	86.02%	40.31%
金融(风格)	11.38	3.59%	3.31%	0.75%
周期(风格)	30.54	33.66%	48.80%	30.92%
消费(风格)	32.50	65.79%	68.98%	39.63%
成长(风格)	47.10	41.52%	61.70%	47.23%
稳定(风格)	19.40	57.52%	39.37%	20.60%
300成长	19.95	16.83%	10.42%	34.93%
300价值	10.01	13.52%	44.67%	29.08%
万得全A	34.55	35.72%	50.29%	32.84%

资料来源：Wind，招商证券

盈利端，9 月信贷脉冲、M1 同比增速修复未能持续，CPI 与 PPI 剪刀差再度扩张，宏观基本面维度未能形成支撑。领先数据层面，9 月人民币中长期信贷脉冲、M1 同比增速、社零增速分别为-33.47%、3.20%、1.10%，环比分别变化-1.42%、-0.90%、-0.00%，此前预期的基本面数据低位企稳修复的情况并未出现。同步数据层面，9 月 CPI、PPI 同比增速分别为 0.90%、5.00%，CPI 同比增速低于市场预期，且 CPI 与 PPI 同比增速剪刀差从此前的-3.00%再度扩张至-4.10%，表明内需价格层面的修复也未能持续。

图表 4. 9 月信贷、社零数据改善预期落空



资料来源：Wind，招商证券

图表 5. 9 月 CPI 低于预期且通胀剪刀差再度走扩



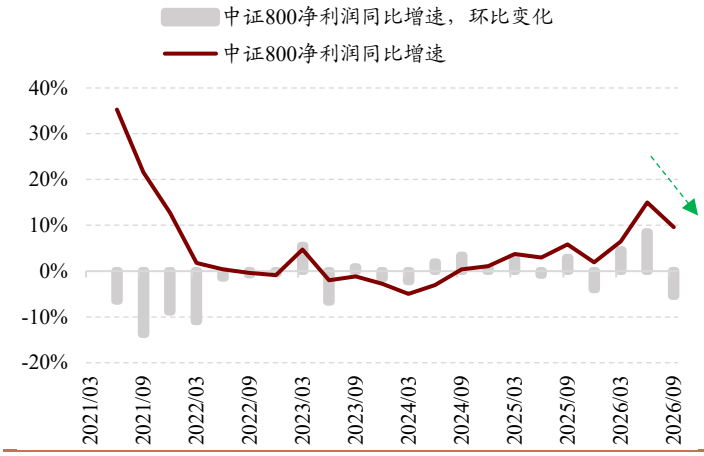
资料来源：Wind，招商证券

此外，从 A 股实际三季报的披露情况上来看，整体表现也弱于预期。具体来看，整体层面，中证 800 三季度归母净利润同比增速为 9.60%，较二季度的 15.01%环比下降 5.40%，考虑到当前整体净利润增速处于近 3 年较高分位数水平却出现边际下滑，叠加美股三季报同样出现大面积不及预期，A 股景气度顶部大概率已经出现。**定量层面，**“景气度二阶导”（同比增速的环比变化）是少有的具备一定择时能力的基本面指标，若按“中证 800 净利润增速环比变化滚动 3 年分位数>75%满仓、<25%空仓、其余半仓”的信号对中证 800 进行择时（按实际披露完毕日期调仓），该策略 2010 年以来的年化收超额收益率为 1.00%且最大回撤能控制在 25%的较低水平。而当前 A 股“景气度二阶导”非但未能如前期预测维持在合理水平，反而已是近 3 年最低值，表明当前实际景气度层面无法支撑后续更高的盈利预期。**分板块层面，**TMT、成长风格净利润同比增速的下行幅度较大是导致整体景气度回落的主要原因，而于此同时消费、金融地产、周期、稳定板块的景气度也并未改善，导致市场在景气度交易层面缺乏明确主线，故而也难

下载日志已记录，仅供内部参考

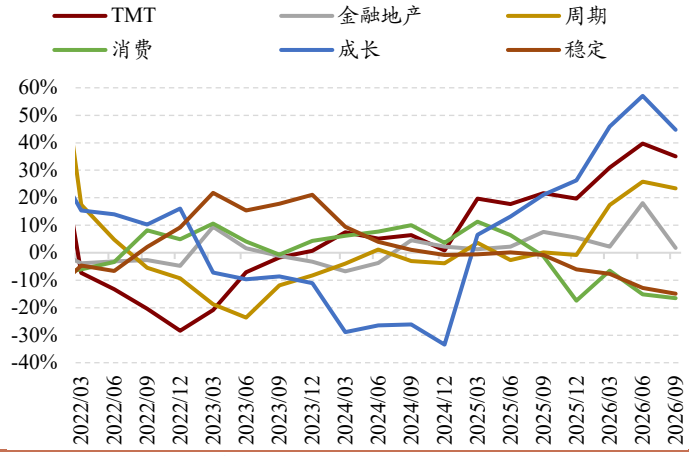
以带动市场情绪回暖。

图表 6. 中证 800 净利润增速未能延续上行且强度偏弱



资料来源：Wind，招商证券

图表 7. 风格维度缺乏景气度改善板块



资料来源：Wind，招商证券

综上所述，考虑到当前 A 股市场虽然中长期配置性价比提升，但盈利层面预期并不乐观，预期未来 12 个月中证 800 全收益指数乐观/中性/谨慎情况下的收益率分别为 2.98%/1.29%/-0.40%，中长期层面或尚未进入“重仓配置”阶段。

1.2. 后市展望：风险阶段出清，但右侧趋势尚未成型

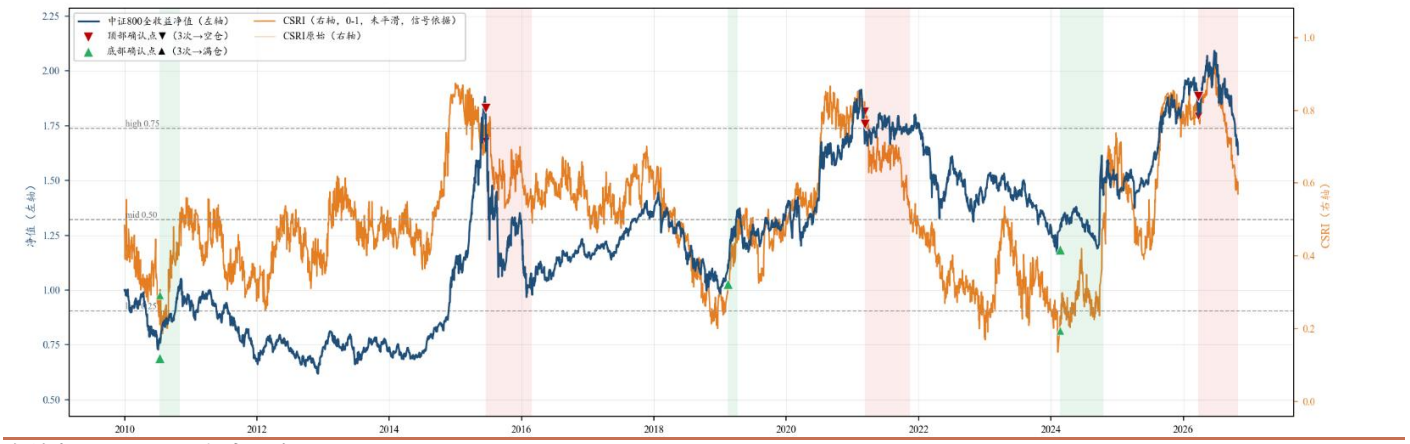
为了更好地衡量市场所处于的风险状态，我们构建一个综合风险指数（CSRI），其分别由四个子体系得分等权合成（均由滚动 5 年分位标准化后等权合成）构成，四个维度分别为拥挤度、杠杆、机构行为、估值，具体指标见下表。

图表 8. 综合风险指数 CSRI 细分指标

维度	细分指标	指标含义	方向
拥挤度	成交额最高 1%股票成交额占比	衡量资金向头部个股集中的程度	正向
拥挤度	TOP3 行业成交额占比	成交额前三大行业合计占比，衡量行业层面资金抱团	正向
拥挤度	新增开户数量	新增股票账户数，衡量散户入场情绪	正向
杠杆	融资买入额与成交额比值	融资买入占当日成交额比重，衡量杠杆资金参与度	正向
杠杆	融资买入余额占比	融资余额占流通市值比重，衡量存量杠杆水位	正向
杠杆	融资买入余额占比 60 日增速	融资余额占比的 60 日增速，衡量杠杆加/减速	正向
机构行为	主动股票基金超配行业权重和	主动股基持仓偏离程度，衡量机构抱团程度	正向
机构行为	大单净流出 60 日均值	大单资金净流出的 60 日均值，衡量机构减持压力	正向
机构行为	新发基金规模	新成立股票与混合基金规模，衡量增量入市情绪	正向
估值	中证 800PE	中证 800 市盈率，衡量绝对估值水平	正向
估值	中证 800PB	中证 800 市净率	正向
估值	中证 800ERP	股权风险溢价（盈利收益率-无风险利率）	反向

资料来源：Wind，招商证券

图表 9. 综合风险指数 CSRI 历史走势（橙线）与中证 800 历史走势对比



资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

综合风险指数的核心亮点不仅仅在于指标构建，而是在于其信号生成方式。从我们的理解上来看，所谓“风险”并不完全是一个贬义词，其更接近“风险偏好”的概念。换而言之，对于市场的大级别牛熊，从风险的角度来看，都是风险累积到风险释放的过程，而风险累积的过程市场往往上涨，风险释放的过程市场往往下跌，所以以风险高了并不意味着市场一定会跌、风险低了也并不意味着市场一定会涨。因此，我们对 CSRI 指标的择时信号构建思路是“未进入极端高/低风险前作为趋势指标观察，而进入地段高/低风险区域后，再用市场指数价格的实际涨跌进行确认”：

趋势段： CSRI>0.6→满仓（1）；CSRI<0.4→空仓（0）；0.4-0.6→半仓（0.5）。

顶部拐点段： CSRI 上穿 0.75（极度风险区）触发顶部拐点段，存续至 CSRI 回落 0.60 下方。段内延续基础规则等待；若段内万得全 A 滚动 5 日累计跌幅超过 6%（风险极值区出现加速下跌）→顶部拐点确认→空仓，持续至 CSRI 回落 0.60 下方后恢复趋势段规则。

底部拐点段： CSRI 下穿 0.25（安全区）触发底部拐点段，存续至 CSRI 回升 0.40 上方。段内延续基础规则等待；若段内滚动 5 日累计涨幅超过 6%（风险充分释放后出现放量反攻）→底部拐点确认→满仓，持续至 CSRI 突破 0.40 上方后恢复趋势段规则。

从结果上来看，综合风险指数策略较满仓基准年化超额收益率为 5.69%，最大回撤仅为-21.81%，符合其风险控制指标的特点，整体上把握了历史上几次重要的行情拐点，例如其有效规避了 2015 年下半年、2018 年、2022-2023 年的大级别下跌，同时把握了 2014-2015 上半年、2020 年、2024-2025 年的上涨行情。

图表 10. 综合风险指数择时策略统计（标的为中证 800，2009/12/31—2026/10/30）



指标	中观风险	满仓中证 800 全收益	半仓基准
累计收益	301%	62%	40%
年化收益	8.58%	2.89%	2.02%
年化波动率	13.33%	21.38%	10.69%
最大回撤	-21.81%	-48.53%	-26.96%
夏普比率	0.6841	0.2408	0.2408
收益回撤比	0.3932	0.0596	0.0750
绝对胜率（月度）	74.26%	51.98%	51.98%
绝对胜率（季度）	67.65%	54.41%	55.88%
滚动 60 日平均收益率	2.46%	1.61%	0.79%
滚动 60 日胜率（≥0）	68.12%	51.58%	52.35%
年化超额收益率(vs 满仓中证 800)	5.68%	0.00%	-0.87%
年化超额收益率(vs 半仓中证 800)	6.55%	0.87%	0.00%
年化换手率（信号双边）	13.6664	0.0000	0.0000
区间平均仓位	42.84%	100.00%	50.00%

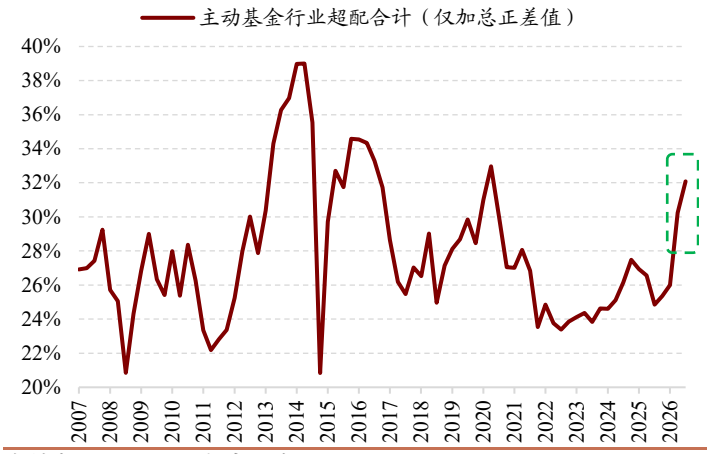
资料来源：Wind，招商证券

从最新结果上来看，当前 CSRI 指数仍给出偏空信号，其核心逻辑是虽然风险指数已经从 7 月 90%高位水平显著下降至当前的 58%水平，表明风险已经大量出清，但并未彻底，距离 50%的中性水平仍有一定举例。举例来讲，当前持仓拥挤度风险仍在。我们计算了普通股票型基金和偏股混合型基金季度重仓股行业占比与中证 800 行业占比，并将主动股票基金相对超配部分权重加总，得到

下载日志已记录，仅供内部参考

主动股票基金配置拥挤度指标。从三季报的情况上来看，重仓股行业超配比例与半年报持平，均处于 30%的水平，高于一季度以及去年四季度的 26%水平。行业结构上，电子与通信行业超配比例的确有所小幅下降，但医药行业超配比例又显著回升。故至少从主动基金拥持仓拥挤度层面来看，当前改善程度有限。

图表 11.主动股票基金重仓股超配水平



资料来源：Wind，招商证券

图表 12. 主动股票基金重仓股超配情况(细分行业，TOP15)

季末日期	20250930	20251231	20260331	20260630	20260930
电子	10.20%	9.36%	8.60%	18.80%	18.15%
通信	4.14%	5.13%	6.87%	6.70%	6.61%
医药	3.70%	3.11%	3.70%	1.57%	4.27%
机械	1.93%	2.31%	2.42%	2.23%	2.72%
轻工制造	0.24%	0.42%	0.35%	0.14%	0.22%
纺织服装	-0.03%	0.00%	0.03%	0.04%	0.10%
建材	-0.15%	-0.05%	0.06%	0.60%	0.01%
农林牧渔	0.09%	-0.04%	0.01%	-0.16%	-0.01%
综合金融	-0.04%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.02%
房地产	-0.29%	-0.28%	-0.18%	-0.10%	-0.03%
综合	-0.07%	-0.05%	-0.05%	-0.03%	-0.04%
商贸零售	-0.08%	-0.04%	-0.02%	-0.09%	-0.06%
基础化工	0.45%	1.44%	2.00%	0.16%	-0.14%
消费者服务	-0.05%	0.03%	0.00%	-0.16%	-0.16%
汽车	0.85%	0.81%	0.33%	-0.86%	-0.34%

