下载日志已记录，仅供内部参考

反弹未止，先攻后守

——A 股 2026 年 9 月观点及配置建议

定期报告

展望 9 月，我们预计 A 股仍有望延续反弹，但节奏上或呈现先上行后震荡。当前市场仍处于盈利驱动的上行第三阶段，二季报业绩进一步验证科技、资源等高景气方向，市场逻辑正由估值驱动逐步转向盈利兑现。随着美债风险释放，中美关系迎来重要节点，美伊地缘冲突缓和，外围市企稳反弹，A 股外部环境有望边际改善，产业趋势方面，AI 产业持续加速，国内大模型百花齐放，海外英伟达财报再度验证 AI 景气。具体节奏来看，我们认为 9 月中上旬将会延续本轮反弹趋势，而临近十一假期，从历史日历效应来看市场风格相对偏防御。

大势研判和核心逻辑：反弹未止，先攻后守。**展望 9 月，我们认为市场仍有望延续反弹趋势，节奏上有望呈现先上涨、后震荡的走势。从大周期框架框架来看，**我们判断 A 股仍处于盈利驱动的上行第三阶段，盈利持续改善的二季报也验证了我们的观点，以科技、资源为代表的业绩高增方向，将完成从叙事到财报、由估值至盈利的验证，A 股市场也将在盈利驱动下保持上行。**从细分催化来看，海外宏观方面，**美债风险释放，中美关系迎来重要节点，美伊地缘冲突有望持续缓和，美、韩等权益市场纷纷企稳反弹；**国内宏观方面，**地产支持政策落地，出口链保持高增速；**产业趋势方面，**英伟达财报验证产业仍在加速，国产大模型进入第一梯队。**具体节奏上，**9 月中上旬将会延续本轮反弹趋势，**科技成长方向有望占优，**而临近十一假期，从历史日历效应来看，节前避险效应下**市场整体相对偏防御。风格层上，推荐结构性成长+红利的均衡配置，中大盘占优。行业选择上，**围绕 **AI 算力链、出海链、低估值景气改善三大领域布局。**

- 风格与行业配置思路：**风格层面：推荐结构性成长+红利的均衡配置，中大盘占优。推荐指数组合包括：中证 500、科创 50、中证红利、价值 100、中证港股通互联网。行业配置上建议围绕“AI 算力链、出海链、低估值改善”的方向展开。1）AI 算力链（如半导体、通信设备）**，量价齐升延续，涨价沿存储向 PCB、元件、服务器扩散，业绩兑现确定性最高；**2）出海链（机械设备、电力设备等）**，受益于外需韧性与全球资本开支周期，景气持续性较强；**3）低估值边际改善领域（医药、煤炭、农林牧渔等）**，仍然是当前平滑市场波动的重要选择。

- 流动性与资金供需：9 月增量资金供需有望净流入，各类增量资金相对均衡。宏观流动性方面，考虑到央行保持流动性充裕的基调未变，9 月资金面有望维持宽松。外部流动性方面，9 月加息概率由约 35%跳升至 57%，市场对年内是否加息的观望被重新打破，美元指数及美债利率有望维持强势。8 月股票市场可跟踪资金小幅净流出，ETF 转为净流出对冲融资净流入。资金供给端，新发偏股基金规模较 7 月继续回落；融资资金风险偏好改善，小幅净流入 473 亿元；ETF 转为净流出。资金需求端，重要股东净减持规模缩小；IPO 发行规模及再融资规模均回落，资金需求规模有所下降。8 月主力增量资金方面，融资资金成为市场主力增量资金。

- 中观景气和行业推荐：中报业绩预计持续改善，TMT、资源品领涨，医药盈利加速改善。**企业盈利方面，A 股中报预计实现加速改善，TMT 与资源品仍是盈利的主要贡献，医药与金融地产业绩加速修复。**重点关注盈利增速较高或边际改善的方向，如 AI 算力链、出海链以及部分低基数修复领域。**景气方面，**当前行业景气已呈现较为清晰的梯队式修复：以 AI 算力链和证券为代表的高

相关报告

《否极泰来，蓄势进攻——A 股 2026 年 8 月观点及配置建议》

《景气强化，震荡上行——A 股 2026 年 6 月观点及配置建议》

《盈利上行，突破在望——A 股 2026 年 5 月观点及配置建议》

《冲突未平，绝境逢生——A 股 2026 年 4 月观点及配置建议》

《地缘加剧，资源科技——A 股 2026 年 3 月观点及配置建议》

《指数震荡，涨价扩散——A 股 2026 年 2 月观点及配置建议》

《开年攻势，指数新高——A 股 2026 年 1 月观点及配置建议》

李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn
涂婧清 S1090520030001
tujingqing@cmschina.com.cn
陈星宇 S1090522070004
chenxingyu@cmschina.com.cn
郭佳宜 S1090525040003
guojiayi@cmschina.com.cn
杨晨 S1090526060002
yangchen4@cmschina.com.cn
王德健 S1090526080002
wangdejian@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

景气方向景气延续最强；以有色金属、化工新材料为代表的顺周期板块受益于价格和库存周期共振；以航天装备、化学制药自动化设备为代表的成长制造链则处于边际修复阶段。综合来看，9 月推荐重点围绕**“AI 算力链、出海链、低估值改善”**的方向布局，综合景气、盈利、估值和资金面，9 月建议重点关注**电子（半导体、电子化学品）、电力设备（电池、电网设备）、机械设备（通用设备、专用设备）、化学制药、农林牧渔（种植业、养殖业）和煤炭**。

- **赛道及产业趋势投资：国产大模型下压价格中枢，AI 应用逐步打开市场空间。**当前模型能力提升服务参数规模和榜单竞争的属性逐步减弱，围绕低成本调用和内容生产效率展开是未来的大势所趋。国产厂商一方面通过更低 API 价格和更高并发能力降低开发者接入门槛，推动国产大模型调用量上升；另一方面 AI 应用正在逐步扩张边界，进一步覆盖内容生产、智能营销、影视制作等更广泛应用环节。整体来看，国产大模型的核心趋势是以性价比和工程化能力提升商业渗透率，以 Agent 能力打开应用空间，并通过快速迭代对海外闭源模型的价格体系和应用生态形成持续压力。

风险提示：经济数据不及预期，政策理解不全面，海外政策超预期收紧

下载日志已记录，仅供内部参考

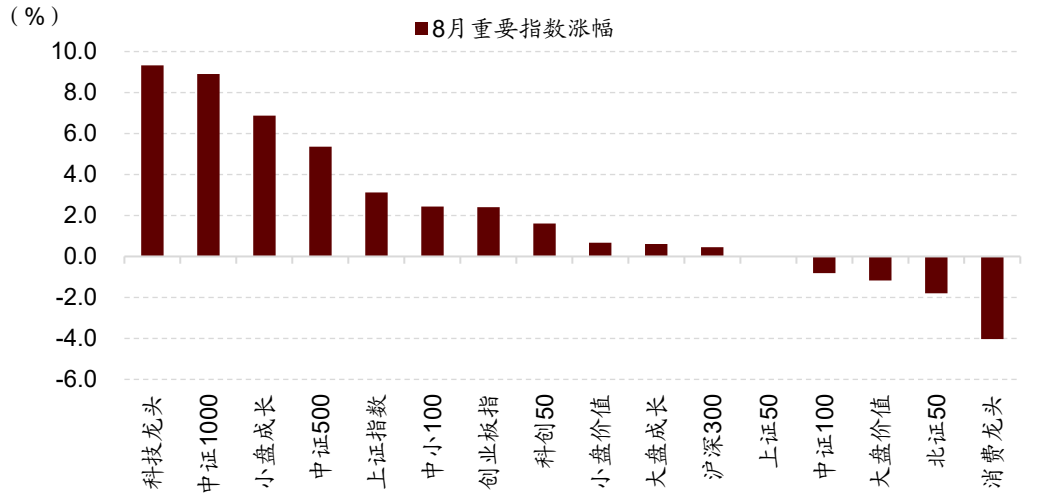
一、2026 年 8 月简明复盘与 2026 年 9 月核心观点

1、8 月简明复盘

在上个月的月度报告中，我们写道： **“我们判断 A 股仍处于盈利驱动的上行第三阶段，以科技为代表的业绩高增方向，将完成从叙事到财报、由估值至盈利的验证。近期科技方向调整较大，是典型的流动性冲击，在政策、产业趋势与微观流动性共同支撑下，我们认为调整基本告一段落，市场将迎来蓄势上攻。方向选择上，建议重点关注科技方向的修复以及新能源与资源品等业绩高增方向。”**

最终科技板块经历了大幅调整后，在 8 月如期反弹。主要指数中科技龙头、中证 1000 与小盘成长领涨，分别上涨 9.3%、8.9%与 6.9%。而大盘与消费风格小幅下跌。

图 1：过去一个月主要指数涨跌幅

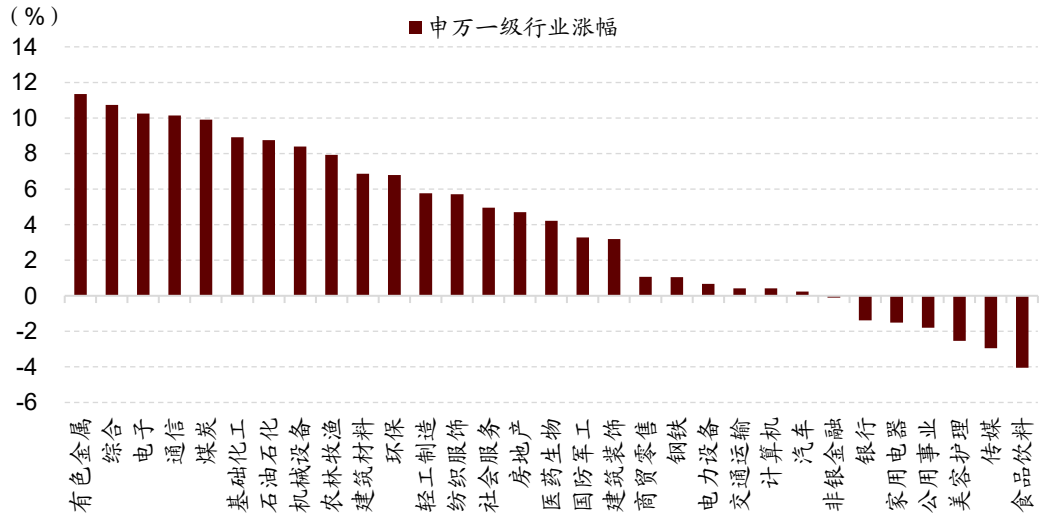


资料来源：Wind、招商证券

行业层面，在上个月的月度观点报告中，我们写道：“行业配置上建议聚焦‘科技创新、企业出海、传统低估值再平衡’三条线索。1）科技领域仍是主线中的主线；2）出海方向则重点看电池、电网设备、机械设备、医药等全球渗透率提升的方向；3）低估值再平衡方向，如证券、航运港口、煤炭等业绩改善确定性较高。**8 月建议重点关注电子（半导体、电子化学品）、电力设备（电池、电网设备）、化学制药、非银金融、航运港口和煤炭。”**

最终，8 月 A 股沿着资源品与科技两条主线交易，有色金属、电子、通信、煤炭涨幅居前。

图 2：8 月行业指数涨跌幅



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

2、9 月核心观点——反弹未止，先攻后守

展望 9 月，我们认为市场仍将延续反弹趋势，节奏上有望呈现先上涨、后震荡的走势。从大周期框架框架来看，我们判断 A 股仍处于盈利驱动的上行第三阶段，盈利持续改善的二季报也验证了我们的观点，以科技、资源为代表的业绩高增方向，将完成从叙事到财报、由估值至盈利的验证，A 股市场也将在盈利驱动下保持上行。**从细分催化来看，海外宏观方面，**美债风险释放，中美关系迎来重要节点，美伊地缘冲突有望持续缓和，美、韩等权益市场纷纷企稳反弹；**国内宏观方面，**地产支持政策落地，出口链保持高增速；**产业趋势方面，**英伟达财报验证产业仍在加速，国产大模型进入第一梯队。**具体节奏上，**9 月中上旬将会延续本轮反弹趋势，**科技成长方向有望占优，**而临近十一假期，从历史日历效应来看，节前避险效应下**市场整体相对偏防御。风格层上，推荐结构性成长+红利的均衡配置，中大盘占优。行业选择上，**围绕 **AI 算力链、出海链、低估值景气改善**三大领域布局。

国内宏观方面，7 月总需求三个月滚动同比回升至 0.9%（前值 0.1%），出口和企业资本开支是主要支撑。出口与消费增速之差扩大至约 17.1 个百分点，表明经济增长的边际贡献继续向外需和产业投资集中。这种结构决定了宏观数据改善与微观体感可能继续背离，从增长贡献看，当前更接近“窄口径扩张”。**从量价的维度来看，7 月经济数据呈现量价增幅均收窄的状态，此外 K 型分化格局延续。**

国内政策方面，房地产融资制度进一步完善，项目融资和全周期融资成为本轮政策主线。多部门集中发布商品住房销售、房地产信贷、开发贷款、个人住房贷款、商业地产、城市更新、房地产信托及资本市场融资等一系列制度文件。总体来看，本轮政策的核心是将项目融资和全周期融资进一步制度化。开发端，开发贷期限延长，主办银行和资金封闭管理同步强化，机构资金对预售资金的替代进一步加快；融资判断则更加关注项目质量、资本金和现金流。资本市场端，公司债重新强化项目融资功能，ABS、CMBS、REITs 等工具进一步拓宽存量资产盘活和退出渠道。由此看，房地产融资体系正由开发销售驱动，逐步转向开发、持有、运营和退出并重。优质项目和成熟经营性资产的融资优势将进一步提升，房企竞争重点也将更多落在项目质量、运营能力和资产盘活能力。

海外宏观方面，从近期美债利率上行来看：其主要由期限溢价驱动，本质上反映长债需求走弱与财政风险溢价上升：财政部长债供给边际增量有限，但投资者净买入持续下降，同时 AI 头部企业大规模发债对长久期资金形成挤出。**财政部扩大长债回购有助于缓解短期流动性压力，但中长期仍需依靠财政赤字、债务增速及通胀预期改善来扭转长债定价。**8 月 28 日沃什在 Jackson Hole 讲话整体偏鹰，重申 2%通胀目标并认为当前金融条件并不具有限制性，推动市场上调 9 月及年内加息预期。资产表现上，短端美债利率上行幅度预计大于长端，美元偏强、黄金和股票短期承压；但随着美联储政策公信力修复，长端利率后续存在冲高回落可能，进而为权益市场中期修复创造条件，**后续非农和通胀数据将成为加息预期变化的核心观察变量。**

地缘方面，9 月中美关系重点关注高层互动安排及经贸政策进展。8 月 26 日，王毅会见美国驻华大使，双方均提及筹备下一阶段重要高层互动，近期外交层面继续保持沟通。与此同时，美国结构性产能 301 调查、232 行业关税及科技领域相关政策仍在推进，部分措施尚未正式落地。由此看，9 月建议重点关注高层互动安排是否进一步明确，以及 301 调查、行业关税和科技政策的后续进展。

从流动性角度来看，9 月增量资金供需有望净流入，各类增量资金相对均衡。宏观流动性方面，考虑到央行保持流动性充裕的基调未变，9 月资金面有望维持宽松。外部流动性方面，9 月加息概率由约 35%跳升至 57%，市场对年内是否加息的观望被重新打破，美元指数及美债利率有望维持强势。8 月股票市场可跟踪资金小幅净流出，ETF 转为净流出对冲融资净流入。资金供给端，新发偏股基金规模较 7 月继续回落；融资资金风险偏好改善，小幅净流入 473 亿元；ETF 转为净流出。资金需求端，重要股东净减持规模缩小；IPO 发行规模及再融资规模均回落，资金需求规模有所下降。8 月主力增量资金方面，融资资金成为市场主力增量资金。

从二季度中观景气数据和披露业绩的情况来看，A 股业绩延续改善趋势：至 8 月 29 日，约有 5400 家 A 股上市公司披露了 2026 年中报业绩预告/快报/报告，占全部 A 股的比例约为 98%，行业披露率普遍超过 95%。从整体法计算，目前披露的个股 Q2 单季度净利润增速由 Q1 的 7.8%提高至 25.8%，非金融 A 股（已披露个股）由 13.5%提高至 19.8%。板块之间仍存在明显的 K 型分化。大类板块增速预计：资源品>信息科技>金融地产>医疗保健>中游制造业>公用事业>消费服务。**在细分领域中，重点关注盈利预计高增或改善的行业：1）AI 需求、硬件涨价与国产化共同驱动的 TMT 涨价链；2）供给约束与价格上行共同驱动的资源品；3）海外订单增长、毛利改善的部分出海领域。**

下载日志已记录，仅供内部参考

本轮厄尔尼诺有望成为史上最强，总结厄尔尼诺天气对 A 股的影响，可以归纳为三条路径：1）供给收缩路径。热带产区干旱压缩橡胶、白糖、棕榈油的单产，市场提前交易减产预期，橡胶、种植业与农产品加工一般在达峰前跑赢（三次平均超额收益率+2.62%）；**2）需求刺激路径。**高温直接推高制冷用电与消费场景，空调、电力与啤酒在整个事件期内持续受益，三个阶段的超额收益率全程为正（+0.92%、+1.66%、+1.27%），是稳定性最高的一条；**3）水 文改善路径。**事件衰减期南方来水转丰，发电量随之抬升，但流域水电的业绩要到事件结束后才体现出来，前三次来看，结束后 3 个月录得+4.20%的平均超额收益，是全部路径与阶段组合中的最高值。

从国内外 AI 进展看，近期 AI 产业持续加速，国内大模型百花齐放，海外英伟达财报再度验证 AI 景气。国内方面，智谱发布 GLM-5.3-Flash，凭借其强大的模型能力与极具竞争力的定价再度刷新国产模型性价比边界。并且智谱披露该模型后全部线上流量均由约十万张国产芯片承载，这是国产算力集群首次在高负载场景下接受全球真实流量的检验，验证了国产算力的商业可行性。此外，阿里与腾讯也分别发布了最新模型。海外方面，英伟达最新财报继续验证 AI 基础设施需求强劲，收入、利润、数据中心业务和下一季度指引均明显高于市场预期，核心增量来自 Blackwell Ultra 基础设施放量以及 Vera Rubin 进入量产周期。英伟达的财报回应了市场对于 AI 降速的质疑，站在当前来看 AI 仍是最俱吸引力的产业趋势。

行业配置上，9 月份的行业配置依然淡化总量，聚焦分子，推荐围绕三条线索布局：一是 **AI 算力链**（如半导体、通信设备），量价齐升延续，涨价沿存储向 PCB、元件、服务器扩散，业绩兑现确定性最高；二是**出海链**（机械设备、电力设备等），受益于外需韧性与全球资本开支周期，景气持续性较强；三是**低估值边际改善**领域（医药、煤炭、农林牧渔等），仍然是当前平滑市场波动的重要选择。9 月建议重点关注**电子（半导体、电子化学品）、电力设备（电池、电网设备）、机械设备（通用设备、专用设备）、化学制药、农林牧渔（种植业、养殖业）和煤炭**。

下载日志已记录，仅供内部参考

3、9 月核心关注点

（1）指数反弹能否持续

8 月指数反弹，是对前期逆风的流动性与悲观叙事的修正，当前指数反弹至 4000 点左右，需要关注 9 月能否在盈利改善、政策支持的背景下持续反弹。

（2）AI 能否出现新的应用场景

当前 AI 方向是市场绝对主线，与指数共振，近期海外云厂与英伟达模型已经持续验证 AI 的中期叙事，需要持续关注产业变化，尤其是应用场景拓宽带来的行业利润天花板上修。

（3）地缘博弈风险是否外溢

9 月将是地缘博弈的重要节点，美伊冲突能否真正缓和，中美高层会晤的预期以及若会晤发生，后续是否降低博弈烈度，中欧贸易问题能否顺利解决，都将影响市场风险偏好。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、大势研判核心逻辑

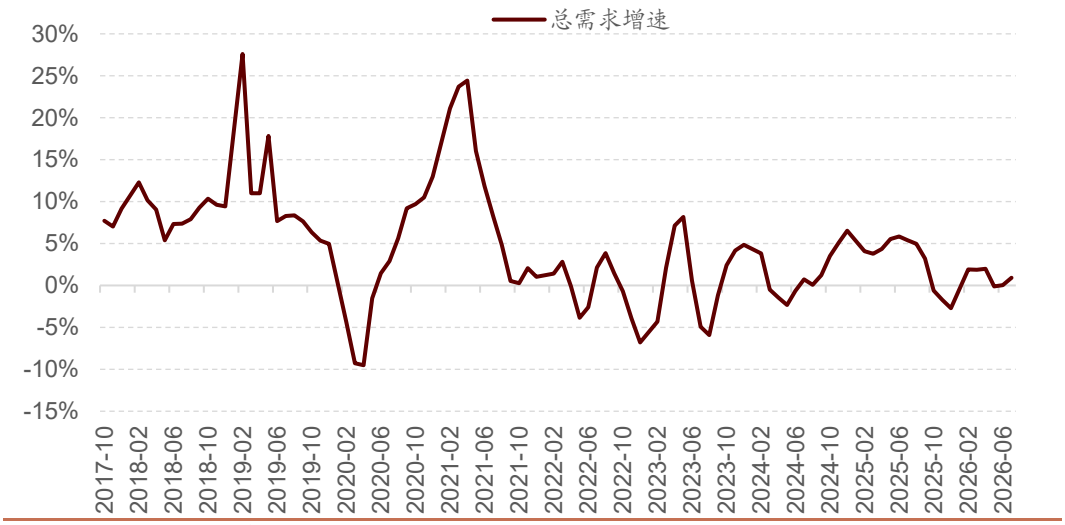
展望 9 月，我们认为市场将延续反弹趋势，并且呈现先上涨、后震荡的形态。从大周期框架框架来看，我们判断 A 股仍处于盈利驱动的上行第三阶段，盈利持续改善的二季报也验证了我们的观点，以科技、资源为代表的业绩高增方向，将完成从叙事到财报、由估值至盈利的验证，A 股市场也将在盈利驱动下保持上行。**从细分催化来看，**海外美债风险释放，地缘冲突缓和，美、韩等权益市场纷纷企稳反弹；国内地产支持政策落地，出口链保持高增速；产业趋势方面，英伟达财报验证产业仍在加速，国产大模型进入第一梯队。**从具体节奏来看，**我们认为 9 月中上旬将会延续本轮反弹趋势，而临近十一假期，从历史日历效应来看市场风格相对偏防御。**方向选择上，**聚焦算力链与出口链。

1、国内总需求增速改善，分化加剧

（1）总量改善高度集中，外需与资本开支构成主要支撑

7 月总需求三个月滚动同比回升至 0.9%（前值 0.1%），出口和企业资本开支是主要支撑。其中出口三个月滚动同比增长 17.4%，较 6 月进一步加快；企业资本开支增长 5.6%，维持相对韧性。与之相对，广义政府支出下降 7.6%，商品房销售额下降 12.5%，社会消费品零售总额仅增长 0.3%。**出口与消费增速之差扩大至约 17.1 个百分点，表明经济增长的边际贡献继续向外需和产业投资集中。**

图 3：总需求增速边际改善



资料来源：Wind，招商证券

这种结构决定了宏观数据改善与微观体感可能继续背离：对出口链、高技术制造和资本品企业而言，订单、产能利用率和收入仍有支撑；对地产链、传统消费和依赖地方财政支出的行业而言，需求修复仍然偏慢。**从增长贡献看，**当前更接近“窄口径扩张”。出口和企业资本开支，尤其是 AI 资本开支能够直接拉动工业生产，但地产销售偏弱会通过土地财政、居民财富效应和上下游采购继续压制内需。因此，可能出现工业企业收入改善而居民消费意愿偏弱的组合。

表 1：出口和企业资本开支是主要支撑

	广义政府支出增速（MA3）	商品房销售额增速（MA3）	社会商品零售额增速（MA3）	出口金额增速 MA3	企业资本开支	总需求增速
2026/7/31	-7.60%	-12.49%	0.33%	17.40%	5.60%	0.92%
2026/6/30	-8.44%	-11.78%	0.20%	14.75%	5.60%	0.05%
2026/5/31	-4.39%	-11.13%	0.43%	7.60%	3.19%	-0.13%
2026/4/30	0.40%	-14.90%	1.90%	12.60%	3.20%	2.00%
2026/3/31	2.70%	-19.60%	1.80%	11.90%	3.20%	1.90%
2026/2/28	2.60%	-23.40%	1.40%	13.70%	3.40%	1.90%
2025/12/31	-5.30%	-25.00%	0.70%	3.30%	3.40%	-2.70%

下载日志已记录，仅供内部参考

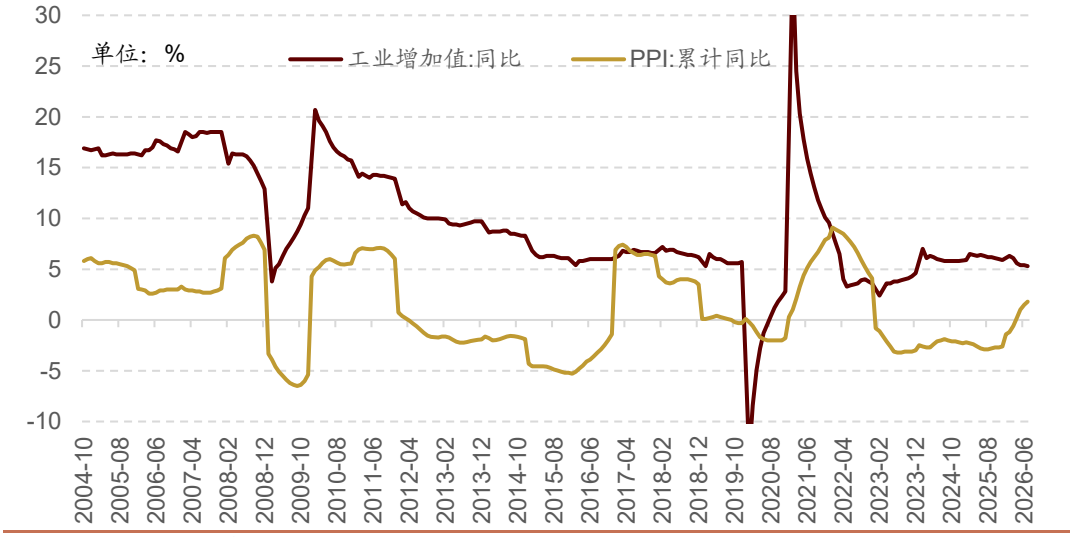
2025/11/30	-5.10%	-20.80%	1.40%	4.30%	0.60%	-1.70%
2025/10/31	-3.40%	-17.30%	2.20%	4.00%	0.60%	-1.00%
2025/9/30	6.00%	-13.60%	2.40%	6.90%	0.60%	2.70%
2025/8/31	12.60%	-13.00%	3.00%	6.50%	-5.60%	4.90%
2025/7/31	12.10%	-10.80%	4.00%	7.00%	-5.60%	5.30%
2025/6/30	12.40%	-9.10%	4.40%	7.40%	-5.60%	5.80%
2025/5/31	9.10%	-5.00%	4.80%	9.40%	-12.10%	5.50%
2025/4/30	7.20%	-3.70%	3.70%	7.40%	-12.10%	4.50%
2025/3/31	5.60%	-0.70%	3.60%	7.90%	-12.10%	4.10%
2025/2/28	6.70%	0.40%	3.20%	6.00%	-4.90%	4.10%

资料来源：wind，招商证券

从量价的维度来看，7 月经济数据呈现量价增幅均收窄的状态。量的方面，规模以上工业增加值同比增长 4.5%，较 6 月收窄 0.8 个百分点；制造业 PMI 降至 49.2%，跌破荣枯线，新订单指数回落 2.7 个百分点至 48.5%，生产指数降至 49.9%，受台风天气、地缘冲突等外需扰动，供需均有所回落。**价的方面，**PPI 同比上涨 3.5%，较上月收窄 0.6 个百分点，环比下降 0.7%；CPI 同比仅 0.5%，较上月回落 0.5 个百分点。PPI 仍处正区间但增幅收窄，CPI 低位运行，输入性通胀动能减弱而内生价格修复缓慢，经济修复动能仍偏弱。

K 型分化格局延续。高技术制造业增加值同比增长 16.9%，PMI 高达 53.3%，计算机通信电子设备制造业增加值增长 19.1%，集成电路出口同比增长 116.8%；而传统经济链条深度收缩，房地产投资同比下降 19.2%，基建投资同比下降 4.08%，水泥产量同比下降 11.6%，粗钢产量同比下降 3.6%。新旧经济裂口持续扩大，构成当前宏观图景最核心的特征。

图 4：7 月量价均边际走弱



资料来源：iFind，招商证券

（2）房地产融资制度进一步完善，项目融资和全周期融资成为本轮政策主线

8 月 28 日，多部门集中发布商品住房销售、房地产信贷、开发贷款、个人住房贷款、商业地产、城市更新、房地产信托及资本市场融资等一系列制度文件。

表 2：8 月 28 日，多项地产政策印发

政策类型	政策文件名	主要内容
商品房销售制度	《关于完善商品住房销售制度的通知》	8 月 28 日，住房城乡建设部、自然资源部、金融监管总局发布《关于完善商品住房销售制度的通知》，主要提出实行预售的商品住房项目“单体建筑应完成主体结构封顶”，对于实施后新出让土地以及已出让但尚未取得建设工程规划许可证的商品住房项目“优先选择现房销售”，同时推进“交房即交证”。
房地产信	《关于改革完善房地产信贷管	8 月 28 日，中国人民银行、金融监管总局发布《关于改革完善房地产信

下载日志已记录，仅供内部参考

政策类型	政策文件名	主要内容
贷总纲	理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》	贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》，主要提出“个人住房贷款期限最长不超过 40 年”，对于预售商品住房个人住房贷款“应严格在项目竣工备案后发放”，并改革完善房地产开发、购买、运营等全生命周期信贷制度。
商品住房开发融资	《商品住房开发贷款管理办法（试行）》	8 月 28 日，金融监管总局发布《商品住房开发贷款管理办法（试行）》，主要提出商品住房开发项目应“单独建账核算，资金独立运作、封闭管理”，“每个项目仅能确定一家主办银行”，同时要求银行合理区分房地产企业集团风险和单个项目风险。
个人购房信贷	《个人住房贷款管理办法（试行）》	8 月 28 日，金融监管总局、中国人民银行发布《个人住房贷款管理办法（试行）》，主要提出个人住房贷款“期限最长不超过 40 年”，借款人住房贷款月支出与月收入比“控制在 50%以下”，全部债务支出与收入比例原则上不超过 60%，并支持二手住房“带押过户”。
商业地产融资	《商业地产贷款管理办法（试行）》	8 月 28 日，金融监管总局发布《商业地产贷款管理办法（试行）》，主要明确“商业地产贷款分为开发、购买和运营三个阶段”，针对商业地产不同生命周期阶段分别设置贷款条件、期限和管理要求。
城市更新融资	《城市更新项目贷款管理办法（试行）》	8 月 28 日，金融监管总局、住房城乡建设部发布《城市更新项目贷款管理办法（试行）》，主要提出银行业金融机构设立专门的“城市更新项目贷款”品种，支持符合条件的城市更新项目融资，同时明确贷款发放“不得新增地方政府隐性债务”。
房地产信托融资	《信托公司开展房地产领域信托业务管理办法（试行）》	8 月 28 日，金融监管总局发布《信托公司开展房地产领域信托业务管理办法（试行）》，主要明确房地产领域信托业务投资范围和业务规范，并规定“房地产信托业务余额不得高于本机构信托业务实收规模的 5%”，同时对单一房地产企业集团和非标准化房地产资产投资比例设置上限。
资本市场融资	《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》	8 月 28 日，中国证监会发布《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》，主要提出“支持上市房地产开发企业再融资”，“允许存量公司债券滚动续发”，支持符合条件的房地产项目发行公司债券、资产证券化产品和基础设施 REITs，并稳慎推进商业不动产 REITs。

资料来源：央行、金融监管总局、证监会、招商证券

整体来看，对比融资制度的各细分领域变化，本轮政策主在将此前项目融资的阶段性安排进一步制度化。2022 年政策已提出区分集团与项目风险，2024 年白名单机制进一步按项目筛选融资支持对象。本轮银行、信托和资本市场政策同时强化项目融资，项目质量、资本金和现金流对融资可得性的影响进一步上升。与此同时，开发、建设、持有运营和资产退出等环节的融资工具进一步补齐，房地产融资体系由单一开发融资逐步转向全生命周期融资。

具体来看，房地产融资制度进一步完善，项目融资和全周期融资成为本轮政策主线。银行端重点强化项目融资、主办银行和开发贷支持。《商品住房开发贷款管理办法（试行）》提出“合理区分房企集团风险和单一项目风险”，并明确“每个项目仅能确定一家主办银行”。《关于改革完善房地产信贷管理推动加快构建房地产发展新模式的意见》提出，开发贷款期限要“覆盖项目开工到竣工备案全过程”。同时，商业地产融资由运营阶段拓展至开发、购买和运营全生命周期，城市更新也新增专项贷款工具。**资本市场融资同步向项目融资和存量资产盘活延伸。**证监会提出“推动实现房地产开发企业融资从依赖主体信用向基于项目情况转变”，并支持上市房企再融资、公司债、ABS、REITs 和不动产私募基金等工具。其中，公司债可用于符合政策要求的房地产项目，存量公司债允许滚动续发；租赁住房、城市更新等项目可发行 REITs，并“稳慎推进商业不动产 REITs 发展”。房地产信托则进一步明确业务范围和监管边界，补充银行和资本市场之外的项目融资渠道。

表 3：主要房地产融资制度前后对比

方面	此前政策	本次政策	变化理解
融资判断基础	2022 年 11 月出台的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》提到“金融机构要合理区分项目子公司风险与集团控股公司风险，在保证债权安全、资金封闭运作的前提下，按照市场化原则满足房地产项目合理融资需求”。2024 年 1 月出台的《关于建立城市房地产融资协调机制的	本次出台的《商品住房开发贷款管理办法（试行）》提出，贷款人开展商品住房开发贷款业务应“合理区分房企集团风险和单一项目风险”；本次出台的《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》进一步提出“推动实现房地产开发企业融资从依赖主体信用向	项目融资进一步制度化

下载日志已记录，仅供内部参考

方面	此前政策	本次政策	变化理解
	通知》进一步提出，根据“房地产项目的开发建设情况及项目开发企业资质、信用、财务等情况”，提出可以给予融资支持的房地产项目名单。	基于项目情况转变”。	
开发贷主办银行及资金管理	2022 年 11 月出台的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》提到“支持项目主办行和银团贷款模式”，同时要求在“资金封闭运作”的前提下满足房地产项目合理融资需求。	本次出台的《商品住房开发贷款管理办法（试行）》提出“每个项目仅能确定一家主办银行”，并要求“项目单独建账核算，资金独立运作、封闭管理。项目间资金不得混同”；与项目相关的开发贷款、自有资金、现房销售资金等均纳入主办银行资金账户管理。	由鼓励主办行模式变为明确一项目一主办银行制度
开发贷期限	2022 年 11 月出台的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》主要针对存量融资提出“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”，未来半年内到期的存量融资“可以允许超出原规定多展期 1 年”。此前更多通过展期等阶段性政策解决建设期融资接续问题。	本次出台的《关于改革完善房地产信贷管理推动加快构建房地产发展新模式的意见》提出“房地产开发贷款期限应与项目建设、销售周期相匹配，覆盖项目开工到竣工备案全过程”，其中预售项目原则上不超过 3 年、最长 5 年，现房销售项目原则上不超过 5 年、最长 7 年，首次还本日期原则上安排在项目竣工备案后。	开发贷期限明显延长，更好覆盖项目建设周期
商业地产融资	2024 年 1 月出台的《关于做好经营性物业贷款管理的通知》提出，经营性物业贷款可用于“承贷物业在经营期间的维护、改造、装修等与物业本身相关的经营性资金需求”，以及置换建设或购置物业形成的贷款、股东借款等；符合条件的房企还可用于偿还部分存量房地产贷款和公开市场债券。	本次出台的《商业地产贷款管理办法（试行）》明确，商业地产贷款是“用于商业地产的建设、购买和运营”的贷款，并分别对开发、购买和运营三个阶段设置贷款制度。	商业地产融资由运营端拓展至全生命周期
城市更新融资	2025 年 5 月出台的《关于持续推进城市更新行动的意见》提到“鼓励各类金融机构在依法合规、风险可控、商业可持续的前提下积极参与城市更新，强化信贷支持”，并提出推动符合条件的项目发行 REITs、资产证券化产品、公司信用类债券等。	本次出台的《城市更新项目贷款管理办法（试行）》提出贷款人应设立专门的“城市更新项目贷款”品种，支持符合条件的城市更新项目；同时要求“不得新增地方政府隐性债务”，项目应“具备充足的经营性收入，能够覆盖贷款本息”。	城市更新新增专项贷款工具
房地产信托	2022 年 11 月出台的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》提到“鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资需求”，支持信托公司在落实资管产品监管要求和风险防控基础上，为房地产企业项目并购、商业养老地产、租赁住房建设等提供金融支持。	本次出台的《信托公司开展房地产领域信托业务管理办法（试行）》首次形成专门房地产信托制度，明确房地产信托业务包括资产服务信托和资产管理信托，并规定“房地产信托业务余额不得高于本机构信托业务实收规模的 5%”，单一房地产企业集团不超过房地产信托余额 20%，非标投资不超过 50%。	房地产信托业务边界进一步明确
房企股权融资	2022 年 11 月证监会发布的资本市场支持房地产市场五项措施提出“恢复上市房企和涉房上市公司再融资”，但募集资金主要用于保交楼、保民生项目、补充流动资金和偿还债务等；并明确部分并购重组募集资金“不能用于拿地拍地、开发新楼盘等”。	本次出台的《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》提出“支持上市房地产开发企业通过向特定对象发行方式再融资”，募集资金应当投向“符合政策要求的市场化房地产项目”；同时支持综合运用股份、定向可转债、现金等工具收购涉房资产。	股权融资支持由风险化解进一步转向项目融资
房企公司债融资	2022 年 11 月出台的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》提出“支持优质房地产企业发行债券融资”，对到期兑付存在困难的，支持通过展期、置换等安排主动化解风险，政策重点仍较多放在维持债券融资稳定和信用风险处置。	本次出台的《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》提出“支持房地产开发企业发行公司债券募集资金主要用于符合政策要求的房地产项目”，同时明确“对于存量公司债券，允许滚动续发”。	公司债融资由债务接续进一步拓展至项目融资
ABS、REITs 及存量资产盘活	2022 年 11 月证监会发布的资本市场支持房地产市场五项措施提出“推动保障性租赁住房 REITs 常态化发行”，并“鼓励优质房地产企业依托符合条件的仓储物流、产业园区等资产发行基础设施 REITs”。2023 年 2 月证监会进一步启动不动产私募投资基金试点，投资范围包括特定居住用房、商业经营用房、基础设施项目等。	本次出台的《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》提出支持房企依托“经营稳健、现金收益良好的不动产项目”发行 CMBS、不动产 ABS；支持符合条件的租赁住房、城市更新等项目发行 REITs 或作为扩募资产，并提出“稳慎推进商业不动产 REITs 发展”，同时持续推进不动产私募投资基金试	ABS、REITs 等存量资产盘活工具进一步扩围