资料来源：Wind，招商证券

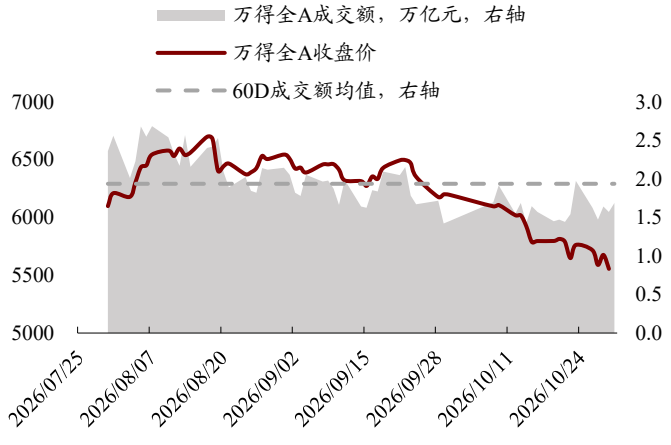
从右侧趋势指标层面来看，我们所跟踪的估值分布趋势与量能趋势同样未能给出看多信号。具体来看，PB 离散度指标变化方向代表市场的估值分布变化方向，也即离散度上行通常代表市场估值扩张（市场处于上行趋势）、离散度下行代表市场估值收缩（风险偏好下行，市场处于下行趋势），最新数据未见明显的 PB 离散度重回上行趋势，表明当前尚未出现风险偏好右侧回升的态势。量能层面更是如此，自 9 月下旬以来，全 A 日度成交额始终处于 2 万亿之下（接近 60 日均水平），考虑到 A 股按“放量做多、缩量空仓”的策略长期有效，当前 1.5 万亿左右的日均成交额水平还不足以支撑市场出现右侧反转。

图表 13.市场估值分布仍处于收缩状态



资料来源：Wind，招商证券

图表 14. 市场量能尚不足以支撑右侧反转



资料来源：Wind，招商证券

因此，综合来看，虽然当前市场估值层面已经体现出不低的中长期配置价值，但是景气度增长风险开始逐步暴露、中观拥挤度等风险有所出清但不彻底、右侧趋势尚未形成，叠加海外流动性收紧与地缘风险再度上行，故而短期加速下跌并不能成为“重仓抄底”的理由，配置层面可以轻仓博弈阶段性底部但整体仓位以及持仓风格和行业层面仍需保持相对防御。

行业层面具体来看，我们沿用此前行业轮动报告中核心考察的两类因子“景

下载日志已记录，仅供内部参考

气度二阶导+动量”对当前中信一级行业进行打分。景气度二阶导维度，选择 ROEttm 同比增速环比变化以及归母净利润增速同比增速环比变化（整体法）作为观测对象；动量维度，选择长期夏普动量（负收益用简单动量，长期动量定义为 242 个交易日动量）以及成交额占比动量（行业占市场成交额占比 242 个交易日分位数）。该因子选择思路与当前我们所观察到的“市场景气度风险逐步暴露”的情况恰好相呼应，也即在整体景气度顶部大概率出现的情况下，配置层面应该转向景气度仍加速上行或底部反转的具备基本面安全边际的行业，以及动量层面仍处于多头趋势的、具备一定交易维度赚钱效应的行业。从结果上来看，排名前 5 的行业包括煤炭、石油石化、有色金属、基础化工、纺织服装，或是后续配置层面值得重点关注的行业。

图表 15. 最新行业基本面与动量因子情况以及综合得分

行业	三季报：景气度二阶导		20261030动量		综合得分
	ROEttm同比增速环比变化	净利润同比增速环比变化	长期夏普动量	成交额占比动量	
煤炭	0.41%	0.55%	3.45%	34.85%	20.25
石油石化	0.60%	-1.24%	5.29%	28.63%	19.75
有色金属	1.28%	-16.48%	1.46%	100.00%	19.50
基础化工	0.11%	-15.42%	2.47%	90.04%	18.00
纺织服装	0.21%	4.18%	0.32%	24.48%	17.00
通信	0.25%	4.22%	1.11%	7.63%	16.75
电子	0.78%	-12.44%	5.81%	24.40%	16.75
商贸零售	0.22%	5.15%	-0.06%	36.93%	16.50
医药	0.34%	4.12%	-0.03%	6.22%	15.25
国防军工	-0.37%	-7.45%	-0.02%	69.29%	14.75
银行	-0.04%	0.82%	2.43%	0.00%	14.75
消费者服务	0.27%	-3.73%	-0.07%	51.45%	14.50
建材	-0.66%	-5.44%	4.39%	42.74%	14.25
房地产	0.04%	7.45%	-0.07%	27.80%	14.25
机械	0.04%	-1.46%	1.80%	0.00%	13.50
家电	-0.65%	-2.98%	0.00%	40.66%	13.25
轻工制造	-0.40%	-9.93%	-0.02%	50.21%	13.00
交通运输	-0.07%	-0.89%	-0.04%	24.90%	13.00
建筑	-0.51%	-4.35%	-0.06%	63.90%	12.50
计算机	0.35%	-59.63%	-0.08%	77.59%	12.50
电力及公用事业	-1.12%	-10.37%	-0.01%	64.73%	12.00
农林牧渔	-2.58%	1.40%	-0.05%	22.41%	10.00
汽车	-0.68%	-0.12%	-0.09%	31.12%	8.75
钢铁	-1.17%	-34.20%	-0.07%	87.97%	8.50
电力设备及新能源	-0.61%	-19.21%	-0.09%	67.63%	8.50
食品饮料	-0.47%	-2.15%	-0.07%	0.00%	7.50
非银行金融	-5.61%	-84.14%	-0.06%	57.26%	6.75
传媒	-0.65%	-15.84%	-0.06%	16.60%	6.50

资料来源：Wind，招商证券

二、债券：利率中枢下调、短期择时观点看震荡

2.1. 利率中枢下调，公募久期提升

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

中期视角下，利率当前定价水平中性偏高。参考早前报告中的 ROIC 模型[1]，

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

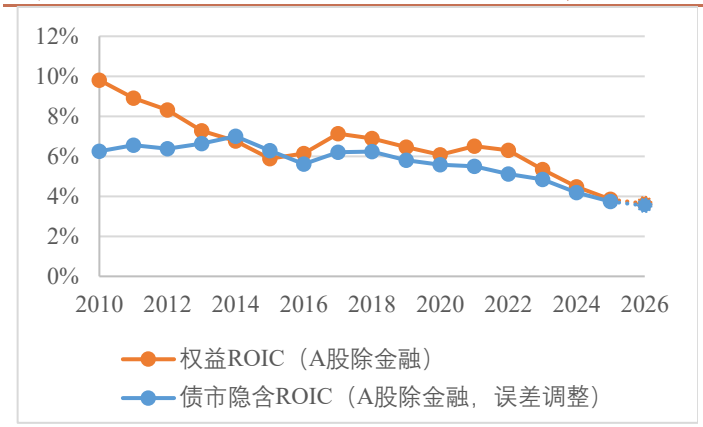
下载日志已记录，仅供内部参考

我们从资本回报率视角出发寻找长端利率的锚，通过结合权益市场的盈利预期，来间接推断后市的利率中枢点位。从最新测算结果看：

1）**盈利预期方面：**根据我们前文中对 A 股资产盈利模型的研判，当前预测 A 股除金融的净利润同比增速为 2026 年 0.63%，相比今年 9 月的 1.92%下调 1.29%；

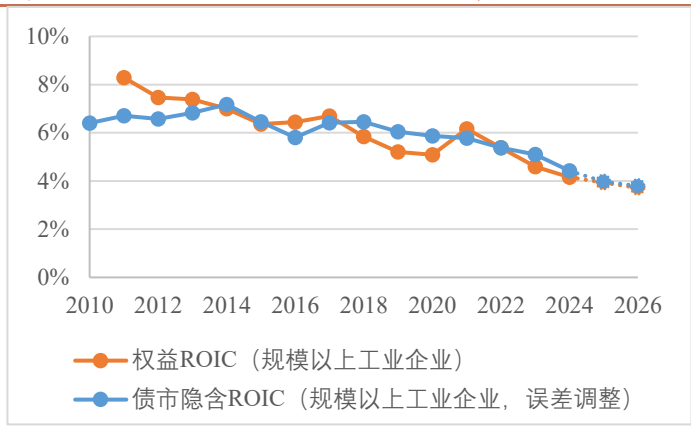
2）**股债 ROIC 方面：**在 A 股上市公司（除金融）口径下，本期我们测算的权益资产 2026 年 ROIC 值为 3.64%、债券隐含值为 3.53%；在规模以上工业企业口径下，2026 年权益 ROIC 值为 3.71%、债市隐含 ROIC 值为 3.80%；

图表 16. A 股上市公司（除金融）口径下权益与债市 ROIC



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2010Q4-至今

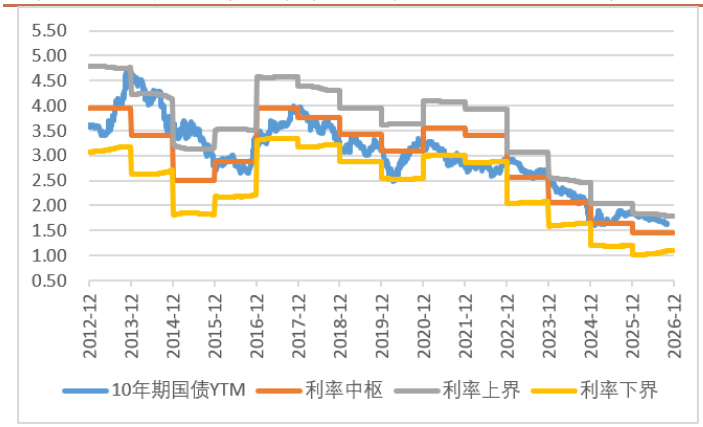
图表 17. 规模以上工业企业口径下权益与债市 ROIC



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2010.12.31-至今

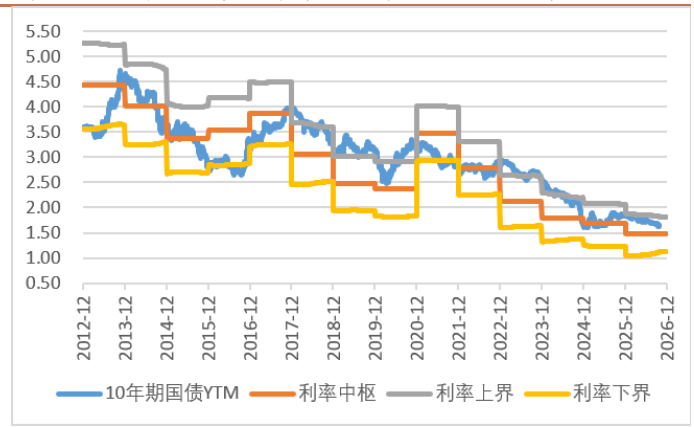
3）**利率中枢方面：**以 10 年期国债到期收益率为例，其 10 月末的利率数据读数录得 1.65%，而其对应的 2026 年利率中枢分别预期为上市公司口径下 1.45%、工业企业口径下 1.48%，对应的利率走廊上限为前者下 1.79%、后者下 1.82%。

图表 18. 10 年期国债利率中枢推导（上市公司口径算法）



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

图表 19. 10 年期国债利率中枢推导（工业企业算法）



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

期收益率，信用风险溢价为 AAA 及企业债信用利差，股权占比参考 A 股（除金融）数据进行合成。）

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 20. ROIC 模型的利率走廊预测（括号内为上月值）

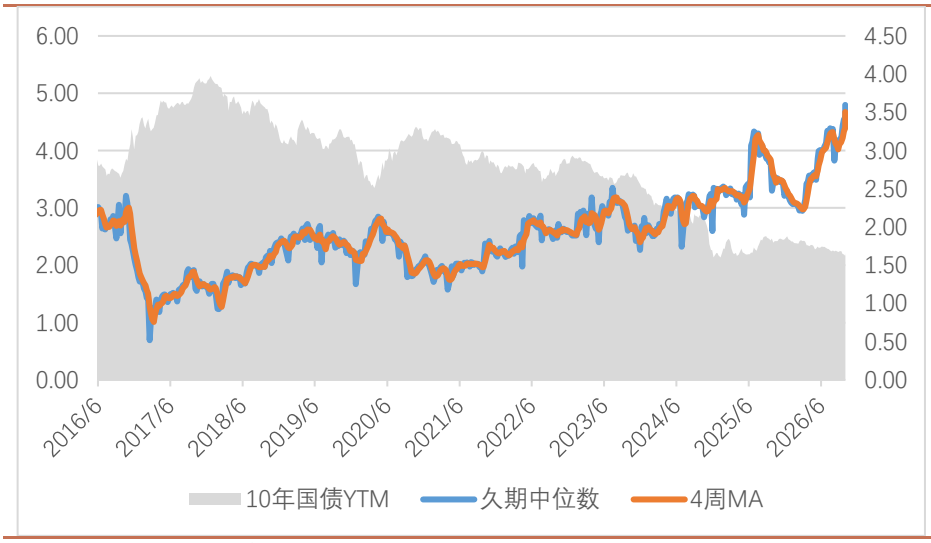
类型	盈利预测 2026E	10 年期国债月末值	利率中枢 2026E	利率上界 2026E	利率下界 2026E
A 股（除金融）	0.63%	1.65%	1.45%	1.79%	1.09%
工业企业	(1.92%)	(1.68%)	1.48%	1.82%	1.12%

资料来源：Wind，招商证券

因此总结来说：1）边际变化看，本期 26 年盈利预期数据下调，导致 ROIC 和利率中枢同步下移，10 年期国债利率走廊小幅下修约 4-5BP 左右；2）绝对水平方面，当前最新的市场利率读数仍在合理范围内运行，属于中性略高，但由于本期市场利率和理论中枢均有下移，并且前者的下移幅度相对更小，因此利率整体的估值水平相对上个月而言有小幅下降。

公募债基久期视角，债基利率敏感性久期提升。我们以改进后的回归模型，测算全市场中长期纯债基金的久期情况。（详情请见《纯债基金久期及到期收益率的估计与应用——固收量化系列研究之一》）。当前公募基金最新久期（计入杠杆后）中位数读数为 4.80 年、4 周移动平均值为 4.67 年，目前机构久期处于历史 5 年来的极值水平附近，相对上个月而言提升了 0.5~0.6 年。

图表 21. 公募中长期纯债基金久期走势



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

2.2. 3 种短期择时模型的观点整体继续看震荡

短期视角下，我们通过宏观基本面、机构资金流和价量交易趋势 3 个维度，研判利率债投资机会（详见报告《基本面、资金流与价量数据在利率择时中的应用——固收量化系列研究之七》）。**当前宏观基本面模型观点偏空、机构资金流模型观点偏多、价量趋势突破模型中性。短期的利率择时模型在 10 月中曾一度转为偏多，但在月末转回中性震荡观点（主要变化为价量趋势模型从看多转为中性）。具体来说：**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 22. 3 种利率择时模型的本月最新观点