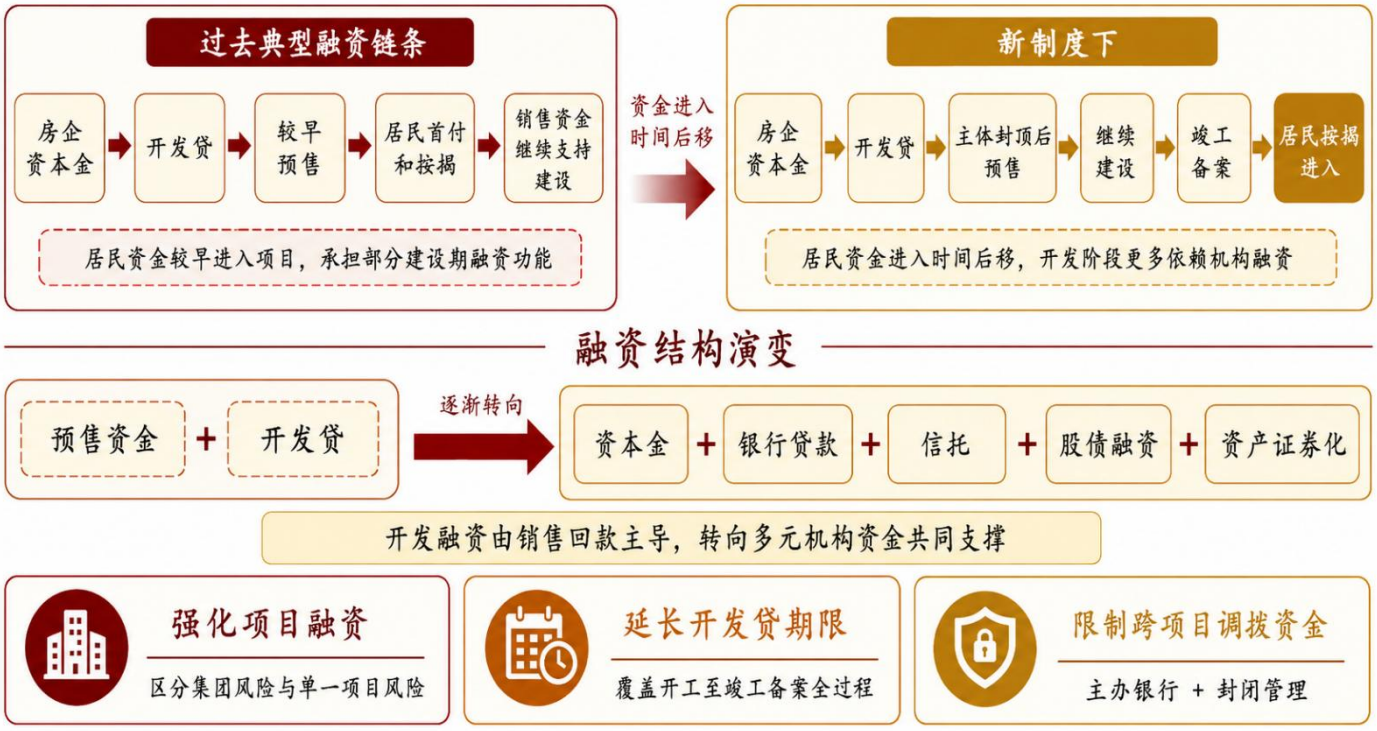
下载日志已记录，仅供内部参考

方面	此前政策	本次政策	变化理解
		点。	

资料来源：各部委官网、新浪财经、招商证券

从影响来看，我们认为这一轮新政意味着，房地产开发融资模式明显调整，机构资金对预售资金的替代进一步加快。本轮商品住房销售制度提高预售门槛，个人按揭发放时点延后至竣工备案，居民资金进入项目的时间明显后移。与之配套，《关于改革完善房地产信贷管理推动加快构建房地产发展新模式的意见》提出“房地产开发贷款期限应与项目建设、销售周期相匹配，覆盖项目开工到竣工备案全过程”。其中，预售项目开发贷最长 5 年，现房销售项目最长 7 年。过去依赖开发贷+预售回款滚动建设的融资模式，将更多转向资本金、银行贷款、信托、股债融资和资产证券化等机构资金共同支撑，开发贷在建设阶段承担的融资功能明显增强。 **融资判断也进一步由房企主体信用转向项目本身。**《商品住房开发贷款管理办法（试行）》提出“合理区分房企集团风险和单一项目风险”，证监会进一步提出“推动实现房地产开发企业融资从依赖主体信用向基于项目情况转变”。政策有利于降低集团信用风险对优质项目融资的拖累，项目质量、资本金和现金流对融资可得性的影响进一步上升。同时，新规明确“每个项目仅能确定一家主办银行”，并要求项目资金独立运作、封闭管理。项目间资金调拨受到更强约束，高周转模式对集团资金池的依赖将进一步下降。

图 5 基于政策理解，房地产融资模式或主要发生以下变化



资料来源：招商策略绘制

注：根据理解绘制，存在政策理解不全面的可能

资本市场融资是本轮政策的重要增量，重点落在项目融资和存量资产退出。公司债方面，证监会提出“支持房地产开发企业发行公司债券募集资金主要用于符合政策要求的房地产项目”，同时明确“对于存量公司债券，允许滚动续发”。相较前期债券融资更多承担借新还旧和债务接续功能，本次新增公司债重新打开合规项目融资空间，对开发端资金形成直接补充。**存量资产盘活工具同步扩围，房地产融资链条进一步向运营和退出端延伸。**证监会提出，支持经营稳健、现金收益良好的不动产项目发行 CMBS 和不动产 ABS，支持符合条件的租赁住房、城市更新等项目发行 REITs，并“稳慎推进商业不动产 REITs 发展”。这意味着房企融资渠道开始覆盖开发融资、持有运营、资产盘活和资本退出等多个环节。**房企竞争重点也将随之变化。**项目质量和现金流决定前端融资能力，运营能力决定存量资产价值，ABS、REITs 等工具则决定资产退出和资本回收效率。未来拥有优质项目、成熟经营性物业和较强资产证券化能力的房企，融资和

下载日志已记录，仅供内部参考

资本周转优势将更加明显。

图 6 基于政策理解，地产在资本市场上的融资或主要发生以下变化



资料来源：招商策略绘制

注：根据理解绘制，存在政策理解不全面的可能

因此，总体来看，本轮政策的核心是将项目融资和全周期融资进一步制度化。开发端，开发贷期限延长，主办银行和资金封闭管理同步强化，机构资金对预售资金的替代进一步加快；融资判断则更加关注项目质量、资本金和现金流。资本市场端，公司债重新强化项目融资功能，ABS、CMBS、REITs 等工具进一步拓宽存量资产盘活和退出渠道。由此看，房地产融资体系正由开发销售驱动，逐步转向开发、持有、运营和退出并重。优质项目和成熟经营性资产的融资优势将进一步提升，房企竞争重点也将更多落在项目质量、运营能力和资产盘活能力。

2、长债流动性压力有所缓和，9 月加息仍有较大不确定性

近期美债利率上行主要由期限溢价贡献，背后反映的是美国长债供需的流动性变化和财政风险溢价，背后反映的是美国长债供需的流动性变化与财政风险溢价的双重扰动。供给端看，美国财政部中长期国债季度拍卖规模保持稳定，边际增量相对有限；但需求端投资者对美国长期国债净买入额持续下降，一方面是对美国财政货币政策信心不足，另一方面是 AI 头部企业大规模发债融资对长久期资金形成的挤出效应，2026 年以来头部 CSP 企业长期债券合计发行规模已数倍于往年。**美国财政部扩大长债回购规模释放积极的政策信号，有利于局部缓解长债的流动性压力，缓解长债飙升的冲击。**但是，AI 债券大规模发行对美国长债的挤出效应仍在，且从中长期看，只有降低财政赤字、控制债务增速、稳定通胀预期，才能真正改变长期国债的供求关系和风险定价。

当地时间 2026 年 8 月 28 日，美联储主席沃什出席 Jackson Hole 全球央行会议并发表讲话。整体表态偏鹰，对此前模糊的措辞有所修正，有助于改善美联储的公信力，市场对 9 月加息预期升温。

第一，沃什明确 2%的通胀目标，修复美联储政策公信力。沃什明确指出，美联储以个人消费支出（PCE）价格指数衡量的 2%物价稳定目标，是一个坚定且不可动摇的目标，美国通胀仍然“过高”，若通胀未以“足够快的速度”向 2%回落，就还有工作要做。这样的表述回应了市场关切，让市场看到了美联储对抗通胀的决心，有助于重新树立公众对美联储的公信力。

第二，沃什表示当前金融条件并不具有限制性，打开了加息的大门。沃什表示，利率仍是美联储履行双重使命的“主

下载日志已记录，仅供内部参考

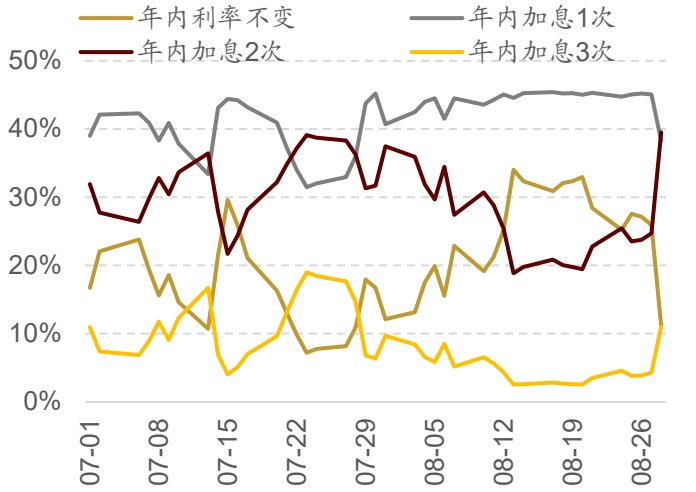
要工具”，这一表态也意味着货币政策仍保留进一步收紧的空间。

从市场表现来看，沃什讲话后， 2 年美债利率上行明显，10 年期美债利率有所上行，但上行幅度低于 2 年期美债利率。美元指数上行，黄金下跌，美股下跌。这样的组合表明，市场在定价 9 月加息预期升温，同时市场对美联储货币政策的信任度有所修复。

往后去看，后续的通胀和就业数据仍是市场修正 9 月加息预期的关键。包括 9 月初的非农数据、9 月中的通胀数据（北京时间 9 月 11 日晚间公布），9 月是否加息仍有较大的不确定性，但年内加息落地概率已经明显较大。

对各类资产而言，预计短端美债利率上行压力大于长端，后续长端利率受益于政策可信度的修复反而可能有所回落。随着美元走强，非美货币承压，股票市场阶段性承压；但中长期来看，长债利率有望冲高后回落，将有利于股市在下跌后的中期走势修复；黄金短期相对承压，受到流动性预期收紧和美元信用修复双重逻辑的打压。

图 7：全球央行年会后加息预期突变



资料来源：CME、招商证券（截至 2026/8/28）

图 8：当前 9 月加息预期为 57%

Meeting Date	350-375	375-400	400-425	425-450
2026/9/16	43.00%	57.00%	0.00%	0.00%
2026/10/28	29.70%	52.70%	17.70%	0.00%
2026/12/9	11.10%	38.30%	39.50%	11.00%
2027/1/27	8.10%	30.80%	39.20%	18.90%
2027/3/17	5.10%	22.40%	36.10%	26.40%
2027/4/28	4.40%	20.10%	34.30%	27.70%
2027/6/9	3.90%	18.30%	32.60%	28.50%
2027/7/28	3.90%	18.30%	32.60%	28.50%
2027/9/15	4.10%	18.40%	32.60%	28.30%
2027/10/27	5.00%	19.40%	32.30%	27.20%
2027/12/8	6.60%	20.80%	31.70%	25.60%

资料来源：CME、招商证券（截至 2026/8/28）

3、地缘冲突博弈延续，9 月静待重大节点落地

（1）中美关系重点关注高层互动安排及经贸政策进展

8 月中美保持高层沟通，产业和经贸领域政策调整较为密集。7 月底，美国 FCC 和 DHS 先后出台相关措施，8 月 5 日中方出台多项回应措施。此后，美国又通过 232 条款调整多晶硅和无人机进口政策，并对部分外国电力设备加强国家安全管理。8 月 26 日，王毅会见美国驻华大使，双方继续就下一阶段高层互动保持沟通。与此同时，市场仍关注结构性产能 301 调查、光模块相关政策以及电网设备新规的后续进展，其中市场传出的 7.5%额外关税尚未获得 USTR 正式确认。后续重点关注相关政策是否正式落地及其实际适用范围。

表 4：8 月中美相关政策进展

时间	政策内容
2026/7/28	美国 FCC 将外国生产的先进机器人设备和电力逆变器纳入 Covered List。相关新型号设备无法取得 FCC 设备授权。
2026/7/31	美国国土安全部将 43 家中国企业新增至 UFLPA 实体清单，清单内实体由 144 家增至 187 家，为该制度建立以来最大规模的一次扩围。涉及电子、金属、电池材料、光伏等多个行业。
2026/8/1	中国商务部回应 UFLPA 实体清单扩围，指出 7 月 30 日中美经贸牵头人刚就保持经贸关系稳定进行视频通话，美方次日即出台新的限制措施，并表示将采取必要措施维护中国企业权益。
2026/8/4	据路透社报道，美国政府正在起草限制中国新型号数据中心光收发模块进口的措施，由 FCC 牵头推进。该方案仍处制定阶段，存在修改或搁置可能，尚未形成正式政策。
2026/8/5	中方集中出台五项反制措施。一是加强无人机及关键零部件、技术对美出口管制，实施逐案从严审核；二是将美国合规性测试公司列入反制清单；三是将应用 DNA 科学公司等 6 家美国实体列入反制清单；

下载日志已记录，仅供内部参考

时间	政策内容
	四是暂停 CCC 指定机构委托在美认证机构实施工厂跟踪检查；五是对装有外国系统软件的进口打印复印办公设备启动对外贸易国家安全调查。
2026/8/6	美国依据 232 条款正式调整多晶硅及其衍生产品进口政策。政策设置多晶硅、硅锭和硅片等最低进口价格，并自 12 月 4 日起对部分多晶硅硅锭及衍生品额外征收 15%从价关税，同时设置本土生产激励机制。
2026/8/13	美国依据 232 条款对进口无人机及零部件实施新关税。部分大型无人机、热成像无人机、对接站及关键零部件税率为 100%，部分小型无人机税率为 25%，主要措施自 9 月 3 日起实施。
2026/8/20	FCC 对 7 月 28 日电力逆变器限制进行调整。部分符合美国先进制造业税收抵免条件的外国生产逆变器被排除在 Covered List 之外，同时重新界定受限制逆变器范围，重点针对具有联网、远程通信、控制、数据采集等能力的并网型逆变器。
2026/8/24	据彭博报道，美国政府考虑在 9 月中美高层互动前，以制造业产能问题为由对中国商品额外加征 7.5%关税，可能与 3 月启动的结构性产能 301 调查挂钩。路透社表示尚无法独立核实，该措施目前仍属于政策传闻。
2026/8/26	特朗普签署行政令，宣布美国针对大容量电力系统外国设备进入国家紧急状态，并授权能源部限制存在国家安全风险的外国生产电力设备。管控范围包括并网逆变器、电池储能系统、变压器及相关软件、固件和远程访问能力。
2026/8/26	王毅会见美国驻华大使庞德伟。双方表示将加强沟通、推进合作，并筹备下一阶段重要高层互动。中方同时提出要落实两国元首共识，妥善管控分歧，为高层交往排除干扰。
2026/8/27	中国商务部回应美国可能额外加征 7.5%关税，明确反对美国以产能问题对包括中国在内的 16 个经济体发起 301 调查，并表示将评估美方后续举措，保留采取必要措施的权利。截至目前，USTR 尚未正式公布该项 301 调查最终结果。
2026/8/27	外交部确认，中美双方仍就年内元首互动安排保持沟通。同日针对美国电网外国设备限制，中方表示反对泛化国家安全概念打压外国企业。

资料来源：外交部、商务部、白宫、路透社、招商证券

9 月中美关系重点关注高层互动安排及经贸政策进展。8 月 26 日，王毅会见美国驻华大使，双方均提及筹备下一阶段重要高层互动，近期外交层面继续保持沟通。与此同时，美国结构性产能 301 调查、232 行业关税及科技领域相关政策仍在推进，部分措施尚未正式落地。**由此看，9 月建议重点关注高层互动安排是否进一步明确，以及 301 调查、行业关税和科技政策的后续进展。**

表 5：8 月中美关系政策信号

时间	主要内容
2026/8/24	路透社报道称，美国政府考虑在中美元首会晤前，以结构性产能过剩为由对中国商品加征 7.5%关税。目前尚未得到美国政府正式确认。
2026/8/24	王沪宁会见第三届中美 1.5 轨对话美方代表，双方均强调落实两国元首共识、加强务实合作、管控分歧。
2026/8/26	王毅会见美国驻华大使庞德伟。美方表示愿加强沟通、推进合作，筹备好下阶段重要高层互动；中方提出为两国高层交往排除干扰、克服障碍。

资料来源：外交部、路透社、招商证券

（2）美伊关系核心变量由单纯军事冲突逐步转向经济制裁与外交谈判的双线博弈

8 月美伊冲突出现明显阶段转换，军事冲突暂时降温后，美国将主要压力转向经济战。月初特朗普暂缓大规模军事打击，美伊一度重新释放谈判信号，霍尔木兹海峡开放成为第一阶段核心议题。但双方条件差距始终较大。美国继续维持对伊朗港口封锁，8 月 11 日美军直接向试图驶往伊朗港口的货轮开火。伊朗则将解除封锁、制裁和冻结资产问题与海峡开放挂钩。月中以后谈判进展放缓，美国开始提高经济施压力度。

8 月下旬美国对伊政策进一步转向全面经济孤立，二级制裁是最重要的新变量。美国财政部 8 月 24 日将制裁范围扩大到数字资产、技术、黄金、航空和航运五个领域，同时将制裁压力延伸至与伊朗保持经济联系的第三国企业。美方还单独针对霍尔木兹海峡发布制裁风险提示，试图削弱伊朗通过通行安排获取收入和控制航道的能力。美国当前仍未直接制裁涉嫌参与伊朗石油交易的主要中国金融机构，说明政策工具尚未完全使用。后续二级制裁是否进一步向伊朗

下载日志已记录，仅供内部参考

主要贸易伙伴扩散，是判断美伊经济战能否再次升级的关键。

霍尔木兹海峡仍是美伊博弈的核心，也是后续油价最大的地缘变量。 伊朗与阿曼 8 月下旬已经开始讨论临时通航走廊和排雷机制，但伊朗仍坚持美国解除封锁和制裁是海峡全面开放的前提。当前海峡通航量仍明显低于战前水平。短期关注伊朗与阿曼通航安排能否真正落地。中期则需要观察美国是否放松港口封锁，以及伊朗是否允许石油运输恢复正常。只要上述条件没有明显改善，霍尔木兹海峡仍将持续对全球能源价格形成风险溢价。

表 6：8 月美伊进展

时间	政策内容
2026/8/2	特朗普宣布暂缓此前计划实施的对伊朗大规模军事打击，称相关国家已就协议框架展开协调。美方提出协议需要解决霍尔木兹海峡重新开放及伊朗核问题。
2026/8/4	美方释放美伊恢复谈判信号，并提出第一阶段优先解决霍尔木兹海峡开放，随后讨论伊朗核问题。美国财政部长贝森特一度表示，双方可能很快就海峡问题达成协议。
2026/8/6	伊朗与阿曼围绕霍尔木兹海峡重新通航展开谈判。双方讨论新的船舶通行安排和收费机制。
2026/8/8	伊朗表示，霍尔木兹海峡重新开放的前提是美国接受伊方条件。海峡谈判与美伊核心分歧仍未解决。
2026/8/11	美军在阿曼湾向试图驶往伊朗港口的巴拿马籍货轮 Vela Nova 开火。美军称该船试图突破美国对伊朗港口的封锁。
2026/8/14	伊朗再次强调对霍尔木兹海峡的控制权。美国随后表示将针对伊朗实施新的经济孤立措施，并继续维持对伊朗港口的封锁。
2026/8/18	伊朗进一步明确海峡开放条件，包括美国履行此前谅解安排、解除海上封锁和制裁，以及处理被冻结资产等问题。
2026/8/20	特朗普宣布准备对伊朗实施新一轮大规模经济行动。美国副总统万斯随后表示，美伊冲突已经进入新阶段，经济压力成为主要政策手段。
2026/8/23	伊朗表示，如果美国继续发动经济战，将阻止石油通过霍尔木兹海峡及波斯湾，并警告参与美国经济制裁的国家。
2026/8/24	美国正式启动新一轮对伊经济施压。美国财政部将二级制裁潜在范围扩大至数字资产、技术、黄金、航空和航运五个领域，同时新增近 60 个个人、实体和船只制裁对象。
2026/8/24	美国财政部同时发布霍尔木兹海峡制裁风险提示，警告企业如果按照伊朗要求支付通行费、购买相关保险或服务，可能面临美国制裁风险。
2026/8/25	伊朗与阿曼再次讨论建立霍尔木兹海峡临时联合通航走廊及排雷机制。双方仍未形成最终协议，伊朗强调美国解除封锁和制裁仍是海峡全面开放的前提。
2026/8/25	特朗普宣布美军已清除霍尔木兹海峡国际水域内的水雷，同时警告伊朗不得重新布雷。海峡实际通航量仍远低于战前水平。
2026/8/29	伊朗革命卫队再次强调对霍尔木兹海峡通航的控制，未经伊朗协调的船舶不得通过，显示海峡问题仍未解决。

资料来源：新华社、路透社、美国财政部、招商证券

9 月地缘政策仍应重点关注美伊关系，核心变量由单纯军事冲突逐步转向经济制裁与外交谈判的双线博弈。8 月 24 日美国财政部启动新一轮对伊经济施压行动，明确将扩大数字资产、科技、黄金、航空和航运五个领域的二级制裁风险，并表示已要求各国在规定期限内停止相关涉伊活动，意味着 9 月制裁执行仍有进一步升级空间。与此同时，卡塔尔、阿曼等继续推进外交斡旋，伊朗也表示将继续外交接触，但霍尔木兹海峡控制权、制裁解除等核心问题仍未解决。9 月需要重点观察美国二级制裁是否向伊朗主要贸易伙伴扩围，以及霍尔木兹海峡谈判能否重新取得突破。

表 7：8 月美伊政策信号

时间	主要内容
2026/8/7	美国财政部继续打击伊朗影子银行、数字资产交易及境外融资网络，强化对伊经济施压。
2026/8/24	美国财政部启动 Operation Economic Outcast，明确该行动为持续性、系统性的经济施压行动，并扩大数字资产、科技、黄金、航空、航运五个领域二级制裁风险。
2026/8/25	Reuters 报道，美国扩大对伊制裁但暂未采取针对中国大型金融机构等最严厉措施，同时巴基斯坦、卡塔尔等仍尝试推动恢复谈判。
2026-08-27 至 28	卡塔尔继续斡旋美伊关系，伊朗称谈判具有建设性，但美国对恢复此前停火协议态度谨慎，霍尔木兹海峡航运仍受明显限制。

资料来源：美国财政部、路透社、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

4、中报业绩披露进入尾声，业绩延续改善趋势

A 股中报业绩披露进入尾声，部分高景气领域驱动下 A 股业绩上行趋势确认。截至 8 月 29 日，约有 5400 家 A 股上市公司披露了 2026 年中报业绩预告/快报/报告，占全部 A 股的比例约为 98%，行业披露率普遍超过 95%。从整体法计算，目前披露的个股 Q2 单季度净利润增速由 Q1 的 7.8%提高至 25.8%，非金融 A 股（已披露个股）由 13.5%提高至 19.8%。

板块之间仍存在明显的 K 型分化。大类板块增速预计：资源品>信息科技>金融地产>医疗保健>中游制造业>公用事业>消费服务。资源品、信息技术依然领涨，增幅较一季度继续扩大；金融地产、医疗保健保持正增长，并且增幅有所扩大。中游制造单季度业绩增速转负，消费服务、公用事业业绩降低进一步扩大。

表 8：目前已经披露中报业绩预告个股整体及大类板块盈利增速与中位数

总体	单季度净利润增速中位数（已披露样本）		单季度净利润增速（整体法）		累计净利润增速中位数（已披露样本）		累计净利润增速（整体法）		披露占比
	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	2025	26H1	2025	26H1	2026年中报
全部A股	1.6%	0.8%	7.8%	25.8%	2.8%	0.4%	2.9%	16.8%	98.4%
非金融	1.2%	-0.4%	13.5%	19.8%	2.4%	-1.0%	-1.4%	16.7%	98.4%
大类板块									
资源品	7.2%	13.1%	36.6%	64.6%	2.9%	9.7%	3.8%	50.7%	98.9%
中游制造	-0.5%	-7.9%	6.1%	-5.9%	4.0%	-6.4%	0.0%	-0.4%	98.4%
医疗保健	3.9%	-1.6%	6.8%	12.5%	0.9%	0.6%	-2.1%	9.7%	98.0%
信息科技	1.3%	8.1%	31.3%	48.1%	8.4%	2.8%	20.0%	41.4%	98.5%
消费服务	-2.1%	-11.1%	-8.9%	-28.6%	-8.7%	-7.1%	-22.7%	-17.8%	98.7%
金融地产	3.5%	11.7%	2.2%	34.7%	5.3%	6.6%	5.4%	17.9%	98.1%
公用事业	2.1%	-2.4%	-5.8%	-15.1%	4.7%	-3.0%	6.4%	-10.3%	97.4%

资料来源：Wind，招商证券；注：数据统计样本为截至 8 月 29 日已经披露中报业绩预告/快报/报告的 5400 家企业，由于样本有限，与真实值可能有一定差异，仅供参考

细分领域中，重点关注盈利预计高增或改善的行业：1）AI 需求、硬件涨价与国产化共同驱动的 TMT 涨价链；2）供给约束与价格上行共同驱动的资源品；3）海外订单增长、毛利改善的部分出海领域。

- **TMT 涨价链的盈利兑现仍然最为集中，AI 需求正在沿硬件产业链向上游元件、材料和国产制造环节扩散。**Q2 半导体净利润整体法同比增长约 268.0%，较一季度提高 92 个百分点；通信设备增长 98.2%，提高 37.8 个百分点；元件、计算机设备、电子化学品等均实现较高增速，并且增幅较一季度进一步扩大。总而言之，AI 资本开支已经由产业预期转化为服务器、存储、PCB、光通信等环节的真实订单，供给偏紧及产品升级进一步带动价格和毛利率改善；与此同时，国产半导体制造、先进封装及相关设备材料需求增长，使国产化逻辑开始进入收入和利润。
- **资源品的盈利改善集中在供给约束较强、产品价格能够顺利传导至企业利润的二级行业。**其中，工业金属二季度净利润整体法同比增长 101.9%，能源金属增长 561.2%，绝对增速依然较高。炼化及贸易、化学纤维、小金属、化学原料、煤炭开采等增速均较高或有不同程度改善。
- **出海链并非普遍改善，盈利增量主要集中在海外订单能够转化为收入、产能利用率和毛利率改善的二级行业。**自动化设备 Q2 归母净利润整体法同比增长 35.1%，较一季度提高 31 个百分点；航运港口、电池、航天装备、专用设备等盈利普遍明显改善。
- **此外部分低估值消费/医药领域**如化学制药、医疗器械、造纸、游戏、影视院线、化妆品等在此前较低基数背景下，也有不同程度改善。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 9：目前已经披露中报业绩预告个股分行业盈利增速与中位数

板块	一级行业	二级行业	单季度净利润增速中位数（已披露样本）		单季度净利润增速（整体法）		累计净利润增速中位数（已披露样本）		累计净利润增速（整体法）		披露占比
			26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	2025	26H1	2025	26H1	2026年中报
TMT产业链	电子	半导体	18.8%	59.4%	176.9%	268.8%	20.7%	35.9%	33.3%	233.6%	95%
		元件	3.7%	34.9%	42.7%	78.3%	17.1%	15.4%	55.4%	62.7%	100%
		消费电子	-28.8%	-19.0%	44.8%	53.2%	1.3%	-22.8%	27.3%	49.5%	99%
		电子化学品Ⅱ	10.0%	29.0%	9.0%	25.5%	11.4%	23.1%	25.1%	17.5%	97%
	通信	通信设备	11.4%	19.8%	60.4%	98.2%	14.7%	16.1%	50.5%	82.6%	100%
	计算机	计算机设备	-2.9%	6.0%	27.0%	66.7%	4.1%	3.1%	19.6%	53.0%	99%
制造业出海	电力设备	电池	47.3%	28.9%	82.7%	72.4%	17.6%	46.6%	55.7%	77.1%	100%
	国防军工	航天装备Ⅱ	-32.3%	-41.7%	-101.7%	-5.2%	-3.0%	-32.8%	-29.6%	-9.3%	100%
		航海装备Ⅱ	84.4%	18.8%	358.8%	181.7%	49.3%	32.0%	166.8%	239.0%	100%
	机械设备	专用设备	0.6%	-5.7%	-9.0%	30.6%	8.1%	-14.3%	45.3%	11.4%	99%
		自动化设备	-0.4%	27.7%	4.1%	35.1%	7.5%	15.6%	5.3%	21.7%	97%
	交通运输	航运港口	6.2%	12.4%	-6.8%	35.2%	0.3%	7.1%	-17.1%	12.7%	97%
资源品	有色金属	金属新材料	20.9%	18.8%	-2.6%	41.9%	14.6%	20.2%	-4.3%	21.7%	97%
		小金属	18.5%	37.7%	70.5%	104.0%	21.1%	39.8%	39.8%	87.0%	96%
		工业金属	43.5%	46.2%	106.9%	101.9%	9.8%	60.2%	45.8%	104.2%	100%
		能源金属	330.1%	154.5%	572.4%	561.2%	29.5%	220.3%	332.1%	566.8%	100%
	基础化工	化学纤维	20.2%	19.3%	25.6%	102.9%	-16.3%	22.4%	-20.3%	66.6%	100%
		化学原料	3.6%	53.1%	7.1%	99.3%	-32.2%	32.3%	-11.4%	54.0%	100%
		化学制品	7.0%	2.3%	-0.7%	47.4%	3.3%	3.4%	0.0%	23.4%	98%
		农化制品	3.5%	5.6%	51.7%	42.3%	20.0%	1.9%	34.6%	46.6%	100%
	石油石化	炼化及贸易	72.3%	141.2%	73.3%	183.8%	-6.6%	132.2%	-33.9%	110.9%	97%
消费/医药	医药生物	化学制药	0.2%	-2.1%	27.4%	14.0%	-1.6%	0.3%	12.9%	20.5%	96%
		医疗器械	1.2%	1.1%	-14.3%	29.6%	-7.3%	-0.1%	-19.8%	7.5%	99%
	轻工制造	包装印刷	2.8%	1.8%	-8.4%	12.9%	-8.0%	1.6%	-12.7%	1.2%	100%
		造纸	0.1%	12.8%	581.6%	234.1%	-21.9%	5.7%	-109.9%	306.8%	96%
	传媒	游戏Ⅱ	10.4%	-14.6%	54.3%	74.3%	11.0%	-15.4%	222.2%	65.7%	100%
		影视院线	-13.9%	20.0%	-95.1%	30.3%	-17.0%	0.3%	58.0%	-116.7%	100%
	美容护理	个护用品	6.0%	12.8%	3.1%	9.8%	11.4%	9.2%	12.6%	6.6%	100%
		化妆品	-1.9%	19.2%	7.3%	42.1%	-25.3%	14.9%	6.6%	25.0%	100%
其他	非银金融	证券Ⅱ	28.3%	52.9%	18.6%	81.0%	38.7%	40.2%	43.0%	49.9%	94%

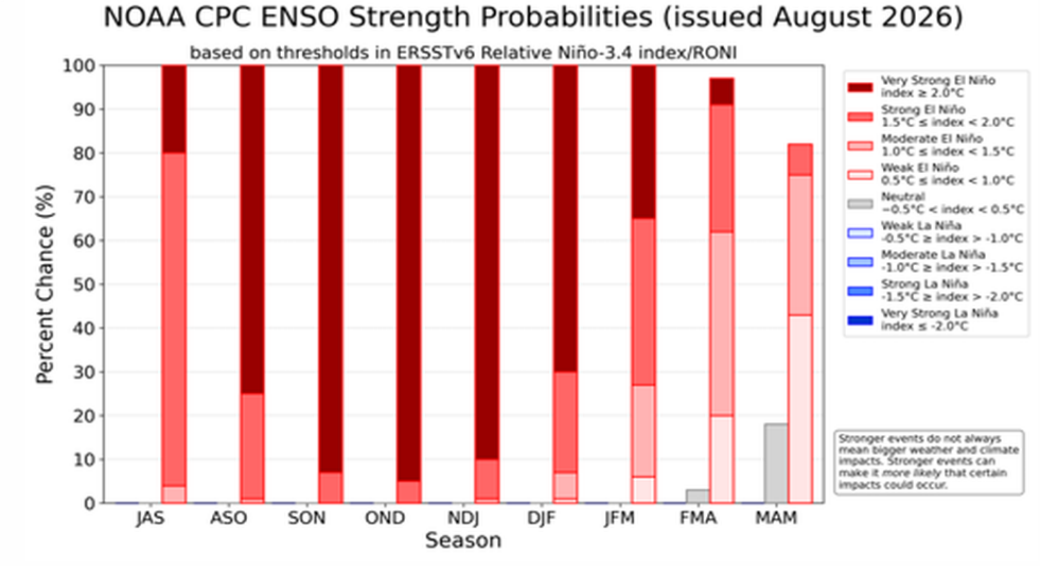
资料来源：Wind，招商证券 注：数据统计样本为截至 8 月 29 日已经披露中报业绩预告/快报/报告的 5400 家企业，由于样本有限，与真实值可能有一定差异，仅供参考

5、本轮厄尔尼诺有望成为史上最强，关注对电力、农产品等领域的影响

赤道中东太平洋于 2026 年 5 月进入厄尔尼诺状态。国家气候中心 8 月 18 日监测：7 月海温指数达 2.09℃、8 月上半月 2.64℃，预计本轮厄尔尼诺在 11--12 月达峰，滑动平均峰值大概率突破 2.5℃，有望超过 1982/1983、1997/1998、2015/2016，成为有观测记录以来最强事件；NOAA 亦定调在秋冬发展为极强事件的概率超 90%、RONI 创 1950 年以来新高的概率为 69%。

本轮增暖中心偏东，对东南亚干旱与我国“南涝北旱、暖冬”的信号强于中部型。预计本轮厄尔尼诺达峰前窗口为 2026 年 5 月至年末，达峰后对应 2027 年一季度至事件结束；考虑到热带作物 6 至 13 个月的生长周期时滞，产业影响的高峰预计在 2026 年四季度至 2027 年上半年。

图 9：CPC 预测各强度等级厄尔尼诺发生概率（2026 年 8 月发布）



下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：美国气候预测中心，招商证券

复盘 2009—2010 年（中等强度）、2014—2016 年（超强）与 2023—2024 年（强）三次厄尔尼诺事件，以申万行业指数相对沪深 300 的月均超额收益率来衡量（下同），可以看到：达峰前一般是主题演绎窗口，橡胶（+4.73%）、空调（+3.06%）增速领先；达峰后切换至业绩接力品种，养殖业（+2.98%）、空调（+2.69%）、啤酒（+2.01%）等较为占优；结束后 3 个月由滞后兑现品种收尾，水电（+4.20%）、养殖业等往往领先。

总结厄尔尼诺天气对 A 股的影响，可以归纳为三条路径：

- **供给收缩路径。**热带产区干旱压缩橡胶、白糖、棕榈油的单产，市场提前交易减产预期，橡胶、种植业与农产品加工一般在达峰前跑赢（三次平均超额收益率+2.62%）。
- **需求刺激路径。**高温直接推高制冷用电与消费场景，空调、电力与啤酒在整个事件期内持续受益，三个阶段的超额收益率全程为正（+0.92%、+1.66%、+1.27%），是稳定性最高的一条。
- **水文改善路径。**事件衰减期南方来水转丰，发电量随之抬升，但流域水电的业绩要到事件结束后才体现出来，前三次来看，结束后 3 个月录得+4.20%的平均超额收益，是全部路径与阶段组合中的最高值。

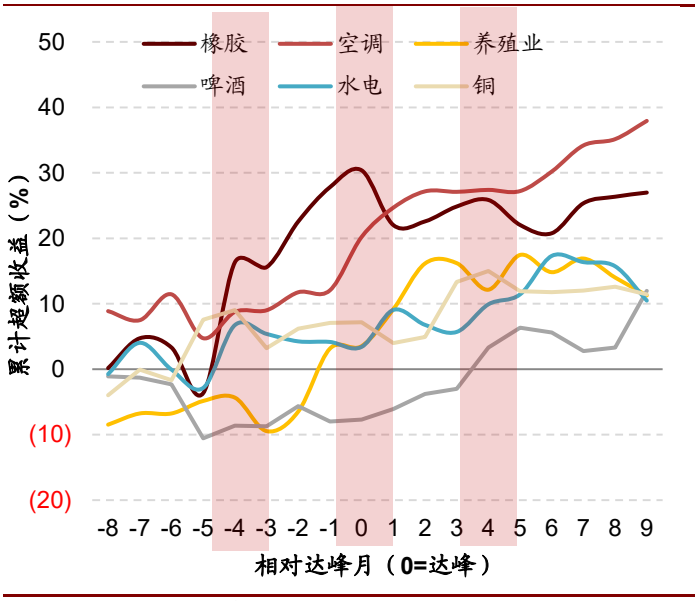
表 10：三轮厄尔尼诺事件的对照复盘

对照维度	2009—2010 年	2014—2016 年	2023—2024 年
强度与类型	中等强度，峰值约 1.56℃，中部型	超强，峰值 2.59℃，持续约 20 个月，东部型	强，峰值约 2.06℃，偏东部型
我国主要气候影响	西南特大干旱，云贵桂川受旱面积占全国超 60%	衰减年降水创 1961 年以来最多，长江中下游汛情，夏粮减产	北方极端高温，降水"前枯后丰"，下半年南方来水改善
达峰前窗口长度	5 个月	15 个月	8 个月
达峰前最强板块	橡胶+12.51%、空调+7.48%	全面钝化，绝大多数在±2.3%以内	水电+2.87%、煤炭开采+2.57%
达峰后最强板块	饲料+8.75%、养殖业+7.45%	休闲食品+6.21%、能源金属+5.02%、养殖业+3.39%	铜+6.90%、空调+5.43%
结束后最强板块	啤酒+9.15%、种植业+5.57%	白酒+6.39%、空调+2.84%	水电+5.78%、电力+2.58%
商品市场表现	天胶+238%、白糖+152%，主升浪在股价见顶后	郑糖+61%、棕榈油+54.7%、天胶+44.1%，兑现于减产落地后	铜较 2023 年低点+36.4%，唯一天气与宏观同向的一次
案例启示	供给收缩路径商品弹性最大，但 A 股映射弱且行情前置	主题定价被时间摊薄，超额收益向衰减年迁移	气候类型决定路径优先级，北方高温年供给路径完全失效

资料来源：Wind、iFind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：代表行业累计超额收益（三轮平均）