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

资料来源：招商证券

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

图表 23. 3 种利率择时模型的本月最新观点

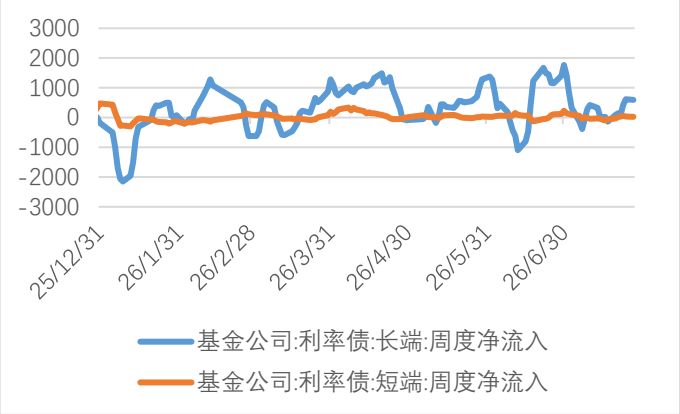
驱动因素	指标名称	主要数据类型	利率方向	最新仓位观点
增速预期	pmi_prin	PMI 数据	同向	指标读数点位较高，观点看空
	inv_prin	固定资产投资数据	同向	指标读数点位居中，观点中性震荡
	real_prin	房地产开发及成交数据	同向	指标读数点位居中，观点中性震荡
通胀预期	commodity_global	商品价格数据	同向	指标读数点位较低，观点看多
	ppi_cpi_prin	PPI、CPI 数据	同向	指标读数点位较高，观点看空
流动性	m2_m1	M1M2 剪刀差	反向	指标读数点位较低，观点看空
风险偏好	cgb_level	无风险利率水平结构	同向	指标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

资料来源：招商证券

2. **机构资金流择时模型当前的最新择时观点为偏多。**我们从具有择时能力的重点机构的利率债交易数据入手，跟踪其投资行为暗含的最新择时观点。具体来说：1）基金公司方面，周度累计净流入数据最新值于短久期流出、长久期流入，整体为看多观点；2）证券公司方面，半月度累计净流入数据在 10 月 23 日于短久期流出、长久期流入，后续转为同步被动流出，整体为偏多观点；3）保险公司方面，季度累计净流入数据最新值于短久期流出、长久期流入，整体为看多观点。

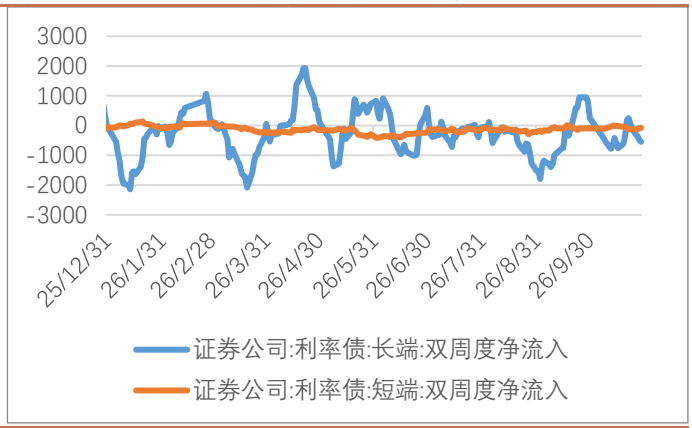
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 24. 基金公司的利率债周度累计净流入情况



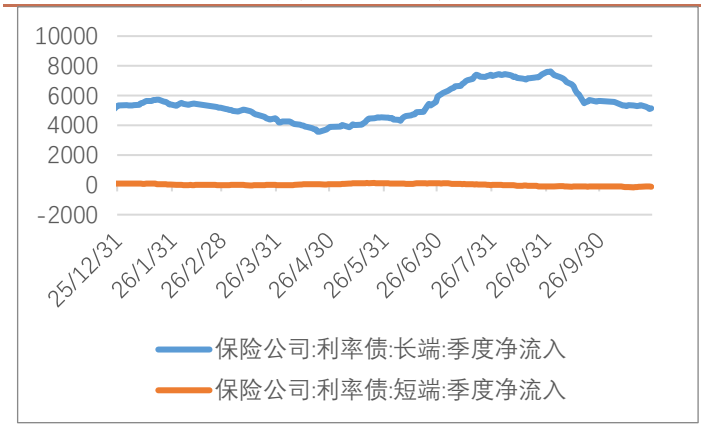
资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2025.12.31-至今

图表 25. 证券公司的利率债双周度累计净流入情况



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2025.12.31-至今

图表 26. 保险公司的利率债季度累计净流入情况



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2025.12.31-至今

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

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 27. 5 年（左）、10 年（中）、30 年（右）国债 YTM 下的利率长（上）、中（中）、短（下）周期视野下的趋势突破信号

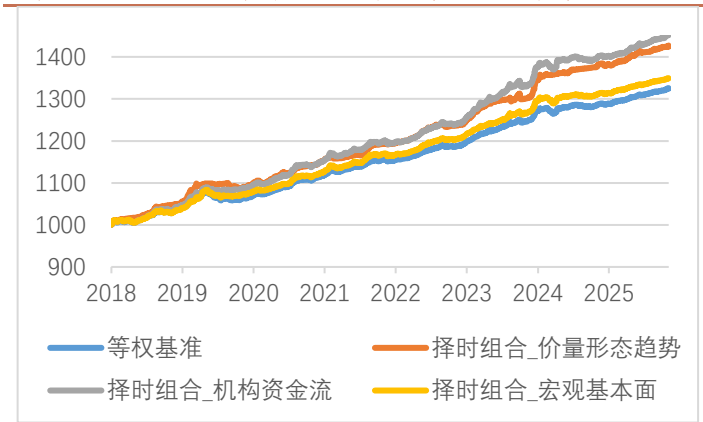


资料来源：招商证券、iFinD

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

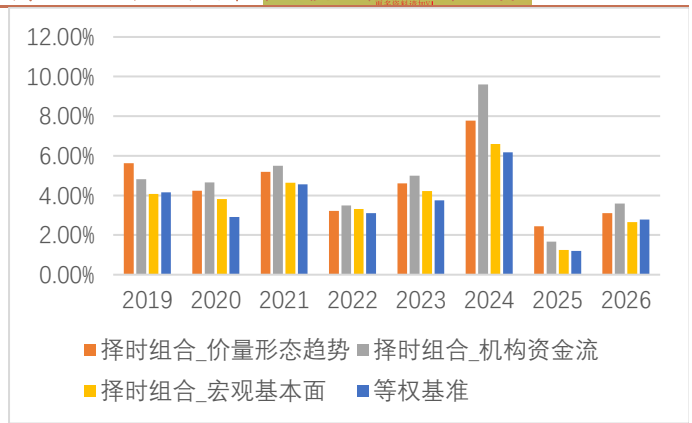
从测算表现看，2019 年以来 3 类策略的绝对收益和超额收益均为正，3 类策略的已实现收益为：1）宏观基本面模型 25 年收益 1.48%，超额 28BP，今年收益 2.65%，超额-14BP；2）机构资金流模型 25 年收益 1.67%，超额 47BP，今年收益 3.59%，超额 80BP；3）价量趋势突破模型 25 年收益 2.45%，超额 125BP，今年收益 3.11%，超额 32BP。

图表 28. 3 种不同利率择时模型策略净值和基准净值



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2018.12.31-至今

图表 29. 3 种不同利率择时模型策略逐年业绩



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2018.12.31-至今

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 30. 3 种不同利率择时模型策略收益风险统计

类型	年化收益率	年化波动率	最大回撤	收益波动比	收益回撤比
择时组合_价量趋势	**4.61%**	**1.12%**	**1.20%**	**4.13**	**3.85**
择时组合_机构资金	**4.87%**	**1.15%**	**1.22%**	**4.23**	**3.99**
择时组合_基本面	**3.89%**	**0.92%**	**1.72%**	**4.22**	**2.26**
基准组合_等权	3.65%	0.83%	1.95%	4.41	1.87
中证 1 债	2.34%	0.21%	0.29%	11.20	8.21
中证 10 债	4.96%	1.55%	4.11%	3.20	1.21

资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2018.12.31-至今

2.3. 机构交易拥挤度模型观点同样以震荡为主

而除当前的中、短期两类定期模型外，我们额外从机构交易拥挤度的角度出发，计算市场当前的利率债情绪交易热度，观察并评估拥挤度层面的利率反转交易机会。

具体来说，我们构建了包括长端净买入占比、长端活跃度、长端买入持续性等在内的 6 种反转指标。如下表所示，从算法上看，这些指标从机构利率债交易的净买入数据入手，分别从长端的净买入占比、净交易占比、买入持续时间、机构行为趋同度、加权久期等各个维度入手，观察了包括基金、保险、券商、大型银行等在内的全部机构，在利率债上的交易拥挤度情况。从底层逻辑上看，当该类指标处于相对高位时，通常意味着长端利率债的交易情绪过热，处于历史极值水平附近，此时存在回调风险；反之，当交易情绪过冷时，则可能存在低估的定价误差，具备一定的交易机会。

图表 31. 表征长端交易拥挤度的 6 种反转指标

类型	观测期限	主要算法
长端净买入占比	7 年以上	长端合计净流入/全期限合计净流入 1. 分子：所有机构 7-10 年、10 年以上的净流入合计 2. 分母：所有机构全部期限的净流入合计
长端活跃度	7 年以上	长端合计绝对净流入/全期限合计绝对净流入 1. 分子：所有机构 7-10 年、10 年以上的净流入绝对值合计 2. 分母：所有机构全部期限的净流入绝对值合计
长端买入持续性	7 年以上	长端流入大于 0 的占比 长端流入大于 0：所有机构在 7-10 年、10 年以上的合计净流入大于 0
机构同向抱团度	7 年以上	机构长端净流入相关性大于 0 的占比 1. 计算各个机构在 7-10 年、10 年以上的合计净流入 2. 两两配对，计算相关系数 3. 计算相关系数>0 的对数的占比
净买入加权久期	全期限	所有期限久期按净买入加权 1. 分子：Σ (久期 × 该期限净买入) 2. 分母：Σ | 净买入 |
期限集中度	全期限	所有期限净买入的离散程度 1. 计算各期限净买入占比 Pi 2. HHI = $\Sigma(P_i)^2$

资料来源：招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

我们以 10 年期国债 YTM 为交易标的，分别测算了上述 6 种指标的逐年超额收益（相对半仓基准）情况。测算逻辑为，当指标处于历史 90 分位数以上时空仓、处于历史 10 分位数以下时满仓，其余时候半仓。从测算结果看，各指标在多数年份内均具备一定的反转择时效果，6 个指标的年均超额（均未乘 10 年久期）分别为 7.25、5.06、7.53、5.30、6.14 和 6.47BP。而通过将上述指标进行有机结合，形成多数投票器下的复合拥挤度指标后，策略的逐年超额均值约为 14.63BP，逐年表现稳定性有明显增强，今年年初至今的超额收益为 7.77BP。

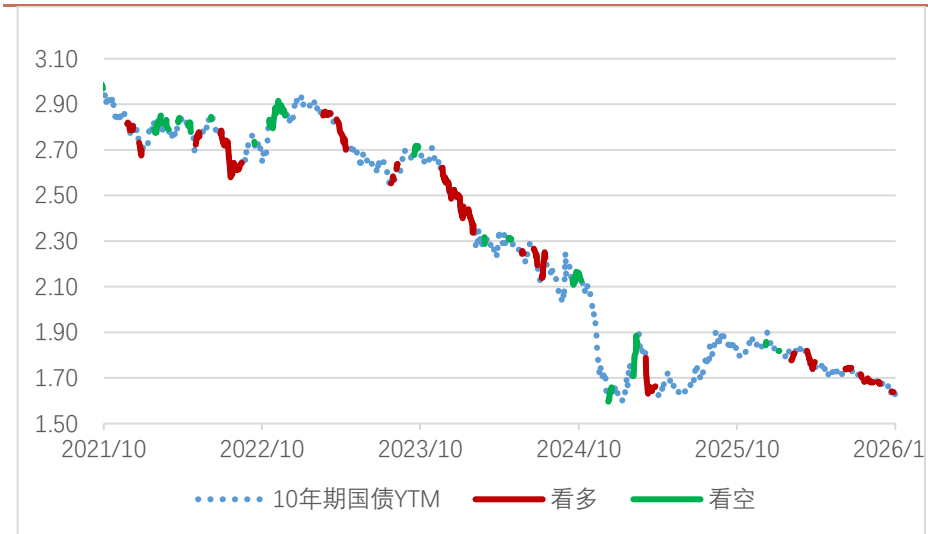
图表 32. 反转指标逐年累计资本利得超额情况（基准为半仓 10 年期 YTM）

年份	长端净买入占比	长端买入持续性	机构同向抱团度	净买入加权久期	长端活跃度	期限集中度	复合拥挤度（多数投票）
2020	9.10	17.70	22.95	2.35	23.09	-0.68	**30.60**
2021	12.74	7.12	12.21	7.44	-7.08	13.80	**15.30**
2022	9.11	1.34	-4.39	8.18	16.63	7.98	**11.31**
2023	3.66	9.18	3.17	4.02	10.57	3.00	**11.72**
2024	-1.61	1.44	7.68	-1.89	2.32	14.58	**11.18**
2025	11.14	1.13	6.07	10.24	-3.60	5.64	**14.53**
2026	6.58	-2.30	5.59	6.72	0.87	0.85	**7.77**
最新观点	**中性**	**中性**	**看多**	**中性**	**中性**	**中性**	**中性为主**

资料来源：招商证券

从复合拥挤度指标的历史观点变化看：1）历史 5 年看，拥挤度指标能够有效地预测利率的波段交易机会，经测算，择时的整体胜率在 60%左右；2）今年年初以来，拥挤度指标以看多为主，主要的看多期限集中在 4 月末、7 月中、8 月中至 9 月末；3）最新观点方面，指标于 10 月 27 日前偏多，但在最后一周转向中性，具体拆分来看，目前 6 个细分指标中有 5 个指标指向中性震荡，1 个指标指向看多，后市观点以震荡为主。

图表 33. 复合拥挤度指标的过去 5 年择时观点



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2021.10.31-至今

2.4. 转债期权估值适中正股估值偏低，配置性价比提升

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

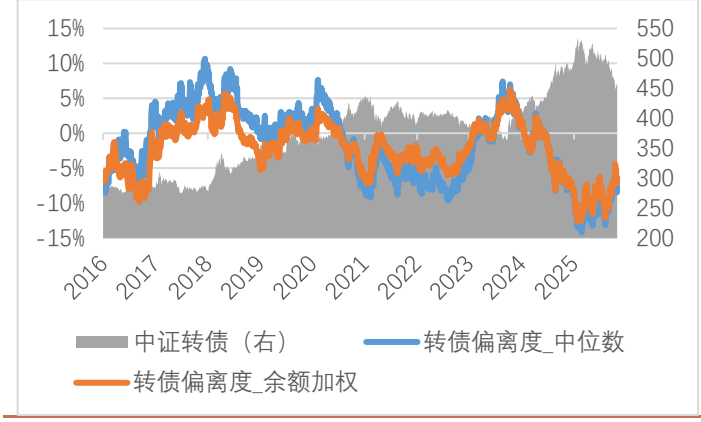
ALPHA 层面，我们首先以期权二叉树定价法为基础，结合可转债的条款、正股的退市风险等多方面因素，对可转债进行定价，并计算转债市场价格相对理论定价的折溢价率水平（即“定价偏离度”=转债二叉树定价/转债市价-1），