资料来源：Wind、招商证券

图 11：三轮厄尔尼诺各行业月均超额收益的阶段分布（%）

行业	达峰前	达峰后	结束后 3 个月
橡胶	4.73	-0.88	-2.26
空调	3.06	2.69	0.33
农产品加工	1.97	-0.44	-1.32
种植业	1.17	-1.17	0.64
养殖业	1.03	2.98	0.92
饲料	1.40	2.33	-1.06
休闲食品	0.71	1.98	0.55
铜	-0.55	1.55	-1.09
工业金属	-0.53	1.53	-0.87
煤炭开采	0.38	0.86	-1.32
水电	0.36	0.68	4.20
啤酒	-0.47	2.01	2.21
白酒 II	1.58	1.07	1.75
电力	0.17	0.27	1.28

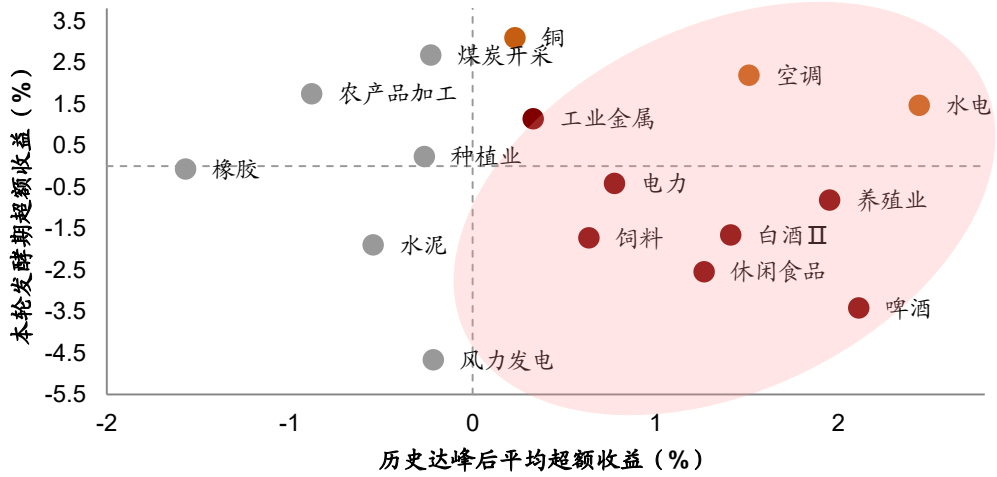
资料来源：Wind、招商证券

本轮由于定价起点较低，重要影响预计在达峰后。宏观上更可能是结构性成本冲击，而非全局性通胀交易。7 月 CPI 同比上涨 0.5%，食品 CPI 同比下降 1.5%、畜肉类下降 6.0%，对冲了输入性涨价，需关注的是 2027 年上半年减产集中兑现与低基数叠加的窗口。

行业层面，目前经过前期调整后，行业涨幅普遍较低。对比过去几轮达峰前后行业超额收益来看，铜、煤炭开采、空调、农产品加工等有所上涨，符合厄尔尼诺气候影响前期的预期发酵行情。啤酒、休闲食品、饲料等历史上的业绩接力品种超额收益目前仍为负，尚未出现明显启动迹象。考虑到按时间推演本轮厄尔尼诺已行至达峰前窗口后段，后续需重点关注对行业供需格局有实质影响且目前涨幅尚不充分的领域。

配置节奏上推荐：1）前期关注主题发酵品种如空调、电力、煤炭、种业等；2）中期关注对供需有实质影响的品种，如制糖、油制、橡胶、水电等；3）后期关注减产兑现与洪涝等尾部影响，如水电、水利防洪、橡胶、养殖等。

图 12：申万二三级重点行业本轮超额收益与历史同阶段对比



资料来源：iFinD，招商证券

注：横轴 = 三次历史厄尔尼诺事件达峰后与结束后 3 个月两阶段月均超额收益率的平均；纵轴 = 本轮达峰前窗口至今（2026 年 5—8 月）月均超额收益率。均为相对沪深 300。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 11：本轮厄尔尼诺的预计演绎阶段与重点推荐关注的领域

阶段	时间窗口	主要行业	核心逻辑	验证数据
事件驱动期	2026Q3—Q4	电力、家电、煤炭、种业、制糖等	高温需求+题材抢跑	NOAA 月度指数、电厂日耗、空调排产
峰值验证期	2026Q4—2027Q1	制糖、油脂、橡胶、水电等	天气影响数据化兑现	郑糖价格、MPOB 产量、南方来水
兑现/洪涝期	2027H1 及夏季	水电、棕油/橡胶、水利防洪、养殖等	减产兑现+长江洪涝预期	发电量公告、库存拐点、汛期雨情

资料来源：招商证券；时间窗口根据国家气候中心的公开预测，实际演绎可能会有波动

6、AI 产业持续加速，国内大模型百花齐放，海外英伟达财报再度验证 AI 景气

近期 AI 产业持续加速，国内大模型百花齐放，海外英伟达财报再度验证 AI 景气。国内方面，智谱发布 GLM-5.3-Flash，凭借其强大的模型能力与极具竞争力的定价再度刷新国产模型性价比边界。并且智谱披露该模型后全部线上流量均由约十万张国产芯片承载，这是国产算力集群首次在高负载场景下接受全球真实流量的检验，验证了国产算力的商业可行性。此外，阿里与腾讯也分别发布了最新模型。海外方面，英伟达最新财报继续验证 AI 基础设施需求强劲，收入、利润、数据中心业务和下一季度指引均明显高于市场预期，核心增量来自 Blackwell Ultra 基础设施放量以及 Vera Rubin 进入量产周期。英伟达的财报回应了市场对于 AI 降速的质疑，站在当前来看 AI 仍是最俱吸引力的产业趋势。

（1）国产大模型性价比突显，国产算力从可用走向好用

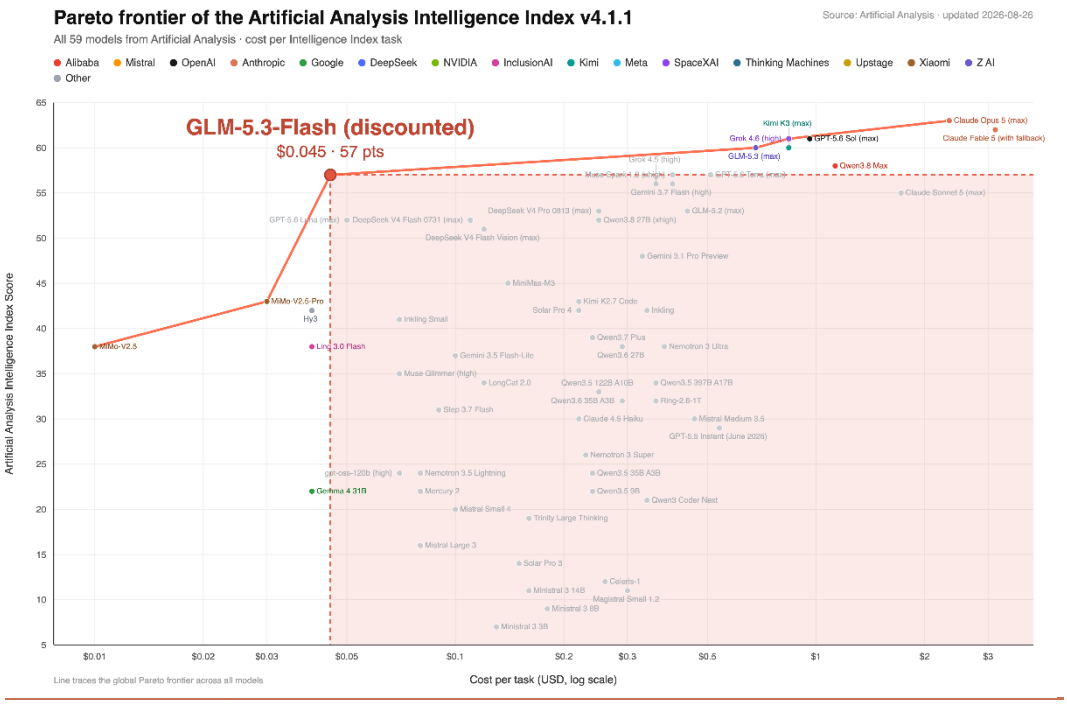
➢ 智谱公布最新模型 GLM-5.3-Flash

8 月 26 日晚，智谱宣布上线并开源 GLM-5.3-Flash（320B-A18B），并确认其正是过去一周刷屏海外开发者社区的匿名模型 Ox-Alpha。从模型能力看，该模型在 Artificial Analysis Intelligence Index 中取得 57 分，与 Claude Opus 4.8 持平，高于 GLM-5.2 与 DeepSeek V4 Pro 的 53 分，已进入全球前沿模型能力区间。作为 GLM-5 系列首个原生多模态模型，视觉能力被原生融入编码循环，模型可主动观察界面、渲染结果与交互反馈并持续改进，在代码、浏览器与图形界面之间协同完成任务，输入模态覆盖视频、图像、文本与文件，支持 1M 上下文。

定价方面，GLM-5.3-Flash 价格仅为 GLM-5.3 的 1/10，限时折扣低至 1/20，约为 Opus 4.8 的 1/40，每百万 token 输入 0.8 元、输出 2.8 元、缓存命中 0.23 元（作为对比，DeepSeek-V4-Vision-Exp 在空闲时段的定价为每百万 token 输入 1.5 元、输出 4.5 元、缓存命中 0.05 元），前沿模型的价格底线被再度击穿；成本压降的根源在于稀疏注意力与线性注意力混合架构，注意力计算量与 KV 缓存较 GLM-5.3 分别下降约 75%与 82%。

下载日志已记录，仅供内部参考

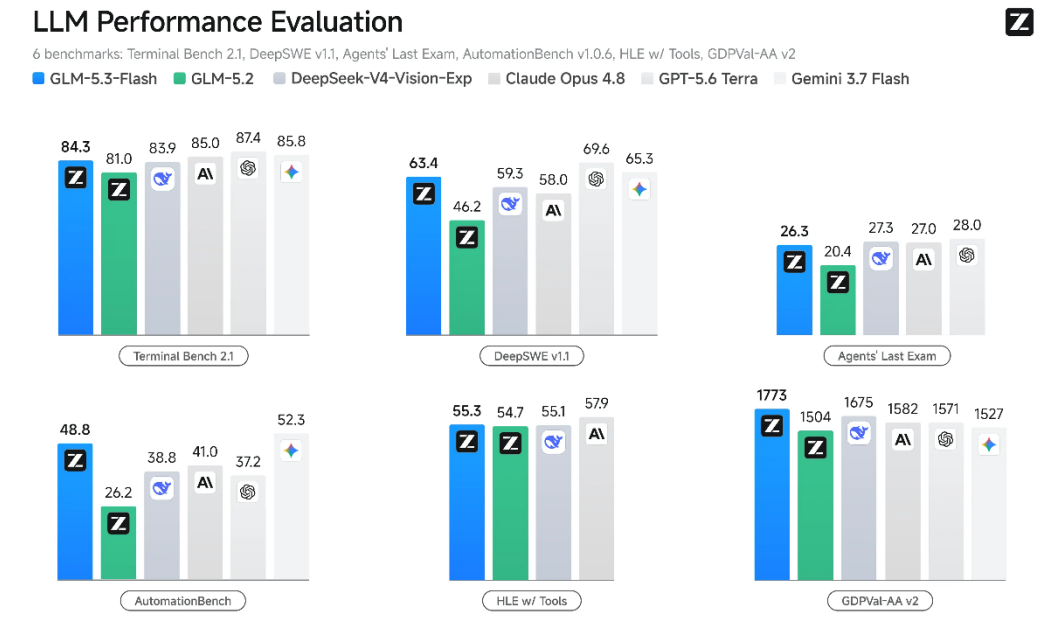
图 13：GLM-5.3-Flash 刷新国产模型性价比边界



资料来源：智谱，招商证券

GLM-5.3-Flash 的意义不止于模型的超性价比。智谱披露其发布前后全部线上流量均由约十万张国产芯片承载，这是国产算力集群首次在高负载场景下接受全球真实流量的检验，而检验结果从两个维度支撑了国产算力的商业可行性：可靠性方面，该模型此前以匿名身份上线 OpenReuter、OpenCode 等平台提供免费体验，模型上传方声称测试期间总共可提供高达 100T tokens 的服务量，实际场景中，ox-alpha 测试期间的 token 调用量断档领先，结束 deepseek-v4-flash 的长期霸榜，两个平台调用量均位居第一，分别为 23.2T 与 43T，且调用量较第二名超一倍，高并发下的稳定供给得到验证；经济性方面，模型正式上线后仍保持极低定价，约为海外同级模型的四十分之一，根据技术文档，相较海外主流推理方案，国产芯片主要瓶颈在于内存容量与带宽，为了实现 GLM-5.3-Flash 的极低定价智谱通过软件优化将同一硬件的服务性能提升至基线的三倍，在软件的协同配合下国产芯片承载大规模推理的成本结构已具备竞争力。**国产算力从可用走向好用，从替补走向主力，这一拐点由真实负载而非测试数据确认。**

图 14：GLM-5.3-Flash 以极致低成本实现前沿模型能力



下载日志已记录，仅供内部参考

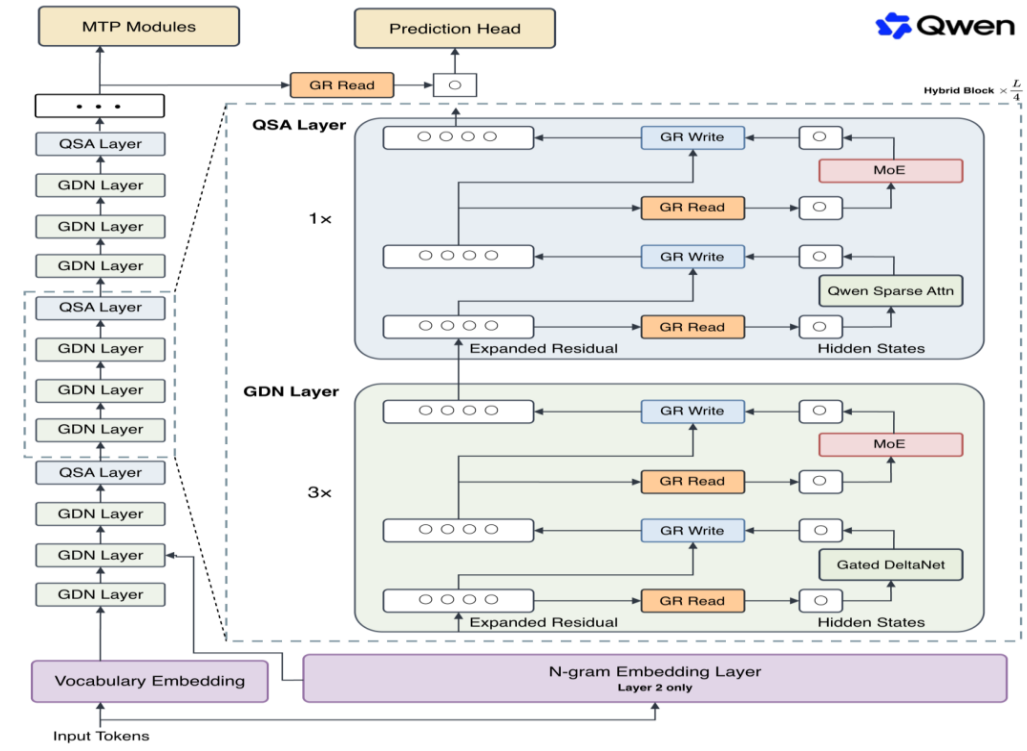
资料来源：智谱，招商证券

➢ 阿里发布并开源 Qwen3.8-Flash

8 月 26 日，阿里发布并开源 Qwen3.8-Flash。模型采用原生多模态 MoE 架构，主模型参数 125B、另挂 51B 的 N-gram Embedding，每个 token 仅激活 6B 参数。以不到前代 Qwen3.7-Plus 三分之一的激活参数，在智能体编程基准 DeepSWE 1.1 中取得 58.7 分，对比前代的 16.5 分大幅跃升；长周期办公任务 CoWorkBench 与专业岗位任务 JobBench 分别得分 73.9 与 55.7，均高于 Claude Opus 4.6 Max 的 68.2 与 36.6。

性能比肩 Opus 的同时价格进入普惠区间：每百万 token 输入 1 元、输出 3 元，仅为月初发布的 Qwen3.8-Max 的十二分之一，也低于 DeepSeek V4 Flash 8 月 17 日调价后的闲时价格。低价来源于 Qwen 不同于前代的全新架构，GDN 线性注意力与自研 QSA 稀疏注意力混合、Gated Residual 四条并行残差通路、51B 的 N-gram Embedding 整体移出显存、Muon 优化器训练，四处改动直指单位算力的智能产出，训练开销较前代降至约九分之一。

图 15：Qwen-3.8 架构示意



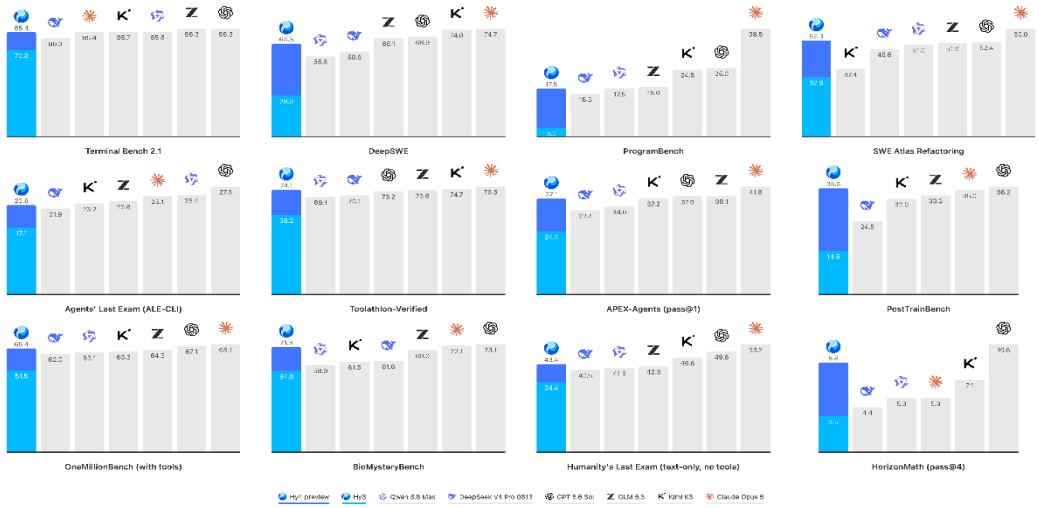
资料来源：QWEN，招商证券

➢ 腾讯发布 Hy4 preview

腾讯混元于 8 月 28 日发布并开源新一代大语言模型 Hy4 preview。总参数 770B、单次推理激活 49B，支持 1M 上下文，重点覆盖代码、办公、游戏与科学研究场景。相比上一代 Hy3 preview 的 295B 总参数、21B 激活与 256K 上下文，模型容量与上下文窗口实现飞跃。从评测结果看，代际提升在软件工程与 Agent 任务上最为直观：Terminal-Bench 2.1 由 70.8 升至 85.4，DeepSWE 由 28.0 升至 64.3，Toolathlon-Verified 由 56.2 升至 74.1；Arena.ai 的 Code Arena WebDev 榜单以 1633 分暂列约第 5，开源模型中约第 3。架构上，77 层 MoE、256 个路由专家加 1 个共享专家、每 token 激活 8 个专家，配合 Gated DSA 注意力与 IndexCache 索引复用，总容量达到 770B 的同时把单次计算参数压在 49B。定价为输入每百万 token 6 元、输出 18 元、缓存命中输入 0.3 元，权重及 FP8 版本以 Apache 2.0 许可开放。腾讯把它的定位落在“为生产力而生”：软件工程、游戏、金融、安全等内部专家参与数据共建，产品使用反馈回流模型研发，训练与体验形成更短的反馈链。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：Hy4-preview 稳居开源模型第一梯队



资料来源：腾讯，招商证券

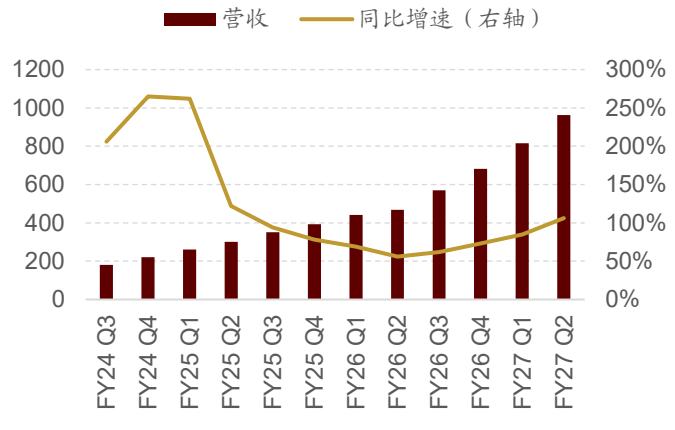
（2）英伟达的财报回应了市场对于 AI 降速的质疑

北京时间 2026 年 8 月 27 日，英伟达公布其最新财报。整体看，本季财报继续验证 AI 基础设施需求强劲，收入、利润、数据中心业务和下一季度指引均明显高于市场预期，核心增量来自 Blackwell Ultra 基础设施放量以及 Vera Rubin 进入量产周期。英伟达的财报回应了市场对于 AI 降速的质疑，站在当前来看 AI 仍是最俱吸引力的产业趋势。

➢ 营收与利润大幅增长

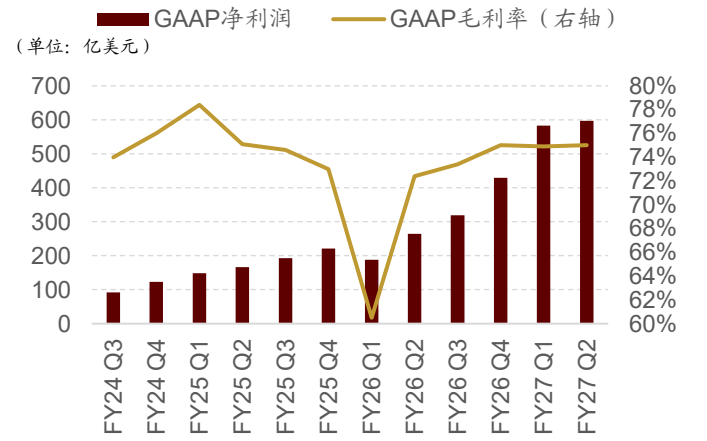
FY2027 Q2 英伟达营收 962.21 亿美元，同比增长 106%，环比增长 18%；GAAP 毛利率为 75.0%，较去年同期提升 2.6 个百分点；GAAP 净利润 596.88 亿美元，同比增长 126%；GAAP 摊薄 EPS 为 2.46 美元，同比增长 128%。Non-GAAP 口径下，净利润 539.54 亿美元，同比增长 118%；摊薄 EPS 为 2.22 美元，同比增长 120%。公司收入规模在高基数上继续扩张，同时毛利率维持在极高水平，从单季数据看，英伟达仍处于高增长周期，进一步强化市场对 AI 基础设施长期扩张的判断。

图 17：FY2027 Q2 英伟达营收 962.21 亿美元



资料来源：iFind，招商证券

图 18：FY2027 Q2 英伟达 GAAP 净利润 596.88 亿美元

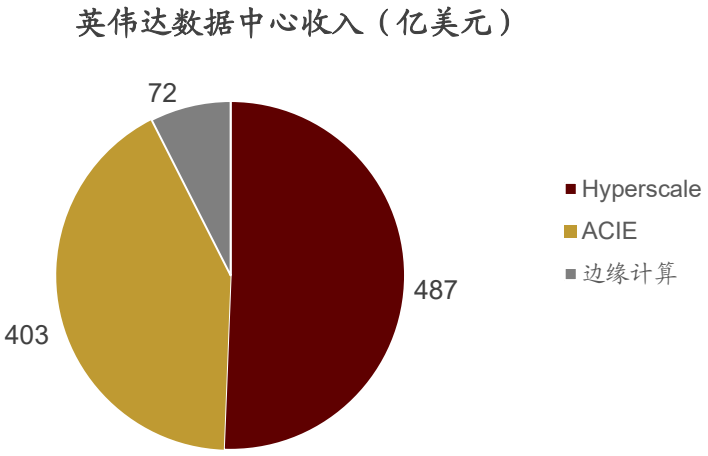


资料来源：iFind，招商证券

分业务看，本次财报最重要的业务看点仍是数据中心。FY2027 Q2 数据中心收入达到 890.23 亿美元，环比增长 18%，同比增长 117%，占公司总收入约 92.5%，表明英伟达当前收入结构已高度由 AI 数据中心驱动，GPU、CPU、网络、机架系统和软件生态共同构成增长主线。**数据中心内部结构也出现值得关注的变化，Q2 数据中心收入中的 Hyperscale 收入 487.10 亿美元，环比增长 13%，主要由 Blackwell 持续需求推动；ACIE 收入 403.13 亿美元，环比增长 25%，同比增长 138%，主要为 NeoCloud、工业、企业和主权客户等需求。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：英伟 FY2027 Q2 数据中心收入结构



资料来源：英伟达，Bloomberg，招商证券

目前英伟达云厂商积压订单已超过 2 万亿美元，公司预计前五大 Hyperscalers 资本开支在 2026 年接近 8000 亿美元，2027 年达到 1.3 万亿美元，未来 AI 算力有望延续高需求。此外在与 AWS 合作方面，公司给出新增信息：AWS 与英伟达将在 2027-2028 年于 AWS 全球基础设施中额外部署 200 万颗英伟达 GPU，覆盖 Blackwell Ultra、Rubin 和 Rubin Ultra，并且此次订单是先前于 GTC 大会上宣布的“超 100 万颗 GPU”基础之上的额外追加。对于新型云服务商合作伙伴，公司预计 NeoCloud 年底总装机容量达到 8GW，高于 2025 年底约 3GW。

客户结构变化具有双重含义：正面看，AI 资本开支正在由头部云厂商扩展至国家、区域云、企业和工业客户，潜在市场范围显著扩大；风险在于部分 ACIE 客户资产负债表弱于大型云厂商，对融资环境和算力租赁价格更加敏感。管理层预计 Q3 增长主要由 ACIE 推动，而 Hyperscale 将在 Q4 和 FY2028 随 Rubin 供给增加重新加速，形成客户之间的两段式接力。

➢ 业绩指引大幅超预期

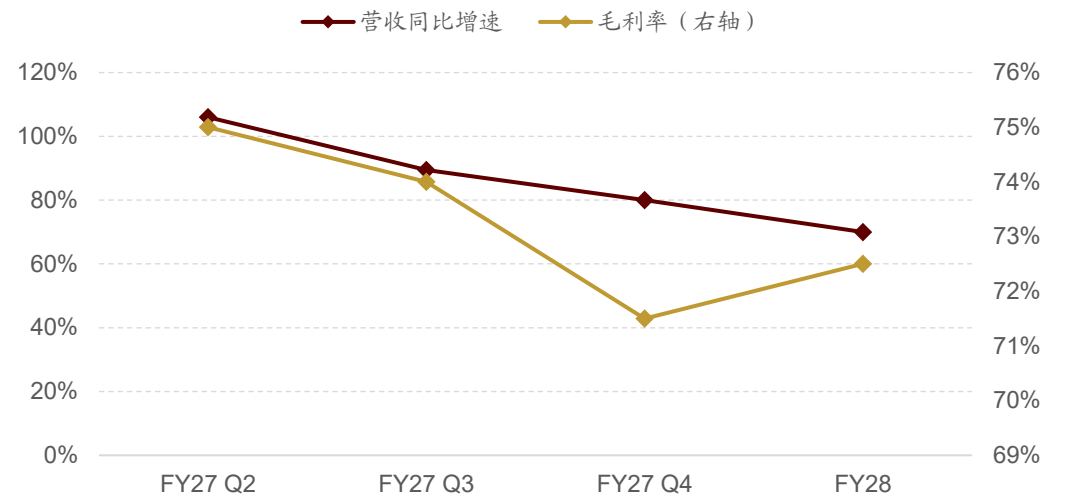
本次发布会关于未来业绩指引最重要信息，是管理层少见地给出 FY2028 收入增长展望。英伟达预计下一财年收入增长约 70%，该展望较公司通常只给单季指引的惯例更进一步，分析师此前对同期收入增速的平均预期约为 44%。管理层表示，客户需求预测支持更高增长，若供应约束缓解，公司增长潜力可能更高，但当下内存、代工、先进封装和系统级交付仍构成供给瓶颈，公司预计供应瓶颈将持续至 FY2028 末，因此下一财年 70%的增速并非需求端的上限。

三季度数据指引层面，1080 亿美元收入指引较 Q2 实际收入环比增长约 12%，区间对应 1058.4 亿至 1101.6 亿美元，其中公司明确未假设中国数据中心计算收入，三季度收入增长主要来自美国和海外非中国市场的 AI 基础设施建设。若公司达到三季度收入目标，将对应约 89%的同比增长。在高基数背景下，英伟达的短期增长仍未明显失速，未来一段时间内的业绩可见度高。

毛利率是本次业绩指引中最需要审慎看待的指标。英伟达 Q2 GAAP 与 Non-GAAP 毛利率均为 75.0%，较去年同期提升，但公司对 Q3 给出的毛利率指引为 74.0%±50bp，低于本季水平。公司 CFO 表示，内存价格和更高零部件成本将继续压制毛利率，毛利率可能在 FY2027 Q4 触底至约 71%-72%，FY2028 毛利率稳定在 72%-73%区间，毛利率下行主要来自 HBM 及其他存储器价格大幅上涨、Rubin 初期系统爬坡和更高的整机交付成本。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：英伟达预计 FY2028 收入增长约 70%，毛利率稳定在 72%-73%区间



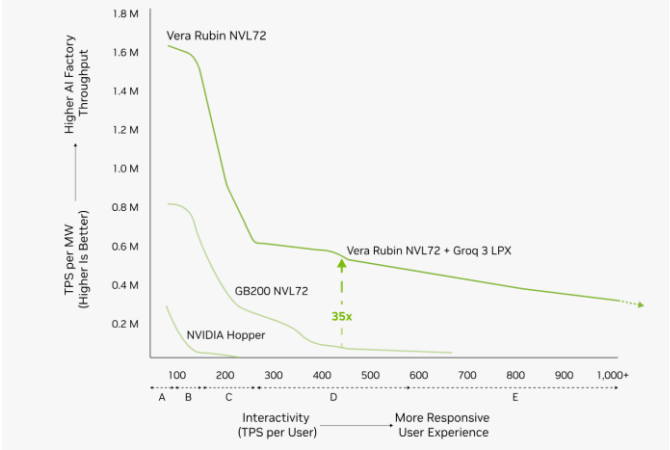
资料来源：英伟达，Bloomberg，招商证券
注：除 FY27 Q4 营收同比增速采用彭博一致预期外，其余数据均来自英伟达业绩指引

➢ Vera Rubin 逐步放量，未来承诺高增

Blackwell 仍是本季收入确认的核心平台，英伟达 CFO 提到，GAAP 和 Non-GAAP 毛利率同比提升，主要来自 Blackwell Ultra 产品组合改善。Blackwell 架构仍构成公司绝大部分收入，短期财报弹性主要取决于 Blackwell Ultra 整机柜、网络、内存和系统级供应链交付能力。

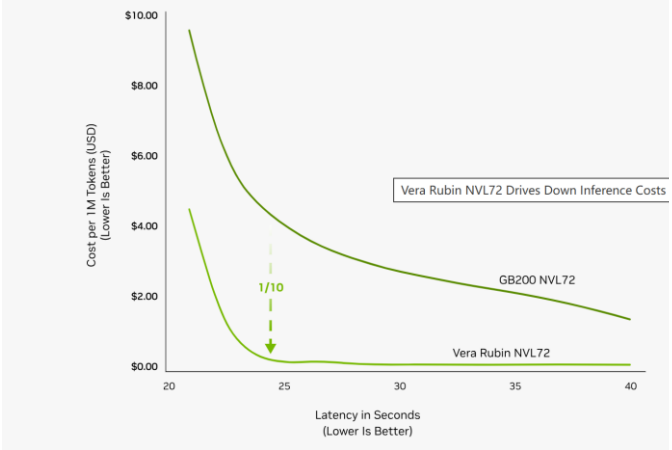
Vera Rubin 平台正在进入全面量产爬坡，并且相关机架已经在合作伙伴处运行。截至 FY2027 Q2，英伟达库存为 316 亿美元，较上一季度 258 亿美元上升显著，管理层表示公司正在为 FY2027 Q3 引入 Vera Rubin 做准备。Vera Rubin 相较 Grace Blackwell Ultra 可实现每兆瓦吞吐量提升 30 倍、token 成本降低 35 倍，并且公司已在 8 月开始 Vera Rubin 生产出货，公司已经收到来自主要 Hyperscaler、AI Cloud 和系统 OEM 的采购订单，预计 Vera Rubin 将成为英伟达历史上最快爬坡的产品之一。

图 21：Vera Rubin 拥有更高吞吐量和更低延迟



资料来源：英伟达，招商证券

图 22：Vera Rubin 显著降低 token 价格



资料来源：英伟达，招商证券

Vera Rubin 已经进入全面量产，管理层预计其将在 Q3 贡献约 20%的数据中心收入。若 Q3 数据中心收入仍占总收入约九成，则 Rubin 在首个重要放量季度的收入规模可能接近 200 亿美元。每部署 1GW 算力对应的英伟达潜在收入，由 Hopper 时代约 180 亿美元提升至 Blackwell 约 250 亿美元，再提升至 Vera Rubin 约 400 亿美元，Rubin 相对 Blackwell 的单位项目价值量提升约 60%，相对 Hopper 提升约 122%。

公司正在为 Blackwell Ultra 持续交付和 Vera Rubin 导入提前锁定上游关键组件，同时通过云服务协议、数据中心租赁、股权投资和担保安排支持下游 AI 基础设施建设，未来承诺合计 3660 亿美元。供应和产能承诺从上一季度 1190

下载日志已记录，仅供内部参考

亿美元升至 2790 亿美元，其中 2027-2029 财年的供应和产能承诺确定性较高，也是英伟达锁定内存、先进制造和系统级关键产能的核心窗口。英伟达股权投资承诺主要面向 AI 模型公司、基础设施融资方和其他私营企业，截至 2030 财年股权投资承诺达 250 亿美元，这类投资安排证明英伟达正在通过资本方式绑定 AI 模型公司、云业务和基础设施建设，从而提高下游算力建设的融资能力和长期需求能见度。

表 12：截至 2026 年 7 月 26 日，英伟达未来承诺合计 3660 亿美元（按财年划分，单位：亿美元）

项目	2027 年剩余期间	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年及以后	合计
供应和产能承诺	920	870	880	60	50	10	2790
云服务协议	30	80	70	60	40	10	290
尚未开始的数据中心租赁	-	10	10	20	10	200	250
股权投资	180	30	20	20	-	-	250
资本开支	70	10	-	-	-	-	80
合计	1200	1000	980	160	100	220	3660

资料来源：英伟达，招商证券

在英伟达战略承诺的基础上，公司为帮助特定客户获取土地、电力和数据中心容量，额外承担了客户基础设施支持安排，此种模式下，英伟达会会参与 AI 云业务向第三方客户产生的收入分成。该部分未来承诺合计 560 亿美元，其中 AI 云协议为 360 亿美元，第三方尚未开始的数据中心租赁为 200 亿美元。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 13：截至 2026 年 7 月 26 日，英伟达未来额外承诺合计 560 亿美元（按财年划分，单位：亿美元）

项目	2027 年剩余期间	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年及以后	合计
AI 云协议	-	60	80	70	60	90	360
第三方尚未开始的数据中心租赁	-	-	10	10	10	170	200
合计	-	60	90	80	70	260	560

资料来源：英伟达，招商证券

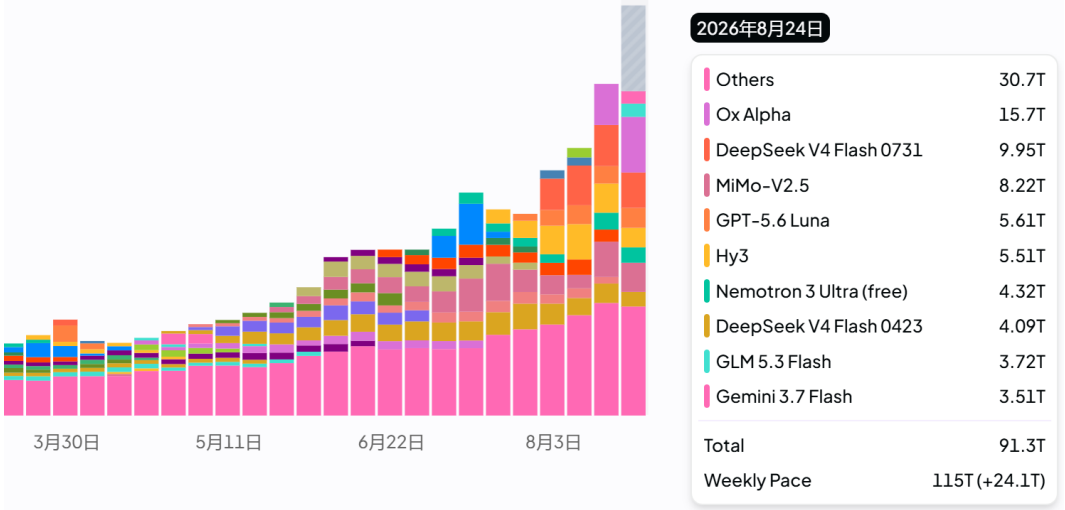
（3）AI 产业利润转移趋势仍然存在

近期市场持续交易 AI 产业利润由硬件与模型，向云厂与软件转移的趋势。

围绕 AI 产业链价值分配来看，产业利润正在经历新一轮再分配，云厂利润率提升。早期阶段，闭源大模型凭借领先的模型性能和技术壁垒占据较强议价能力，资本开支主要围绕模型训练展开，并通过带动 GPU、服务器等基础设施需求，使硬件厂商成为 AI 产业链最直接受益环节。然而，随着模型能力快速迭代、开源生态持续发展以及推理成本逐步下降，闭源模型溢价能力下降（如近期 Open AI 降价、Anthropic ARR 二阶导转负），AI 价值链正在从单一环节集中受益转向更加均衡的分配格局。一方面，云厂商凭借算力基础设施、模型部署平台以及 AI 应用入口优势，有望在模型调用、企业服务等环节提升价值获取能力；另一方面，消费者端通过 AI 应用普及和生产效率提升，也将分享技术进步带来的部分收益。

近期高性能国产模型的推出进一步强化了这一趋势。其在复杂推理、代码生成等任务上的能力持续接近甚至挑战部分闭源模型，降低了开发者和企业对于单一闭源模型生态的依赖，削弱了头部模型厂商基于性能差异形成的溢价能力。随着开源模型性能提升、商业化路径逐渐成熟，未来 AI 产业竞争或将从模型能力竞争转向算力效率、应用生态和用户规模竞争，产业利润有望进一步向云基础设施、应用服务以及终端用户侧重新分配。

图 23：国产模型调用量显著高于海外模型

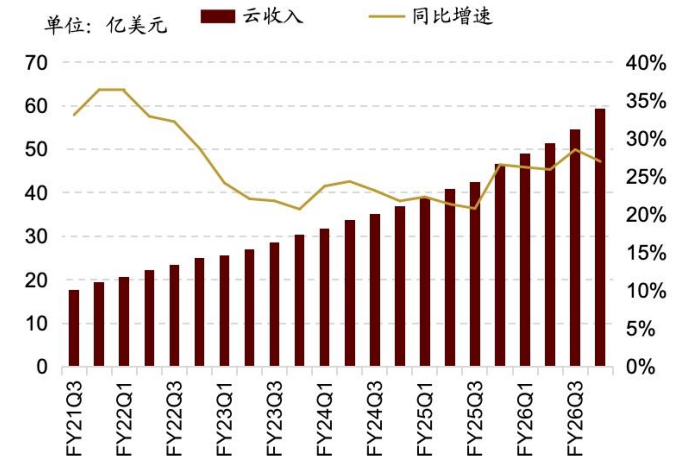


资料来源：Openrouter，招商证券

最新的北美财报也验证了这一趋势，云厂盈利持续上行。市场此前担忧 AI 资本开支会压制云厂利润率，但财报数据证伪了这一悲观预期。AWS 和 GCP 经营利润率分别达到约 39%和 36%，微软智能云经营利润率亦维持在 41%左右。此外，本轮美股云厂商季报呈现共性特征：云业务收入增速全面提升，在手订单（RPO/Backlog）增速远超市场预期，客户需求由少数前沿实验室向广泛企业客户扩散。最新季度，Azure/AWS/GCP 收入分别同比增长 43%/37%/82%，均明显加速；微软商业 RPO 达到 6,780 亿美元，同比增长 84%，且环比新增订单全部来自非前沿模型客户，说明需求正从少数 AI 实验室向广泛企业客户扩散；AWS Backlog 达到约 4,960 亿美元，同比增长超过一倍，管理层预计 FY27 大部分新增算力已被客户预定；GCP Backlog 达到 5,140 亿美元，环比增加超过 500 亿美元，AI 解决方案已经成为 Cloud 增长的重要来源。

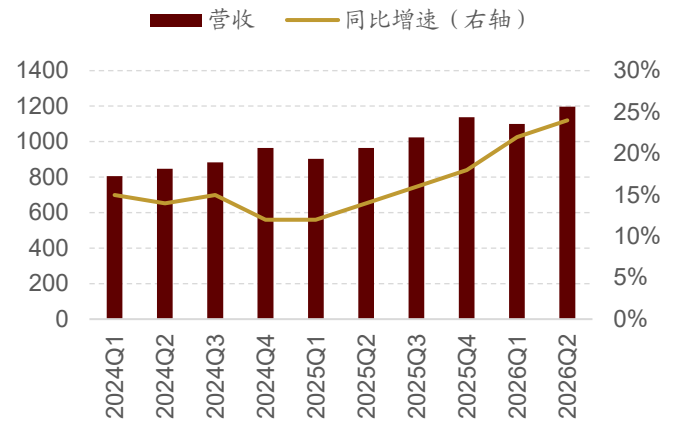
下载日志已记录，仅供内部参考

图 24：Microsoft Cloud 收入同比增长 27%



资料来源：iFind、招商证券

图 25：谷歌 26Q2 实现营收 1198 亿美元，同比增长 24%



资料来源：iFind、招商证券

7、小结

展望 9 月，我们认为市场将延续反弹趋势，节奏上有望呈现先上涨、后震荡的走势。从大周期框架框架来看，我们判断 A 股仍处于盈利驱动的上行第三阶段，盈利持续改善的二季报也验证了我们的观点，以科技、资源为代表的业绩高增方向，将完成从叙事到财报、由估值至盈利的验证，A 股市场也将在盈利驱动下保持上行。**从细分催化来看，**海外美债风险释放，地缘冲突缓和，美、韩等权益市场纷纷企稳反弹；国内地产支持政策落地，出口链保持高增速；产业趋势方面，英伟达财报验证产业仍在加速，国产大模型进入第一梯队。**从具体节奏来看，**我们认为 9 月中上旬将会延续本轮反弹趋势，**科技成长风格有望占优，**而临近十一假期，从历史日历效应来看，节前避险效应下**市场风格相对偏防御。方向选择上，**聚焦算力链与出口链。

国内宏观方面，7 月总需求三个月滚动同比回升至 0.9%（前值 0.1%），出口和企业资本开支是主要支撑。出口与消费增速之差扩大至约 17.1 个百分点，表明经济增长的边际贡献继续向外需和产业投资集中。这种结构决定了宏观数据改善与微观体感可能继续背离，从增长贡献看，当前更接近“窄口径扩张”。**从量价的维度来看，7 月经济数据呈现量价增幅均收窄的状态，此外 K 型分化格局延续。**

国内政策方面，房地产融资制度进一步完善，项目融资和全周期融资成为本轮政策主线。多部门集中发布商品住房销售、房地产信贷、开发贷款、个人住房贷款、商业地产、城市更新、房地产信托及资本市场融资等一系列制度文件。总体来看，本轮政策的核心是将项目融资和全周期融资进一步制度化。开发端，开发贷期限延长，主办银行和资金封闭管理同步强化，机构资金对预售资金的替代进一步加快；融资判断则更加关注项目质量、资本金和现金流。资本市场端，公司债重新强化项目融资功能，ABS、CMBS、REITs 等工具进一步拓宽存量资产盘活和退出渠道。由此看，房地产融资体系正由开发销售驱动，逐步转向开发、持有、运营和退出并重。优质项目和成熟经营性资产的融资优势将进一步提升，房企竞争重点也将更多落在项目质量、运营能力和资产盘活能力。

海外宏观方面，从近期美债利率上行来看：其主要由期限溢价驱动，本质上反映长债需求走弱与财政风险溢价上升：财政部长债供给边际增量有限，但投资者净买入持续下降，同时 AI 头部企业大规模发债对长久期资金形成挤出。**财政部扩大长债回购有助于缓解短期流动性压力，但中长期仍需依靠财政赤字、债务增速及通胀预期改善来扭转长债定价。**8 月 28 日沃什在 Jackson Hole 讲话整体偏鹰，重申 2%通胀目标并认为当前金融条件并不具有限制性，推动市场上调 9 月及年内加息预期。资产表现上，短端美债利率上行幅度预计大于长端，美元偏强、黄金和股票短期承压；但随着美联储政策公信力修复，长端利率后续存在冲高回落可能，进而为权益市场中期修复创造条件，**后续非农和通胀数据将成为加息预期变化的核心观察变量。**

地缘方面，9 月中美关系重点关注高层互动安排及经贸政策进展。8 月 26 日，王毅会见美国驻华大使，双方均提及筹备下一阶段重要高层互动，近期外交层面继续保持沟通。与此同时，美国结构性产能 301 调查、232 行业关税及科

下载日志已记录，仅供内部参考

技领域相关政策仍在推进，部分措施尚未正式落地。由此看，9 月建议重点关注高层互动安排是否进一步明确，以及 301 调查、行业关税和科技政策的后续进展。

从流动性角度来看，9 月增量资金供需有望净流入，各类增量资金相对均衡。宏观流动性方面，考虑到央行保持流动性充裕的基调未变，9 月资金面有望维持宽松。外部流动性方面，9 月加息概率由约 35%跳升至 57%，市场对年内是否加息的观望被重新打破，美元指数及美债利率有望维持强势。8 月股票市场可跟踪资金小幅净流出，ETF 转为净流出对冲融资净流入。资金供给端，新发偏股基金规模较 7 月继续回落；融资资金风险偏好改善，小幅净流入 473 亿元；ETF 转为净流出。资金需求端，重要股东净减持规模缩小；IPO 发行规模及再融资规模均回落，资金需求规模有所下降。8 月主力增量资金方面，融资资金成为市场主力增量资金。

从二季度中观景气数据和披露业绩的情况来看，A 股业绩延续改善趋势：至 8 月 29 日，约有 5400 家 A 股上市公司披露了 2026 年中报业绩预告/快报/报告，占全部 A 股的比例约为 98%，行业披露率普遍超过 95%。从整体法计算，目前披露的个股 Q2 单季度净利润增速由 Q1 的 7.8%提高至 25.8%，非金融 A 股(已披露个股)由 13.5%提高至 19.8%。板块之间仍存在明显的 K 型分化。大类板块增速预计: 资源品>信息科技>金融地产>医疗保健>中游制造业>公用事业>消费服务。**在细分领域中，重点关注盈利预计高增或改善的行业：1）AI 需求、硬件涨价与国产化共同驱动的 TMT 涨价链；2）供给约束与价格上行共同驱动的资源品；3）海外订单增长、毛利改善的部分出海领域。**

本轮厄尔尼诺有望成为史上最强，总结厄尔尼诺天气对 A 股的影响，可以归纳为三条路径：1）供给收缩路径。热带产区干旱压缩橡胶、白糖、棕榈油的单产，市场提前交易减产预期，橡胶、种植业与农产品加工一般在达峰前跑赢（三次平均超额收益率+2.62%）；**2）需求刺激路径。**高温直接推高制冷用电与消费场景，空调、电力与啤酒在整个事件期内持续受益，三个阶段的超额收益率全程为正（+0.92%、+1.66%、+1.27%），是稳定性最高的一条；**3）水 文改善路径。**事件衰减期南方来水转丰，发电量随之抬升，但流域水电的业绩要到事件结束后才体现出来，前三次来看，结束后 3 个月录得+4.20%的平均超额收益，是全部路径与阶段组合中的最高值。

从国内外 AI 进展看，近期 AI 产业持续加速，国内大模型百花齐放，海外英伟达财报再度验证 AI 景气。国内方面，智谱发布 GLM-5.3-Flash，凭借其强大的模型能力与极具竞争力的定价再度刷新国产模型性价比边界。并且智谱披露该模型后全部线上流量均由约十万张国产芯片承载，这是国产算力集群首次在高负载场景下接受全球真实流量的检验，验证了国产算力的商业可行性。此外，阿里与腾讯也分别发布了最新模型。海外方面，英伟达最新财报继续验证 AI 基础设施需求强劲，收入、利润、数据中心业务和下一季度指引均明显高于市场预期，核心增量来自 Blackwell Ultra 基础设施放量以及 Vera Rubin 进入量产周期。英伟达的财报回应了市场对于 AI 降速的质疑，站在当前来看 AI 仍是最俱吸引力的产业趋势。

行业配置上，9 月份的行业配置依然淡化总量，聚焦分子，推荐围绕三条线索布局：一是**AI 算力链**（如半导体、通信设备），量价齐升延续，涨价沿存储向 PCB、元件、服务器扩散，业绩兑现确定性最高；二是**出海链**（机械设备、电力设备等），受益于外需韧性与全球资本开支周期，景气持续性较强；三是**低估值边际改善**领域（医药、煤炭、农林牧渔等），仍然是当前平滑市场波动的重要选择。9 月建议重点关注**电子（半导体、电子化学品）、电力设备（电池、电网设备）、机械设备（通用设备、专用设备）、化学制药、农林牧渔（种植业、养殖业）和煤炭**。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、风格与行业配置思路

1、风格策略选择：均衡配置，中大盘占优

进入 9 月，风格选择推荐结构性成长+红利的均衡配置，中大盘占优。大小盘风格方面，基本面角度，中小盘的盈利增速明显更高，中小盘整体仍是弹性主战场，但 9 月将从小微盘的普涨，切换到有业绩兑现的中大盘占优。另一方面，由于 9 月市场扰动因素明显增多（美联储议息会议、长假效应、中美高层互动观察窗口），大盘蓝筹也可能在市场冲击阶段体现更好的防御属性。成长价值风格方面，第一，8 月以来的成长风格修复主要受益于宏微观流动性改善的共振，而当前看流动性难以进一步转松，约束反弹空间。第二，9 月在美联储议息会议、美伊局势等因素扰动下，红利资产仍具有一定的防御属性和较高的确定性。第三，顺周期、价值低估方向目前仍缺少基本面支撑，以局部的资金再平衡和平滑波动为主。因此，预计 9 月风格为结构性成长+红利占优。

表 14：9 月市场风格指数推荐

分类	推荐指数简称	指数代码
宽基指数	中证 500	000905.SH
	科创 50	000688.SH
风格指数	中证红利	000922.CSI
	价值 100	980081.CNI
大类板块指数	港股通互联网	931637.CSI

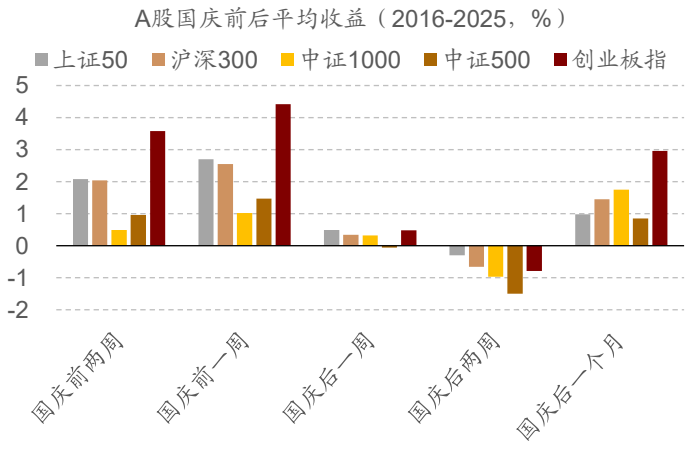
资料来源：Wind、招商证券

（1） 长假前后的季节性效应

A 股国庆节前后市场表现呈现出一定的日历效应。具体来说，国庆节前市场交投相对清淡，部分资金在避险需求下流出，导致市场表现不佳。然而，国庆节后市场风险偏好改善，主要指数往往迎来反弹。从过去十年 A 股国庆节后一周表现来看，上证指数、沪深 300、中证 1000 指数上涨概率接近 60%。

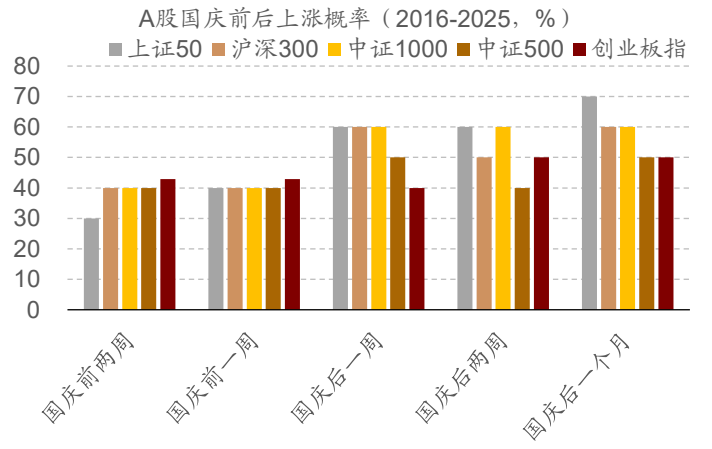
但是，随着市场对国庆节前避险、节后反弹传统日历效应认知加深，近两年该规律出现了学习效应下的节前抢跑与节后兑现，拉高了近十年国庆节前市场的平均涨幅。一方面，节前抢跑特征明显，2024 年在政策预期催化下节前大涨，2025 年节前两周平均收益显著优于节后；**另一方面，节后兑现压力显现，**2024 年 10 月 9 日上证指数单日大跌 6.6%，2025 年节后亦未现传统放量上攻，呈偏强震荡格局。换言之，**当市场对节后必涨形成一致预期后，买入行为前移至节前两周、兑现行为前移至节后首日，传统先抑后扬被压缩为节前抢跑—节后兑现。**

图 26：近十年国庆前后主要指数平均收益



资料来源：Wind、招商证券

图 27：近十年国庆前后主要指数上涨概率



资料来源：Wind、招商证券

从近十年国庆节后行业表现来看，国庆后一周一级行业上涨概率多数在 50%以上，其中上涨概率靠前的行业集中在计算机、通信、电子等行业，其中银行、非银金融在国庆后两周和国庆后一个月上涨概率仍然较高。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 15：近十年国庆假期前后行业表现（2016-2025）

单位：%	国庆前一周		国庆后一周		国庆后两周		国庆后一月	
一级行业	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率
农林牧渔	1.7	30	1.2	70	-0.5	50	2.8	70
基础化工	0.3	30	0.2	50	-1.5	50	0.5	60
钢铁	0.5	40	0.1	60	-1.3	40	0.6	50
有色金属	-0.5	30	0.1	70	-1.6	30	1.5	50
电子	1.8	40	0.7	70	0.1	50	5.6	80
家用电器	1.8	60	0.8	60	-0.3	50	3.4	60
食品饮料	5.5	60	-0.3	60	-2.2	60	0.1	50
纺织服饰	0.2	20	1.1	70	-0.4	70	0.6	60
轻工制造	1.1	30	-0.3	70	-1.8	40	1.2	60
医药生物	3.5	60	0.9	60	-0.8	50	1.6	70
公用事业	0.0	30	-0.2	60	-1.5	60	-1.0	60
交通运输	0.5	20	-0.1	70	-0.5	60	0.2	70
房地产	1.5	30	-1.6	30	-2.8	30	-2.0	20
商贸零售	1.5	30	-0.3	60	-1.7	60	1.1	60
社会服务	3.3	50	-1.9	50	-3.3	40	-1.1	50
综合	0.3	20	0.1	50	-1.0	40	2.8	60
建筑材料	0.9	30	0.4	70	-1.7	50	0.5	50
建筑装饰	0.3	40	0.5	70	0.3	70	2.0	50
电力设备	3.2	60	0.5	50	-1.0	40	3.7	60
国防军工	0.6	40	0.5	60	-0.6	40	1.1	40
计算机	1.9	30	1.1	80	0.0	60	3.2	60
传媒	1.8	40	-1.2	60	-2.1	70	1.1	60
通信	1.8	30	0.2	80	-0.7	60	1.1	60
银行	1.5	30	1.6	80	1.9	70	1.3	70
非银金融	2.7	30	0.5	80	0.1	70	2.8	80
汽车	1.0	40	1.1	70	-0.2	60	4.6	70
机械设备	0.9	40	0.5	50	-0.6	50	2.3	50
煤炭	0.2	30	0.0	40	-1.3	30	-1.4	30
石油石化	-0.2	40	-0.2	60	-1.5	40	-1.4	50
环保	0.7	30	0.2	70	-1.4	70	0.9	50
美容护理	4.1	60	1.1	70	-0.8	50	0.9	70

资料来源：Wind，招商证券

（2）海外流动性：加息预期升温，加息预期修正仍是扰动

当地时间 2026 年 8 月 28 日，美联储主席沃什出席 Jackson Hole 全球央行会议并发表讲话。整体表态偏鹰，对此前模糊的措辞有所修正。沃什讲话后， 2 年美债利率上行明显，10 年期美债利率有所上行，但上行幅度低于 2 年期美债利率。美元指数上行，黄金下跌，美股下跌。这样的组合表明，市场在定价 9 月加息预期升温，同时市场对美联储货币政策的信任度有所修复。

往后去看，后续的通胀和就业数据仍是市场修正 9 月加息预期的关键。包括 9 月初的非农数据、9 月中的通胀数据（北京时间 9 月 11 日晚间公布），9 月是否加息仍有较大的不确定性，但年内加息落地概率已经明显较大。

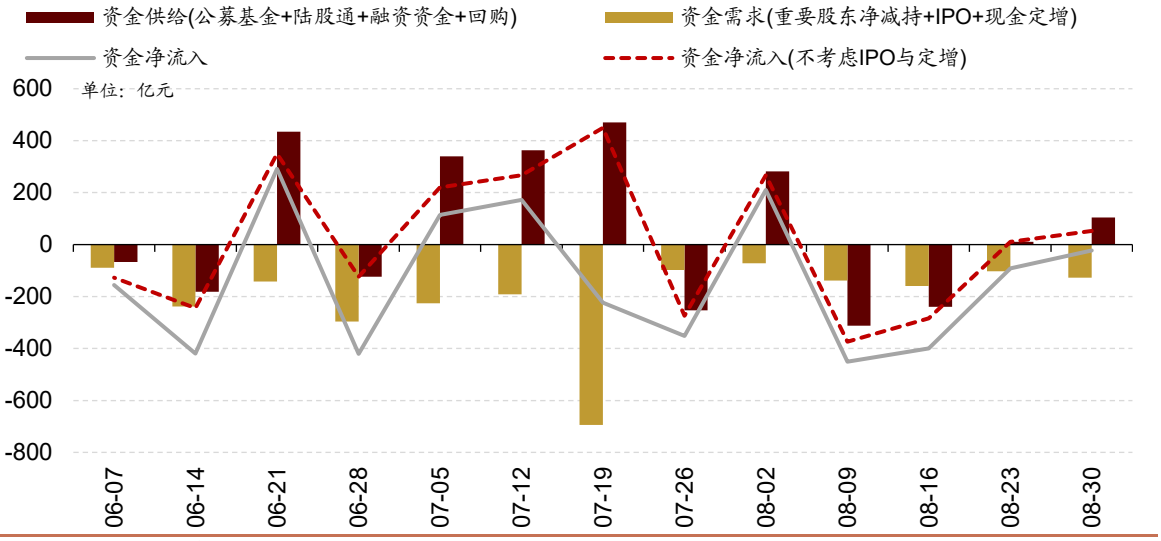
对各类资产而言，预计短端美债利率上行压力大于长端，后续长端利率受益于政策可信度的修复反而可能有所回落。随着美元走强，非美货币承压，股票市场阶段性承压；但中长期来看，长债利率有望冲高后回落，将有利于股市在下跌后的中期走势修复；黄金短期相对承压，受到流动性预期收紧和美元信用修复双重逻辑的打压。

（3）资金面：存量博弈为主，融资资金和 ETF 形成对冲

资金面，经过 8 月的修复后，增量资金流入近期开始明显放缓，叠加 9 月底逐渐临近长假，预计资金增量有限，将延续存量博弈的格局，后续要重点关注融资资金的走向。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：A 股增量资金持续处于存量博弈状态，融资资金和 ETF 形成对冲

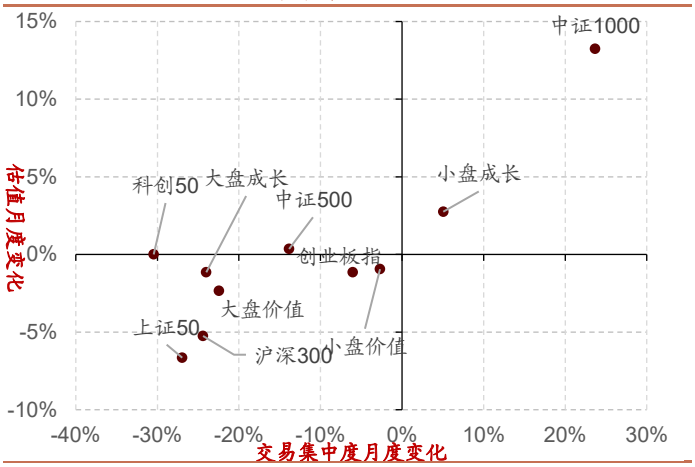


资料来源：Wind，招商证券
注：公募基金更新至 2026/7、融资资金更新至 2026/8/27；陆股通更新至 2026Q2、险资更新至 2026Q2；私募基金数据更新至 2026/7；

（4）交易层面：8 月小盘成长、医药等交易热度明显回升

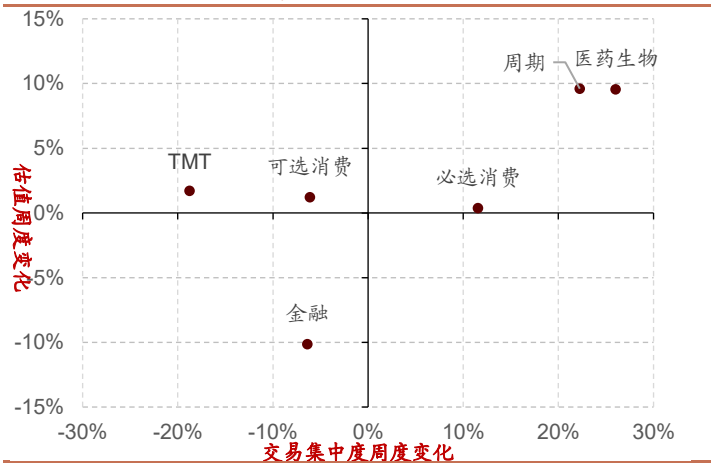
从市场交易和估值来看，中证 1000 为代表的小盘成长指数在 8 月交易热度和估值明显提升，相比之下，科创 50、上证 50、沪深 300 指数的交易热度和估值下降较明显。大类行业层面，医药生物、周期行业的交易热度和估值在 8 月提升明显，相比之下，金融、TMT 交易热度有所下降。

图 1：主要宽基指数交易集中度和估值月度变化



资料来源：Wind、招商证券

图 2：大类行业指数交易热度和估值月度变化



资料来源：Wind、招商证券

2、2026 年 9 月行业和赛道选择方向

展望 9 月，海外与国内宏观的边际变化，共同把 9 月 A 股推向**"更重业绩、更重结构"**的阶段。国内经济延续"总量不强、产业不弱、结构分化加剧"的格局，出口链、高技术制造与资本品订单与现金流仍有支撑，地产链、传统消费与

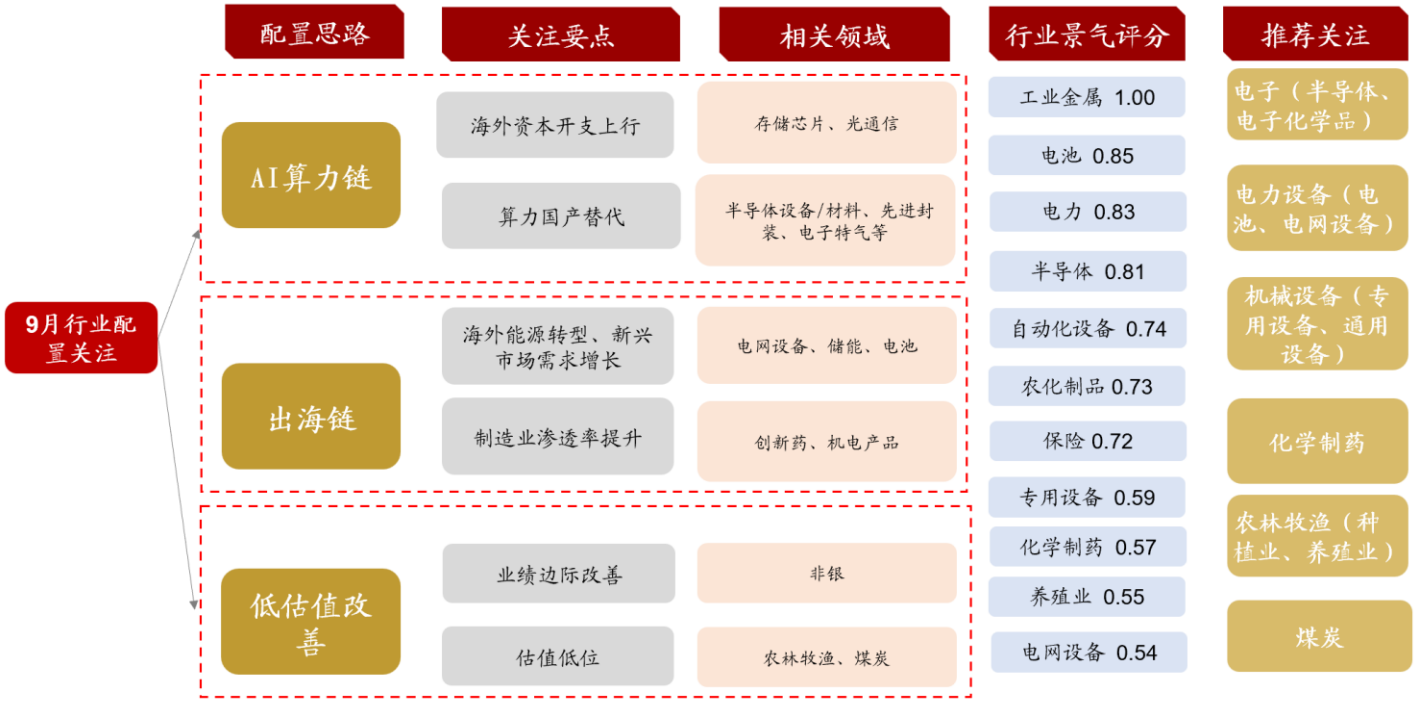
下载日志已记录，仅供内部参考

弱财政依赖行业修复偏慢；海外方面，美国正陷入"增长目标—价格稳定—财政可持续"的三角约束；**综合来看，外需、科技资本开支与资源价格决定分子端，长端美债、资金成本与交易拥挤决定分母端。**

中观层面，景气主线高度集中，量价齐升领域仍是结构性行情的主导。AI 算力与电力设备构成强势阵营：TMT 链"硬件强、软件弱"，存储价格处历史 100%分位，涨价沿"存储—PCB—服务器—光模块"纵深传导；电气机械在新能源装机、电网投资与出海三重驱动下维持高景气。橡塑、造纸、纺织、燃气等传统行业温和量价齐升；边际改善板块则分化为生产加速（装备制造）、价格改善（煤炭、有色、化工，供给收缩推价）与出口改善（汽车、工程机械）三类。多数行业仍处"量增价跌"，价格回暖多依赖供给收缩与外需。

综合来看，9 月份的行业配置依然淡化总量，聚焦分子，推荐围绕三条线索布局：一是 **AI 算力链**（如半导体、通信设备），量价齐升延续，涨价沿存储向 PCB、元件、服务器扩散，业绩兑现确定性最高；二是**出海链**（机械设备、电力设备等），受益于外需韧性与全球资本开支周期，景气持续性较强；三是**低估值边际改善**领域（医药、煤炭、农林牧渔等），仍然是当前平滑市场波动的重要选择。综合景气、盈利、估值和资金面，9 月建议重点关注**电子（半导体、电子化学品）、电力设备（电池、电网设备）、机械设备（通用设备、专用设备）、化学制药、农林牧渔（种植业、养殖业）和煤炭**。

表 16：9 月行业配置图谱



资料来源：Wind，招商证券

➢ 行业评分及推荐

根据行业中观景气、宏观周期、筹码、估值、换手率、政策、赛道价值等维度对重点行业评分，本期推荐围绕**“AI 算力链、出海链、低估值景气改善”**的领域布局。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 29：60 个细分领域 8 大维度定量评估结果

上游资源品	钢铁	↓	0.07	中游制造	汽车零部件	→	0.53	消费服务	家用电器	→	0.45
	煤炭	↗	0.43		乘用车	↓	0.26		家居用品	↓	0.42
	石油石化	↓	0.14		航空装备 II	↗	0.62		造纸	→	0.41
	水泥	→	0.00		军工电子 II	↗	0.48		纺织服饰	↗	0.63
	装修建材	↓	0.11		基础建设	→	0.22		美容护理	↗	0.61
	小金属	↓	0.42		通用设备	↓	0.54		养殖业	↑	0.55
	工业金属	↑	1.00		专用设备	→	0.59		酒店餐饮	↗	0.62
	能源金属	↓	0.49		工程机械	↓	0.29		商贸零售	↑	0.50
	化学纤维	↓	0.04		自动化设备	↑	0.74		化学制药	→	0.57
	化学原料	↓	0.28		光伏设备	↗	0.28		生物制品	→	0.56
	化学制品	↓	0.39		风电设备	↑	0.57		医疗器械	↓	0.32
	农化制品	↗	0.73		电池	→	0.85		医疗服务	↗	0.75
信息科技	消费电子	↓	0.72		电网设备	↗	0.54		食品加工	↗	0.60
	光学光电子	↑	0.67	交运	物流	↗	0.52		白酒 II	↓	0.22
	半导体	→	0.81		航空机场	↑	0.59		饮料乳品	→	0.70
	通信设备	↑	0.70		航运港口	↗	0.56		调味发酵品 I	→	0.61
	通信服务	↑	0.71	金融地产	银行	↗	0.32		装修装饰 II	↓	0.27
	传媒	↓	0.27		房地产	→	0.09	公用	环保	↑	0.60
	软件开发	→	0.55		证券 II	↗	0.67		电力	↑	0.83
	计算机设备	↗	0.63		保险 II	↑	0.72		燃气 II	↗	0.61

1. 同一大类行业用相同颜色，暖色系为景气度高，冷色系为景气度低

综合得分偏低
综合得分一般
综合得分偏高
综合得分较高

2.箭头为景气度环比变化：采用对行业超额收益有正向驱动的中观指标

↑ 高景气
↗ 中等偏上
→ 景气维持
↓ 景气恶化

3.数据颜色深浅条代表量化得分：根据景气度、财报、资金青睐度、估值等加权打分得到，偏红代表景气度较好，偏绿代表景气度偏差

1 整体得分较高
0 整体得分较低

资料来源：Wind，招商证券

表 17：9 月行业推荐

细分行业	推荐理由
电子（半导体、电子化学品）（801080.SI）	1）截至 8 月 28 日，半导体行业中报披露进度达到 85%，单季度利润增速（整体法）在 26 年 Q1 和 Q2 分别保持在 178.4%和 261.9%的高位，**量价共振驱动盈利确定性修复**。2）**半导体周期进入加速上行阶段，出口与产量同步高增**。全球半导体销售额同比增幅持续扩大，7 月集成电路产量当月同比增幅扩大至 20.7%；7 月集成电路出口金额 387.4 亿美元，当月同比增幅达 116.6%。**3）存储价格高位延续，供需偏紧格局未改。**DRAM 现货价持续上涨，AI 算力与数据中心需求持续旺盛，存储晶圆供给受限，供需偏紧下价格有望延续高位上行，涨价正实质性进入原厂与模组厂商的利润表。**4）半导体设备与材料景气沿链外溢。**7 月日本半导体制造设备出货额同比增幅扩大，北美 PCB 订单量持续上涨，反映算力硬件景气持续向设备与材料端传导。
电力设备（电池、电网设备）（801730.SI）	**1）中报盈利改善，电池弹性居前。2）锂电材料价格企稳回升**，光伏供给出清后价格现企稳信号。**3）新型电力系统建设提速，**电网设备需求有支撑。4）产业催化方面锂电储能需求向好，AIDC 基建提速，对应数据中心电源、变压器等需求旺盛，中国凭借全产业链和高性价比优势有望加速海外渗透。
机械设备（专用设备、通用设备）（801890.SI）	1）中报盈利改善。盈利修复主要集中于出海与高景气赛道，传统机械修复偏慢。**2）出口订单推动行业结构性修复。**7 月挖掘机销量当月同比增幅收窄至 13.9%（前值为 35.3%），但挖掘机出口累计同比 31.7%，维持高增；装载机销量当月同比增幅扩大至 30.8%，其中出口同比增长 34.9%。**3）专用设备受益于 AI 基建快速发展，电力重构以及新技术周期。4）通用设备当前处于低位复苏阶段，**科技升级有望驱动订单改善，机床刀具等有望受益；后续若政府开支回暖，实物工作量落地有望加速行业周期修复。此外，叉车受益于海外产能转移与电动化和智能物流需求。
医药（化学制药）（801151.SI）	1）政策端，8 月 19 日《全民医疗保障“十五五”规划》进一步明确支持高水平创新药形成与高投入、高风险相匹配的价格，并完善商保创新药目录，政策导向由单纯控费进一步转向价值购买和支持创新。**2）出海端，国产创新药通过海外授权、产品出海和国际临床扩大收入边界。**上半年中国创新药 BD 交易额达 997 亿美元、首付款约 50 亿美元，海外授权持续高景气。全球药企开始系统性采购中国资产，BD 首付款改善现金流、里程碑付款抬升远期价值。3）业绩端，新品放量、BD 收入确认及创新药产业链回暖共同推动盈利改善。4）产业催化和事件方面，Moderna 与默沙东合作的个性化 mRNA 癌症疫苗联合 Keytruda 治疗黑色素瘤的Ⅲ期试验达到主要及关键次要终点，全球创新成果继续验

下载日志已记录，仅供内部参考

	证产业空间。
农林牧渔（种植业、养殖业）（801010.SI）	**1）种植链方面，厄尔尼诺强度预期继续上调，并可能在四季度达到高点。**气候异常对农产品价格的影响通常存在时滞，供给预期收紧有望推动相关品种价格中枢上移；**2）种业方面，粮食安全、农业补贴和生物育种产业化构成中期支撑。**随着三季度预售逐步启动，若粮价和种植收益改善，种子需求、提价能力与渠道回款有望同步修复；3）生猪方面，行业仍处于供给偏宽、需求偏弱和现金流承压阶段，此前持续亏损叠加产能调控将加快低效母猪退出。政策面多次强调稳价保供，行业量价有望持续回暖。
煤炭（801950.SI）	**1）供给端明显收紧，**7 月规上原煤产量同比下降 10.1%，1-7 月累计下降 2.9%，叠加主产区安监维持高压，短期供给难以快速释放，对煤价形成较强支撑。 **2）价格端，8 月动力煤延续稳中偏强，**8 月 24 日秦皇岛港 Q5500K 动力煤升至 860 元/吨；进入 9 月后迎峰度夏需求逐步退坡，但“金九”非电需求恢复以及秋冬补库预期升温，有望接力支撑煤价。 **3）业绩端，**煤价企稳及成本改善已明显向利润端传导。 4）当前科技成长板块波动和风格切换加快，煤炭龙头现金流稳定、估值相较高景气成长板块仍具优势且高分红属性突出，在基本面改善的同时兼具防御价值。