下载日志已记录，仅供内部参考

作为转债的初步估值指标。随后，通过考虑市场的供需关系，即转债规模和公募基金转债配置情况，对上述估值指标构建回归模型，提取其残差项，作为供需调整后的最终指标。

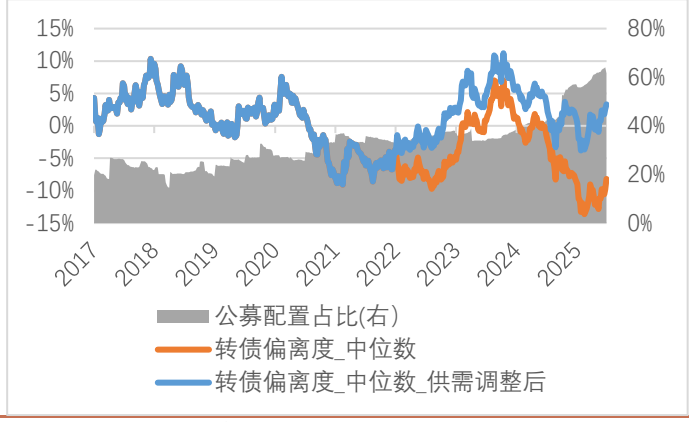
当前从二叉树定价结果看：1）原估值指标下：可转债市场期权估值自 2024 年来持续下行，2026 开年以来处于历史底部区域震荡，目前随市场下跌估值有一定修复，但整体仍然偏贵。供需调整前，全市场转债定价偏离度中位数为-7.69%，模型判断市场中约有 90%以上的转债价格高于理论定价值，即存在高估的定价误差；2）供需调整后：指标在 2025 年下半年起和原指标出现明显的背离，调整后的值则在 0%附近震荡，即模型对市场估值的判断，从原指标判断的深度偏贵，转为合理定价。目前，供需调整后的全市场转债定价偏离度中位数为 3.57%，较上月的 3.97%小幅下降 0.40%，显示市场定价仍处于相对合理的区间内，且存在少许的低估价值。

图表 34. 转债市场期权估值水平（供需调整前）



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

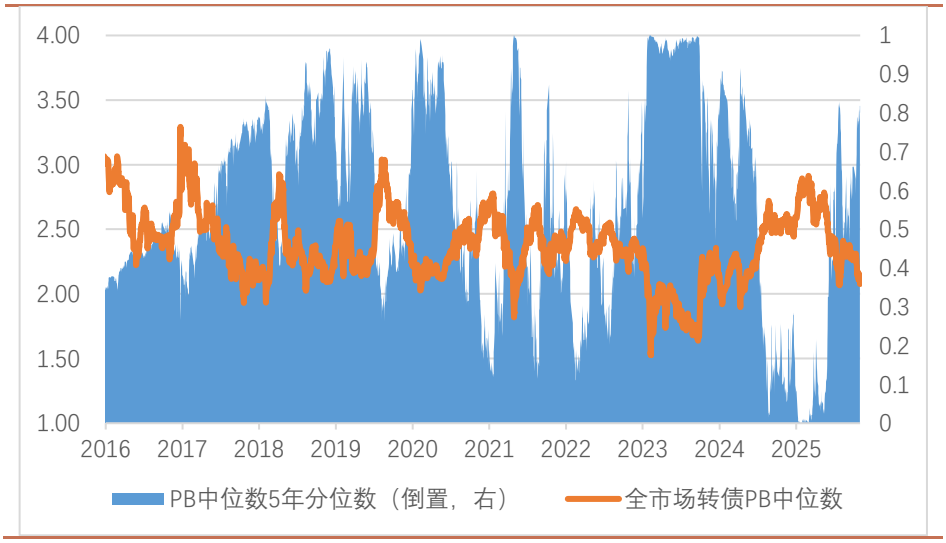
图表 35. 转债市场期权估值水平（供需调整后）



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

BETA 层面看，当前转债的股底估值进入低位回升周期。由于转债对应的正股成分和股票常用宽基指数之间存在一定的结构性差异，因此我们以自下而上的方式，对转债市场正股的估值进行了合成，形成全市场正股 PB 中位数指标。从测算结果看，指标的均值回归性较好，目前最新读数为 2.08，相对上月下降 0.19。转债的正股估值从今年 3 月以来持续下行，目前已经下潜至低位，进入低位回升周期，未来股底 BETA 的赔率观点转为偏多。

图表 36. 可转债正股 PB 估值水平



下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

总的来说，当前转债无论是期权估值中性偏低、正股估值偏低，配置价值较上个月而言有进一步提升，中期赔率观点的乐观程度增加。

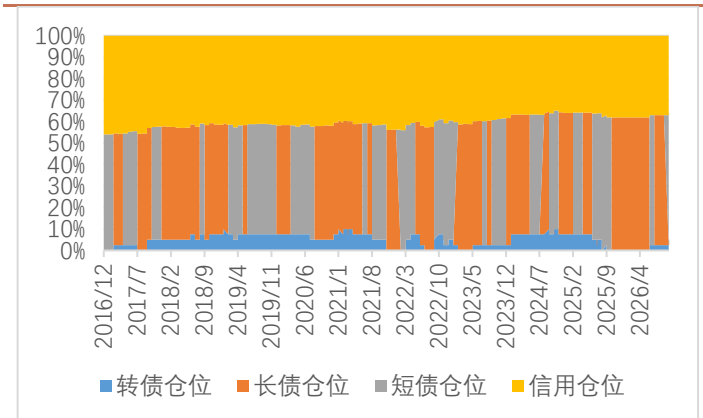
2.5. 固收多资产配置组合表现

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

- 测算区间：2016.12.31 起至最新报告期
- 投资标的：可转债（中证转债，000832）、长久期利率债（中债总指数 7-10 及 10 以上，CBA00351 及 CBA00361）、中短久期利率债（中债总指数 3-5，CBA00331）、信用债（中债信用债，CBA02701）
- 组合构建：
  - 固收多资产配置组合
    - 根据正股 PB 中位数指标所属的运行周期，分配 0%/2.5%/5%三档转债仓位；
    - 根据转债定价偏离度指标所属的运动周期，分配 0%/2.5%/5%三档转债仓位；
    - 剩余仓位为纯债，内部根据债券市场利率债占比分配利率债仓位，并参考利率债长周期价量择时指标，分配 0%/50%/100%三档长久期利率债仓位，其余配置短久期利率债
    - 剩余全部仓位配置信用债
  - 业绩基准：中债综合债指数（CBA00101）

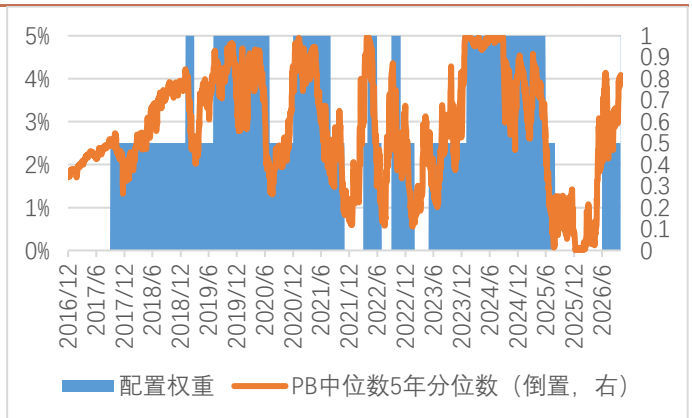
调仓频率：基础频率为月度，利率债根据实时监控情况调整仓位。

图表 37. 固收多资产配置组合大类资产配置占比



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

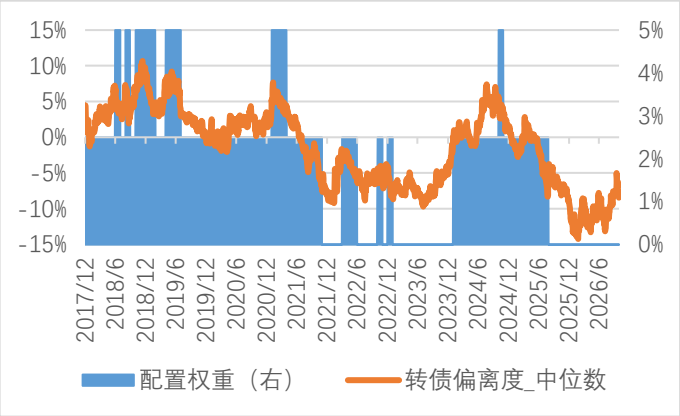
图表 38.基于可转债正股 PB 估值的转债比例（预算 5%）



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

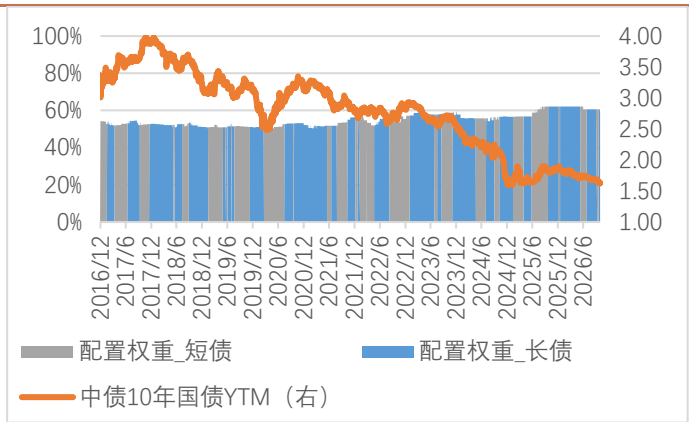
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 39.基于可转债期权偏离度的转债比例（预算 5%）



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

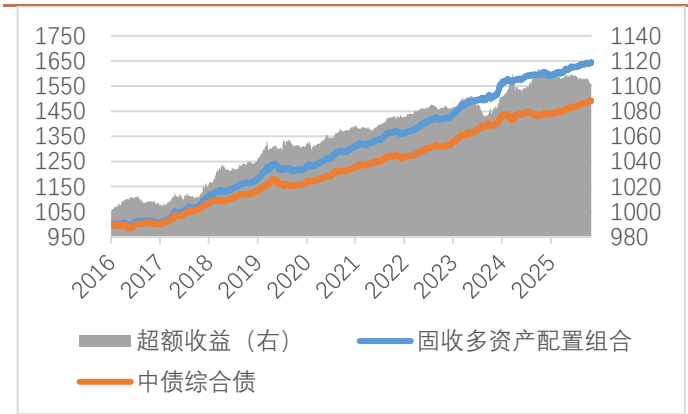
图表 40.基于利率债长周期择时指标的利率债比例



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

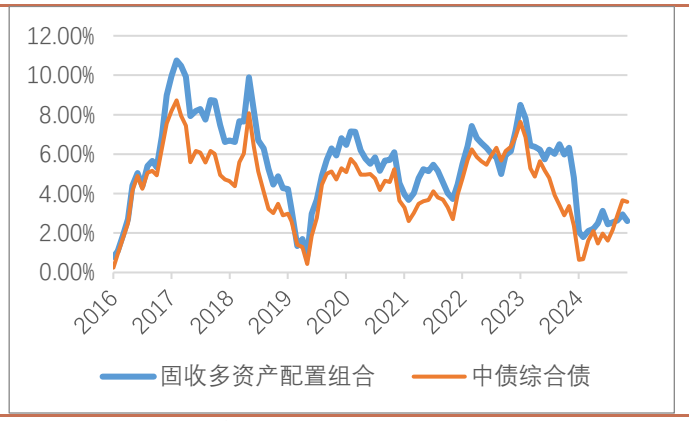
从组合业绩表现看：1）自 2016 年以来，策略的长期年化收益率为 5.19%，最大回撤为 2.21%，收益回撤比为 2.36，优于持有任意单一的纯债或可转债资产；2）通过持有组合 1 年所获得的投资收益率均值在 6%左右，最高可达 10%以上，持有满 1 年的绝对收益投资胜率为 100%。最近 3 年，组合的年度投资收益率分别为 2024 年 8.49%、2025 年 2.05%、2026 年初至今 3.39%；超额收益率分别为 2024 年 0.86%、2025 年 1.40%、2026 年年初至今 0.11%。

图表 41.固收多资产配置组合净值



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

图表 42.固收多资产配置组合持有 1 年滚动收益率



资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

图表 43. 固收多资产配置组合收益风险统计（2016.12.31 至今）

类型	年化收益率	年化波动率	最大回撤	收益波动比	收益回撤比
多资产配置组合	**5.19%**	**1.37%**	**2.21%**	**3.80**	**2.36**
中债综合债	4.16%	1.04%	2.43%	3.99	1.71

资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

图表 44. 固收多资产配置组合逐年收益统计

年份	业绩基准（中债综合债）	固收多资产配置组合	
		绝对收益率	超额收益率
2017	0.24%	0.79%	0.54%
2018	8.19%	9.96%	1.76%
2019	4.63%	6.69%	2.06%

下载日志已记录，仅供内部参考

2020	2.97%	4.23%	1.26%
2021	5.09%	6.46%	1.38%
2022	3.29%	3.96%	0.67%
2023	4.76%	5.50%	0.74%
2024	7.63%	8.49%	0.86%
2025	0.65%	2.05%	1.40%
2026	3.28%	3.39%	0.11%

资料来源：Wind，招商证券
测算日期：2016.12.31-至今

三、黄金：利率与通胀持续压制

10 月黄金在美元、利率与能源通胀的交互影响下反复震荡，月内反弹未能形成持续趋势，截至 10/30 伦敦金现 3875.19 美元/盎司，相对上月末下跌 6.79%。美联储暂停加息缓解了立即紧缩的压力，但通胀黏性及 12 月进一步加息的预期仍限制金价修复空间，中东局势风险也通过推升油价、强化通胀持续影响黄金。11 月金价仍可能维持震荡偏弱与技术性反弹交替的格局，趋势性改善需要通胀压力缓和、实际利率回落的共同验证。

3.1. 黄金短期及中长期指标跟踪

我们从央行储备、投资配置及投机交易三个角度梳理黄金的定价逻辑：

图表 45. 黄金价格影响指标分类

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

资料来源：Wind，招商证券

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

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

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

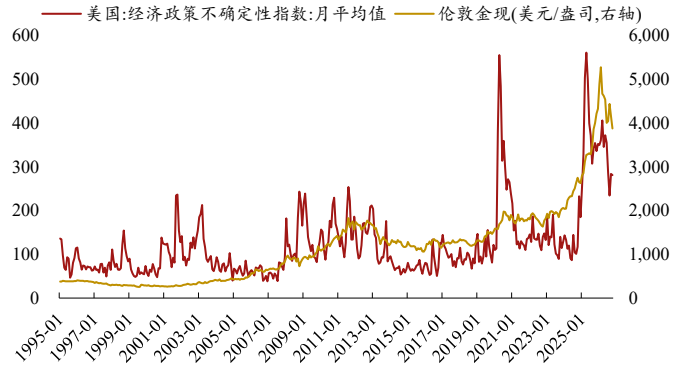
针对三种黄金的定价逻辑，我们使用不同的指标进行刻画，以下依次跟踪

下载日志已记录，仅供内部参考

各指标的近期变动。

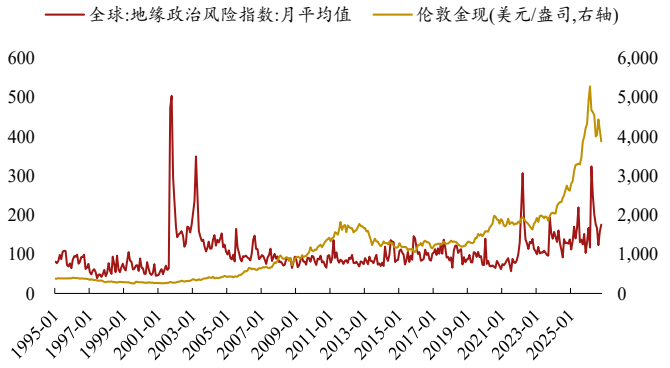
10 月地缘避险情绪继续小幅上行，政策不确定性边际回落。截至月末避险指标中经济政策不确定性（EPU）、地缘性政治风险（GPR）分别为 281.04、175.41，相对上月末分别下降 2.98、上升 17.38，调整幅度均较小，整体水平仍维持。当前市场对于联储政策的方向性较为关注，且紧缩预期较一致，而地缘冲突若局限在推升油价和通胀上，不对美元信用、经济增长、金融系统的稳定性造成冲击，也难以凸显黄金的避险属性，短期内避险仍非金价的主要驱动因素。