资料来源：招商证券

3、赛道推荐

9 月重点关注 5 大边际改善的赛道：半导体、海外算力、化工、农业和机器人。

表 18：9 月赛道推荐

推荐赛道	指数	推荐理由
半导体	半导体设备指数（8841321.WI） 半导体材料（850813.SL） 先进封装（8841297.WI）	截至 6 月底，全国智能算力规模同比增长 177%，达到每秒 2185 百亿亿次浮点运算，郑州国家超算互联网核心节点已采用首个全国产 10 万卡算力集群，全国超六成算力纳入统一监测，国家发改委估计，“十五五”时期算力网建设将新增直接投资 4 万亿元，重点投向算电协同和超大规模智算集群。此外，国家统计局 8 月 17 日披露，7 月集成电路制造、电子工业专用设备制造、电子专用材料制造行业增加值分别增长 109.3%、34.8%和 30.8%，制造端景气正在向设备和材料传导。整体看，国产算力进入 9 月继续向真实集群建设和商业化部署推进，投资机会重点关注国产半导体设备、半导体材料、先进封测。
海外算力	光模块指数（8841258.WI） PCB 概念（885959.TI）	8 月 27 日，英伟达披露 FY2027 Q2 业绩，收入 962 亿美元，同比增长 106%，其中数据中心收入 890 亿美元，同比增长 117%，预计下一财年收入增长约 70%；同时，公司披露 Vera Rubin 平台正在进入全面量产，预计其将在 Q3 贡献约 20%的数据中心收入。光模块方向，8 月 14 日英伟达宣布 Spectrum-X Ethernet Photonics 进入全面量产，实现激光器数量减少 4 倍、功耗降低 5 倍、平均故障间隔时间提升 10 倍，AI 集群扩张正继续推升高速光互联需求；同时，光模块龙头新易盛披露 800G 已成为主力出货产品，1.6T 光模块在二季度加速放量，光模块业绩和规模放量得到充分验证。PCB 方向，8 月 28 日覆铜板龙头建滔积层板年内第七次涨价：对所有厚度 FR-4 覆铜板统一涨价 10%；PP 半固化片分规格调价，7628（含）以上厚布 PP 涨价 10%，7628 以下薄布 PP 涨价 20%。整体看，海外算力仍应重点关注光模块、AI 服务器 PCB、液冷、电源等高价值环节。
化工	全指化工（H30187.CSI） 氟化工（884036.TI）	氟化工是当前确定性较强的主线，三代制冷剂受配额管理约束，2026 年 HFCs 生产配额总量与 2025 年接近，供给弹性有限；8 月初 R32 内贸报价已升至 6.45-6.55 万元/吨，较二季度继续上行，R134a、R22 等品种也维持高位，价格支撑来自空调旺季、冷链补库以及新能源车热管理需求。电子化学品方面，AI 算力和国产半导体扩产带动电子级氢氟酸、含氟电子特气、光刻胶配套材料等需求提升，化工板块与国产半导体链形成联动。磷化工方面，8 月三氯化磷、黄磷等品种价格环比上涨，磷酸铁、磷酸铁锂等新能源材料需求仍提供托底。整体看，9 月化工赛道应聚焦具备供给管控、国产替代和新能源需求支撑的细分方向，重点关注制冷剂、氟化工新材料、电子化学品和磷化工材料。
农业	农业指数（700649.TI）	8 月以来海外粮价明显走强，8 月 28 日收盘芝加哥小麦期货升至 2023 年 2 月以来最高水平，单周上涨约 12%、年内累计涨幅超过 50%；玉米期货升至 2023 年 7 月以来最高水平，8 月累计上涨 15.6%。本轮粮价上涨并非单一事件驱动：气候层面，厄尔尼诺已经形成并持续增强，WMO 预计其在秋季继续强化、11 月附近达到阶段性峰值，NOAA 亦预计 2026 年秋冬季出现很强厄尔尼诺的概率较高。美国农业部 8 月下调玉米产量预期，欧洲高温干旱亦压制玉米和小麦产量；与此同时，俄乌紧张局势升级扰动黑海粮食运输，俄罗斯和乌克兰合计占全球小麦出口量四分之一以上，出口能力下降进一步放大全球粮食供给风险。值得关注的是，近期农业板块开始与农产品期货形成更加明显的联动，并由此前相对独立的题材上涨逐步转向与指数共振，反映资金对于农业的定位可能正在从低位投机轮动向具备价格主线支撑的方向切换。从交易层面看，农业板块此前经历长期调整，整体具备位置较低、筹码相对较轻、市值偏小和价格催化直接等特点，在科技方向持续交易后市场存在一定审美疲劳的环境下，粮价上涨与后续秋冬季天气扰动有望持续提供催化。整体看，9 月农业有望进一步向重要投机支线演绎，建议关注种植业、种业及粮价上涨弹性较高的相关方向。

下载日志已记录，仅供内部参考

机器人	机器人概念（885517.TI） 人形机器人（886069.TI）	8 月 20 日发布的《2026 年人形机器人产业发展报告》显示，2026 年上半年中国人形机器人出货量已超 4 万台，全球占比提升至 97%，国内厂商在各类场景交付中已经形成较强供给能力。同时，2026 世界机器人大会启动“全球机器人应用探索计划”，每年遴选 1000 个应用场景开展免费试用和二次开发，推动机器人从展示走向真实场景验证。整体看，9 月机器人板块的机会更偏产业催化和零部件弹性，短期关注确定性更强的核心零部件和应用验证环节，包括丝杠、减速器、六维力传感器、灵巧手、伺服电机以及控制器。

资料来源：招商证券

4、总结

风格层面：择推荐结构性成长+红利的均衡配置，中大盘占优。推荐指数组合包括：中证 500、科创 50、中证红利、价值 100、中证港股通互联网。

行业方面，9 月份的行业配置依然淡化总量，聚焦分子，推荐围绕三条线索布局：一是 **AI 算力链**（如半导体、通信设备），量价齐升延续，涨价沿存储向 PCB、元件、服务器扩散，业绩兑现确定性最高；二是**出海链**（机械设备、电力设备等），受益于外需韧性与全球资本开支周期，景气持续性较强；三是**低估值边际改善**领域（医药、煤炭、农林牧渔等），仍然是当前平滑市场波动的重要选择。综合景气、盈利、估值和资金面，9 月建议重点关注**电子（半导体、电子化学品）、电力设备（电池、电网设备）、机械设备（通用设备、专用设备）、化学制药、农林牧渔（种植业、养殖业）和煤炭**。

赛道选择层面，9 月重点关注 5 大边际改善的赛道：半导体、海外算力、化工、农业和机器人。

下载日志已记录，仅供内部参考

四、流动性与资金供需

表 19：2026 年 8 月流动性概览

宏观流动性概览		2026-08	2026-07	变化
逆回购净投放(亿元)		-10935	-2495	↓
国库现金定存(亿元)		700	300	↑
降准投放(亿元)		0	-1	↓
MLF净投放(亿元)		-1000	1000	↓
买断式逆回购净投放(亿元)		2000	7000	↓
国债净买入（亿元）		0	500	↓
7天逆回购利率(%)		1.40	1.40	→
DR007(%)		1.39	1.45	-6bp
R007(%)		1.41	1.46	-5bp
十年期国债收益率(%)		1.69	1.71	-2bp
微观流动性影响因素(亿元)		2026-08	2026-07	变化
资金供给	偏股类公募基金发行	231	305	↓
	ETF净流入规模	-1157	4778	↓
	融资净买入	473	-4080	↑
	股票回购	129	217	↓
资金需求	重要股东净减持	172	241	↓
	IPO融资	217	810	↓
	限售解禁	1777	5104	↓
	定增上市规模	269	300	↓
二级市场资金净流入(可跟踪资金估算)		-1111	-348	↓

资料来源：Wind，招商证券

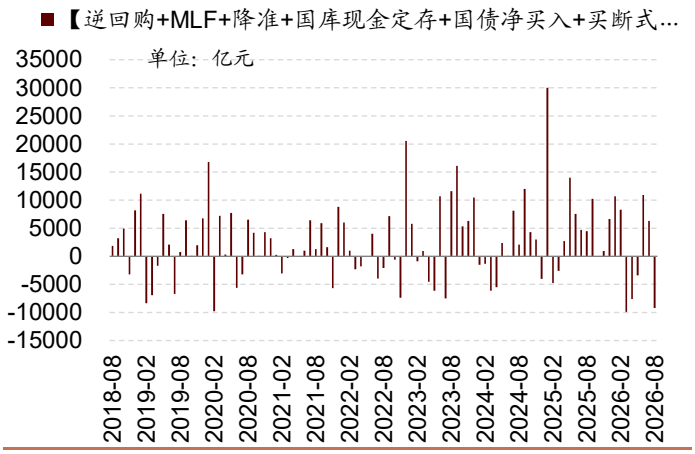
1、国内政策与宏观流动性

■ 国内流动性：9 月资金面有望保持平稳

8 月银行间资金面整体呈现“央行前置呵护、流动性充裕、利率围绕政策利率窄幅运行”的特征——央行通过 3 个月期买断式逆回购净投放 2000 亿元、6 个月期等量续作零投放，叠加 MLF 缩量 1000 亿元，中期流动性合计净投放 1000 亿元，连续第二个月保持净投放；同时隔夜逆回购加快走向常态化，全月累计开展 8 次、投放超 2.4 万亿元，精准匹配税期及跨月等超短期缺口。资金利率方面，DR001 全月运行在 1.35%—1.44%区间，税期扰动明显钝化，月末在央行提前预告并加码投放的组合操作下平稳跨月，DR007 中枢继续围绕 OMO 利率（1.4%）窄幅波动，为政府债发行及债市运行提供了合意环境。

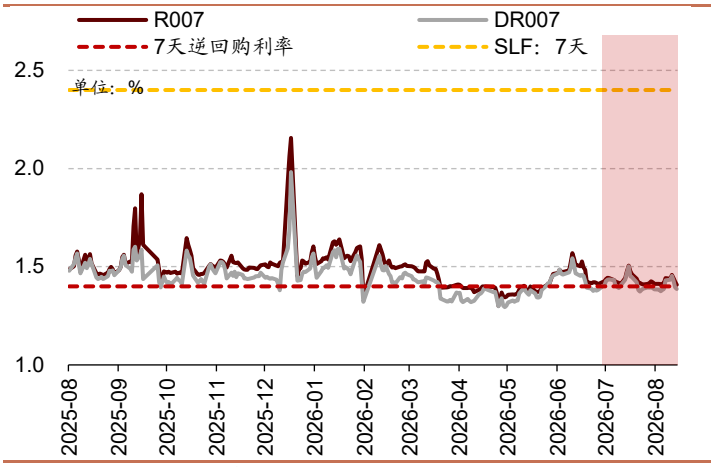
下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：8 月央行公开市场净回笼



资料来源：Wind、招商证券

图 31：8 月利率围绕政策利率窄幅运行

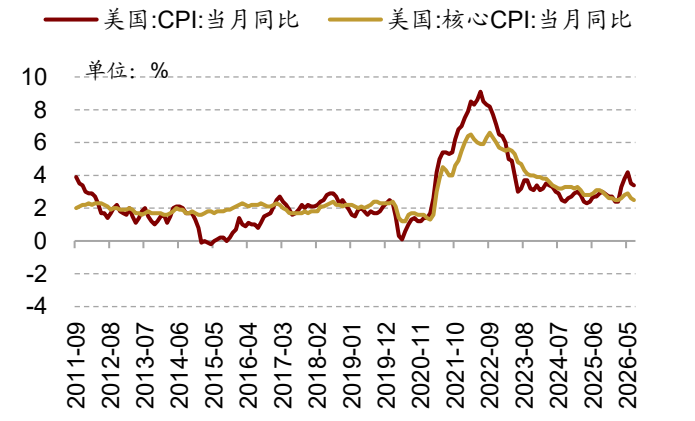


资料来源：Wind、招商证券

■ 外部流动性：美联储 9 月加息预期再度回升

2026 年 7 月美联储 FOMC 会议以 9:3 投票维持联邦基金利率 3.50%–3.75%不变，三名票委主张加息 25bp 释放鹰派信号，但主席沃什强调长端美债收益率上行已部分替代政策紧缩、淡化即刻加息紧迫性，会后市场呈现短端宽松、长端定价再通胀的分裂——CME FedWatch 显示 9 月加息概率从会前约 80%回落至 67%；随后 8 月 12 日公布的 7 月 CPI 同比 3.4%（前值 3.5%）、环比 0.1%，核心 CPI 同比 2.5%、环比 0.2%，整体温和降温但未冷至解除加息风险，9 月加息概率进一步下探至 35%—45%区间。然而 8 月 28 日沃什杰克逊霍尔首秀明确将价格稳定列为首要目标，称夏季 CPI/PCE 好转不足以证明潜在通胀趋势实质性改善，且当前金融环境难言具有限制性、经济与就业仍具韧性，为必要时的进一步收紧保留空间，讲话后 9 月加息概率由约 35%跳升至 57%，市场对年内是否加息的观望被重新打破，后续路径将高度依赖 8 月 PCE 及非农数据对潜在通胀是否以足够快的速度回落的验证。

图 32：美国 6 月 CPI 及核心 CPI 大幅弱于市场预期



资料来源：Wind、招商证券

图 33：市场预期美联储 9 月加息概率为 57%

加息幅度与概率	降息 50bp	降息 25bp	不变	加息 25bp
2026/9/16	0.00%	0.00%	43.00%	57.00%
2026/10/28	0.00%	29.70%	52.70%	17.70%
2026/12/9	0.00%	11.10%	38.30%	39.50%
2027/1/27	8.10%	30.80%	39.20%	18.90%
2027/3/17	5.10%	22.40%	36.10%	26.40%
2027/4/28	4.40%	20.10%	34.30%	27.70%

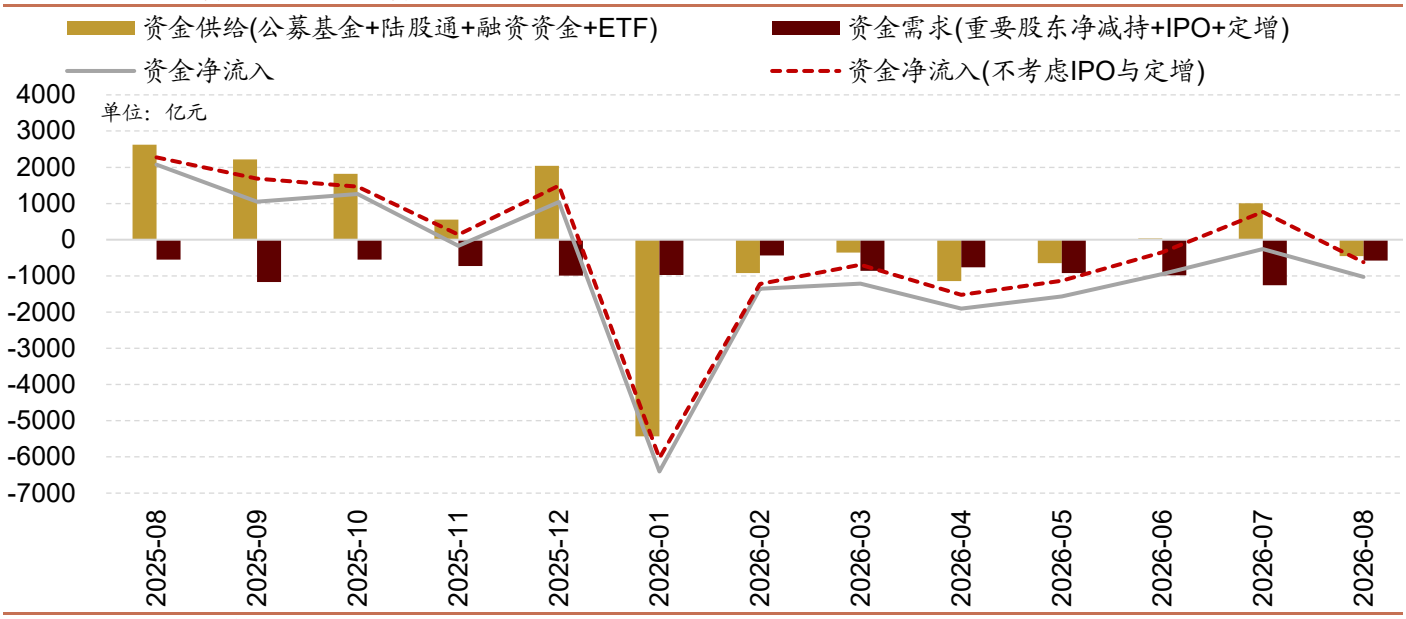
资料来源：CME、招商证券（截至 2026/8/29）

2、股市资金供需

8 月股票市场可跟踪资金小幅净流出，ETF 转为净流出对冲融资净流入。资金供给端，新发偏股基金规模较 7 月继续回落；融资资金风险偏好改善，小幅净流入 473 亿元；ETF 转为净流出。**资金需求端，**重要股东净减持规模缩小；IPO 发行规模及再融资规模均回落，资金需求规模有所下降。**8 月主力增量资金方面，融资资金成为市场主力增量资金。**

下载日志已记录，仅供内部参考

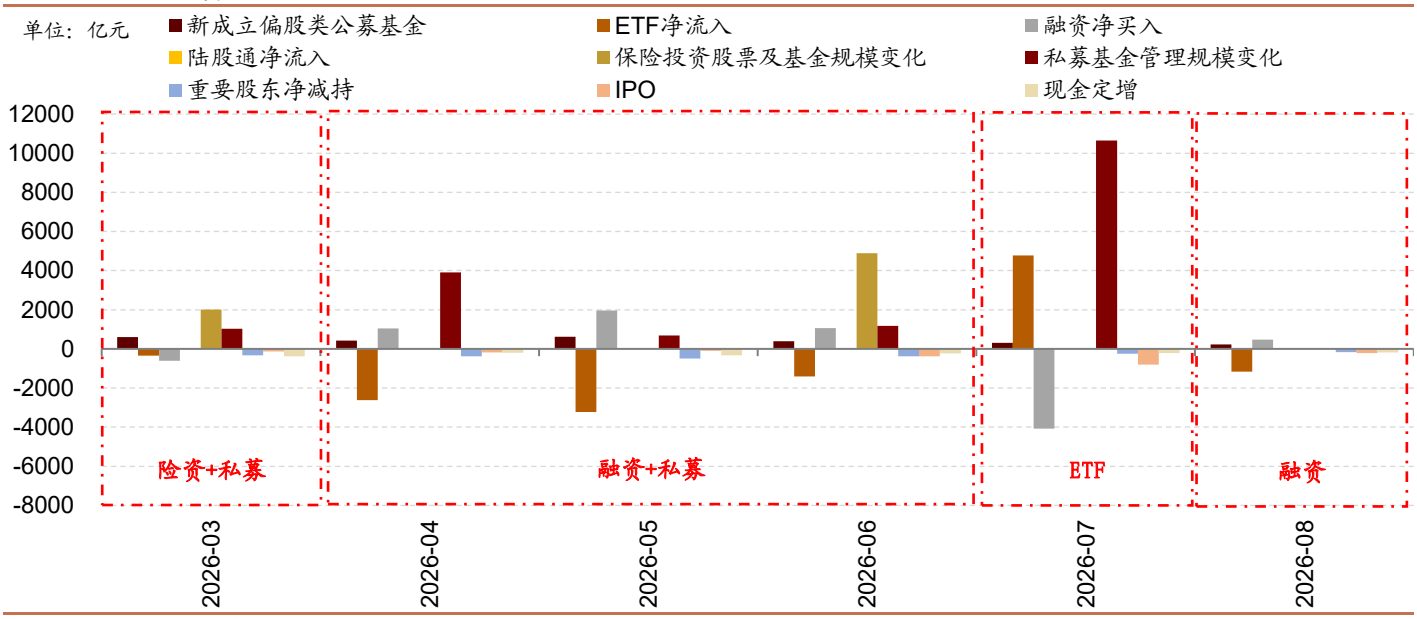
图 34：A 股月度资金供需与主力资金变化



资料来源：Wind，招商证券

注：公募基金更新至 2026/7、融资资金更新至 2026/8/27；陆股通更新至 2026Q2、险资更新至 2026Q2；私募基金数据更新至 2026/7；

图 35：A 股主力资金变化



资料来源：Wind，招商证券

注：公募基金更新至 2026/7、融资资金更新至 2026/8/27；陆股通更新至 2026Q2、险资更新至 2026Q2；私募基金数据更新至 2026/7；

下载日志已记录，仅供内部参考

表 20：8 月各类资金行业流向

当月各类资金净买入额（亿元）					最近四周各类资金行业流向走势			
行业	融资资金	ETF	重要股东净增持	合计(↓)	行业	融资资金	ETF	重要股东增减持
有色金属	93.57	-38.79	4.37	59.16	农林牧渔			
农林牧渔	8.67	-2.15	-1.78	4.73	基础化工			
社会服务	2.47	-1.81	0.23	0.89	钢铁			
环保	8.75	-6.22	-2.14	0.39	有色金属			
轻工制造	3.56	-2.01	-1.60	-0.05	电子			
综合	0.50	-1.12	-0.14	-0.75	家用电器			
纺织服饰	0.72	-5.20	2.12	-2.35	食品饮料			
美容护理	1.08	-3.66	0.00	-2.58	纺织服饰			
房地产	2.58	-5.06	-1.77	-4.25	轻工制造			
商贸零售	0.66	-5.36	-0.28	-4.98	医药生物			
建筑材料	12.42	-7.63	-11.13	-6.34	公用事业			
机械设备	72.16	-59.38	-21.83	-9.05	交通运输			
钢铁	-2.29	-8.19	0.77	-9.72	房地产			
建筑装饰	-1.47	-13.58	-1.53	-16.57	商贸零售			
计算机	3.75	-12.71	-10.03	-18.98	社会服务			
食品饮料	7.17	-30.53	1.85	-21.51	综合			
基础化工	46.60	-48.97	-20.09	-22.45	建筑材料			
汽车	12.21	-32.42	-4.62	-24.83	建筑装饰			
家用电器	-8.58	-17.45	-1.89	-27.93	电力设备			
传媒	-2.48	-17.70	-8.67	-28.86	国防军工			
公用事业	0.65	-45.19	15.43	-29.10	计算机			
石油石化	-4.75	-21.83	-3.00	-29.58	传媒			
煤炭	4.06	-40.39	0.00	-36.33	通信			
交通运输	-10.01	-30.71	-1.58	-42.30	银行			
国防军工	-7.61	-44.63	-1.96	-54.21	非银金融			
通信	53.70	-103.87	-11.12	-61.30	汽车			
电子	111.96	-113.52	-62.85	-64.42	机械设备			
银行	3.41	-87.12	8.03	-75.67	煤炭			
非银金融	-8.91	-87.11	2.19	-93.82	石油石化			
医药生物	60.94	-151.45	-19.41	-109.93	环保			
电力设备	18.97	-115.79	-19.35	-116.18	美容护理			
合计	484.47	-1161.55	-171.79	-848.87				

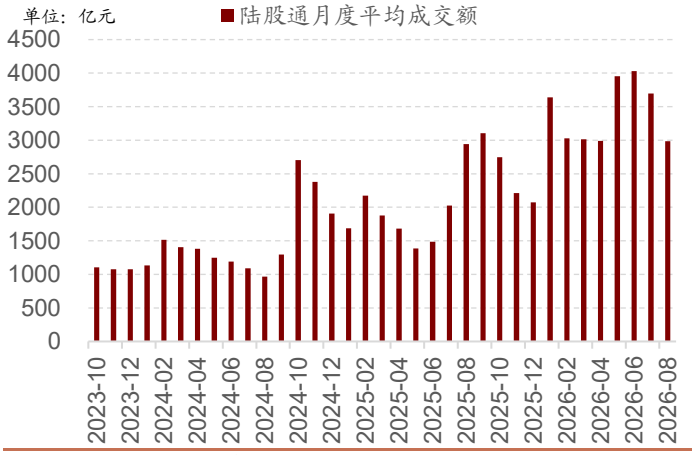
资料来源：Wind、招商证券

注：数据统计区间为 2026/8/1-2026/8/28，ETF 拆分所有股票型 ETF

■ 外资

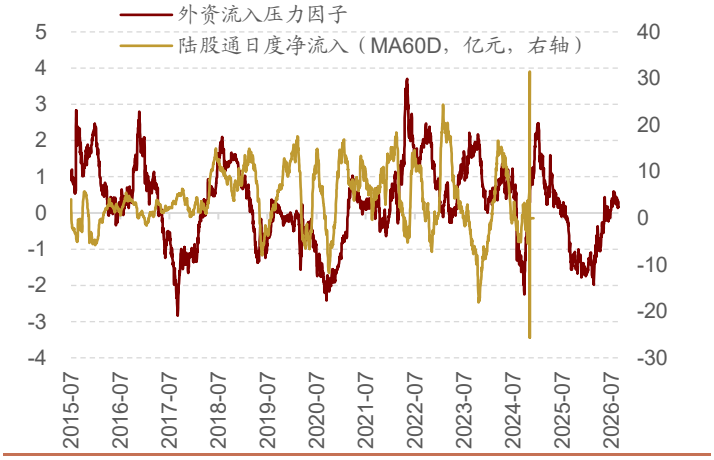
8 月美联储沃什在杰克逊霍尔年会讲话偏鹰，9 月加息概率由约 35%跳升至 57%—60%，2 年期美债收益率冲高至 4.33%—4.35%，美元指数收在 99.4—99.7 附近，外资流出压力月末再度抬头。在此背景下，8 月外资活跃度较 7 月继续走低，陆股通日均成交额从 7 月 3698 亿元进一步降至约 2987 亿元。

图 36：8 月北向资金日均成交额有所回落



资料来源：Wind、招商证券

图 37：8 月以来外资流出压力增大



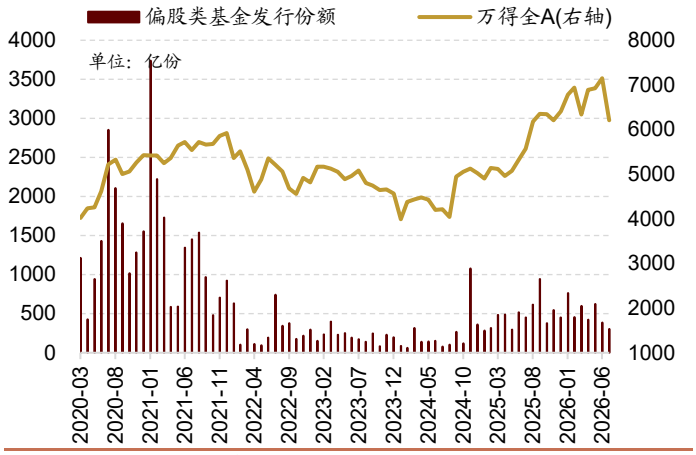
资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

■ 基金发行与 ETF 申赎

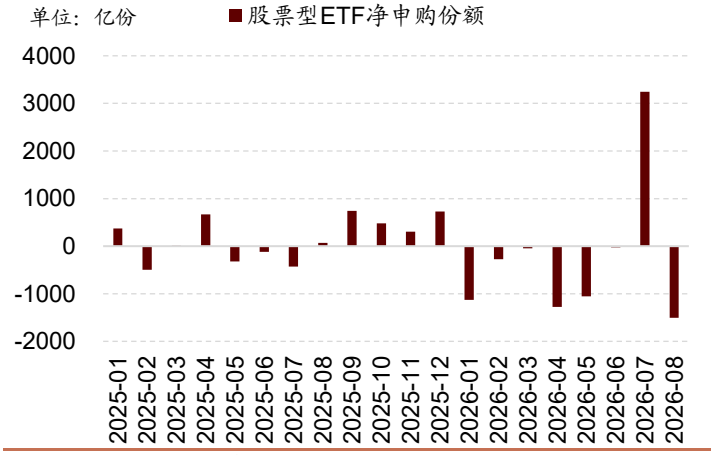
8 月偏股类公募基金发行规模有所回落，7 月主动与被动偏股基金发行份额 231 亿份，较 7 月前值 305 亿份回落。2026 年 7 月，股票型公募基金份额较 26 年 6 月末增加 4964 亿份，混合型基金份额减少 231 亿份，二者合计增加 4733 亿份。考虑到当月新成立份额后，估算 7 月偏股类老基金净申购 4372 亿份，净申购比例为 7.21%。8 月 ETF 净赎回 1508 亿份，对应净流出 1157 亿元。

图 38：8 月偏股基金发行份额回落



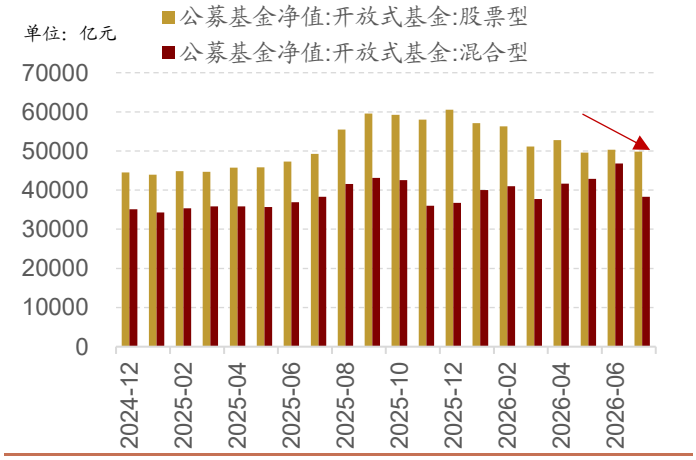
资料来源：Wind、招商证券

图 39：8 月股票型 ETF 转为净赎回



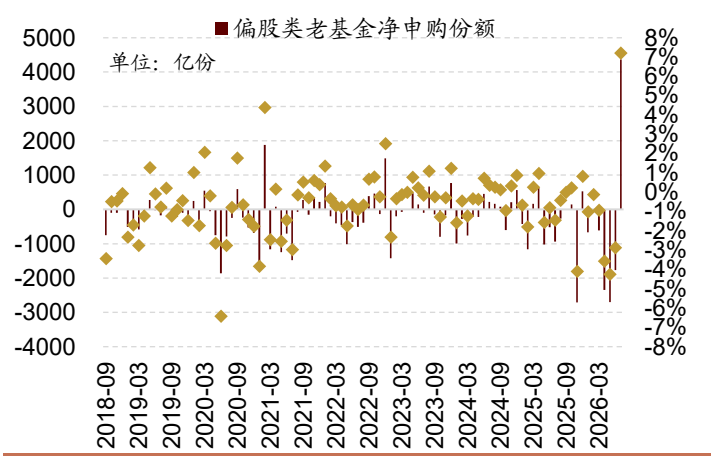
资料来源：Wind、招商证券

图 40：7 月偏股类公募基金净值继续回落



资料来源：Wind、招商证券

图 41：7 月偏股类老基金大幅净申购，主要是 ETF 贡献

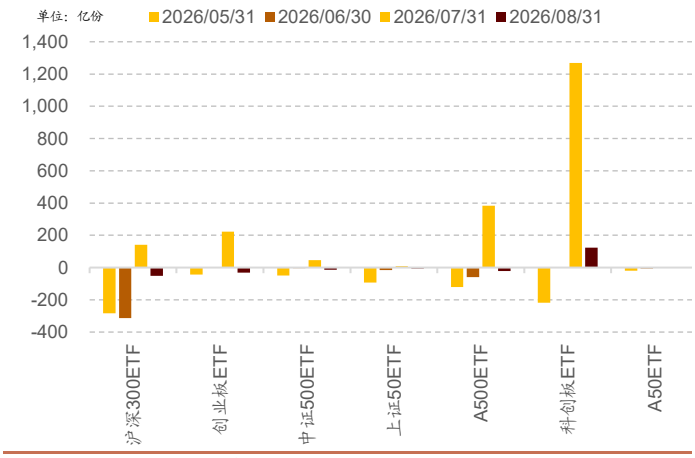


资料来源：Wind、招商证券

结构上，8 月科创板 ETF 明显净申购，行业类 ETF 净申购规模靠前的主要为半导体材料 ETF，净赎回规模靠前的主要为沪深 300、中证 1000 等宽基指数 ETF。

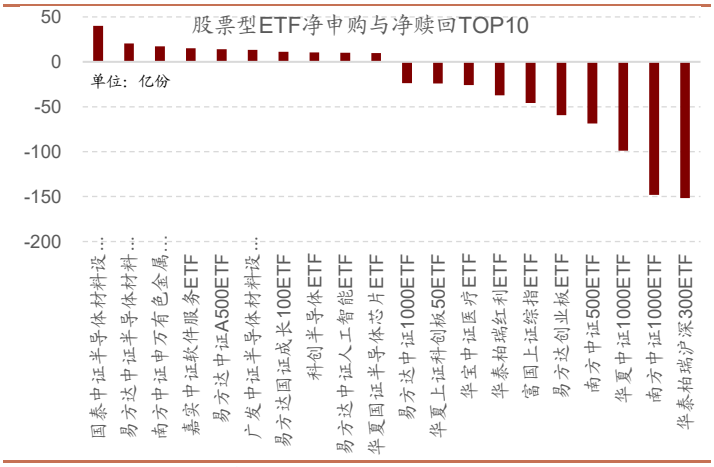
下载日志已记录，仅供内部参考

图 42：8 月科创板 ETF 大幅净申购



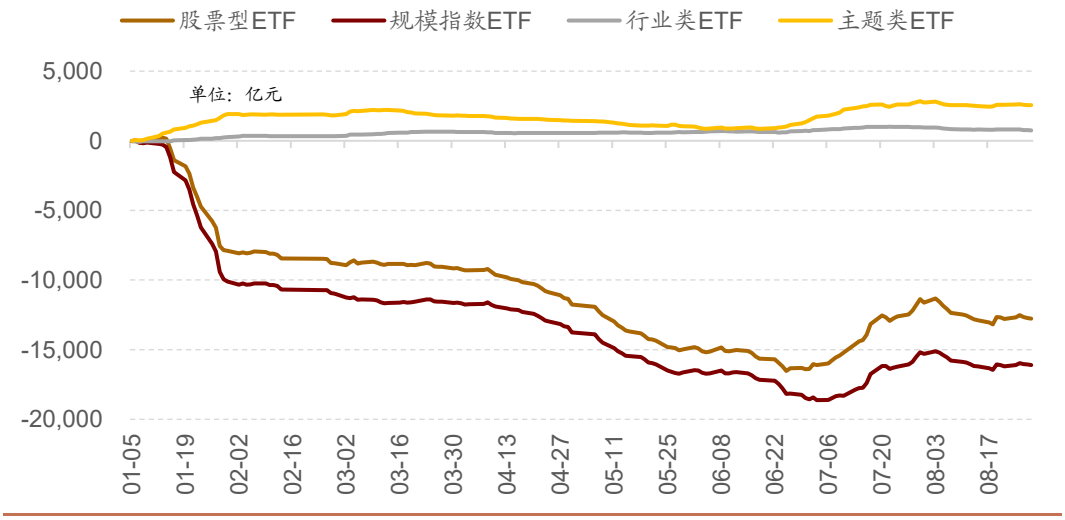
资料来源：Wind、招商证券

图 43：8 月净申购与净赎回规模最高的前十大 ETF



资料来源：Wind、招商证券

图 44：8 月各类 ETF 均为净流出



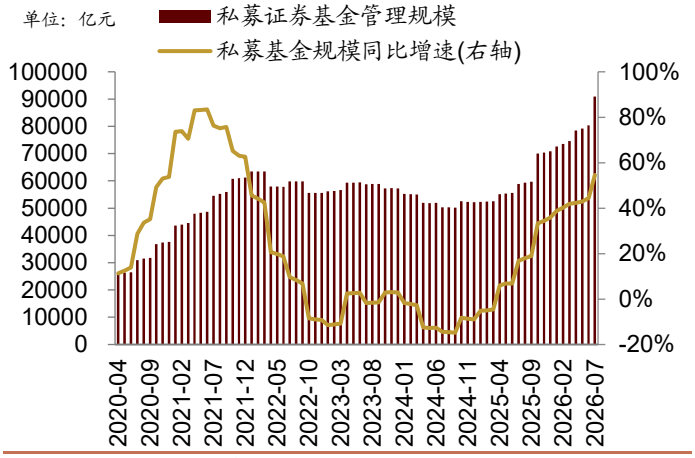
资料来源：Wind，招商证券

■ 私募基金

基金业协会最新数据显示，截至 2026 年 7 月，私募基金管理规模 9.1 万亿元，管理只数 8.4 万只，分别较 2026 年 6 月增加 10643 亿元和 886 只，7 月私募基金管理规模明显回升。此外 7 月新增私募证券投资基金备案规模 728 亿元，新增私募证券投资基金备案数量 1763 只，新增备案规模较 6 月前值再度回升。

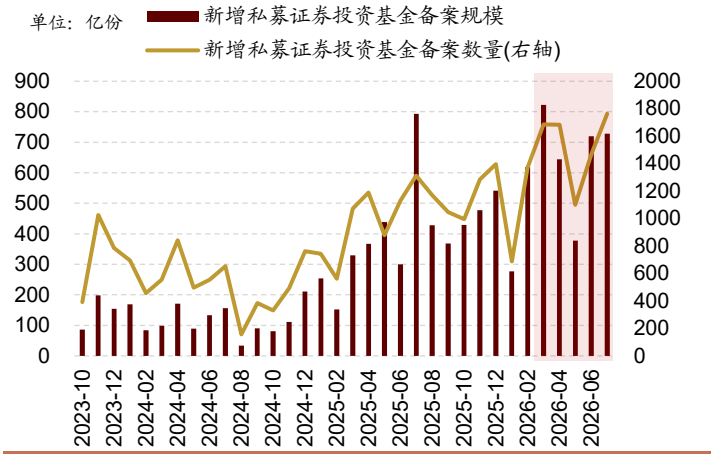
下载日志已记录，仅供内部参考

图 45：7 月私募证券基金管理规模继续回升



资料来源：Wind、招商证券

图 46：7 月私募证券基金新增备案规模回升

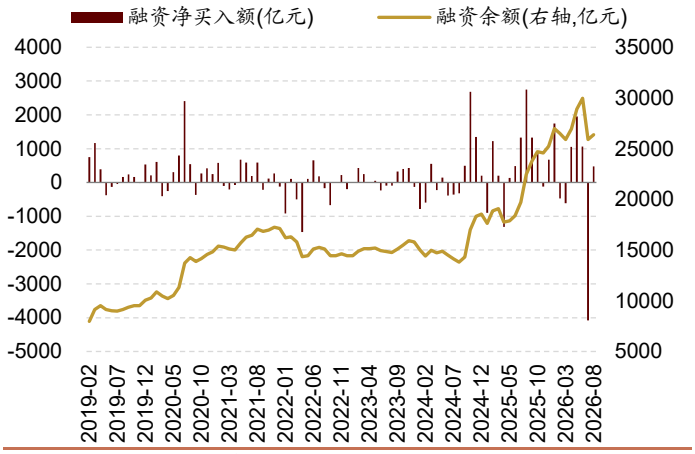


资料来源：Wind、招商证券

■ 融资资金

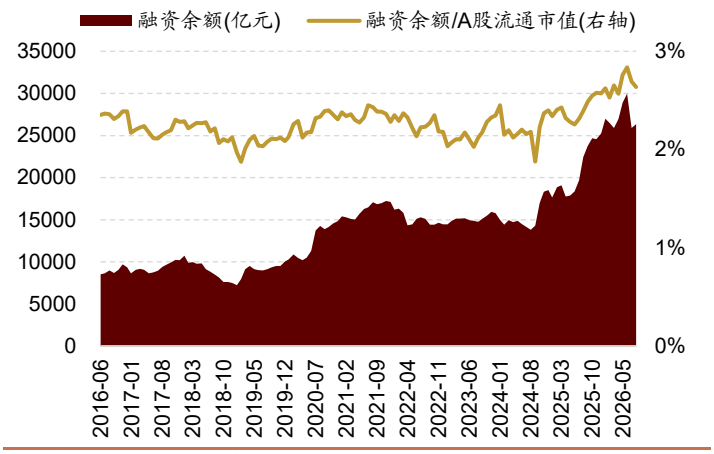
截至 2026 年 8 月 27 日，融资余额 2.64 万亿元，当月融资净流出规模由 7 月净流出 4080 亿元转为净流入 473 亿元，融资余额占 A 股流通市值的比例由 7 月前值 2.69%降至 2.64%，处于 2010 年以来的 88.82%分位。

图 47：8 月融资资金有所流入



资料来源：Wind、招商证券

图 48：8 月融资余额占 A 股流通市值比例回落



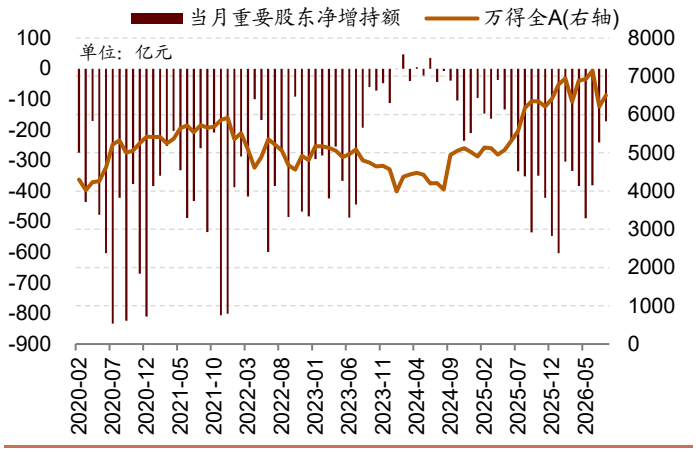
资料来源：Wind、招商证券

■ 限售解禁与股东增减持

8 月重要股东增持 72 亿元，减持 244 亿元，净减持 172 亿元，净减持规模较 2026 年 7 月前值 241 亿元有所回落。按照截至 2026 年 8 月 28 日收盘价估算，2026 年 9 月解禁规模为 2394 亿元，解禁规模较 2026 年 8 月前值 5104 亿元有所回落，不同板块解禁规模来看，主板 1023 亿元、创业板 422 亿元、科创板 807 亿元、北证 142 亿元。**考虑到 2026 年 9 月解禁规模回升，预计 2026 年 9 月重要股东二级市场净减持规模或稳中有升。**