图表 46. 美国经济政策不确定性指数与金价走势



资料来源：招商证券, ifind

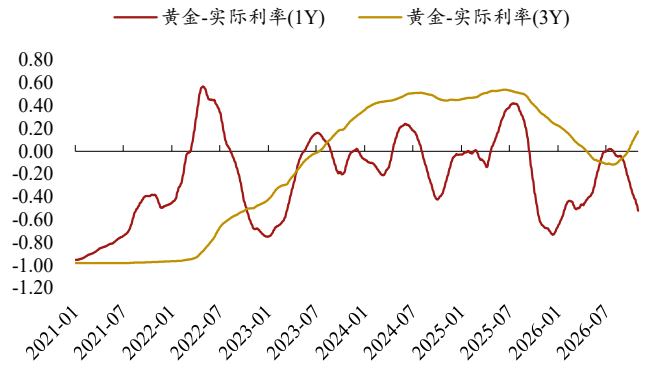
图表 47. 全球地缘性政治风险指数与金价走势



资料来源：招商证券, ifind

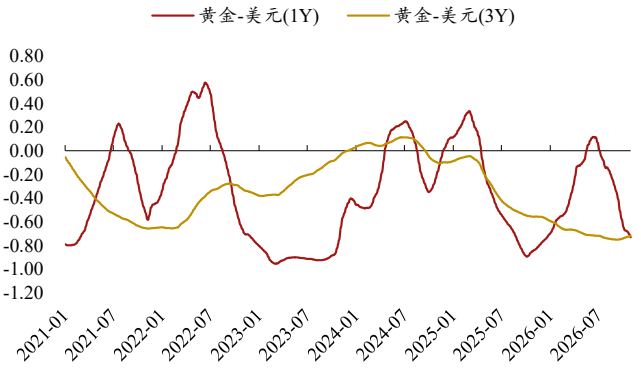
近期，黄金与美元指数的短期与长期相关性持续为负，且不断增强。截至 10/30，黄金与美元指数的滚动一年相关系数为-0.73，已连续多月下降，且滚动三年的长期负相关更为稳定，绝对值近半年持续在 0.5 以上，最新约为-0.72，即美元依然是黄金的长期定价锚。同时，黄金与实际利率的短期负相关性也有增强，最新约为-0.52，相对一个月前下降约 0.2。

图表 48. 黄金与实际利率滚动相关性（1Y&3Y）



资料来源：招商证券, ifind

图表 49. 黄金与美元指数滚动相关性（1Y&3Y）

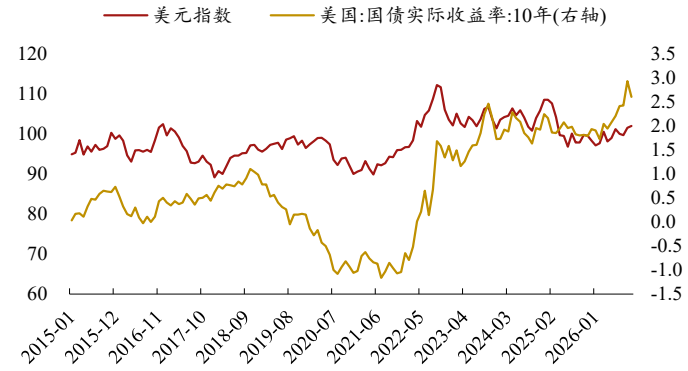


资料来源：招商证券, ifind

10 月美元指数高位震荡，实际利率回落但仍处于较高水平。截至 10/30，美元指数 101.97，相对上月末升高 0.51，实际利率 2.60%，相对上月末下降 33bp。同时，美国 9 月 CPI 同比上涨 3.7%、核心 CPI 同比上涨 2.6%，通胀水平仍支撑紧缩预期，压制金价反弹空间。

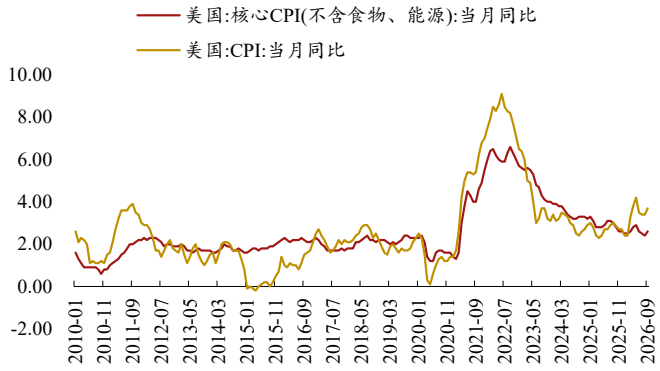
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 50. 美元指数与实际利率



资料来源：招商证券, ifind

图表 51. 美国通胀水平变化



资料来源：招商证券, ifind

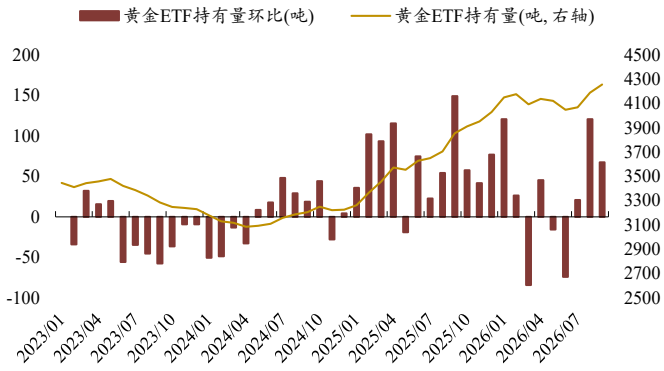
黄金 ETF 持有量为基金所持有的资产总量，其中主要为实物黄金，直接反映基金的资产规模以及市场对黄金 ETF 的需求变化，9 月全球黄金 ETF 持有量增加约 67 吨，相对上月幅度缩小。观察数据更新更为及时的 SPDR 黄金 ETF 持有量，截至 10/30 相对上月末减少约 14 吨，幅度相对较小，尚未出现大规模资金流出。

图表 52. SPDR 黄金 ETF 持有量



资料来源：招商证券, ifind

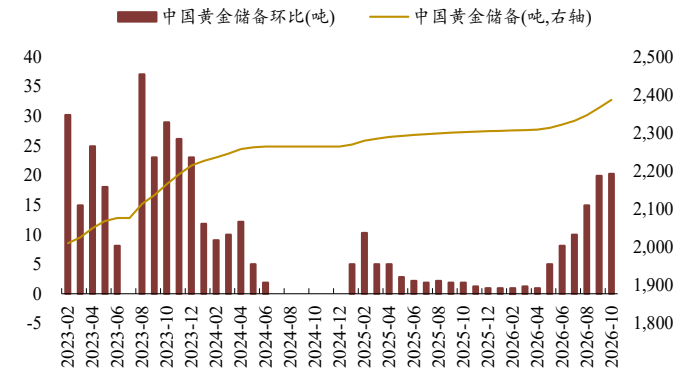
图表 53. 全球黄金 ETF 持有量



资料来源：招商证券, ifind

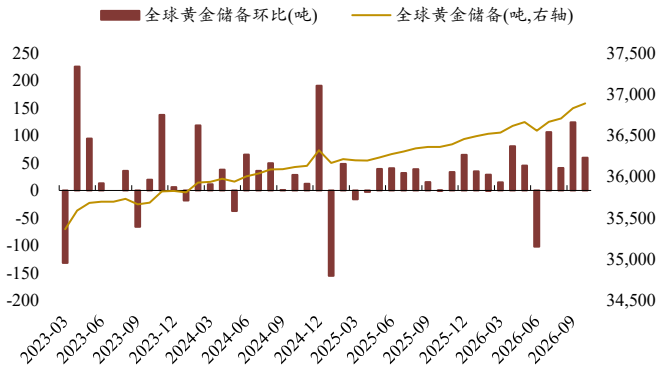
观察全球黄金储备情况，截至 10 月的最新数据（全球储备数据通常滞后两个月，实际对应约为 8 月），中国官方黄金储备 2386.55 吨，环比增加 20.22 吨，增持幅度继续放大，全球官方黄金储备 3.69 万吨，环比增加 59.69 吨，即央行维持购金趋势，黄金的中长期配置逻辑得到支撑。

图表 54. 中国官方黄金储备



资料来源：招商证券, ifind

图表 55. 全球官方黄金储备



资料来源：招商证券, ifind

我们尝试结合世界储备货币的结构，构建黄金估值指标，当前我们核心跟踪包括美元、欧元、英镑、日元和人民币，将除美元外的货币加入，并给予额

下载日志已记录，仅供内部参考

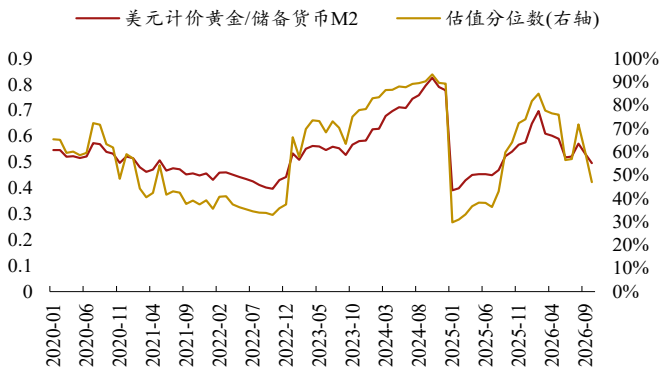
外 1/3 的权重（伴随世界货币多元化进程的加深可以逐步将权重从 1/3 提升到 1 为止），计算储备货币 M2。重新计算的黄金估值指标走势如图所示，可以看到多元世界货币假设下，会显著增加黄金的货币信用风险对冲需求。截至 10 月末最新的估值分位数为历史 47%分位数，已连续两个月下降。

图表 56. 考虑世界储备货币结构的黄金估值指标



资料来源：招商证券, ifind

图表 57. 估值指标所处分位数变化



资料来源：招商证券, ifind

综上，**近期黄金的短期定价仍在于美元与实际利率，9 月通胀数据高于预期，12 月加息预期未消，实际利率与美元指数维持在高位，黄金与美元、实际利率的负相关性同步增强，压缩金价反弹空间，缺少趋势性上行的动力，但央行购金持续，ETF 资金未现系统性流出，即黄金短期仍受通胀和紧缩预期压制，10 月暂停加息尚不足以扭转走势，中长期配置需求仍有支撑，11 月金价仍可能维持震荡偏弱与技术性反弹交替的格局，趋势性的机会需要通胀压力缓和、实际利率回落、以及预期改善的共同验证。**

3.2. 期现择时信号优化

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

原有的期现基差信号直接以活跃期货结算价减去伦敦金现货收盘价计算，但其中除了期现价差外，还受到金价本身水平、剩余期限、跨市场定价差异等因素的影响，同时在合约切换时常出现跳变。因此我们在原信号基础上，逐步剔除金价水平和剩余期限的影响，提取更可比的期现关系，并检验择时效果。

3.2.1 期现价格差异的拆解

设 F 为 COMEX 黄金期货结算价，S 为伦敦金现货收盘价，τ=D/360，D 为按现有合约到期规则确定的剩余天数。简化持有成本框架下，黄金期货价格可写为：

$$F_{t,T} = S_t \, exp[(r_{t,T} - \ell_{t,T} + c_{t,T} + \varepsilon_{t,T})\tau]$$

$$b_{t,T} = \frac{ln(F_{t,T}/S_t)}{\tau} \approx r_{t,T} - \ell_{t,T} + c_{t,T} + \varepsilon_{t,T}$$

其中，r 为美元融资利率，ℓ 为黄金租赁利率，c 为储存、保险和运输等成本，ε 代表上述因素未解释的市场分割、套利约束及取价时差等影响，即融资与实物持有成本抬高期货价格，持有黄金可获得的租赁收益则拉低期货价格。等式变换后，b 即为考虑剩余期限影响后折算的年化期现基差，与黄金 swap rate 具有相近的计算逻辑和经济含义，但本文使用 COMEX 期货与伦敦现货构建指标，因此还包含跨市场定价差异。

下载日志已记录，仅供内部参考

按照上述定义，可以得到我们初始版本期现基差 F-S 的等式：

$$F - S = S[exp(b\tau) - 1]$$

可见，F–S 同时包含金价水平、剩余期限与年化期现基差。对于相同的 b 和 τ，在较高金价下对应更大的价差；而相同的 b 和 S，在更长期限下也会对应更大的价差。因此，后文我们将尝试逐步剔除金价自身水平及剩余期限的影响，观察择时效果的变化。

3.2.2 期现择时信号的构建与回测

我们构建如下四种期现指标：

图表 58. 四种期现指标计算方式

指标	计算方式	说明
原始价差	F − S	活跃期货结算价-现货价格，保留价格与剩余期限信息
比例基差	(F − S) / S	减少金价水平影响
近月年化基差	ln(F / S) / τ	换算为单位期限水平
固定3M年化基差	ln(F_3M / S) / τ_3M	固定观察期限，减少合约切换的影响