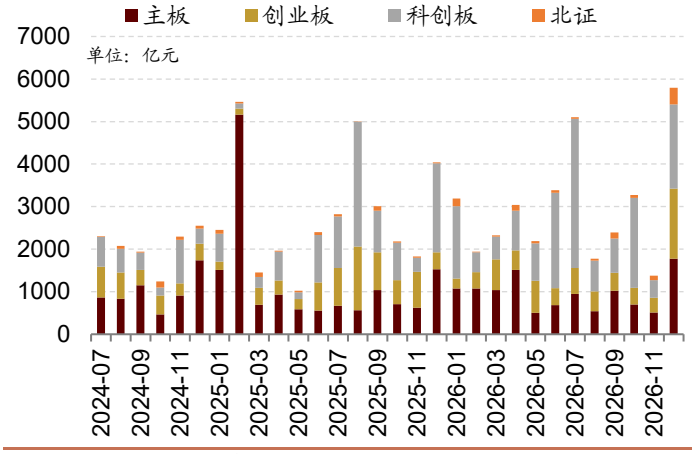
下载日志已记录，仅供内部参考

图 49：8 月重要股东净减持规模缩小



资料来源：Wind、招商证券

图 50：限售解禁规模板块分布

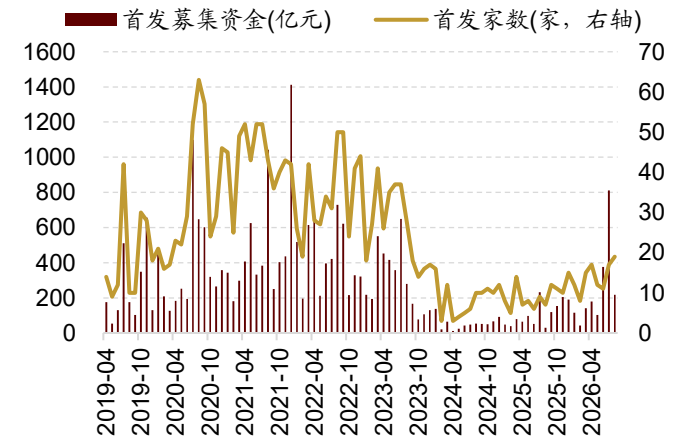


资料来源：Wind、招商证券

■ IPO 及再融资

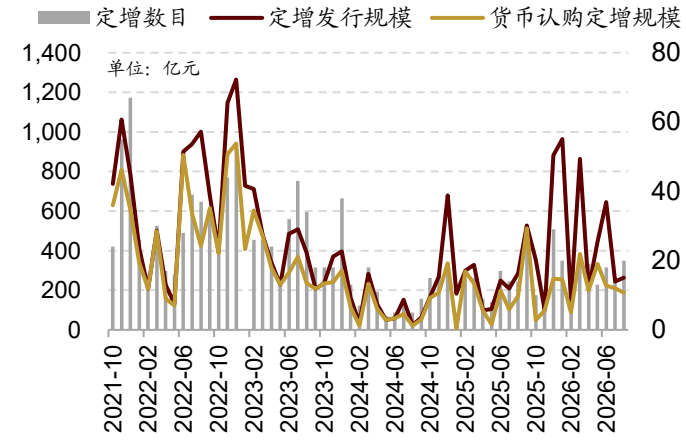
以发行日期为参考，2026 年 8 月有 19 家公司 IPO，合计募资规模 217 亿元，较 7 月前值 810 亿元回落。按发行日期统计，8 月货币认购定增募资规模 188 亿元，较 7 月前值 210 亿元回落。展望 2026 年 9 月，IPO 发行规模或有望保持平稳。

图 51：8 月 IPO 发行规模回落



资料来源：Wind、招商证券

图 52：8 月货币认购定增规模回落



资料来源：Wind、招商证券

3、小结

9 月增量资金供需有望净流入，各类增量资金相对均衡。宏观流动性方面，考虑到央行保持流动性充裕的基调未变，9 月资金面有望维持宽松。**外部流动性方面**，9 月加息概率由约 35%跳升至 57%，市场对年内是否加息的观望被重新打破，美元指数及美债利率有望维持强势。**8 月股票市场可跟踪资金小幅净流出，ETF 转为净流出对冲融资净流入。**资金供给端，新发偏股基金规模较 7 月继续回落；融资资金风险偏好改善，小幅净流入 473 亿元；ETF 转为净流出。资金需求端，重要股东净减持规模缩小；IPO 发行规模及再融资规模均回落，资金需求规模有所下降。8 月主力增量资金方面，融资资金成为市场主力增量资金。

下载日志已记录，仅供内部参考

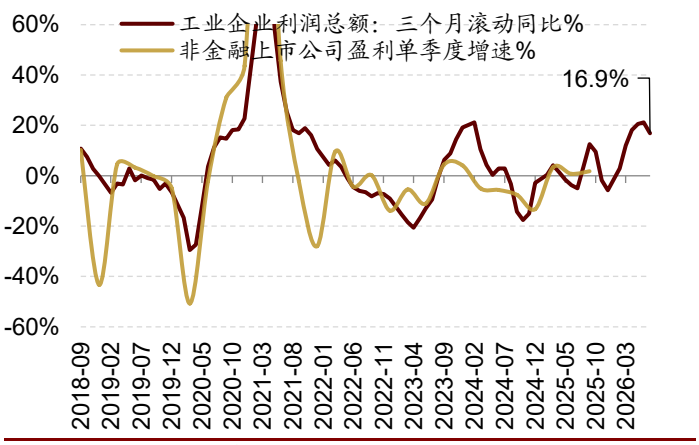
五、企业盈利和中观景气：A 股中报业绩披露进入尾声，业绩上行趋势确认

1. 工业企业盈利增幅略有收窄，TMT 与资源品领域盈利保持领先

1-7 月规模以上工业企业利润同比增幅小幅收窄，三个月滚动同比略有收窄。1-7 月全国规模以上工业企业实现利润总额 45821 亿元，同比增幅收窄至 17.6%（前值 18.7%），受台风天气、油价回落、以及下游消费复苏偏慢等因素影响，单 7 月同比增幅收窄至 11.18%，前值 18.31%，三个月滚动同比增幅收窄至 16.9%。行业间分化仍然较大。

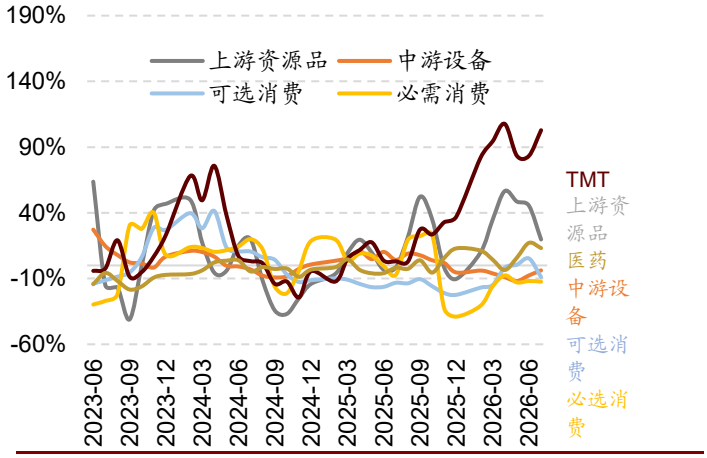
大类行业三个月滚动来看，TMT 延续高景气增长，三个月滚动同比增幅进一步扩大至 102.9%；资源品、医药板块尽管仍保持领先增速，但增幅明显收窄；可选消费与必需消费盈利仍处于较低水平。

图 53：工业企业盈利与非金融上市公司盈利



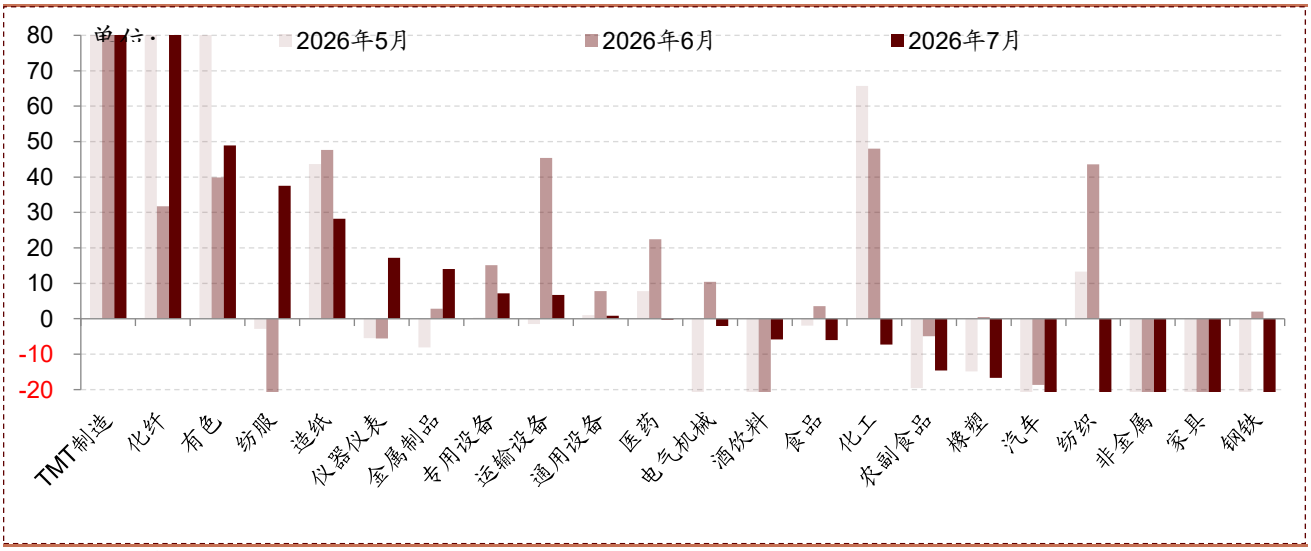
资料来源：Wind、招商证券

图 54：大类行业三个月滚动同比增速



资料来源：Wind、招商证券

图 55：细分行业当月同比增速



资料来源：招商证券

A 股盈利方面，中报业绩披露进入尾声，盈利加速上行。整体业绩，在 AI、出海等高景气方向的驱动下，A 股中报盈利增幅预计进一步扩大，截至目前披露的 5400 家样本企业计算，Q2 单季度净利润增速由 Q1 的 7.8%提高至 25.8%，非金融 A 股（已披露个股）由 13.5%提高至 19.8%。

但板块间的分化仍然较大，资源品、信息技术领域领涨；中游制造业受上游价格上涨，产能利用率较低等因素影响，业绩增速转负；消费服务受下游需求回复有限拖累，盈利降幅进一步扩大。

下载日志已记录，仅供内部参考

从二季度中观景气数据和目前披露业绩的个股来看，重点关注中报业绩有望改善或持续高增的领域：

1）TMT 涨价链（半导体、元件、电子化学品、通信设备、消费电子、计算机设备）。受益于全球 AI 算力基建持续扩张与存储“超级周期”，上游存储芯片、元器件、光通信等供不应求、涨价持续扩散，中上游业绩集中兑现。

2）供需结构改善、量价共振的资源品行业（金属新材料、小金属、工业金属、能源金属、化学纤维、化学原料、炼化及贸易等）。受地缘冲突、供给约束与新兴需求（AI 算力、新能源）共振，工业金属、化工品、能源等价格中枢抬升，量价齐升推动业绩高增。

3）出口支撑与出海创收行业（自动化设备、纺织制造、电池、造纸、医疗器械、航天装备、游戏、航运港口等）。一方面，自动化设备、电池、纺织制造等凭借产品竞争力与属地化运营加速出海，外销持续高景气；另一方面，游戏、医疗器械等依托出海与长青产品实现盈利增长。**此外，证券、个护用品和包装印刷行业盈利有望高增长或边际改善。**

表 21：2026 年中报业绩测算值汇总，可关注业绩改善且景气度较高的细分领域

板块	一级行业	二级行业	单季度净利润增速中位数（已披露样本）		单季度净利润增速（整体法）		累计净利润增速中位数（已披露样本）		累计净利润增速（整体法）		披露占比
			26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	2025	26H1	2025	26H1	2026年中报
TMT产业链	电子	半导体	18.8%	59.4%	176.9%	268.8%	20.7%	35.9%	33.3%	233.6%	95%
		元件	3.7%	34.9%	42.7%	78.3%	17.1%	15.4%	55.4%	62.7%	100%
		消费电子	-28.8%	-19.0%	44.8%	53.2%	1.3%	-22.8%	27.3%	49.5%	99%
		电子化学品Ⅱ	10.0%	29.0%	9.0%	25.5%	11.4%	23.1%	25.1%	17.5%	97%
	通信	通信设备	11.4%	19.8%	60.4%	98.2%	14.7%	16.1%	50.5%	82.6%	100%
	计算机	计算机设备	-2.9%	6.0%	27.0%	66.7%	4.1%	3.1%	19.6%	53.0%	99%
制造业出海	电力设备	电池	47.3%	28.9%	82.7%	72.4%	17.6%	46.6%	55.7%	77.1%	100%
	国防军工	航天装备Ⅱ	-32.3%	-41.7%	-101.7%	-5.2%	-3.0%	-32.8%	-29.6%	-9.3%	100%
		航海装备Ⅱ	84.4%	18.8%	358.8%	181.7%	49.3%	32.0%	166.8%	239.0%	100%
	机械设备	专用设备	0.6%	-5.7%	-9.0%	30.6%	8.1%	-14.3%	45.3%	11.4%	99%
		自动化设备	-0.4%	27.7%	4.1%	35.1%	7.5%	15.6%	5.3%	21.7%	97%
	交通运输	航运港口	6.2%	12.4%	-6.8%	35.2%	0.3%	7.1%	-17.1%	12.7%	97%
资源品	有色金属	金属新材料	20.9%	18.8%	-2.6%	41.9%	14.6%	20.2%	-4.3%	21.7%	97%
		小金属	18.5%	37.7%	70.5%	104.0%	21.1%	39.8%	39.8%	87.0%	96%
		工业金属	43.5%	46.2%	106.9%	101.9%	9.8%	60.2%	45.8%	104.2%	100%
		能源金属	330.1%	154.5%	572.4%	561.2%	29.5%	220.3%	332.1%	566.8%	100%
	基础化工	化学纤维	20.2%	19.3%	25.6%	102.9%	-16.3%	22.4%	-20.3%	66.6%	100%
		化学原料	3.6%	53.1%	7.1%	99.3%	-32.2%	32.3%	-11.4%	54.0%	100%
		化学制品	7.0%	2.3%	-0.7%	47.4%	3.3%	3.4%	0.0%	23.4%	98%
		农化制品	3.5%	5.6%	51.7%	42.3%	20.0%	1.9%	34.6%	46.6%	100%
	石油石化	炼化及贸易	72.3%	141.2%	73.3%	183.8%	-6.6%	132.2%	-33.9%	110.9%	97%
消费/医药	医药生物	化学制药	0.2%	-2.1%	27.4%	14.0%	-1.6%	0.3%	12.9%	20.5%	96%
		医疗器械	1.2%	1.1%	-14.3%	29.6%	-7.3%	-0.1%	-19.8%	7.5%	99%
	轻工制造	包装印刷	2.8%	1.8%	-8.4%	12.9%	-8.0%	1.6%	-12.7%	1.2%	100%
		造纸	0.1%	12.8%	581.6%	234.1%	-21.9%	5.7%	-109.9%	306.8%	96%
	传媒	游戏Ⅱ	10.4%	-14.6%	54.3%	74.3%	11.0%	-15.4%	222.2%	65.7%	100%
		影视院线	-13.9%	20.0%	-95.1%	30.3%	-17.0%	0.3%	58.0%	-116.7%	100%
	美容护理	个护用品	6.0%	12.8%	3.1%	9.8%	11.4%	9.2%	12.6%	6.6%	100%
		化妆品	-1.9%	19.2%	7.3%	42.1%	-25.3%	14.9%	6.6%	25.0%	100%
其他	非银金融	证券Ⅱ	28.3%	52.9%	18.6%	81.0%	38.7%	40.2%	43.0%	49.9%	94%

资料来源：wind，招商证券

注明：统计样本为目前已经公布业绩预告/快报/正式报告的上市公司（截至 8 月 29 日），与真实值存在一定的差异。列举个股仅供参考，不作为推荐观点

2. 8 月行业景气度总览及细分领域变化

8 月份景气较高的领域主要集中在上游资源品、中游制造和消费服务板块。资源品板块钢材、煤炭、工业金属及多数化工品价格上涨；信息技术领域存储器价格延续上行；中游制造板块光伏产业链价格回升，工业机器人产量同比增幅扩大；金融地产板块 A 股交投活跃度下行，地产成交仍偏弱；消费服务板块猪肉、玉米、棉花等价格上涨；公用事业燃气价格上行。

表 22：8 月行业景气度核心变化总览

大类行业	细分行业	景气变动：本期核心指标变动情况	趋势	总体
上游资源品	钢材	8 月钢材成交量环比上行，重点企业粗钢日均产量下行。钢坯价格上行，螺纹钢价格上行，唐山钢坯库存下行，主要钢材品种库存上行，港口铁矿石库存上行	-	↑
	煤炭	8 月秦皇岛港山西优混平仓价上行，京唐港山西主焦煤库提价上行，焦煤期货价格上行，焦炭期货价格上行，秦皇岛港煤炭库存下行，京唐港炼焦煤库存下行，天津港焦炭库存下行	↑	
	有色	8 月工业金属价格多数上行，库存普遍下行。铜、锌、锡、铝、铅价格月环比上行，钴、镍价格月环比下行；铝、锌、锡、铅、铜库存下行，镍库存上行。贵金属方面，黄金期现货价格上行，白银现货	↑	

下载日志已记录，仅供内部参考

		价格上行，期货价格上行。小金属方面，锑价格上行，稀土价格下行。		
	建材	8 月全国水泥价格指数下行，西北地区水泥价格指数上行，长江、东北、华北、华东、中南、西南地区水泥价格指数下行；玻璃期货的结算价先抑后扬，月环比持平	↓	
	化工	8 月国际原油价格涨跌分化，化工产品价格指数上行。Brent 原油现货价格月环比下行，WTI 原油现货价格月环比上行。8 月化工产品价格指数月环比上行。无机化工品期货价格涨跌分化，有机化工品价格涨跌分化，其中二乙二醇、二苯甲、甲醇涨幅居前。	↑	
中游制造	电气设备	**本月新能源产业链价格涨跌分化，**电解液、锂原材料、正极材料多数价格上涨，钴产品多数下跌；7 月充电桩数量三个月滚动同比降幅收窄	↑	↑
	光伏	本月光伏行业综合价格指数上行，其中硅料、硅片、组件价格指数上行；7 月全国太阳能电池产量三个月滚动同比降幅收窄；	↑	
	机械	7 月主要企业工程机械销售同比增速表现分化；7 月工业机器人产量三个月滚动同比增幅扩大，金属切削机床产量三个月滚动同比增幅收窄；7 月各类挖掘机销量同比增幅收窄，各类装载机销量同比增幅扩大	-	
	汽车	7 月汽车、乘用车产销三个月滚动同比降幅收窄，新能源汽车产销三个月滚动同比增幅扩大	↑	
	交运	本月中国港口货物周吞吐量四周滚动均值月环比上行、集装箱周吞吐量四周滚动均值月环比上行；CCFI、CCBF 下行，BDI、BDTI 上行	↑	
消费服务	农林牧渔	8 月猪肉批发价上行，仔猪均价下行，生猪均价上行，自繁自养生猪养殖利润、外购仔猪养殖利润均上行。肉鸡苗平均价格上行，全国鸡肉市场价上行。玉米期货价格、棉花期货价格均上行，寿光蔬菜价格指数上行	↑	↑
	食品饮料	8 月主产区生鲜乳价格持平，白酒批发价格总指数下行，名酒批发价格总指数下行	↓	
	票房	8 月票房收入、观影人次周均值及电影票价十日均值月环比均上行，电影上映场次周均值月环比下行	↑	
	纺织服装	8 月中国轻纺城日均成交量上行	↑	
	家用电器	8 月空冰洗彩零售额四周滚动均值同比降幅收窄，10 月空调排产计划值同比由负转正，9 月冰箱冷柜排产计划值同比转负，洗衣机排产计划值同比增幅扩大	↑	
	航运	7 月民航正班客座率为 86.3%，同比上行 1.8 个百分点。7 月上海港口集装箱吞吐量为 467.78 万 TEU，当月同比增幅收窄至 1.33%	↑	
信息技术	电子	**8 月费城半导体指数下行、台湾半导体行业指数上行、DXI 指数上行；8 月 DRAM 存储器价格环比上行，NAND 指数月环比下行，DRAM 指数月环比上行；**7 月 LED 芯片台股营收同比降幅扩大，MLCC 台股营收同比增幅扩大；7 月智能手机产量三个月滚动同比降幅扩大；7 月集成电路产量三个月滚动同比增幅收窄；8 月液晶电视面板价格下行，7 月 NB LCD 出货量三个月滚动同比转负；7 月日本半导体制造设备出货额三个月滚动同比增幅扩大；6 月全球半导体销售额同比增幅扩大；7 月集成电路进口、出口金额三个月滚动同比增幅扩大；7 月台股电子厂商营收普遍改善	↑	-
	计算机	1-6 月软件产业利润总额累计同比增幅收窄	↓	
	通信	7 月光缆产量三个月滚动同比降幅收窄	↑	
金融地产	地产	**8 月土地成交溢价率月环比下行，30 大中城市商品房成交面积月环比下行。**	↓	↓
	证券	8 月 A 股换手率、成交额下行	↓	
	银行	货币市场净回笼； 隔夜/1 周/2 周 SHIBOR 利率月环比下行， 6 个月/1 年期国债到期收益率月环比上行。	↑	
公用事业	燃气	8 月我国天然气出厂价上行，英国天然气期货结算价上行	↑	↑
	基建	1-7 月份铁路固定资产投资完成额累计值同比增幅收窄	↓	
	电力	8 月全国重点电厂日均发电量 12 周滚动同比降幅收窄	↑	

资料来源：Wind，招商证券

● 上游资源品：煤炭价格上行，工业金属价格普遍上行

8 月份南华工业品价格月环比上行 2.55%。钢材方面，8 月钢材成交量环比上行，重点企业粗钢日均产量下行。钢坯价格上行，螺纹钢价格上行，唐山钢坯库存下行，主要钢材品种库存上行，港口铁矿石库存上行。煤炭方面， 7 月秦皇岛港山西优混平仓价上行，京唐港山西主焦煤库提价上行，焦煤期货价格上行，焦炭期货价格上行，秦皇岛港煤炭库存下行，京唐港炼焦煤库存下行，天津港焦炭库存下行。

8 月全国水泥价格指数下行，西北地区水泥价格指数上行，长江、东北、华北、华东、中南、西南地区水泥价格指数下行；玻璃期货的结算价先抑后扬，月环比持平。

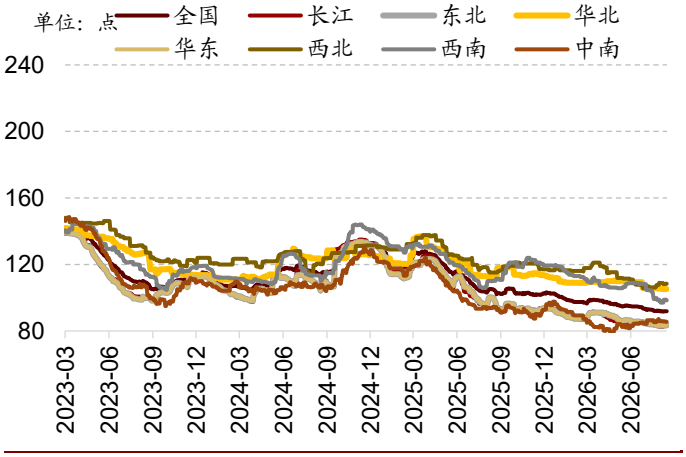
图 56：8 月份南华工业品价格月环比上行 2.55%

图 57：8 月全国水泥价格指数下行

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Wind、招商证券

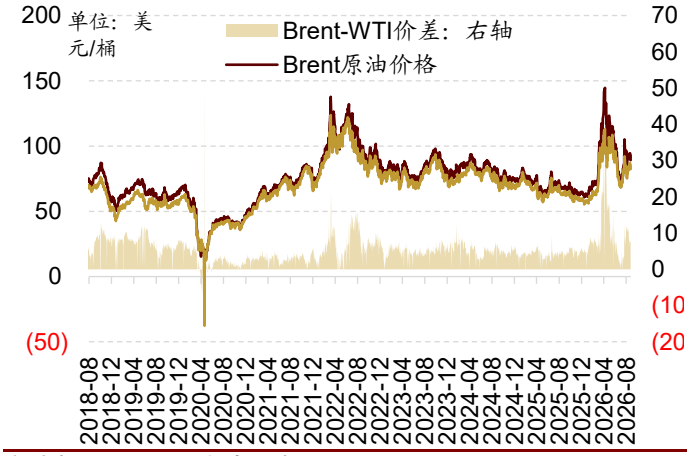


资料来源：Wind、招商证券

8 月国际原油价格涨跌分化，化工产品价格指数上行。截至 8 月 27 日，Brent 原油现货价格月环比下行 1.26%，WTI 原油现货价格月环比上行 1.11%。截至 8 月 27 日，8 月化工产品价格指数月环比上行 2.16%。无机化工品期货价格涨跌分化，有机化工品价格涨跌分化，其中二乙二醇、二苯甲、甲醇涨幅居前。

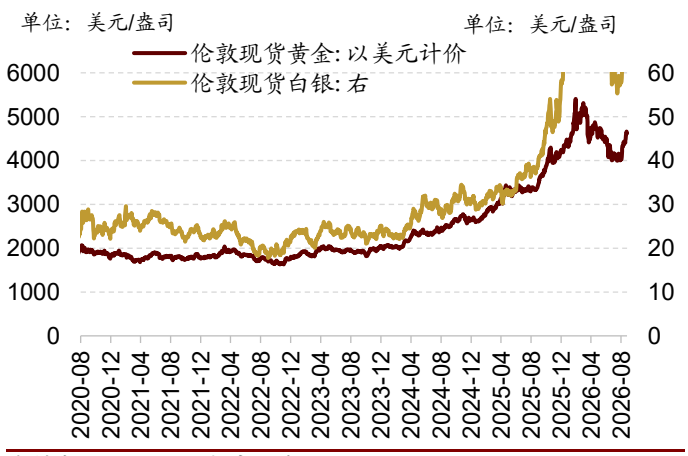
8 月工业金属价格多数上行，库存普遍下行。截止 8 月 27 日，铜、锌、锡、铝、铅价格月环比上行，钴、镍价格月环比下行；铝、锌、锡、铅、铜库存下行，镍库存上行。贵金属方面，黄金期现货价格上行，白银现货价格上行，期货价格上行。小金属方面，锑价格上行，稀土价格下行。

图 58：8 月 Brent 原油现货价格月环比下行 1.26%



资料来源：Wind、招商证券

图 59：黄金现货价格上行、白银现货价格上行



资料来源：Wind、招商证券

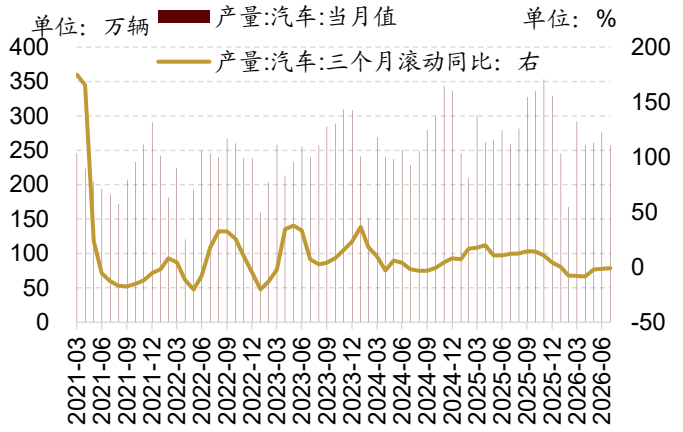
● 中游制造业：7 月汽车销量同比降幅收窄，7 月工业机器人产量同比增幅扩大

7 月汽车产量同比降幅收窄、销量同比降幅收窄，三个月滚动同比降幅收窄。根据中国汽车工业协会数据，7 月份，汽车产销分别完成 257.34 万辆和 258.44 万辆，环比分别下降 6.76%和 8.04%，产量同比降幅收窄至-0.68%，销量同比降幅收窄至-0.35%，三个月滚动同比降幅分别收窄至-1.04%、-1.90%。

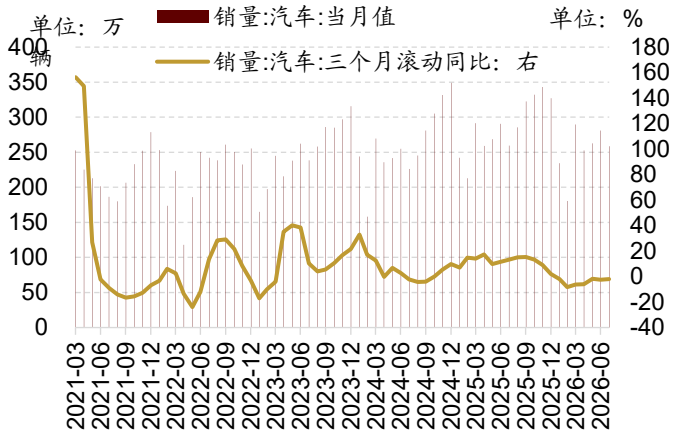
图 60：汽车产量三个月滚动同比降幅收窄至-1.04%

图 61：汽车销量三个月滚动同比降幅收窄至-1.90%

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：IFind、中国汽车工业协会、招商证券

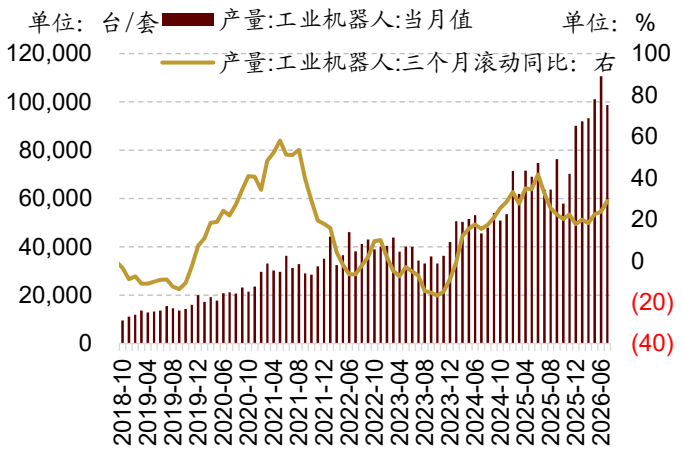


资料来源：IFind、中国汽车工业协会、招商证券

7 月工业机器人产量同比增幅扩大，三个月滚动同比增幅扩大。7 月工业机器人产量 9.9 万台/套，当月同比增幅扩大 2.10 百分点至 30.20%，三个月滚动同比增幅扩大 5.03 个百分点至 28.73%；1-7 月累计产量 63.51 万台/套，累计同比增幅扩大 0.50 个百分点至 28.50%。

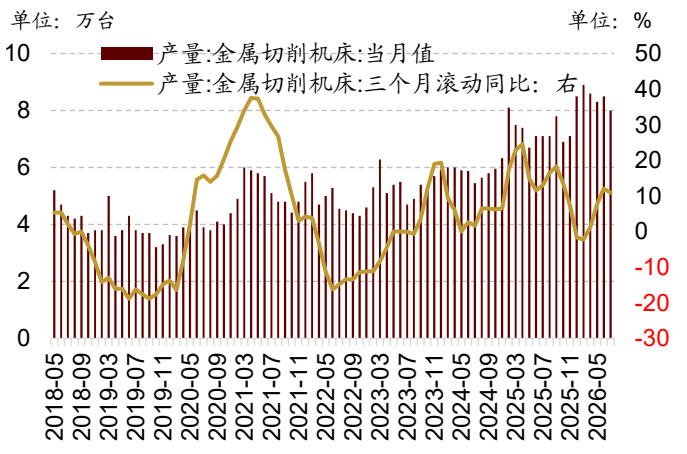
7 月金属切削机床产量同比增幅收窄，三个月滚动同比增幅收窄。7 月金属切削机床产量为 7.8 万台，同比增幅收窄 14.10 个百分点至 4.00%，三个月滚动同比增幅收窄 1.17 至 10.93%。1-7 月金属切削机床累计产量为 51.20 万台，同比增幅收窄 6.10 个百分点至 0.80%。

图 62：7 月工业机器人产量三个月滚动同比增幅扩大



资料来源：Wind、招商证券

图 63：7 月金属切削机床三个月滚动同比增幅收窄



资料来源：Wind、招商证券

● 消费服务：7 月居民消费价格指数同比增幅收窄，生猪养殖盈利改善

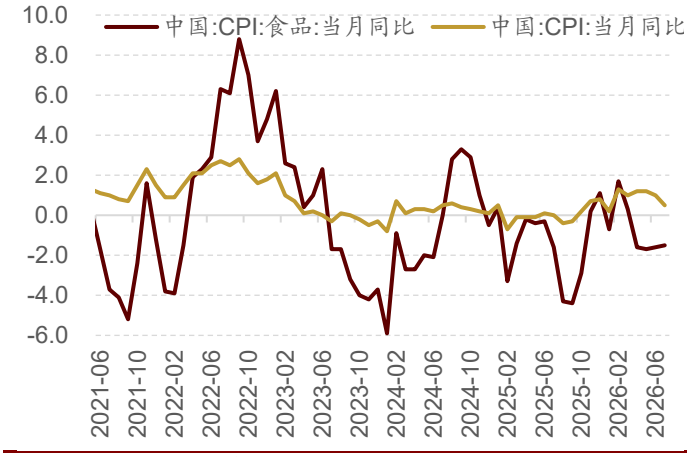
7 月份，全国居民消费价格指数（CPI）同比增幅收窄至 0.5%，食品类 CPI 同比降幅收窄至-1.5%。

8 月主产区生鲜乳价格持平，白酒批发价格总指数下行，名酒批发价格总指数下行。猪肉批发价上行，仔猪均价下行，生猪均价上行，自繁自养生猪养殖利润、外购仔猪养殖利润均上行。肉鸡苗平均价格上行，全国鸡肉市场价上行。玉米期货价格、棉花期货价格均上行，寿光蔬菜价格指数上行。

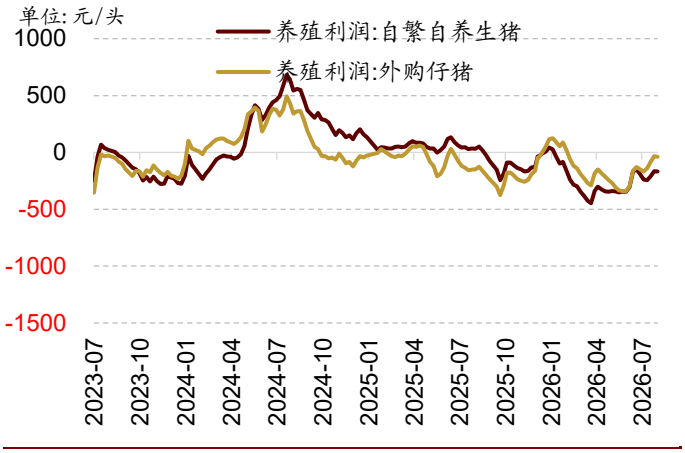
图 64：7 月居民消费价格指数同比增幅缩窄至 0.5%

图 65：生猪养殖利润月环比上行

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Wind、招商证券



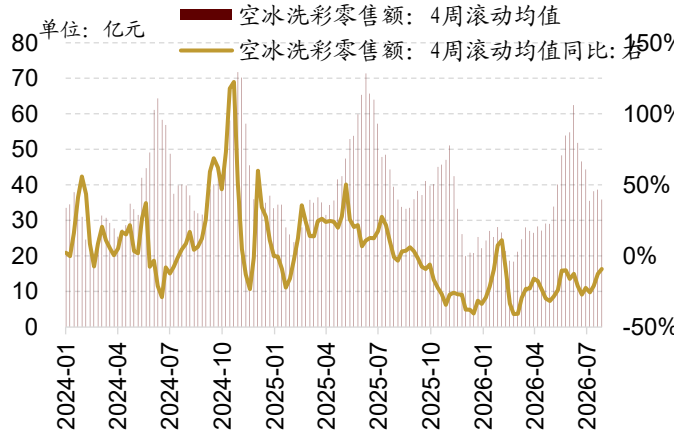
资料来源：Wind、招商证券

8 月票房收入、观影人次周均值及电影票价十日均值月环比均上行，电影上映场次周均值月环比下行。

8 月中国轻纺城日均成交量上行。**8 月空冰洗彩零售额四周滚动均值同比降幅收窄，10 月空调排产计划值同比由负转正，9 月冰箱冷柜排产计划值同比转负，洗衣机排产计划值同比增幅扩大。**

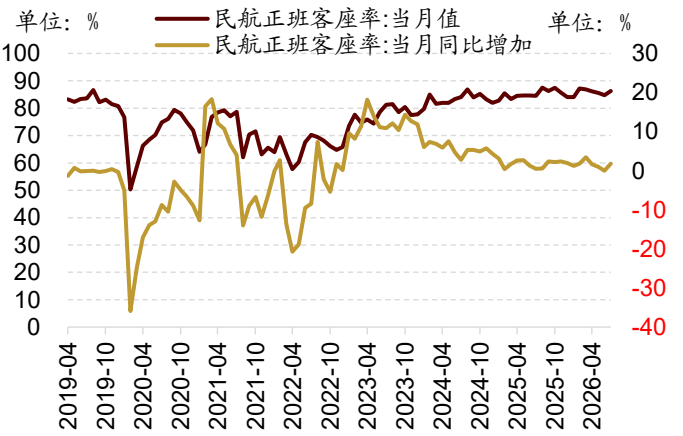
7 月民航正班客座率为 86.3%，同比上行 1.8 个百分点。7 月上海港口集装箱吞吐量为 467.78 万 TEU，当月同比增幅收窄至 1.33%。

图 66：8 月空冰洗彩零售额四周滚动均值同比降幅收窄



资料来源：Wind、招商证券

图 67：7 月民航正班客座率同比上行



资料来源：Wind、招商证券

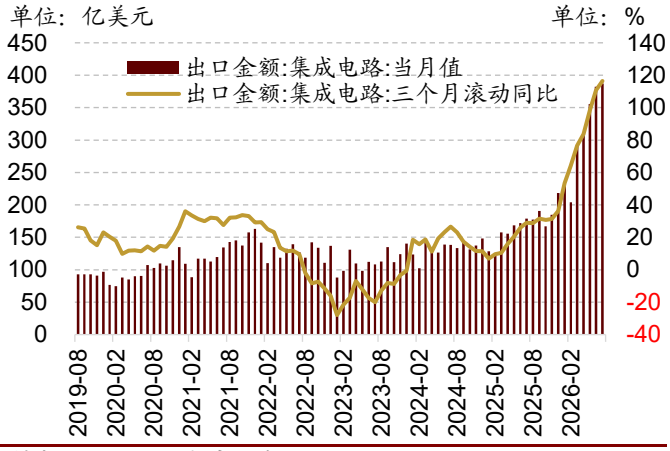
● 信息技术：7 月集成电路进口、出口金额三个月滚动同比增幅扩大，日本半导体制造设备出货额当月同比增幅扩大