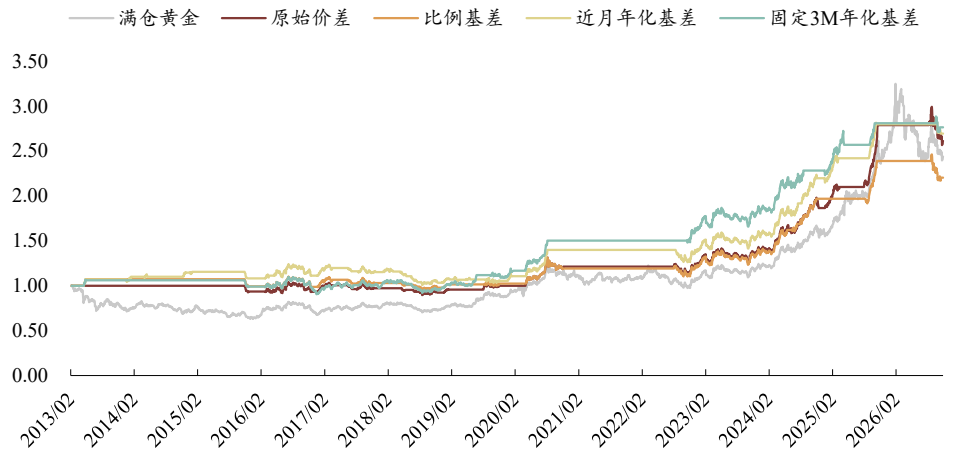
资料来源：招商证券

自上向下，相对于原始的期现价差，依次剔除金价水平、剩余期限、期限变动的影响：比例基差减少金价水平的影响，但仍然包含剩余期限；近月年化基差以活跃期货结算价及对应的剩余期限计算，以连续复利的方式换算为年化基差；但即使经过年化，不同期限下的期现关系仍可能不同，因此我们测算固定 3M 期限下的年化基差。固定 3M 价格采用当日目标期限前后两个有效合约结算价，以线性插值法估算。若 $D_1 \le D^* \le D_2$，则：

$$F_{3M} = (1 - w)F_1 + wF_2, \quad w = \frac{D^* - D_1}{D_2 - D_1}$$

回测规则保持一致，四种指标均取 MA20 后，计算滚动 3 年的分位数。初始为空仓，上穿 90%分位时转为满仓，下穿 50%分位时转为空仓，其间延续状态。以伦敦金收盘价计算组合日收益，回测区间 2013/02-2026/10，不考虑交易费用。各指标择时组合净值与表现如下：

图表 59. 四种期现择时组合净值走势



资料来源：招商证券，Bloomberg

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 60. 四种期现择时组合表现

组合	年化收益	年化波动	最大回撤	收益/波动	收益/回撤	调仓次数	满仓阶段平均时长	择时胜率
原始价差	7.25%	9.39%	-14.33%	0.77	0.51	31	89	56.25%
比例基差	5.93%	8.78%	-15.91%	0.67	0.37	34	77	58.82%
近月年化基差	7.49%	8.70%	-18.62%	0.86	0.40	52	54	61.54%
固定3M年化基差	7.69%	8.87%	-17.49%	0.87	0.44	20	160	80.00%
满仓黄金	6.71%	16.53%	-37.31%	0.41	0.18	-	-	-

资料来源：招商证券，Bloomberg

剔除名义金价的影响使年化收益由 7.25%降至 5.93%，进一步年化后回升至 7.49%，而固定 3M 后收益再小幅升至 7.69%。同时，固定 3M 相对近月年化的最大回撤由 18.62%缩小至 17.49%，调仓由 52 次降至 20 次，择时胜率上升至 80%，仓位稳定性提升。

我们尝试解释在不同处理下，期现择时信号表现差异的来源：

削弱名义价格影响提高了期现价差在不同金价水平下的可比性，但同时剥离掉了部分趋势信息，可能导致上涨阶段参与不足。F-S 包含金价自身水平，其变动及历史分位数也受金价涨跌影响，因此附带一定的价格趋势信息，而比例基差信号在减少价格干扰时，也可能损失这部分信息带来的收益，出现在少数上涨区间提前撤出的情况，导致收益相对原始基差较低。

期限调整后的近月年化基差，削弱了由于剩余期限拉长而导致累计价差扩大的影响，但近月期限仍在变化，短期扰动仍较多。从全区间看，近月年化基差增加了有效持仓，胜率提升，收益、风险调整后收益均相对原始价差、比例基差更强，但近月合约持续切换，年化换算也可能放大部分短期扰动，表现为更频繁的进出场，满仓平均维持时间仅 54 个交易日。

固定期限的 3M 年化基差减少了观察期限的漂移，进一步去除剩余期限持续变动、近月合约切换的影响，调仓频率显著降低，且收益有小幅提升。固定 3M 的满仓段平均时长约为 160 个交易日，显著长于近月年化，且有 80%的满仓段胜率，年化收益、收益波动比均为所有组合中最高，跑赢满仓黄金。

截至 2026/10/28，3M 合成期货价格为 4069.00 美元/盎司，伦敦金收盘价为 4067.58 美元/盎司，当日年化基差 MA20 为 2.544%，低于历史 90%分位数，仍维持空仓的判断。

3.2.3 最新择时信号

我们往期研究中，除期现基差外，还涵盖了配置面的黄金储备、黄金 ETF 持有量、EPU 指数，以及交易面的隐波趋势指标。

截至 10/30，隐波水平 26.15%，处于过去 3 年约 83%分位数水平，在金价大幅震荡的行情下已逼近高波区间，短期趋势仍向下，信号维持为 0。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 61. 黄金隐波与金价走势



资料来源：招商证券, ifind

配置层面，央行储备信号更新频率较低，仍维持 9 月末的增持判断，而 10 月 ETF 资金流出信号转为 0，EPU 信号仍维持空仓。

图表 62. 黄金择时最新信号（截至 10/30）

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

资料来源：招商证券，Wind，Bloomberg

综上，**黄金择时信号目前整体偏谨慎：**交易面信号均指示空仓，配置面仅央行黄金储备维持为 1，即黄金的中长期配置价值仍在，但短期交易机会较少，可维持基础仓位，等待宏观压制因素缓解。

四、大宗商品：边际转弱，关注能化供给约束向实际去库与利润修复传导

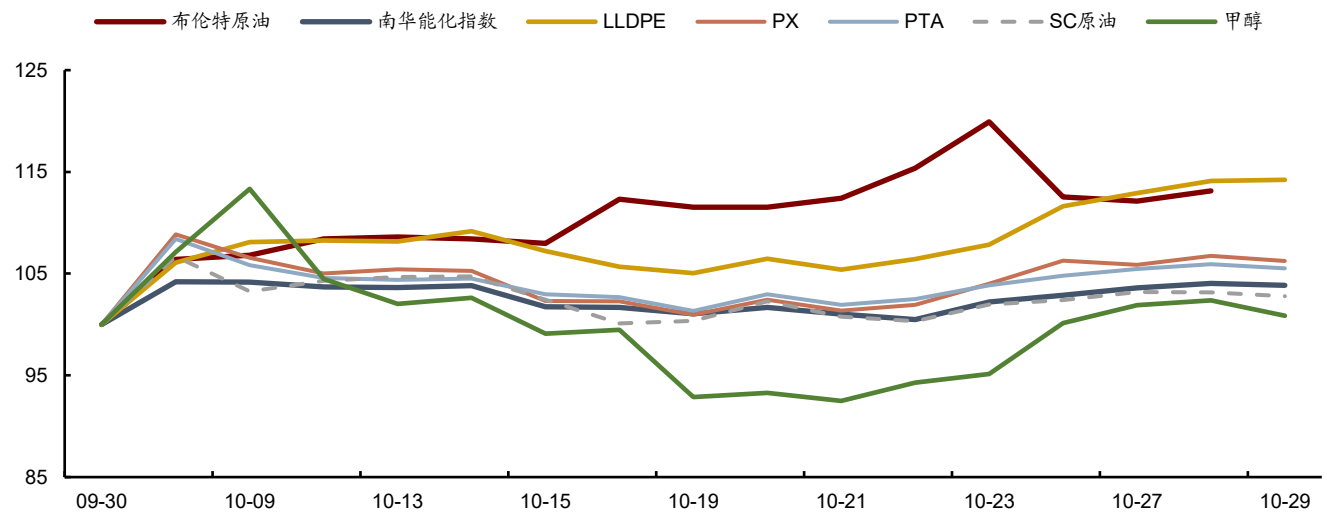
10 月黄金在美元、利率与能源通胀的交互影响下反复震荡，月内反弹未能形成持续趋势，截至 10/30 伦敦金现 3875.19 美元/盎司，相对上月末下跌 6.79%。美联储暂停加息缓解了立即紧缩的压力，但通胀黏性及 12 月进一步加息的预期仍限制金价修复空间，中东局势风险也通过推升油价、强化通胀持续影响黄金。11 月金价仍可能维持震荡偏弱与技术性反弹交替的格局，趋势性改善需要通胀压力缓和、实际利率回落的共同验证。

4.1. 供给约束对能源化工板块的影响

2026 年 10 月以来（统计截至 10 月 29 日，下同），能源化工板块内部分化。国庆假期后国内市场于 10 月 8 日复市补涨，当日南华能化指数上涨 4.20%，PX、PTA、SC 原油分别上涨 8.86%、8.41%和 6.68%。截至 10 月 29 日，SC、PX、PTA 较复市高点分别回落 3.65%、2.41%和 2.66%，甲醇较复市高点回落 5.85%，但已从 10 月 23 日的深跌中修复；LLDPE 在复市后继续上涨 7.66%。以 9 月 30 日收盘为基准，LLDPE 上涨 14.22%，PX、PVC、PTA 上涨 6.24%、6.00%和 5.52%，SC 原油上涨 2.78%，甲醇上涨 0.86%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 63. 10 月能化品种节后重定价与月内走势分化（9 月 30 日 = 100）



资料来源：招商证券，同花顺 iFinD

定量归因：板块共同波动与品种独立表现

以南华能化指数作为板块共同因子，对 10 月及近半年的日度收益率做含截距线性回归。与板块联动最紧密的是 SC 原油、PX、PTA 和 LLDPE，10 月 Beta 在 1.25—1.85 之间，R^2约 0.70—0.86。其中，PX、PTA 的 Beta 分别为 1.85 和 1.63，板块共同波动解释了约八成的日收益，月内超额收益仅为-0.67 和-0.56 个百分点，价格仍由油化成本抬升主导；SC 原油的 10 月 Beta 为 1.40，低于近半年的 2.00，月内超额收益为-2.36 个百分点，内盘跟涨相对滞后；LLDPE 的 Beta 为 1.25、R^2为 0.74，月内超额收益扩大至 8.76 个百分点。甲醇和 PVC 则与板块明显脱钩：甲醇 R^2为 0.39，年化波动率达 64.2%，月内超额收益为-5.34 个百分点，但全月价格已修复至基本持平；PVC 的 Beta 仅为 0.04，上涨主要由自身供需驱动。

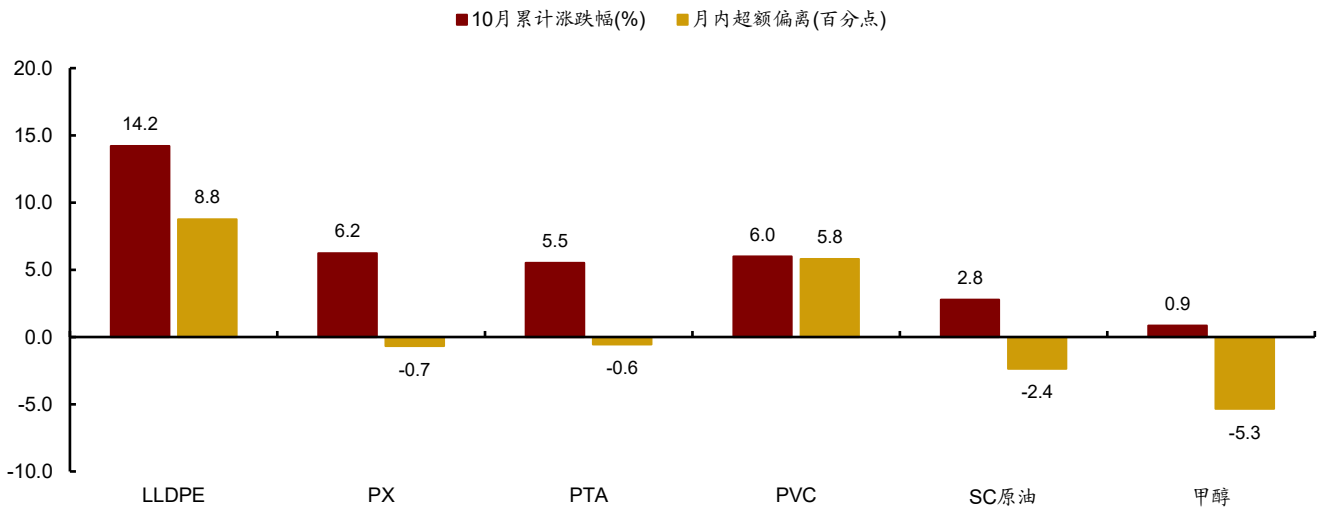
图表 64. 10 月至今能化品种价格表现与回归归因（截至 10 月 29 日）

品种	10 月涨跌幅	振幅 / 年化波动（%）	Beta（10 月 / 半年）	R^2（10 月 / 半年）	10 月相关系数	月内超额（百分点）	半年超额（百分点）
SC 原油	2.78%	6.56 / 35.5	1.40 / 2.00	0.697 / 0.738	0.835	-2.36	-4.98
PX	6.24%	7.83 / 42.2	1.85 / 1.30	0.862 / 0.751	0.929	-0.67	2.15
PTA	5.52%	6.99 / 38.2	1.63 / 1.13	0.811 / 0.666	0.900	-0.56	1.99
LLDPE	14.22%	8.72 / 30.6	1.25 / 0.99	0.741 / 0.708	0.861	8.76	8.86
甲醇	0.86%	22.52 / 64.2	1.90 / 1.41	0.392 / 0.613	0.626	-5.34	-4.67
PVC	6.00%	10.21 / 20.1	0.04 / 0.58	0.002 / 0.304	0.040	5.81	3.83

资料来源：招商证券，同花顺 iFinD

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 65. 10 月累计涨跌幅与扣除板块波动后的超额（%）

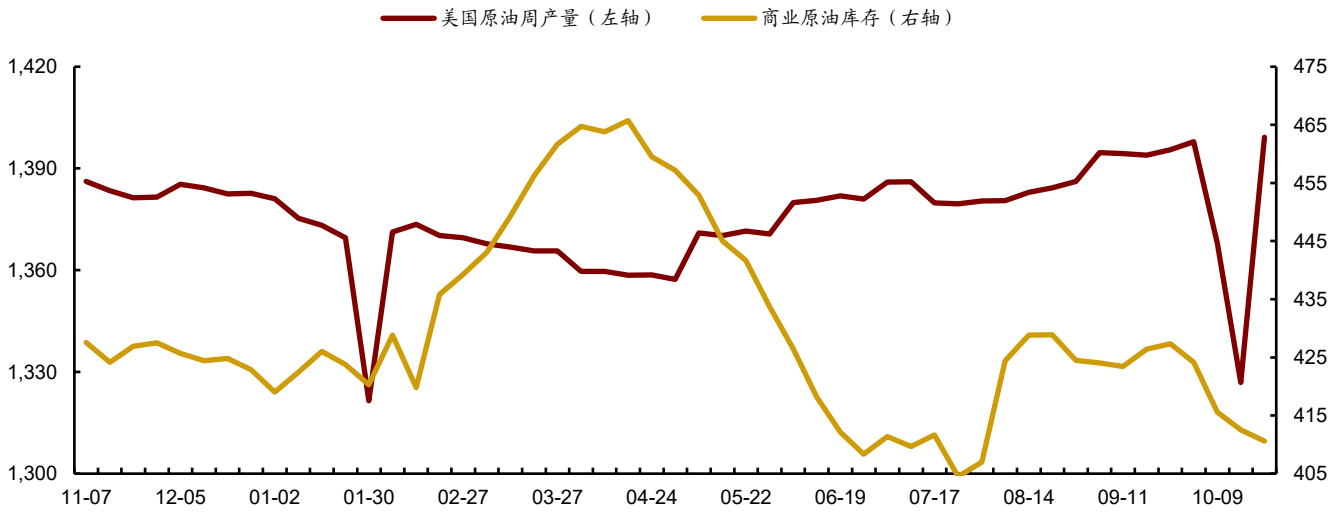


资料来源：招商证券，同花顺 iFinD

供给现实与产业链概况

月度维度看，当前原油供给格局变化不大。EIA 估算 9 月中东停产损失约 480 万桶/日，四季度或维持 450 万桶/日，全年全球供应短缺约 130 万桶/日；OPEC 9 月产量 3907 万桶/日，10—11 月配额不变；IEA 口径 9 月海湾原油出口回升至 1390 万桶/日，9 月底全球可观测库存较战前下降 5.09 亿桶。与此同时，美国供给开始修复，10 月 23 日当周产量回升至 1399.2 万桶/日，炼厂开工率降至 92.8%，商业原油库存再降至 4.1063 亿桶，战略储备 2.826 亿桶，石油钻机 460 台。可见，当前高油价的核心支撑仍是中东减产缺口与全球低库存，而非美国产量收缩。