7 月集成电路进口、出口金额同比增幅收窄，三个月滚动同比增幅扩大，当月贸易逆差扩大。7 月集成电路进口金额为 638.32 亿美元，当月同比增幅收窄 1.2 个百分点至 71.12%，累计同比增幅扩大 2.5 个百分点至 58.30%，三个月滚动同比增幅扩大 5.47 个百分点至 70.49%；集成电路出口金额为 387.39 亿美元，当月同比增幅收窄 5.32 个百分点至 116.57%，累计同比增幅扩大 3.4 个百分点至 99.50%，三个月滚动同比增幅扩大 5.66 个百分点至 116.44%。当月贸易逆差环比扩大 17.31%至 250.93 亿美元。

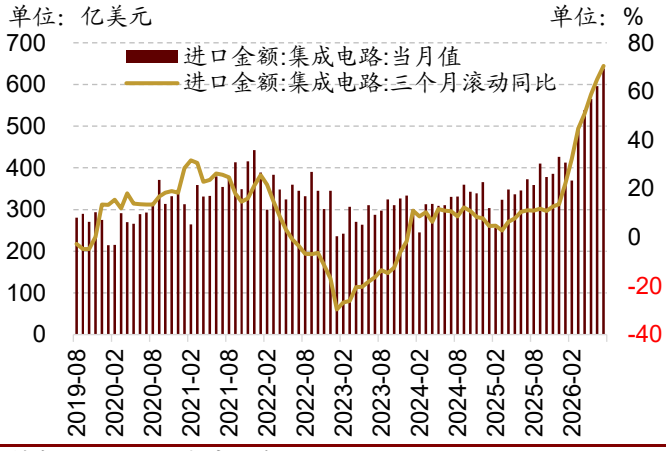
图 68：7 月集成电路出口金额三个月滚动同比增幅扩大

图 69：7 月集成电路进口金额三个月滚动同比增幅扩大

下载日志已记录，仅供内部参考



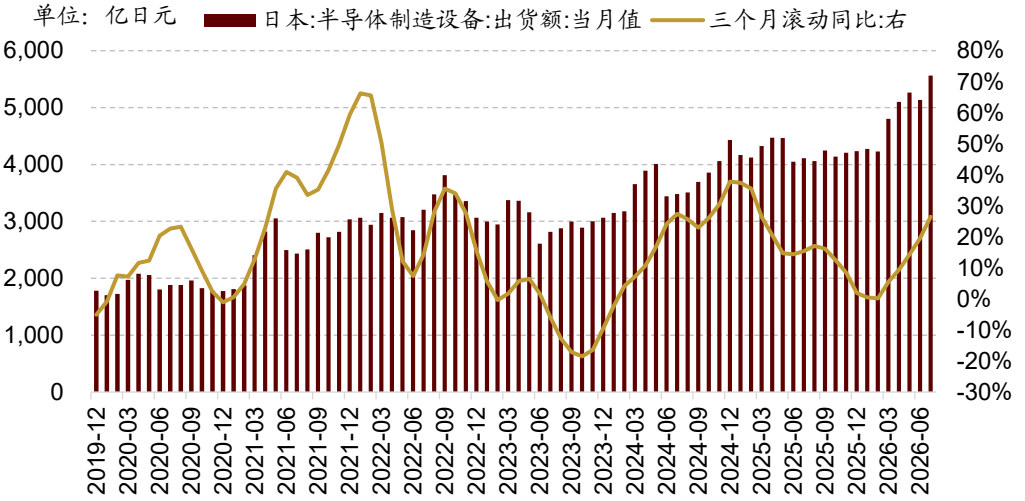
资料来源：Wind、招商证券



资料来源：Wind、招商证券

7 月日本半导体制造设备出货额当月同比增幅扩大，三个月滚动同比增幅扩大。7 月日本半导体制造设备出货额为 5562.2 亿日元，环比上行 8.30%，同比增幅扩大 8.41 个百分点至 35.35%，三个月滚动同比增幅扩大 7.1 个百分点至 26.5%。

图 70：7 月日本半导体制造设备出货额三个月滚动同比增幅扩大



资料来源：Wind，招商证券

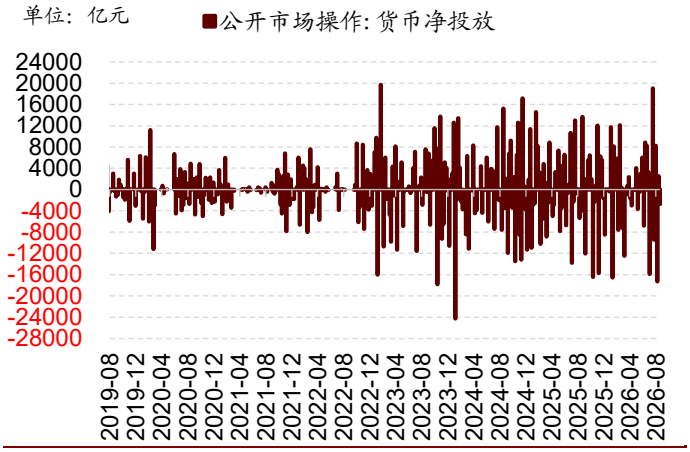
● 金融地产：A 股成交额下行，30 大中城市商品房成交面积下行

货币市场净回笼；隔夜/1 周/2 周 SHIBOR 利率月环比下行， 6 个月/1 年期国债到期收益率月环比上行。截至 8 月 27 日，隔夜/1 周/2 周 SHIBOR 月环比分别下行 5bp/4bp/1bp，**债券收益率方面，**6 个月/1 年期国债到期收益率较上月末分别上行 13bp/7bp。**汇率方面，**人民币兑美元升值。

A 股换手率、成交额下行。截至 8 月 27 日，上证 A 股换手率五日均值月环比下行 0.25 个百分点至 1.32%；沪深两市日成交额五日均值月环比下行 16.19%。

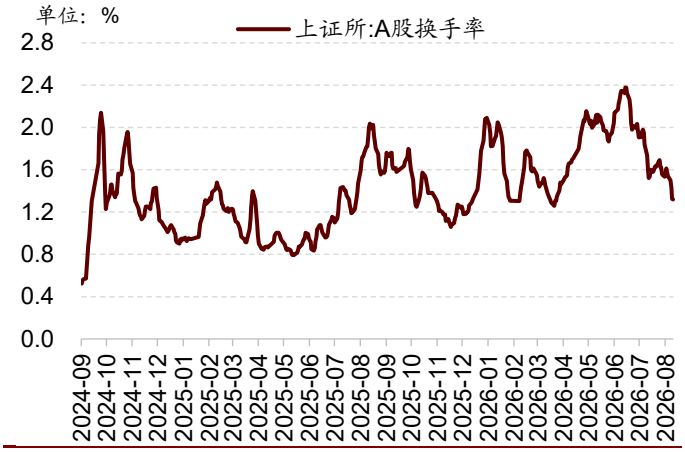
下载日志已记录，仅供内部参考

图 71：8 月货币市场净回笼



资料来源：Wind、招商证券

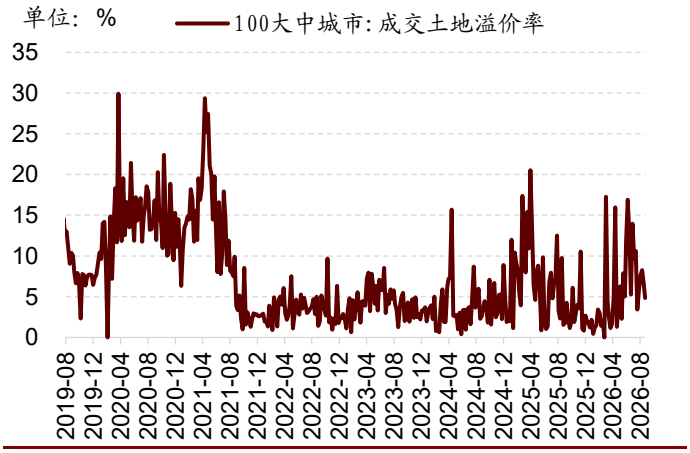
图 72：上证 A 股换手率五日均值月环比下行



资料来源：Wind、招商证券

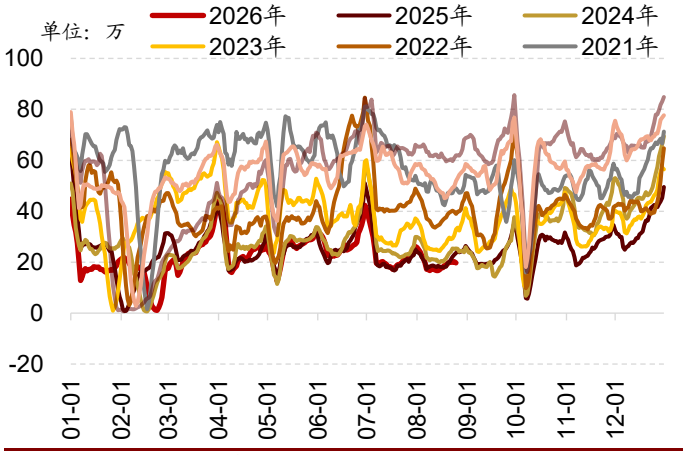
8 月土地成交溢价率月环比下行，30 大中城市商品房成交面积月环比下行。截至 8 月 23 日，100 大中城市土地成交溢价率当周值月环比下行 1.82 个百分点，截至 8 月 23 日，30 大中城市商品房成交面积 7 日均值月环比下行 3.45%。

图 73：土地成交溢价率月环比下行



资料来源：Wind、招商证券

图 74：30 大中城市商品房成交面积 7 日均值下行



资料来源：Wind、招商证券

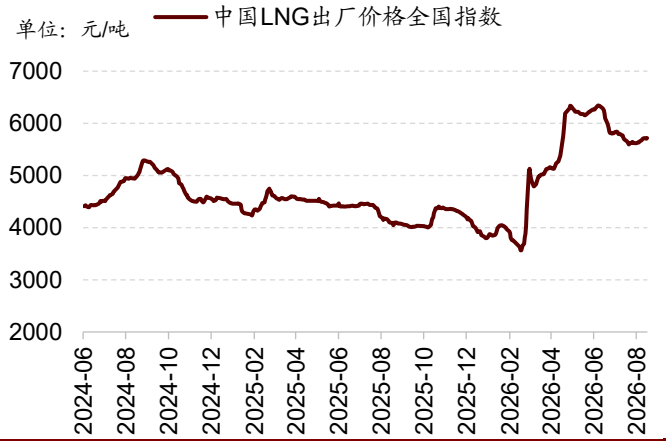
● 公用事业：我国天然气出厂价上行，1-7 月铁路固投同比增幅收窄

我国天然气出厂价上行，英国天然气期货结算价上行。截至 8 月 27 日，我国天然气出厂价报 5786 元/吨，月环比上行 1.37%；截至 8 月 28 日，英国天然气期货结算价月环比上行 0.17%至 168.49 便士/色姆。

1-7 月份铁路固定资产投资完成额累计值为 4406 亿元，同比增幅收窄 0.29 个百分点至 1.76%，三个月滚动同比增幅扩大至 0.63%。

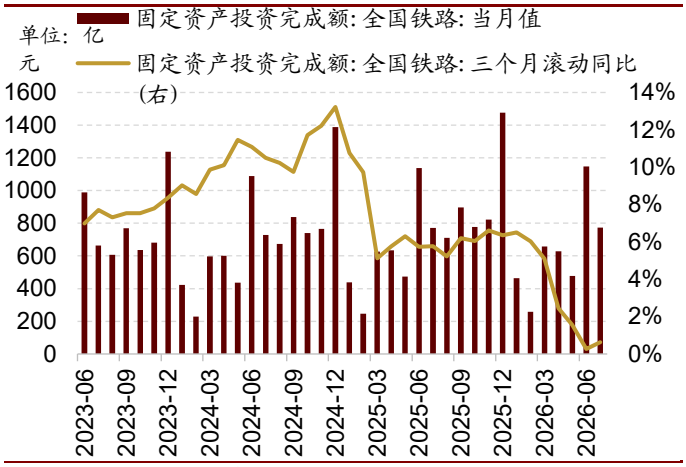
下载日志已记录，仅供内部参考

图 75：8 月中国 LNG 天然气出厂价环比上行



资料来源：Wind、招商证券

图 76：7 月铁路固投三个月滚动同比增幅收窄



资料来源：Wind、招商证券

➢ 中观景气和行业推荐小结

展望 9 月份，海外与国内宏观的边际变化，共同把 9 月 A 股推向**"更重业绩、更重结构"**的阶段。国内经济延续"总量不强、产业不弱、结构分化加剧"的格局，出口链、高技术制造与资本品订单与现金流仍有支撑，地产链、传统消费与弱财政依赖行业修复偏慢；海外方面，美国正陷入"增长目标—价格稳定—财政可持续"的三角约束；**综合来看，外需、科技资本开支与资源价格决定分子端，长端美债、资金成本与交易拥挤决定分母端。企业盈利方面，A 股中报预计实现加速改善，TMT 与资源品仍是盈利的主要贡献，医药与金融地产业绩加速修复。**重点关注盈利增速较高或边际改善的方向，如 AI 算力链、出海链以及部分低基数修复领域。

景气方面，8 月份景气较高的领域主要集中在上游资源品、中游制造和消费服务板块。资源品板块钢材、煤炭、工业金属及多数化工品价格上涨；信息技术领域存储器价格延续上行；中游制造板块光伏产业链价格回升，工业机器人产量同比增幅扩大；金融地产板块 A 股交投活跃度下行，地产成交仍偏弱；消费服务板块猪肉、玉米、棉花等价格上涨；公用事业燃气价格上行。**细分领域，**当前行业景气已呈现较为清晰的梯队式修复：以 AI 算力链和证券为代表的高景气方向景气延续最强；以有色金属、化工新材料为代表的顺周期板块受益于价格和库存周期共振；以航天装备、化学制药自动化设备为代表的成长制造链则处于边际修复阶段。

结合中观景气、盈利能力、筹码分布、估值、交易、周期阶段和赛道价值等多个维度，本期行业配置建议主要围绕**"AI 算力链、出海链、低估值改善"**的方向展开。**1）AI 算力链**（如半导体、通信设备），量价齐升延续，涨价沿存储向 PCB、元件、服务器扩散，业绩兑现确定性最高；**2）出海链**（机械设备、电力设备等），受益于外需韧性与全球资本开支周期，景气持续性较强；**3）低估值边际改善领域**（医药、煤炭、农林牧渔等），仍然是当前平滑市场波动的重要选择。综合景气、盈利、估值和资金面，9 月建议重点关注**电子（半导体、电子化学品）、电力设备（电池、电网设备）、机械设备（通用设备、专用设备）、化学制药、农林牧渔（种植业、养殖业）和煤炭**。

表 23：近期值得关注的细分行业推荐

细分行业	推荐理由
电子（半导体、电子化学品）（801080.SI）	1）截至 8 月 28 日，半导体行业中报披露进度达到 85%，单季度利润增速（整体法）在 26 年 Q1 和 Q2 分别保持在 178.4%和 261.9%的高位，**量价共振驱动盈利确定性修复。**2）**半导体周期进入加速上行阶段，出口与产量同步高增。**全球半导体销售额同比增幅持续扩大，7 月集成电路产量当月同比增幅扩大至 20.7%；7 月集成电路出口金额 387.4 亿美元，当月同比增幅达 116.6%。**3）存储价格高位延续，供需偏紧格局未改。**DRAM 现货价持续上涨，AI 算力与数据中心需求持续旺盛，存储晶圆供给受限，供需偏紧下价格有望延续高位上行，涨价正实质性进入原厂与模组厂商的利润表。**4）半导体设备与材料景气沿链外溢。**7 月日本半导体制造设备出货额同比增幅扩大，北美 PCB 订单量持续上涨，反映算力硬件景气持续向设备与材料端传导。
电力设备（电池、电网设备）（801730.SI）	**1）中报盈利改善，电池弹性居前。2）锂电材料价格企稳回升，**光伏供给出清后价格现企稳信号。**3）新型电力系统建设提速，**电网设备需求有支撑。4）产业催化方面锂电储能需求向好，AIDC 基建提速，对应数据中心电源、变压器等需求旺盛，中国凭借全产业链和高性价比优势有望加速海外渗透。

下载日志已记录，仅供内部参考

机械设备（专用设备、通用设备）（801890.SI）	1）中报盈利改善。盈利修复主要集中于出海与高景气赛道，传统机械修复偏慢。**2）出口订单推动行业结构性修复。**7月挖掘机销量当月同比增幅收窄至13.9%（前值为35.3%），但挖掘机出口累计同比31.7%，维持高增；装载机销量当月同比增幅扩大至30.8%，其中出口同比增长34.9%。**3）专用设备受益于AI基建快速发展，电力重构以及新技术周期。4）通用设备当前处于低位复苏阶段，**科技升级有望驱动订单改善，机床刀具等有望受益；后续若政府开支回暖，实物工作量落地有望加速行业周期修复。此外，叉车受益于海外产能转移与电动化和智能物流需求。
医药（化学制药）（801151.SI）	1）政策端，8月19日《全民医疗保障“十五五”规划》进一步明确支持高水平创新药形成与高投入、高风险相匹配的价格，并完善商保创新药目录，政策导向由单纯控费进一步转向价值购买和支持创新。**2）出海端，国产创新药通过海外授权、产品出海和国际临床扩大收入边界。**上半年中国创新药BD交易额达997亿美元、首付款约50亿美元，海外授权持续高景气。全球药企开始系统性采购中国资产，BD首付款改善现金流、里程碑付款抬升远期价值。3）业绩端，新品放量、BD收入确认及创新药产业链回暖共同推动盈利改善。4）产业催化和事件方面，Moderna与默沙东合作的个性化mRNA癌症疫苗联合Keytruda治疗黑色素瘤的Ⅲ期试验达到主要及关键次要终点，全球创新成果继续验证产业空间。
农林牧渔（种植业、养殖业）（801010.SI）	**1）种植链方面，厄尔尼诺强度预期继续上调，并可能在四季度达到高点。**气候异常对农产品价格的影响通常存在时滞，供给预期收紧有望推动相关品种价格中枢上移；**2）种业方面，粮食安全、农业补贴和生物育种产业化构成中期支撑。**随着三季度预售逐步启动，若粮价和种植收益改善，种子需求、提价能力与渠道回款有望同步修复；3）生猪方面，行业仍处于供给偏宽、需求偏弱和现金流承压阶段，此前持续亏损叠加产能调控将加快低效母猪退出。政策面多次强调稳价保供，行业量价有望持续回暖。
煤炭（801950.SI）	**1）供给端明显收紧，**7月规上原煤产量同比下降10.1%，1-7月累计下降2.9%，叠加主产区安监维持高压，短期供给难以快速释放，对煤价形成较强支撑。 **2）价格端，8月动力煤延续稳中偏强**，8月24日秦皇岛港Q5500K动力煤升至860元/吨；进入9月后迎峰度夏需求逐步退坡，但“金九”非电需求恢复以及秋冬补库预期升温，有望接力支撑煤价。 **3）业绩端，**煤价企稳及成本改善已明显向利润端传导。 4）当前科技成长板块波动和风格切换加快，煤炭龙头现金流稳定、估值相较高景气成长板块仍具优势且高分红属性突出，在基本面改善的同时兼具防御价值。

资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

六、赛道及产业趋势投资

1、9 月赛道和产业趋势重点关注

9 月重点关注 5 大边际改善的赛道：半导体、海外算力、化工、农业和机器人。

表 24：9 月赛道推荐

推荐赛道	指数	推荐理由
半导体	半导体设备指数（8841321.WI） 半导体材料（850813.SL） 先进封装（8841297.WI）	截至 6 月底，全国智能算力规模同比增长 177%，达到每秒 2185 百亿亿次浮点运算，郑州国家超算互联网核心节点已采用首个全国产 10 万卡算力集群，全国超六成算力纳入统一监测，国家发改委估计，“十五五”时期算力网建设将新增直接投资 4 万亿元，重点投向算电协同和超大规模智算集群。此外，国家统计局 8 月 17 日披露，7 月集成电路制造、电子工业专用设备制造、电子专用材料制造行业增加值分别增长 109.3%、34.8%和 30.8%，制造端景气正在向设备和材料传导。整体看，国产算力进入 9 月继续向真实集群建设和商业化部署推进，投资机会重点关注国产半导体设备、半导体材料、先进封测。
海外算力	光模块指数（8841258.WI） PCB 概念（885959.TI）	8 月 27 日，英伟达披露 FY2027 Q2 业绩，收入 962 亿美元，同比增长 106%，其中数据中心收入 890 亿美元，同比增长 117%，预计下一财年收入增长约 70%；同时，公司披露 Vera Rubin 平台正在进入全面量产，预计其将在 Q3 贡献约 20%的数据中心收入。光模块方向，8 月 14 日英伟达宣布 Spectrum-X Ethernet Photonics 进入全面量产，实现激光器数量减少 4 倍、功耗降低 5 倍、平均故障间隔时间提升 10 倍，AI 集群扩张正继续推升高速光互联需求；同时，光模块龙头新易盛披露 800G 已成为主力出货产品，1.6T 光模块在二季度加速放量，光模块业绩和规模放量得到充分验证。PCB 方向，8 月 28 日覆铜板龙头建滔积层板年内第七次涨价：对所有厚度 FR-4 覆铜板统一涨价 10%；PP 半固化片分规格调价，7628（含）以上厚布 PP 涨价 10%，7628 以下薄布 PP 涨价 20%。整体看，海外算力仍应重点关注光模块、AI 服务器 PCB、液冷、电源等高价值环节。
化工	全指化工（H30187.CSI） 氟化工（884036.TI）	氟化工是当前确定性较强的主线，三代制冷剂受配额管理约束，2026 年 HFCs 生产配额总量与 2025 年接近，供给弹性有限；8 月初 R32 内贸报价已升至 6.45-6.55 万元/吨，较二季度继续上行，R134a、R22 等品种也维持高位，价格支撑来自空调旺季、冷链补库以及新能源车热管理需求。电子化学品方面，AI 算力和国产半导体扩产带动电子级氢氟酸、含氟电子特气、光刻胶配套材料等需求提升，化工板块与国产半导体链形成联动。磷化工方面，8 月三氯化磷、黄磷等品种价格环比上涨，磷酸铁、磷酸铁锂等新能源材料需求仍提供托底。整体看，9 月化工赛道应聚焦具备供给管控、国产替代和新能源需求支撑的细分方向，重点关注制冷剂、氟化工新材料、电子化学品和磷化工材料。
农业	农业指数（700649.TI）	8 月以来海外粮价明显走强，8 月 28 日收盘芝加哥小麦期货升至 2023 年 2 月以来最高水平，单周上涨约 12%、年内累计涨幅超过 50%；玉米期货升至 2023 年 7 月以来最高水平，8 月累计上涨 15.6%。本轮粮价上涨并非单一事件驱动：气候层面，厄尔尼诺已经形成并持续增强，WMO 预计其在秋季继续强化、11 月附近达到阶段性峰值，NOAA 亦预计 2026 年秋冬季出现很强厄尔尼诺的概率较高。美国农业部 8 月下调玉米产量预期，欧洲高温干旱亦压制玉米和小麦产量；与此同时，俄乌紧张局势升级扰动黑海粮食运输，俄罗斯和乌克兰合计占全球小麦出口量四分之一以上，出口能力下降进一步放大全球粮食供给风险。值得关注的是，近期农业板块开始与农产品期货形成更加明显的联动，并由此前相对独立的题材上涨逐步转向与指数共振，反映资金对于农业的定位可能正在从低位投机轮动向具备价格主线支撑的方向切换。从交易层面看，农业板块此前经历长期调整，整体具备位置较低、筹码相对较轻、市值偏小和价格催化直接等特点，在科技方向持续交易后市场存在一定审美疲劳的环境下，粮价上涨与后续秋冬季天气扰动有望持续提供催化。整体看，9 月农业有望进一步向重要投机支线演绎，建议关注种植业、种业及粮价上涨弹性较高的相关方向。
机器人	机器人概念（885517.TI） 人形机器人（886069.TI）	8 月 20 日发布的《2026 年人形机器人产业发展报告》显示，2026 年上半年中国人形机器人出货量已超 4 万台，全球占比提升至 97%，国内厂商在各类场景交付中已经形成较强供给能力。同时，2026 世界机器人大会启动“全球机器人应用探索计划”，每年遴选 1000 个应用场景开展免费试用和二次开发，推动机器人从展示走向真实场景验证。整体看，9 月机器人板块的机会更偏产业催化和零部件弹性，短期关注确定性更强的核心零部件和应用验证环节，包括丝杠、减速器、六维力传感器、灵巧手、伺服电机以及控制器。

资料来源：招商证券

展望 9 月，配置思路围绕国产半导体自主可控、海外 AI 算力景气兑现、化工供给约束与新材料需求、农业稳产保供、机器人产业催化五条主线展开。半导体看国家算力基础设施建设带动设备、材料、先进封装等制造端配套需求，海外算力看英伟达业绩超预期后 AI 服务器订单、光模块放量和 PCB 涨价链条延续，化工看制冷剂配额约束、电子材料国

下载日志已记录，仅供内部参考

产替代和磷化工价格修复，农业看粮食供给扰动和板块前期低位后交易属性出现的变化，机器人看具身智能技术迭代、应用场景试用和核心零部件国产化。具体推荐半导体、海外算力、化工、农业、机器人。

半导体方向，推荐逻辑是国内智能算力规模快速扩张，正在形成超节点、算力集群和全国一体化算力网。截至 6 月底，全国智能算力规模同比增长 177%，达到每秒 2185 百亿亿次浮点运算，郑州国家超算互联网核心节点已采用首个全国产 10 万卡算力集群，全国超六成算力纳入统一监测，国家发改委估计，“十五五”时期算力网建设将新增直接投资 4 万亿元，重点投向算电协同和超大规模智算集群。此外，国家统计局 8 月 17 日披露，7 月集成电路制造、电子工业专用设备制造、电子专用材料制造行业增加值分别增长 109.3%、34.8%和 30.8%，制造端景气正在向设备和材料传导。整体看，国产算力进入 9 月继续向真实集群建设和商业化部署推进，投资机会重点关注国产半导体设备、半导体材料、先进封测。

海外算力方向，推荐逻辑是 AI 资本开支继续向服务器、存储和高速互联需求兑现。8 月 27 日，英伟达披露 FY2027 Q2 业绩，收入 962 亿美元，同比增长 106%，其中数据中心收入 890 亿美元，同比增长 117%，预计下一财年收入增长约 70%；同时，公司披露 Vera Rubin 平台正在进入全面量产，预计其将在 Q3 贡献约 20%的数据中心收入。光模块方向，8 月 14 日英伟达宣布 Spectrum-X Ethernet Photonics 进入全面量产，实现激光器数量减少 4 倍、功耗降低 5 倍、平均故障间隔时间提升 10 倍，AI 集群扩张正继续推升高速光互联需求；同时，光模块龙头新易盛披露 800G 已成为主力出货产品，1.6T 光模块在二季度加速放量，光模块业绩和规模放量得到充分验证。PCB 方向，8 月 28 日覆铜板龙头建滔积层板年内第七次涨价：对所有厚度 FR-4 覆铜板统一涨价 10%；PP 半固化片分规格调价，7628（含）以上厚布 PP 涨价 10%，7628 以下薄布 PP 涨价 20%。整体看，海外算力仍应重点关注光模块、AI 服务器 PCB、液冷、电源等高价值环节。

化工方面，9 月推荐逻辑主要来自供给约束、价格修复和新兴需求扩张。氟化工是当前确定性较强的主线，三代制冷剂受配额管理约束，2026 年 HFCs 生产配额总量与 2025 年接近，供给弹性有限；8 月初 R32 内贸报价已升至 6.45-6.55 万元/吨，较二季度继续上行，R134a、R22 等品种也维持高位，价格支撑来自空调旺季、冷链补库、新能源车热管理需求以及海外制冷剂替代节奏放缓。电子化学品方面，AI 算力和国产半导体扩产带动电子级氢氟酸、含氟电子特气、光刻胶配套材料等需求提升，化工板块与国产半导体链形成联动。磷化工方面，8 月三氯化磷、黄磷等品种价格环比上涨，磷酸铁、磷酸铁锂等新能源材料需求仍提供托底。整体看，9 月化工赛道应聚焦具备供给管控、国产替代和新能源需求支撑的细分方向，重点关注制冷剂、氟化工新材料、电子化学品和磷化工材料。

农业方向，推荐逻辑是全球粮食供给扰动加剧、农产品价格加速上涨，以及前期低位下板块交易属性出现变化。8 月以来海外粮价明显走强，8 月 28 日收盘芝加哥小麦期货升至 2023 年 2 月以来最高水平，单周上涨约 12%、年内累计涨幅超过 50%；玉米期货升至 2023 年 7 月以来最高水平，8 月累计上涨 15.6%。本轮粮价上涨并非单一事件驱动：气候层面，厄尔尼诺已经形成并持续增强，WMO 预计其在秋季继续强化、11 月附近达到阶段性峰值，NOAA 亦预计 2026 年秋冬季出现很强厄尔尼诺的概率较高。美国农业部 8 月下调玉米产量预期，欧洲高温干旱亦压制玉米和小麦产量；与此同时，俄乌紧张局势升级扰动黑海粮食运输，俄罗斯和乌克兰合计占全球小麦出口量四分之一以上，出口能力下降进一步放大全球粮食供给风险。值得关注的是，近期农业板块开始与农产品期货形成更加明显的联动，并由此前相对独立的题材上涨逐步转向与指数共振，反映资金对于农业的定位可能正在从低位投机轮动向具备价格主线支撑的方向切换。从交易层面看，农业板块此前经历长期调整，整体具备位置较低、筹码相对较轻、市值偏小和价格催化直接等特点，在科技方向持续交易后市场存在一定审美疲劳的环境下，粮价上涨与后续秋冬季天气扰动有望持续提供催化。整体看，9 月农业有望进一步向重要投机支线演绎，建议关注种植业、种业及粮价上涨弹性较高的相关方向。

机器人方向，9 月推荐逻辑主要来自产业催化和核心零部件放量预期。8 月 20 日发布的《2026 年人形机器人产业发展报告》显示，2026 年上半年中国人形机器人出货量已超 4 万台，全球占比提升至 97%，国内厂商在各类场景交付中已经形成较强供给能力。同时，2026 世界机器人大会启动“全球机器人应用探索计划”，每年遴选 1000 个应用场景开展免费试用和二次开发，推动机器人从展示走向真实场景验证。整体看，9 月机器人板块的机会更偏产业催化和零部件弹性，短期关注确定性更强的核心零部件和应用验证环节，包括丝杠、减速器、六维力传感器、灵巧手、伺服电机以及控制器。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 77：关键产业趋势和主题变化



资料来源：招商策略团队整理

2、赛道投资关注方向专题：国产大模型下压价格中枢，AI 应用逐步打开市场空间

当前模型能力提升服务参数规模和榜单竞争的属性逐步减弱，围绕低成本调用和内容生产效率展开是未来的大势所趋。国产厂商一方面通过更低 API 价格和更高并发能力降低开发者接入门槛，推动国产大模型调用量上升；另一方面 AI 应用正在逐步扩张边界，进一步覆盖内容生产、智能营销、影视制作等更广泛应用环节。整体来看，国产大模型的核心趋势是以性价比和工程化能力提升商业渗透率，以 Agent 能力打开应用空间，并通过快速迭代对海外闭源模型的价格体系和应用生态形成持续压力。

➢ DeepSeek-V4-Flash 正式版上线公测

2026 年 7 月 31 日，DeepSeek-V4-Flash 正式版 API 上线公测，模型结构和尺寸与 DeepSeek-V4-Flash-Preview 保持一致，采用 MoE 架构，总参数 0.284 万亿，支持 100 万 tokens 上下文，相比 Pro 版本，Flash 是强调快速、高效和更具经济性的选择。此次升级通过后训练、Agent 任务优化、工具调用协议适配和接口兼容性增强，把原有 V4-Flash Preview 更明确地产品化为正式版 API 公测服务。

模型能力层面，V4-Flash 正式版最突出的变化是 Agent 能力明显增强，尤其偏向代码 Agent、终端任务和自动化开发流程。官方披露的基准测试中，V4-Flash 在 Terminal Bench 2.1、 DeepSWE、Agents' Last Exam 测试中都接近全球领先大模型 Opus-4.8。同时，V4-Flash 正式版仅使用了 Pro 预览版六分之一的总参数，以及不到四分之一的激活参数，便大幅度完成了对 Pro 预览版的反超，表明 V4-Flash 正式版的定位已成为面向开发者工作流的高性价比 Agent 底座。

表 25：DeepSeek-V4-Flash 在各项测试中的表现

Benchmark	DeepSeek-V4-Flash-0731	DeepSeek-V4-Flash-Preview	DeepSeek-V4-Pro-Preview	GLM-5.2	Opus-4.8
Terminal Bench 2.1	82.7	61.8	72.1	81.0	85.0
NL2Repo	54.2	39.4	38.5	48.9	69.7
Cybergym	76.7	38.7	52.7	-	83.1
DeepSWE	54.4	7.3	12.8	46.2	58.0
Toolathlon-Verified	70.3	49.7	55.9	59.9	76.2
Agents' Last Exam	25.2	15.8	16.5	23.8	25.7
AutomationBench (Public)	25.1	10.8	12.8	12.9	27.2
DSBench-FullStack	68.7	37.0	41.8	61.8	71.6
DSBench-Hard	59.6	25.8	31.1	54.5	71.7

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：DeepSeek，招商证券

DeepSeek 最引人瞩目的是其保持高性能的同时，价格远低于目前最新旗舰大模型，重新下压了高性能模型的价格中枢。DeepSeek-V4-Flash 正式版输入缓存命中价格为 0.0028 美元/百万 tokens，输入缓存未命中为 0.14 美元/百万 tokens，输出为 0.28 美元/百万 tokens。相比之下，即使经过降价，OpenAI 当前最新模型中同样主打快速高效的模型 GPT-5.6 Luna 输入 0.2 美元/百万 tokens、输出 1.2 美元/百万 tokens；DeepSeek-V4-Flash 的输出价格更是仅为 OpenAI、Anthropic 最新旗舰大模型约十分之一。

表 26：DeepSeek-V4-Flash 定价远低于目前最新旗舰大模型（价格单位均为美元/百万 tokens）

厂商	模型	输入价格	缓存输入价格	输出价格
OpenAI	GPT-5.6 Sol	5	0.5	30
OpenAI	GPT-5.6 Terra	2	0.2	12
OpenAI	GPT-5.6 Luna	0.2	0.02	1.2
Anthropic	Claude Opus 5	5	-	25
DeepSeek	DeepSeek-V4-Flash	0.14	0.0028	0.28
月之暗面	Kimi K3	3	0.3	15

资料来源：OpenAI，Anthropic，DeepSeek，月之暗面，招商证券

对海外大模型厂商，其价格体系被迫重新分层。海外闭源模型“旗舰能力+生态绑定+企业安全”所维持的高 API 溢价在以 DeepSeek 为代表的国内模型冲击下，其高价的 token 使用频次会被压缩。企业层面，海外大模型的商业模式和估值逻辑承压：海外头部模型厂商背后往往绑定巨额训练投入、云算力采购和资本开支，如果 API 单价持续下行，市场会开始质疑模型收入能否覆盖持续扩张的算力成本，DeepSeek 证明高能力、低价格可以成为市场有效竞争策略后，海外厂商只能依靠更大的调用量、更高的企业渗透率和更强的产品闭环来摊薄成本。

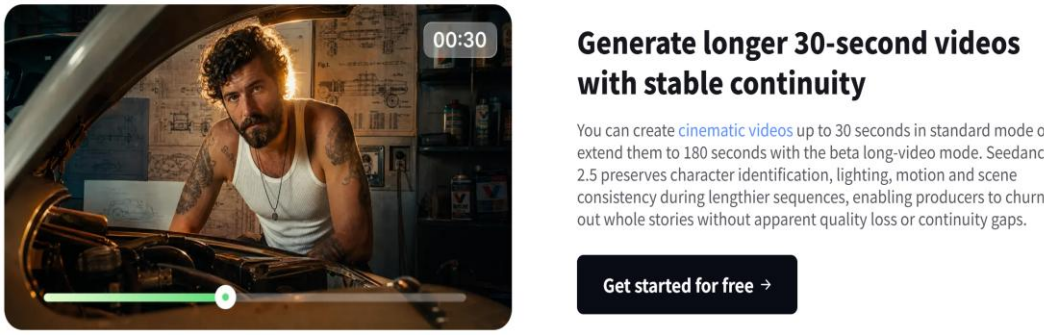
➢ 字节跳动正式推出新一代视频生成模型 Seedance 2.5

2026 年 7 月 31 日，字节跳动 Seed 团队正式推出新一代视频生成模型 Seedance 2.5。作为字节跳动在多模态大模型领域的最新突破，Seedance 2.5 的发布标志着 AI 视频生成技术逐渐迈向可工业化交付阶段。从产品定位看，Seedance 2.5 面向广告、电商、社交媒体、短剧、教育内容和创意设计等高频视频生产场景，其核心能力包括生成 30 秒视频、支持最多 50 个输入，可用于 4K 电影感短片、稳定角色、真实运动和更强控制。

Seedance 2.5 最值得关注的是它把 AI 视频生成从单次生成能力进一步推向可控生产流程。视频内容的商业价值不只在于清晰度和画面美感，更来自角色稳定、镜头连贯和对产品演绎的准确性。Seedance 2.5 将单段连续生成时长提升到 30 秒，能够承载广告片、产品展示、剧情片段和知识动画中的完整表达单元，并通过更稳定的镜头运动、更一致的人物形象和同步音频，帮助创作者生成可直接用于广告、社交帖子、预告片和预视觉化的内容。当下 AI 视频应用的难点并不在于生成几秒钟惊艳画面，而在于能否持续输出符合商业要求的内容，如果模型只能生成短片段，创作者仍然需要大量拼接和重剪，Seedance 2.5 成功做到在 30 秒内保持主体、场景、运动和镜头语言的一致性，AI 视频就更容易在应用端进入各个平台的标准工作流。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 78：Seedance 2.5 将单段连续生成时长提升到 30 秒



资料来源：Dreamina，招商证券

其次，Seedance 2.5 多模态参考能力显著提升，其支持最多 50 个多模态参考输入，能够同时接收文本、图片、视频、音频、角色表、故事板等重要设定。针对传统视频模型无法精准还原指定人物、特定道具或复杂背景的痛点，Seedance 2.5 在多模态条件控制上实现了数量级上的扩容。这种极其强大的多模态参考容纳力，极大地解放了导演与设计人员的创意束缚，使创作者能够在统一的视听语言框架下精准调度复杂的人物关系与场景交替。