图表 66. 美国原油周度产量与商业库存

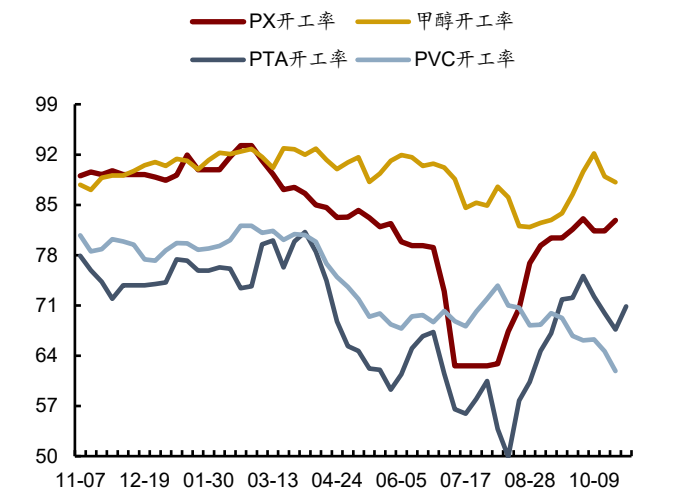


资料来源：招商证券，EIA，同花顺 iFinD（左轴：万桶/日；右轴：百万桶）

上游成本抬升后，四条能源化工链在成本传导、进口收缩与自身负荷调整下呈现明显分化，但 10 月尚无品种同时兑现减供、去库与利润扩张。

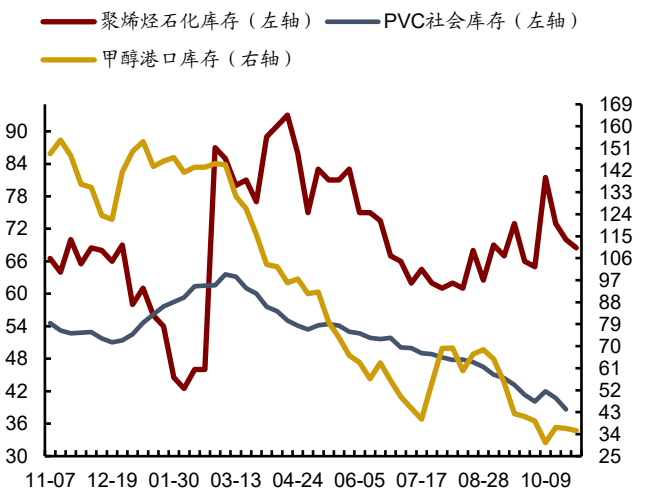
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 67. 国内主要化工品开工率（%）



资料来源：招商证券，同花顺 iFinD

图表 68. 聚烯烃、PVC 与甲醇显性库存（万吨）



资料来源：招商证券，同花顺 iFinD

图表 69. 四条化工链的供给、库存与利润

产业链	供给	库存	利润 / 下游反馈	判断
PX / PTA	PTA 上行至 70.85%；PX 82.82%，未高于 9 月末	社会库存 243.4 万吨，高于 9 月下旬	PX—石脑油价差降至 287.2 美元/吨	**成本主导，库存仍高于 9 月下旬**
LLDPE	开工 75.65%，供应没有净收缩	两油 81.5→68.5 万吨，仍高于节前	油制−287 元/吨，煤制仍盈利	**亏损挺价，供给未收缩**
甲醇	开工 88.13%；9 月进口 46.07 万吨	港存 35.38 万吨，低于节前	MTO 开工降至 72.72%	**进口收缩，下游开工同步下降**
PVC	总开工 61.86%；电石法 66.6%，乙烯法 50.8%	社会库存 38.64 万吨，环比下行	—	**降负与去库同时出现**

资料来源：招商证券，同花顺 iFinD

具体来看，四条化工链的供给约束与传导程度差异显著。PX 与 PTA 主要受原油成本驱动：截至 10 月 28 日，PTA 负荷回升至 70.85%，PX 开工率为 82.82%（未高于 9 月末）；10 月 22 日 PTA 社会库存虽从 246.3 万吨小幅回落至 243.4 万吨，但仍高于 9 月下旬水平，PX—石脑油价差于 10 月 29 日收窄至 287.2 美元/吨。LLDPE 是本月超额收益的主要来源：两油库存由节后的 81.5 万吨降至 10 月 29 日的 68.5 万吨（仍高于节前的 65 万吨），在国内供应未出现净收缩的情况下，油制深度亏损（-287 元/吨）带来的挺价意愿成为主要支撑。甲醇受制于供需双向走弱：9 月进口量虽由 8 月的 80.53 万吨降至 46.07 万吨、港口库存降至 35.38 万吨，但 10 月 23 日国内开工率仍达 88.13%，且下游 MTO 开工率降至 72.72%，负反馈下价格仅修复至 9 月末附近。PVC 则同步出现降负与去库：行业总开工率降至 61.86%（其中电石法 66.6%、乙烯法 50.8%），10 月 23 日社会库存降至 38.64 万吨，已低于 9 月下旬的 41.35 万吨。

行业展望：供给约束兑现度与后续跟踪

总体来看，部分品种的开工下降或进口收缩之所以未能走出独立上涨行情，是因为本轮供给收缩多源于上游涨价挤压利润或下游负反馈倒逼的被动减产，缺乏终端需求改善的配合。上游原料仅抬高了成本底部，但中游库存与偏弱的

下载日志已记录，仅供内部参考

终端利润限制了向下游顺价的空间；价格一旦拉涨过快便会触发下游降负，反过来压制原料需求并打断去库进程。因此，后续能化品种的价格弹性既取决于原油成本能否企稳，更取决于终端利润能否改善以承接高价并带动持续去库；若原油溢价回落而下游需求未能接力，前期仅靠成本推升或亏损挺价的品种将面临回吐压力。

图表 70. 各品种定价与后续跟踪

品种分类	当前核心矛盾	景气与价格弹性演进条件	核心跟踪指标
原油	剩余减产与低库存并存，美国产量已修复	若商业库存止降回升，高位溢价面临回吐	中东出口、美国商业库存
PX / PTA	社库仍高于 9 月下旬，价差继续收窄	社会库存降至 9 月下旬以下，加工价差企稳	PTA 库存、PX—石脑油价差
LLDPE	库存仍高于节前，靠油制亏损挺价	若农膜需求转淡或新产能放量，供需将转松	两油库存、油制利润
甲醇	开工偏高、港存偏低，MTO 负荷在降	下游 MTO 复产承接，低港存方能驱动上行	港存、进口、MTO 开工
PVC	开工下降，库存已低于 9 月下旬	低负荷下社会库存去化能否延续	开工率、社会库存

资料来源：招商证券，同花顺 iFinD

4.2. 大宗商品市场环境：三因子转弱，供需差异仍是配置重点

截至 10 月 30 日，大宗商品三因子合计 0 票，较 9 月减少 2 票。流动性和供给冲击因子均由正转负，国内需求因子仍处于负值区间。三因子变化显示，流动性和供给扰动对商品的边际支撑减弱，国内需求修复仍不稳固，商品配置宜更加重视品种供需差异和价格波动。

图表 71.大宗商品三因子底层指标

因子	底层指标	环比变化	本月变化	指标历史分位	因子读数	因子历史分位
流动性	5Y5Y 通胀互换	2.48% → 2.40%	↓ 利空	29.4%	-0.559 较上月 ↓	29.8%
	高收益债利差	2.754% → 3.18%	↑ 利空	21.4%		
国内需求	M1 同比	4.10% → 3.20%	↓ 利空	29.1%	-0.169 较上月 ↑	42.0%
	45 港铁矿石疏港量同比	+3.83% → +4.71%	↑ 利多	61.3%		
	30 城商品房成交同比	-9.01% → -13.01%	↓ 利空	47.9%		
供给冲击	BDTI	5,499 → 7,067	↑ 利多	100.0%	-1.721 较上月 ↓	2.3%
	美湾 3-2-1 裂解价差	61.50 → 45.40	↓ 利空	95.8%		

资料来源：招商证券，同花顺 iFinD，Bloomberg

下载日志已记录，仅供内部参考

海外流动性因子：通胀预期回落，信用利差走阔

10 月流动性因子由正转负，远期通胀预期月均值回落与高收益债信用利差走阔共同拖累读数。10 月公布的美国 9 月通胀仍处高位，能源价格是重要推手；美联储在 9 月加息后，于 10 月议息会议维持利率不变，同时强调通胀仍高，两名委员主张继续加息。经济增长韧性与通胀黏性并存，使货币政策前景仍有分歧，信用风险定价的变化也对商品风险偏好形成约束。目前高收益债利差绝对水平仍处历史偏低分位（21.4%），本月走阔主要反映融资环境边际收紧。后续需观察通胀预期能否企稳，以及信用利差是否继续扩大。

国内需求因子：原料流转有所改善，地产需求仍弱

10 月国内需求因子较 9 月小幅修复，但仍为负值。铁矿石疏港量同比改善，对因子形成支撑；30 城商品房成交同比降幅扩大，地产链需求仍偏弱。月内疏港绝对量从月初到月底有所回落，尚需观察节后钢厂生产和终端用钢能否持续承接原料流转。10 月公布的前三季度数据显示，工业生产保持韧性，房地产开发投资、新开工和新房销售仍在下降，二手房成交改善与开发端承压并存。我们认为，原料流转改善尚未与地产投资需求形成充分共振，不能仅凭疏港同比回升确认需求拐点。

供给冲击因子：运价高企，裂解价差回落

10 月供给冲击因子明显转负：原油运价继续走高，美湾 3-2-1 裂解价差则从 9 月末高位回落，后者对因子的负向贡献更大。中东地缘安全风险继续扰动海湾航运，高运费抬升原油到岸成本；IEA 在 10 月的报告中同时指出，中东原油出口较此前有所恢复，但成品油供应恢复较慢，地区安全风险仍可能干扰后续运输。高运费压缩欧洲和亚洲炼厂利润，美国炼厂则一度受到原料折价支持。

从因子口径看，供给冲击因子衡量的是运价与裂解价差的月度环比变化；由于两项指标的绝对水平仍处历史高位（分位数均超 95%），因子转负并不意味着航运或成品油供给压力已大幅缓解。结合能化产业链表现，高成本对部分品种形成支撑，但库存与终端利润约束了成本向下游的传导。后续重点关注海峡通航、成品油供应恢复以及炼厂利润变化，同时观察终端需求能否承接成本上升。

下载日志已记录，仅供内部参考

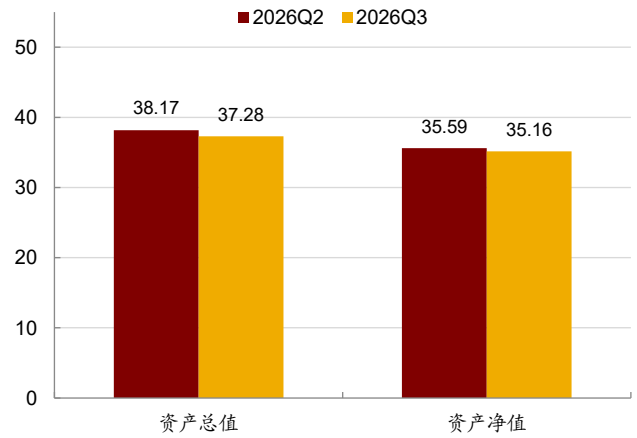
五、机构投资者配置行为跟踪

5.1. 公募基金配置情况

三季度公募基金整体规模小幅回落。截至 2026 年三季度末，公募基金资产总值由二季度末的 38.17 万亿元降至 37.28 万亿元，环比下降 2.35%；资产净值由 35.59 万亿元降至 35.16 万亿元，下降 1.20%。

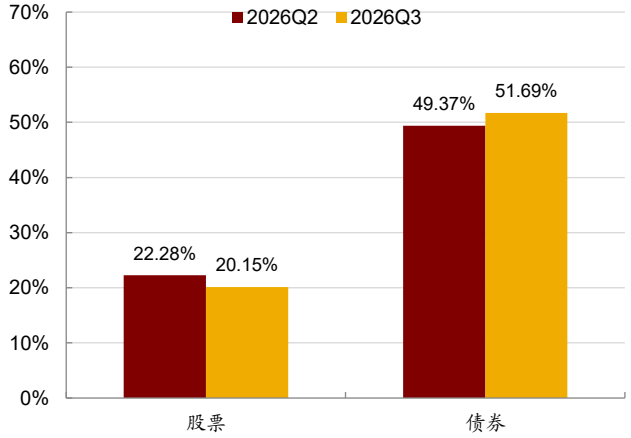
三季度股票占比下降，债券占比上升。三季度末股票资产为 7.51 万亿元，较二季度末的 8.51 万亿元下降 11.70%，占资产总值的比例由 22.28%降至 20.15%，下降 2.14 个百分点；其中 A 股市值由 7.24 万亿元降至 6.27 万亿元。债券资产由 18.84 万亿元升至 19.27 万亿元，占总资产的比例由 49.37%升至 51.69%，提高 2.32 个百分点。

图表 72. 基金资产总值及净值（万亿元）



资料来源：Wind，招商证券

图表 73. 股票与债券占资产总值比（%）



资料来源：Wind，招商证券

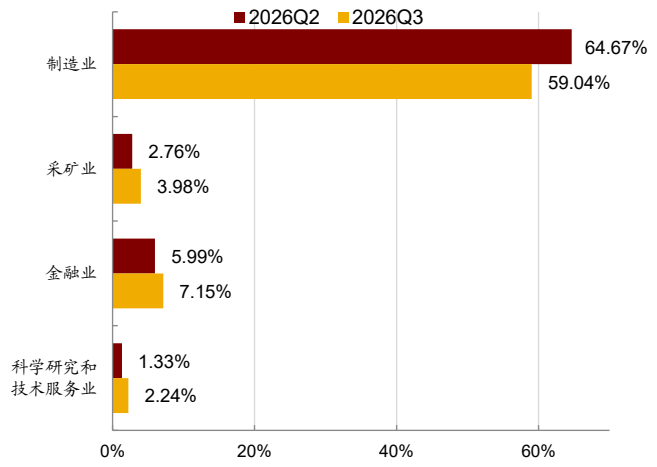
行业结构方面，制造业仍占主导，但权重较二季度下降。按证监会行业分类，制造业市值占基金股票投资市值的比例由 64.67%降至 59.04%；采矿业和金融业分别由 2.76%、5.99%升至 3.98%、7.15%，科学研究和技术服务业由 1.33%升至 2.24%。