此外，Seedance 2.5 还具备 3D 白模预览和镜头控制能力。Seedance 2.5 引入 3D 白模预视觉化能力，可以通过低保真空间布局和风格参考生成更稳定的视频画面，并与 Maya、Blender 等专业 3D 软件工作流形成连接。这项能力赋予了 AI 视频接收空间布局、镜头路径和场景阻挡信息的功能，对于影视预演、动画制作、游戏宣发和复杂广告拍摄而言，创作者可以先用白模搭建镜头结构，再让模型渲染成电影化画面，这种方式更符合专业团队的制作习惯，也提高了 AI 生成结果的可预测性。

➢ DeepSeek 布局 AI 智能体场景

8 月 13 日，DeepSeek 不仅正式发布旗舰模型 V4 Pro，同时官宣了其首款 Agent 产品 DeepSeek Harness，提升模型在真实代码智能体场景中的可用性。

DeepSeek V4 Pro 的显著提升主要集中在 Agent 执行，与 V4 Pro Preview 相比，正式版几乎在所有 Agent 相关评测上大幅跃升。Terminal Bench 2.1 从 72.1 提升至 87.9，已经接近 Kimi-K3 和 Fable 5 的水平，说明其在终端环境中的命令执行和任务推进能力明显增强；NL2Repo 从 38.5 升至 61.5，表明模型将自然语言需求转化为代码仓库实现的能力大幅改善；DeepSWE 从 12.8 跃升至 62.7，是提升最明显的项目之一，意味着其在真实软件工程修复和代码任务中的可用性已经明显提高。整体看，V4 Pro 正式版相比 Preview 阶段已经显著补齐模型能力，尤其在终端操作、自动化任务、网络安全和复杂工程任务上表现突出。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 79：DeepSeek V4 Pro 正式版较预览版性能大幅提升

Benchmarks	DeepSeek-V4-Pro-0813	DeepSeek-V4-Flash-0731	DeepSeek-V4-Pro-Preview	DeepSeek-V4-Flash-Preview	GLM-5.2	Kimi-K3	Opus-4.8	Fable 5 (w/ fallback)
HLE (wo/w tools)	42.7/60.0	37.8/51.5	37.7/48.2	34.8/45.1	40.5/54.7	43.5/56.0	49.8/57.9	53.3/63.0
Terminal Bench 2.1	87.9	82.7	72.1	61.8	81.0	88.3	85.0	88.0
NL2Repo	61.5	54.2	38.5	39.4	48.9	-	69.7	-
Cybergym	83.3	76.7	52.7	38.7	-	80.0	78.3	83.1
DeepSWE	62.7	54.4	12.8	7.3	46.2	67.5	58.0	70.0
Toolathlon-Verified	74.1	70.3	55.9	49.7	59.9	76.5	76.2	77.9
Agents' Last Exam	25.7	25.2	16.5	15.8	23.8	27.6	25.7	-
AutomationBench (Public)	31.8	25.1	12.8	10.8	12.9	30.8	27.2	29.1
DSBench-FullStack	71.1	68.7	41.8	37.0	61.8	73.7	71.6	77.2
DSBench-Hard	67.2	59.6	31.1	25.8	54.5	63.0	71.7	68.3

DeepSeek V4 Pro 正式版模型在 Agent 相关评测集上的表现以及与其他前沿模型的对比 deepseek

资料来源：DeepSeek，招商证券

DeepSeek V4 Pro 仍然延续具有冲击力的定价：目前缓存命中输入 0.025 元/百万 tokens，缓存未命中输入 3 元/百万 tokens，输出 6 元/百万 tokens。同时，DeepSeek 宣布 8 月 17 日零点起，V4 Pro 采用峰谷定价，空闲时段缓存命中输入 0.15 元、缓存未命中输入 4.5 元、输出 13.5 元；高峰时段为缓存命中输入 0.30 元、缓存未命中输入 9 元、输出 27 元，高峰时段为北京时间 9:00-12:00 和 14:00-18:00。

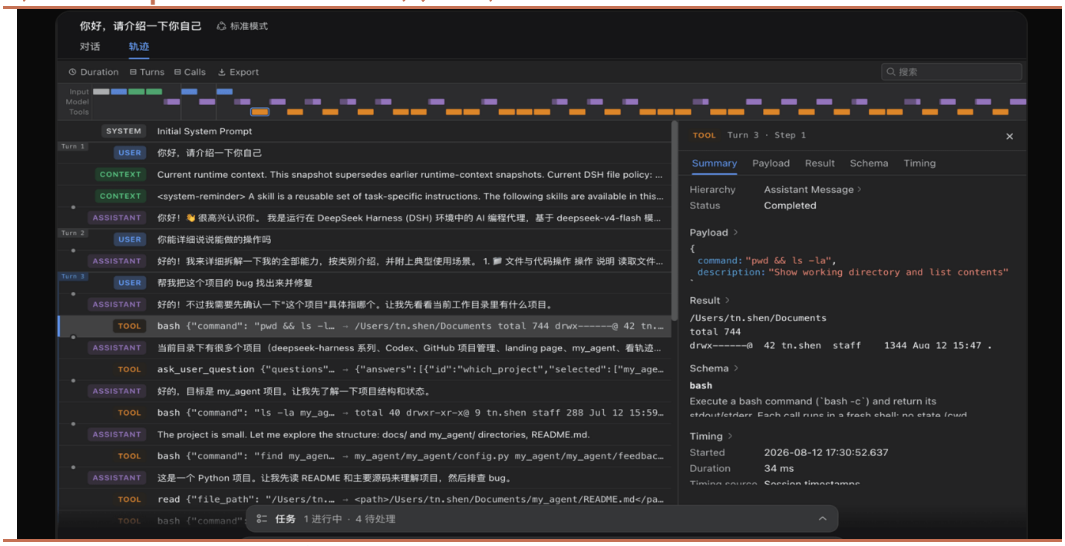
表 27：DeepSeek API 价格将采用峰谷定价（单位：元/百万 tokens）

模型	时段	缓存命中	缓存未命中	输出
Deepseek-V4-Flash	空闲时段	0.05	1.5	4.5
Deepseek-V4-Flash	高峰时段	0.10	3.0	9.0
Deepseek-V4-Pro	空闲时段	0.15	4.5	13.5
Deepseek-V4-Pro	高峰时段	0.30	9.0	27.0

资料来源：DeepSeek，招商证券

DeepSeek Harness 更是本次发布重点。公司对于 AI Agent 这样定义：Agent = Model + Harness，模型负责理解、推理和生成，Harness 负责让模型进入真实环境，具备调用工具、读写文件、运行命令的能力。DeepSeek 表示，Harness 赋予 Agent“理解环境、使用工具，并在真实场景中持续工作”的能力，标志国产大模型竞争正在加速开发 Agent 建设和开发者工作流入口。**DeepSeek Harness 包含两个核心看点：插件全面性和运行过程的可观测性。**

图 80：DeepSeek Harness 运行展示图



资料来源：DeepSeek，招商证券

“一切皆插件”是 DeepSeek Harness 区别于普通代码助手的架构关键，模型、工具、技能、会话、沙箱、存储、循环、

下载日志已记录，仅供内部参考

调度、UI 等所有 Agent 能力都由插件提供，并通过 Cordis 服务与事件协作，开发者无需改动 DeepSeek Harness 源码，就可以在配置层选择、替换或扩展能力，这意味着 Agent 不再被固定成某个单一产品形态，可以根据不同开发环境进行重组，比单纯聊天助手更有落地价值。

此外，DeepSeek Harness 强化了 Agent 运行过程的可观测性，模型看到的一切都会写入仅追加设计的会话日志，在 Trajectory 视图中，开发者可以按来源查看这些信息，恢复、分叉、检索和回放也共享同一份事件流。可观测性设计解决了 Agent 产品里最较为麻烦的问题追溯环节，当模型执行任务失败时，开发者可以知道模型在哪一步发生偏差，提供可执行、可审计、可复用的系统级能力。

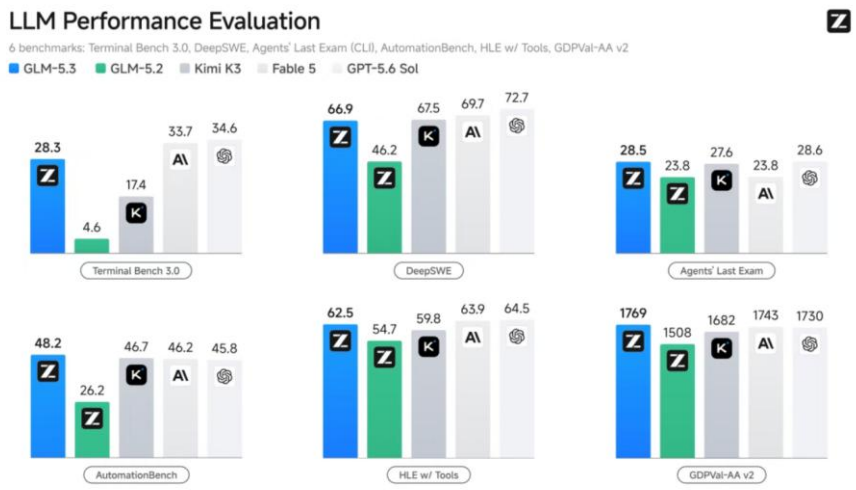
综合来看，DeepSeek 围绕“模型+Agent 执行环境”的体系化竞争架构已然清晰。V4 Pro 正式版强化了复杂推理、代码和自动化 Agent 能力，重新确立旗舰模型定位；Harness 则补齐模型进入真实开发场景所需的工具层，围绕代码智能体和工具调用，提升模型在开发者工作流中的可用性。DeepSeek 正在从低价高性能模型升级为面向企业和开发者的 Agent 基础设施平台，有助于提高用户粘性，也有助于把模型调用转化为更高价值的商业场景。

➢ GLM 5.3 在网络安全评测方面提升显著

智谱于 8 月 14 日正式发布 GLM-5.3，是在 GLM-5.2 基础上的旗舰升级版，其使用与 GLM-5.2 相同的基座模型，该模型通过后训练提高模型的智能上限，重点强化复杂软件工程和 Agent 任务。

GLM 5.3 提升最显著的方向是真实工程执行、自动化任务和专业工作流处理。相较 GLM 5.2，新模型 Terminal Bench 3.0 由 4.6 提升至 28.3，增幅最直观，模型在终端环境下理解任务后执行命令的能力明显增强；AutomationBench 由 26.2 提升至 48.2，超过 Kimi K3、Fable 5 和 GPT-5.6 Sol，在自动化流程编排和任务闭环方面具备较强竞争力。

图 81：GLM 5.3 在真实工程执行、自动化任务和专业工作流处理表现优秀



资料来源：智谱，招商证券

此外，GLM 5.3 在网络安全评测方面提升显著。在衡量漏洞发现和安全 Agent 能力的 CyberGymce 测试中，模型得分由 GLM 5.2 的 77.2 提升至 84.5，超越 Mythos 5 的 83.8 和 GPT-5.6 Sol 的 83.6，其在安全问题定位上的表现已经进入前沿水平。不过，官方也承认其优势主要集中在漏洞利用链条前端，即白盒代码审查、漏洞发现和验证，距离更深入的漏洞利用与完整攻防任务仍有提升空间。

➢ AI 应用逐步打开市场空间

当前 AI 应用商业化的核心矛盾在于，用户尝鲜热度较高，但稳定付费场景和企业 ROI 仍需验证。Seedance 2.5 通过降低视频内容生产成本、提升素材生成效率，有望帮助 AI 应用从“功能型插件”进入“业务型工具”，AI 视频生成正在从模型能力展示进一步走向应用场景验证。

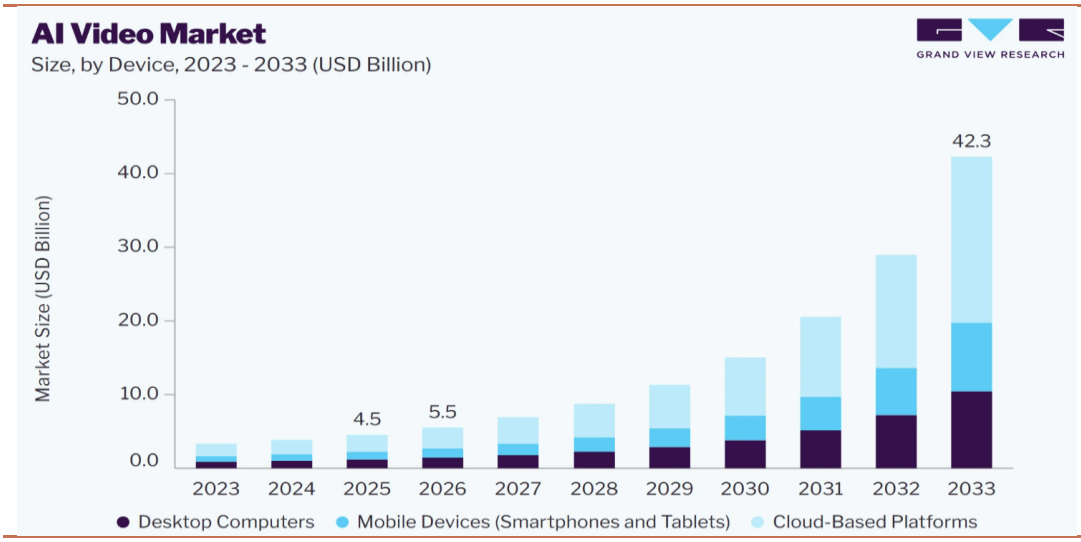
Seedance 2.5 突破性的性能重新将投资者的视野拉回至 AI 应用环节。视频生成天然具备应用属性，因为视频直接连接广告、电商、社交媒体等高价值场景；文字生成主要改善办公和信息处理效率；图像生成主要改善设计和营销素材效率，三者结合对应内容生产、流量转化和品牌表达。Seedance 2.5 正式发布后，字节能够把模型能力嵌入即梦、

下载日志已记录，仅供内部参考

剪映、CapCut、豆包和火山引擎，形成从个人创作到企业服务的多层次应用入口。

对 AI 视频应用创作公司，这意味着竞争重点会进一步集中在三个方向：模型能力转化为稳定工作流、用户在真实场景中高频使用、富有创造力的创造协作。**AI 视频行业本身具备较高增速，Grand View Research 预计全球 AI 视频市场规模将从 2026 年的 55 亿美元增长到 2033 年的 423 亿美元，2026 至 2033 年复合增速为 33.7%。**对 Seedance 2.5 而言，高市场增长空间意味着 AI 视频模型的价值并不只体现在“视频生成器”这个小品类中，而会嵌入更大的 AI 软件和影视服务市场。

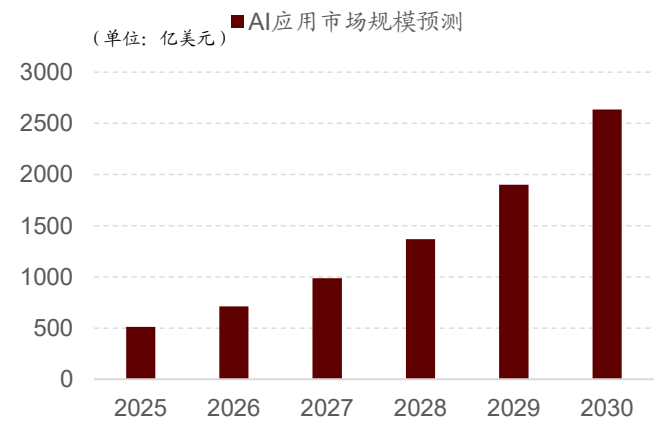
图 82：AI 视频 2033 年市场规模有望达到 423 亿美元



资料来源：Grand View Research，招商证券

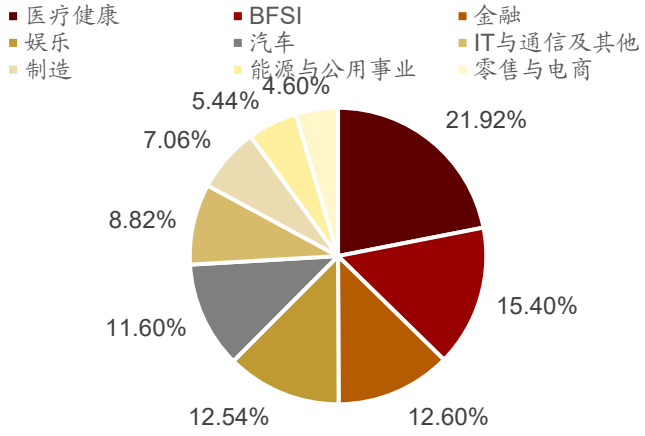
从整个 AI 应用市场空间看，AI 行业经历大规模算力投入后，市场关注点目前更多落到应用端能否形成真实收入和规模化的可持续使用，因此 AI 应用就成为成熟商业模式形成最重要的一环。根据 Gartner 预测，全球 AI 支出预计在 2026 年达到 2.59 万亿美元，同比增长 47%，同时强调企业会扩大使用嵌入既有软件应用中的生成式 AI 模型和多工作流中的 AI Agent。Grand View Research 预计全球智能应用市场将由 2025 年的 513 亿美元增长至 2030 年的 2636 亿美元，2025-2030 年复合增速有望达到 38.7%，表明 AI 应用仍处于高弹性扩张阶段。

图 83：2025-2030 AI 应用市场规模 CAGR 有望达到 38.7%



资料来源：Grand View Research，招商证券

图 84：AI 应用场景市场规模占比



资料来源：Grand View Research，招商证券

总体来看，Seedance 2.5 强化了 AI 应用主线的两个判断。第一，AI 应用商业化会更依赖模型能力、工作流入口、数据反馈的组合，单纯模型能力很难形成稳定护城河，字节的优势在于同时拥有模型、创作工具、内容平台和广告生态，能够让 Seedance 2.5 快速接触真实需求。第二，AI 视频是观察 AI 应用付费意愿的重要窗口，因为视频素材具有明确商业价值，企业客户愿意为更低制作成本、更快投放速度和更高内容转化率付费。

下载日志已记录，仅供内部参考

七、附录

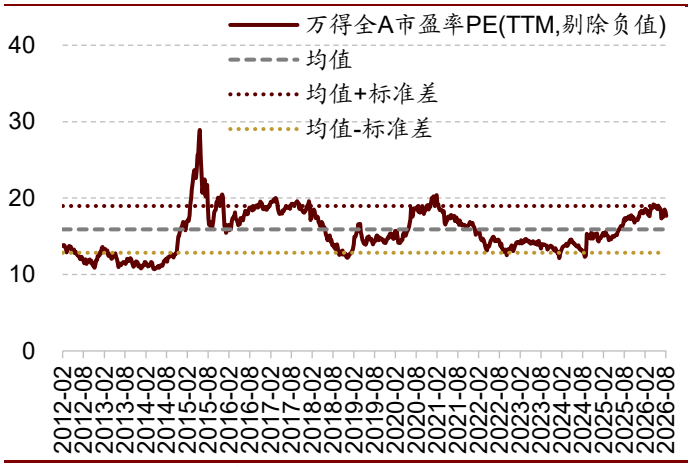
➢ 估值

➢ 整体情况

今年八月末万得全 A 指数绝对估值水平为 17.7X（处于 2010 年以来 69.5%分位），相比七月末上行 0.2x。

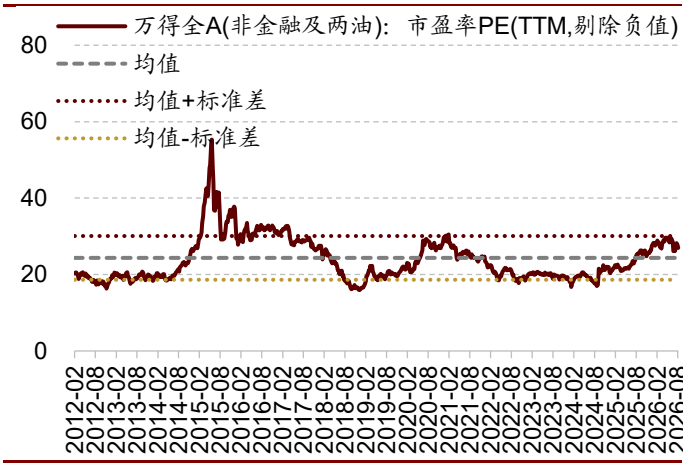
今年八月末非金融及两油万得全 A 绝对估值水平为 27.0X（处于 2010 年以来 67.6%分位），相比七月末上行 0.9x。

图 85 ： 万得全 A 指数绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

图 86 ： 非金融及两油绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

➢ 板块变化

今年八月末创业板指绝对估值水平为 34.6X（处于 2010 年以来 21.4%分位），相比七月末下行 2.4x。

今年八月末北证 50 指数绝对估值水平为 35.0X（处于历史以来 62.4%分位），相比七月末下行 1.0x。

图 87 ： 创业板指绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

图 88 ： 北证 50 指数绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

今年八月末大盘指数绝对估值水平为 12.6X（处于 2010 年以来 69.4%分位），相比七月末下行 0.6x。

今年八月末中盘指数绝对估值水平为 25.6X（处于 2010 年以来 58.7%分位），相比七月末下行 0.8x。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 89 ： 大盘指数绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

图 90 ： 中盘指数绝对估值：PE（TTM）

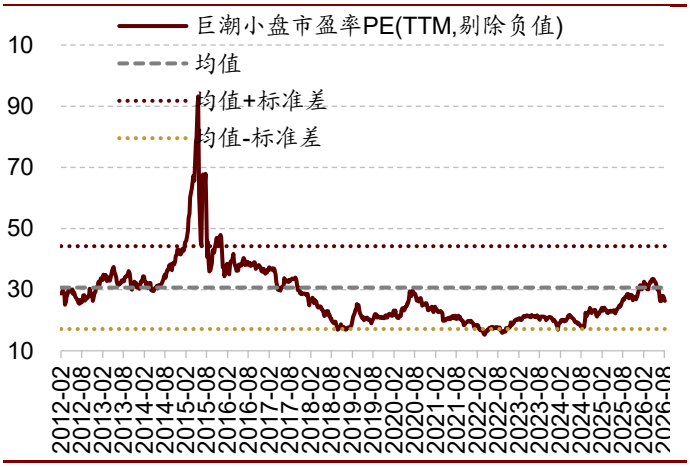


资料来源：Wind、招商证券

今年八月末小盘指数绝对估值水平为 26.4X（处于 2010 年以来 45.0%分位），相比七月末下行 0.1x。

今年八月末沪深 300 指数绝对估值水平为 13.1X（处于 2010 年以来 69.3%分位），相比七月末下行 0.6x。

图 91 ： 小盘指数绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

图 92 ： 沪深 300 绝对估值：PE（TTM）

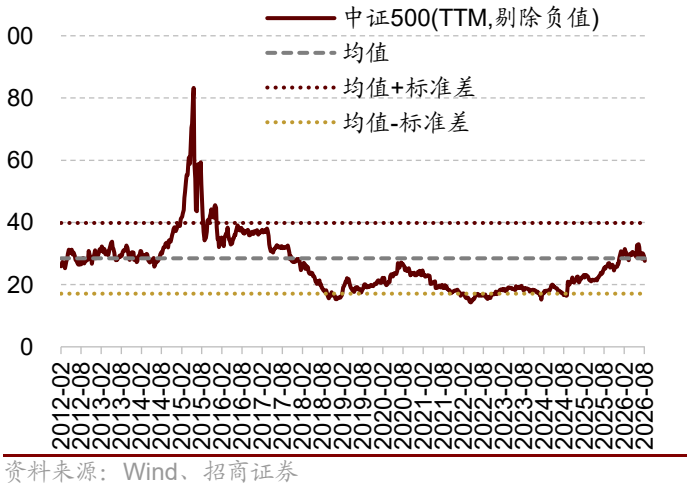


资料来源：Wind、招商证券

今年八月末中证 500 指数绝对估值水平为 27.7X（处于 2010 年以来 53.2%分位），相比七月末下行 0.7X。

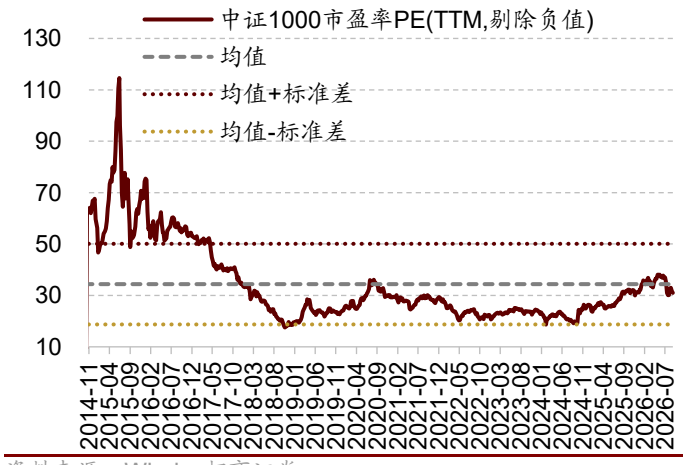
今年八月末中证 1000 指数绝对估值水平为 31.0X（处于 2010 年以来 61.1%分位），相比七月末上行 0.8X。

图 93 ： 中证 500 绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

图 94 ： 中证 1000 绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

➢ **行业变化**

表 28：行业指数估值，包含 PE（TTM，剔除负值）、PB（LF,内地）、PS（TTM）

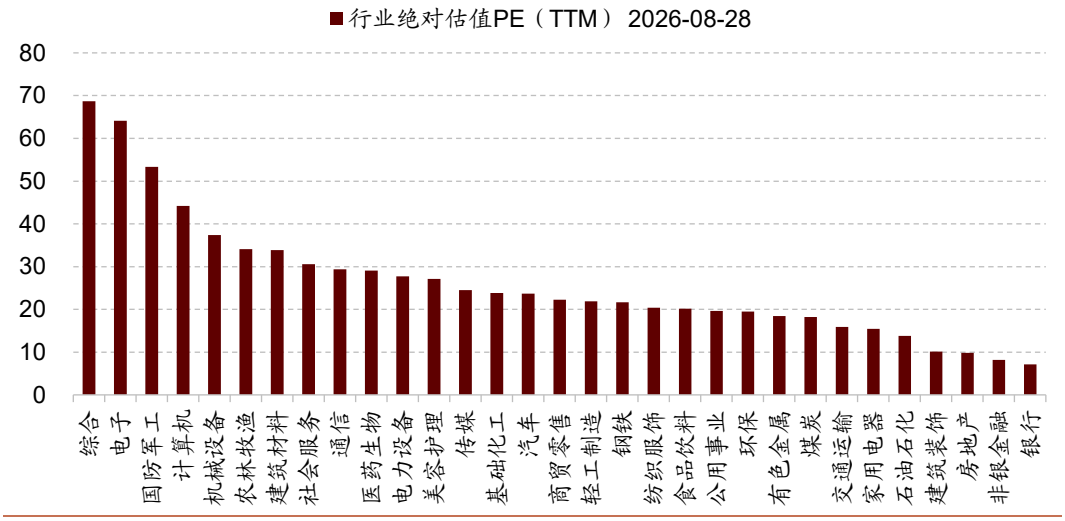
	PE（TTM,剔除负值）		PB（LF,内地）		PS（TTM）	
	现值	分位数	现值	分位数	现值	分位数
农林牧渔	34.08	79.0%	2.46	16.4%	1.00	13.5%
基础化工	23.81	73.5%	2.27	51.2%	1.90	89.0%
钢铁	21.67	81.8%	1.01	39.9%	0.46	54.9%
有色金属	18.40	24.8%	3.28	82.7%	1.29	73.9%
电子	64.15	95.1%	6.40	97.2%	4.92	98.6%
汽车	23.72	51.8%	2.15	41.8%	1.00	39.3%
家用电器	15.45	38.1%	2.25	7.4%	1.20	47.3%
食品饮料	20.14	6.6%	3.31	2.5%	3.84	2.3%
纺织服饰	20.38	57.7%	1.77	40.1%	1.31	19.3%
轻工制造	21.88	31.3%	1.82	34.2%	1.51	21.3%
医药生物	29.09	42.2%	2.63	15.6%	2.69	41.0%
公用事业	19.63	58.5%	1.56	42.2%	1.80	76.1%
交通运输	15.90	52.6%	1.21	3.3%	0.66	25.2%
房地产	9.83	34.4%	0.80	20.9%	0.66	45.5%
商贸零售	22.26	40.9%	1.68	42.8%	0.68	45.2%
社会服务	30.55	24.0%	2.58	6.6%	2.23	8.0%
银行	7.13	86.1%	0.51	22.5%	2.67	90.6%
非银金融	8.19	0.0%	1.13	14.0%	1.77	42.6%
综合	68.67	94.1%	2.70	80.8%	2.08	67.1%
建筑材料	33.83	96.8%	1.50	28.7%	1.81	76.7%
建筑装饰	10.11	70.4%	0.70	3.9%	0.21	21.7%
电力设备	27.71	35.8%	2.86	48.3%	1.93	34.8%
机械设备	37.37	85.1%	3.22	92.7%	2.99	88.0%
国防军工	53.36	28.3%	3.07	45.0%	3.85	62.6%
计算机	44.21	28.5%	3.70	39.1%	3.04	22.8%
传媒	24.52	34.0%	2.48	44.8%	2.60	32.2%
通信	29.40	47.5%	5.88	96.4%	2.74	97.6%
煤炭	18.23	90.4%	1.57	82.3%	2.04	99.8%
石油石化	13.80	48.5%	1.45	61.6%	0.71	93.3%
环保	19.51	45.7%	1.59	32.6%	2.16	32.4%
美容护理	27.16	14.6%	2.44	1.9%	2.54	30.1%

资料来源：Wind、招商证券

分行业来看，电子、国防军工、计算机、机械设备、农林渔牧的估值水平高于其他行业，银行、非银、房地产、建筑装饰、石油石化估值水平较低，其中银行的估值水平处于末位。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 95：国防军工、电子估值水平较高，银行、非银行业估值水平较低

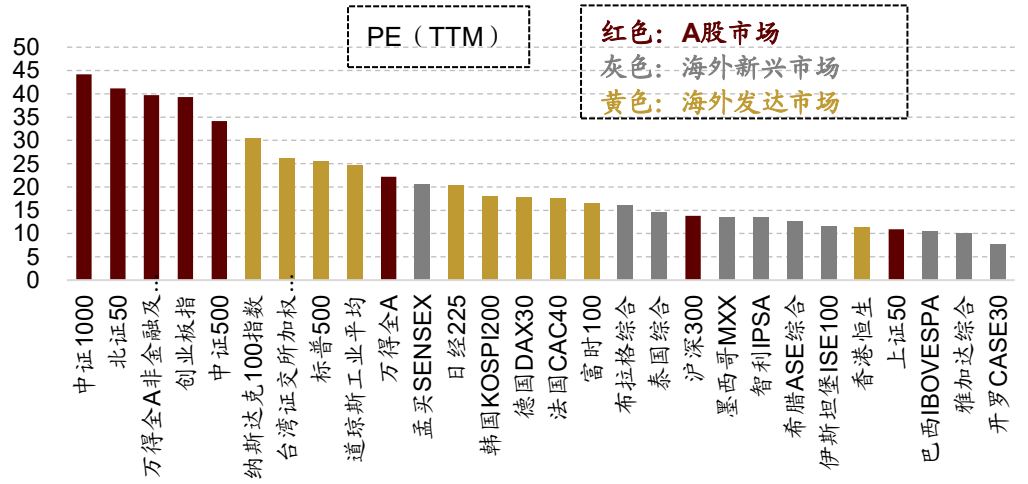


资料来源：Wind，招商证券

➢ **全球对比**

与世界其他主要股市相比，全部 A 股的估值处于中高水平。

图 96：世界主要股指估值（包含海外发达市场和新兴市场）



资料来源：Wind，招商证券，不剔除负值

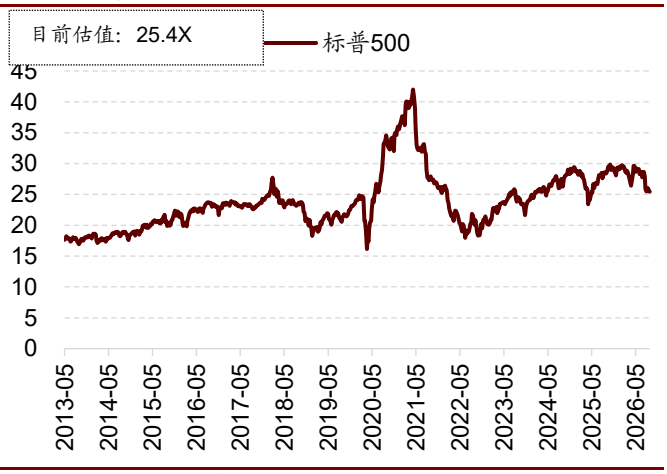
下载日志已记录，仅供内部参考

图 97：纳斯达克 100 指数目前估值 30.4X



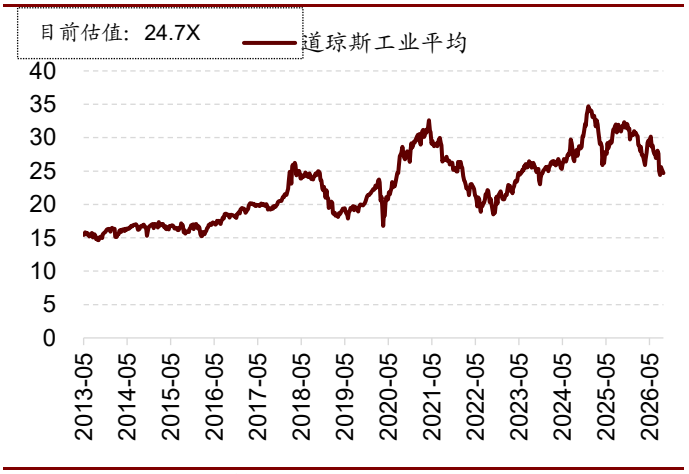
资料来源：Wind、招商证券

图 98：标普 500 指数目前估值 25.4X



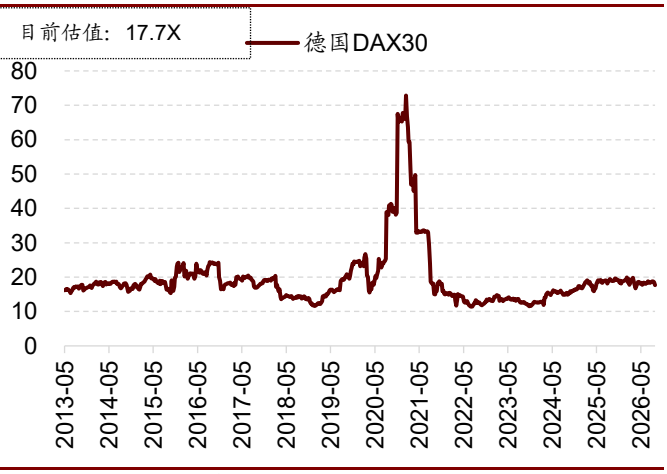
资料来源：Wind、招商证券

图 99：道琼斯工业平均指数目前估值 24.7X



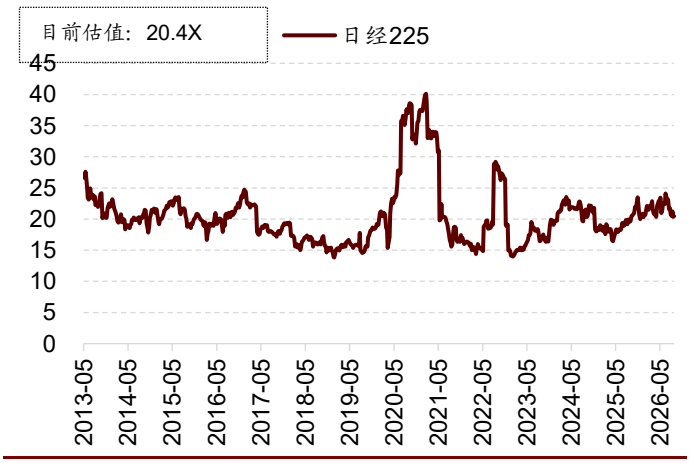
资料来源：Wind、招商证券

图 100：德国 DAX 指数目前估值 17.7X



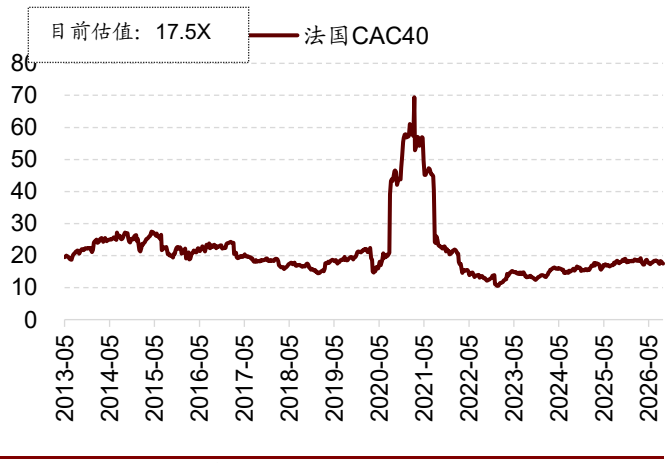
资料来源：Wind、招商证券

图 101：日经 225 指数目前估值 20.4X



资料来源：Wind、招商证券

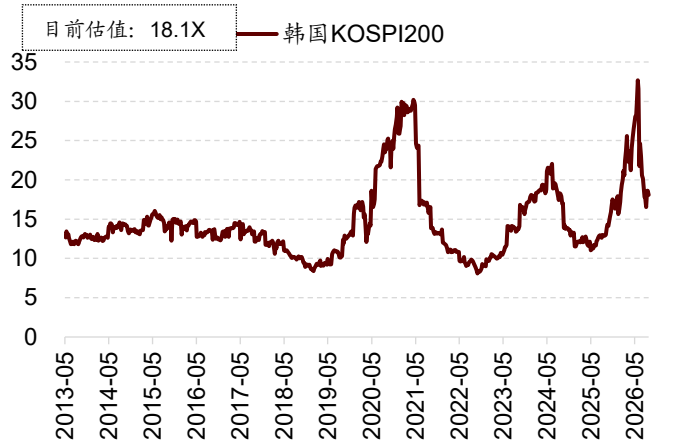
图 102：法国 CAC40 指数目前估值 17.5X



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 103：韩国 KOSPI200 指数目前估值 18.1X



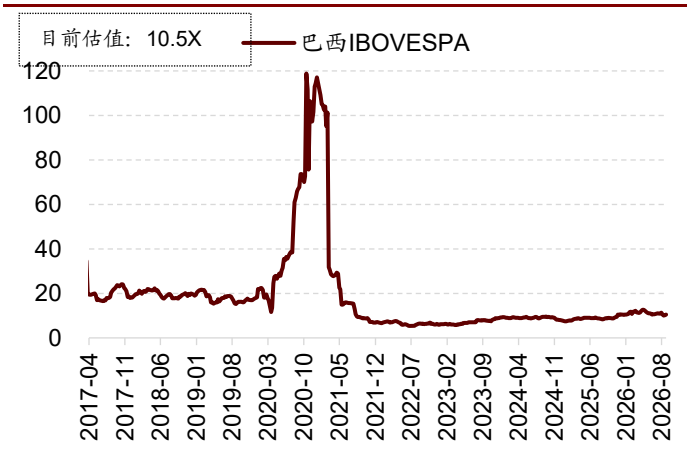
资料来源：Wind、招商证券

图 104：香港恒生指数目前估值 11.4X



资料来源：Wind、招商证券

图 105：巴西 IBOVESP 指数目前估值 10.5X



资料来源：Wind、招商证券

图 106：布拉格综合指数目前估值 16.0X



资料来源：Wind、招商证券

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。