重仓股结构中，信息技术权重回落，医疗保健权重上升。三季度信息技术占全部披露重仓股市值的 48.07%，较二季度下降 8.66 个百分点；医疗保健占比由 6.75%升至 10.26%。金融、日常消费及可选消费占比分别提高 1.76、1.19 和 1.04 个百分点。

从个股看，医疗保健方向的药明康德在披露重仓股中的持股数量由 3.65 亿股增至 4.80 亿股，持有基金数由 721 只增至 1464 只，持股市值由 454.54 亿元升至 802.58 亿元。以中际旭创为例，披露重仓持股数量由 1.99 亿股增至 2.02 亿股，但受股价回调影响持股市值有所回落；主动权益基金中，电子、通信板块权重下降亦主要由股价调整所致。

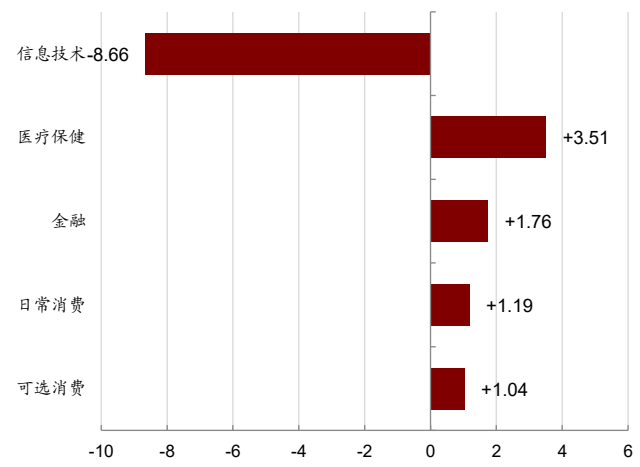
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 74. 股票与债券占资产总值比（%）



资料来源：Wind，招商证券

图表 75. 股票与债券占资产总值比（%）



资料来源：Wind，招商证券

5.2. 年金养老金产品配置分析

三季度年金养老金产品规模小幅回落，固定收益类仍是主要配置。2026 年三季度末，年金养老金产品资产净值合计 25,753.50 亿元，较二季度减少 152.12 亿元，降幅 0.59%；产品数量由 860 只降至 844 只。权益类和混合类产品数量分别为 195 只和 138 只，均与二季度持平，数量变化集中在固定收益类。

从规模结构看，固定收益类占比接近六成，混合类约占四分之一。三季度末固定收益类产品共 477 只，资产净值 15,213.83 亿元，占比 59.07%，较二季度减少 151.67 亿元，是总规模回落的主要来源；混合类规模 6,183.89 亿元，占比 24.01%，两者合计占比 83.09%。权益类和流动性资产的规模占比分别为 11.61%和 5.31%。

图表 76.年金养老金产品规模与结构（2026Q3）

投资类型	产品数量 2026Q2（只）	产品数量 2026Q3（只）	资产净值 2026Q2（亿元）	资产净值 2026Q3（亿元）	2026Q3 规模占比
权益类	195	195	2,989.00	2,989.00	11.61%
混合类	138	138	6,184.34	6,183.89	24.01%
固定收益类	493	477	15,365.50	15,213.83	59.07%
流动性	34	34	1,366.78	1,366.78	5.31%
合计	**860**	**844**	**25,905.63**	**25,753.50**	**100.00%**

资料来源：Wind，招商证券

三季度收益表现按产品类型明显分化，权益类和混合类回撤，固定收益类保持正收益。三季度权益类、混合类、固定收益类产品的区间收益中位数分别为-12.44%、-3.44%和 0.60%，流动性产品为 0.35%。

图表 77.年金养老金产品三季度收益中位数

投资类型	2026Q3 区间收益中位数	有效收益样本（只）
权益类	-12.44%	160
混合类	-3.44%	105
固定收益类	0.60%	354
流动性	0.35%	26
合计	**0.33%**	**645**

资料来源：iFinD，Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

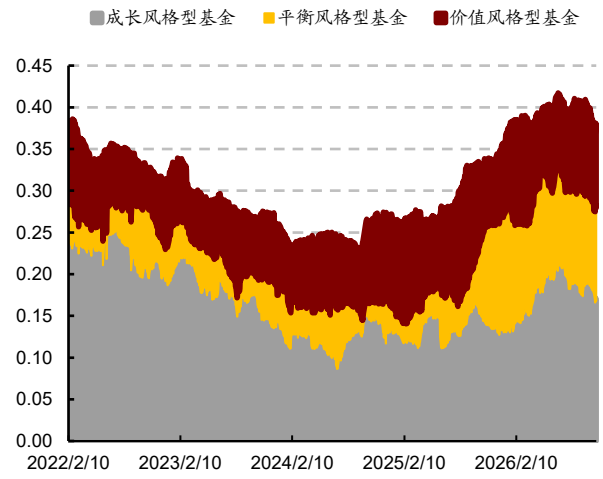
9 月年金混合型产品仓位小幅回落，风格向中盘和价值方向倾斜。按月均口径，混合型年金产品权益仓位为 36.33%，较 8 月下降 0.40 个百分点。其中，大盘风格仓位占比由 26.66%降至 19.97%，中盘风格由 6.05%升至 12.06%；价值风格由 9.61%升至 10.44%，成长风格由 18.87%降至 18.27%。

图表 78. 混合型年金产品仓位估计



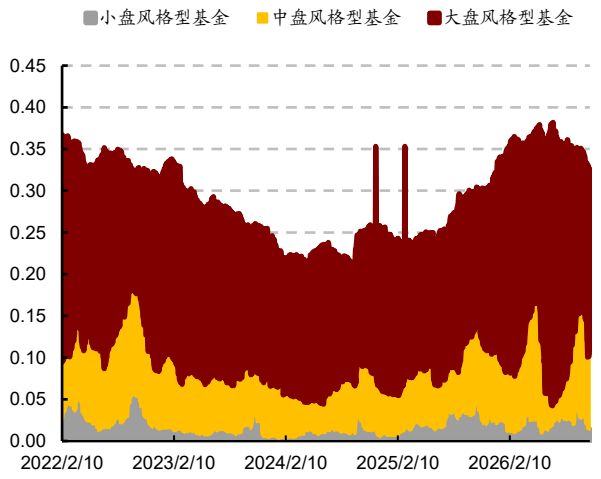
资料来源：Wind，招商证券

图表 79.年金养老金成长与价值风格测算



资料来源：Wind，招商证券

图表 80.年金养老金大中小盘风格测算



资料来源：Wind，招商证券

5.3. 保险资管产品分布与收益分析

保险资管产品仍以固定收益类为主，权益类与混合类合计约占三成。三季度纳入统计的 1,966 只产品中，固定收益类共 1,216 只，占比 61.85%；权益类 305 只、混合类 292 只，分别占 15.51%和 14.85%；其余为货币型 107 只、其他类型 46 只。

收益方面，固定收益类保持小幅正收益，含权产品承受较大回撤。三季度权益类、混合类和固定收益类产品的区间收益中位数分别为-8.53%、-2.61%和 0.55%，货币型为 0.36%。

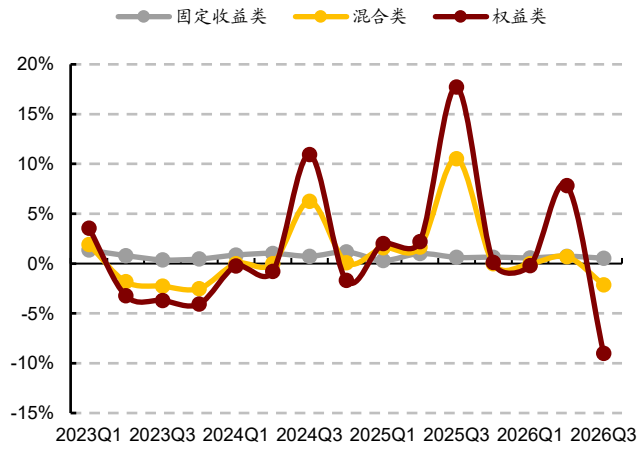
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 81.保险资管产品分布与收益（2026Q3）

投资类型	产品数量（只）	数量占比	2026Q3 区间收益中位数	有效收益样本（只）
货币型	107	5.44%	0.36%	102
固定收益类	1216	61.85%	0.55%	1185
混合类	292	14.85%	-2.61%	255
权益类	305	15.51%	-8.53%	297
其他	46	2.34%	0.01%	11
合计	**1966**	**100.00%**	**0.36%**	**1850**

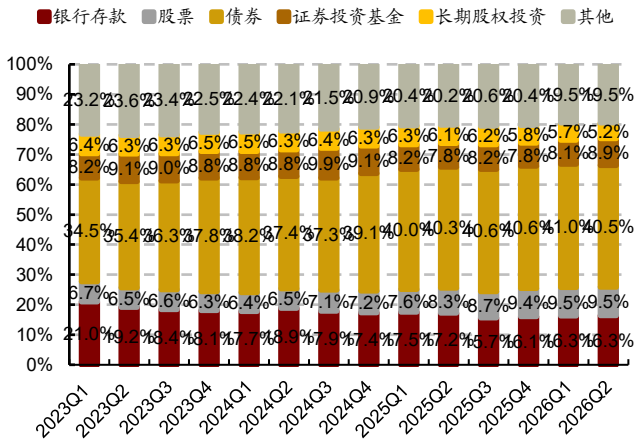
资料来源：Wind，招商证券

图表 82. 保险资管产品季度收益走势



资料来源：Wind，招商证券

图表 83. 保险资金大类资产配置比例



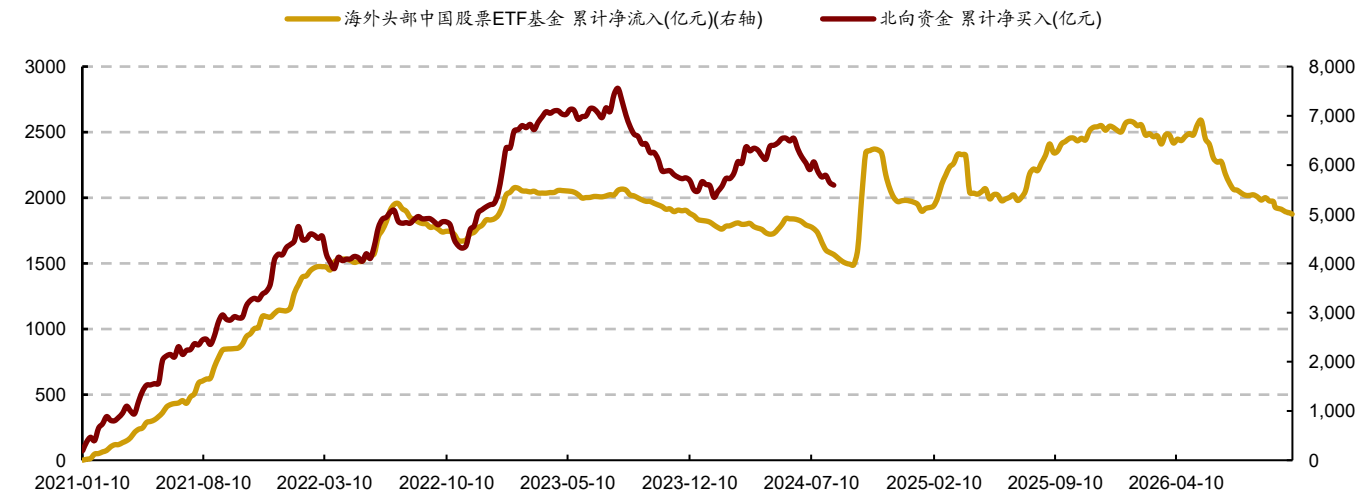
资料来源：国家金融监督管理总局，招商证券

5.4. 海外中国股票 ETF 配置分析

10 月海外中国股票 ETF 继续净流出，成长和混合风格是主要流出方向。截至 10 月 30 日，238 只基金最新规模合计 4,594.02 亿元，年内净流出 1,480.01 亿元；9 月 30 日至 10 月 30 日期间净流出 76.95 亿元。按风格合并，成长和混合分别净流出 59.55 亿元和 53.76 亿元，价值净流入 41.67 亿元，未分类基金净流出 5.31 亿元。

海外头部 20 只中国股票 ETF 在 10 月各周度区间均呈净流出。10 月 5 个统计周合计净流出 54.32 亿元，其中 10 月 18 日当周净流出 18.54 亿元，为单周最大流出，累计资金流曲线延续下行。

图表 84.海外头部 20 只中国股票 ETF 与北向资金累计净流入



下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：BBG，Wind，招商证券

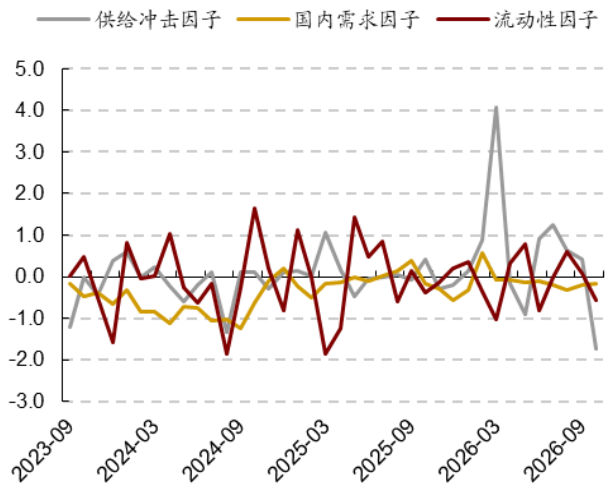
细分类型中，全市值成长型与大盘混合型流出居前，价值类逆势获净流入。10 月全市值成长型与大盘混合型分别净流出 53.62 亿元和 41.81 亿元，大盘成长型与全市值混合型分别净流出 8.93 亿元和 11.86 亿元；而全市值价值型净流入 41.12 亿元，中盘成长型净流入 3.52 亿元，抵消了部分资金流出。

图表 85. 海外中国股票 ETF 分类汇总

分类	基金总规模（亿元）	今年以来净流入（亿元）	10 月净流入（亿元）	9 月净流入（亿元）
大盘成长型	2,008.56	-343.87	-8.93	12.68
大盘混合型	1,192.27	-707.45	-41.81	-56.40
大盘价值型	28.97	7.33	0.57	0.52
全市值成长型	556.72	-104.60	-53.62	-25.78
全市值混合型	191.22	-119.71	-11.86	3.23
全市值价值型	104.25	2.43	41.12	6.53
中盘成长型	54.57	21.95	3.52	1.71
中盘混合型	2.00	-1.50	0.00	-0.07
小盘成长型	1.66	-2.31	-0.52	0.00
小盘混合型	3.75	-1.83	-0.09	-0.10
小盘价值型	2.40	-1.39	-0.02	0.00
未分类	447.65	-229.07	-5.31	-5.67
总计	**4,594.02**	**-1,480.01**	**-76.95**	**-63.34**

资料来源：BBG，招商证券

图表 86.三因子历史走势



资料来源：招商证券，同花顺 iFinD，Bloomberg

图表 87.美湾 3-2-1 裂解价差回落



资料来源：招商证券，Bloomberg

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

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

评级说明

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

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

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

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