中报后的投资思路 20260907

非农超预期引导加息博弈，A 股盈利分化与保险资负新规重构预期

摘要

- 8 月非农超预期强化加息预期，市场概率升至 60%，焦点转向 CPI 数据。加息或重塑美联储信誉并稳定长端利率，利好具备真实回报的成长股，黄金等无现金流资产短期承压。
- 港股资金面呈现“跷跷板效应”，南向资金具前瞻性，呈现高抛低吸特征；主动外资为滞后指标，起趋势加强作用；被动外资受新兴市场指数配置驱动，对港股指示意义有限。
- 2026Q2 A 股非金融企业盈利同比增 20%，创五年新高。增长由 AI 产业链及上游能化驱动，剔除后其余行业仍为负增长；汇兑损失显著拖累电子、家电等出海板块利润率。
- A 股非金融企业 ROE 结束 18 个季度下行，AI 产业链资本开支同比增 31%并显著加杠杆。产能周期模型显示，油气、化工等中上游细分领域供需趋于平衡，具备左侧布局价值。
- 房地产融资新规推动模式从“主体信用”转向“项目信用”，通过按揭发放后移、贷款展期等手段切断风险链条。银行基本面已与地产脱钩，基建与制造贷款占比接近 100%。
- 保险“资负新规”强制净投资收益率覆盖负债成本。测算显示存量补配与新增刚配需求巨大，未来 3 年预计带来超 3 万亿元资金流入红利资产，高股息配置需求将长期持续。

Q&A

美国最新的非农就业数据表现如何，市场对此有何反应，以及这一数据对美联储未来的加息前景产生了什么影响？

2026 年 8 月的非农就业数据全面且大幅超出市场预期。具体来看，新增就业人数为 16.2 万人，远高于市场预期的 5.5 万人以及上个月的负值初值。其人部门新增就业 12.7 万人，政府部门新增 3.5 万人，均较上月有显著改时，失业率维持在 4.1%的水平，与上月相比仅有小数点后两位的微幅走化不大。时薪环比增速也从 0.1%回升至 0.3%，并且前两个月的数据也出



调。 数据公布后，市场反应呈现出分化。首先，加息预期迅速回升，从数据公布前的约 30%跳升至接近 60%。对利率敏感且无基本面支撑的黄金价格应声下跌，美元则走强。然而，美债长端利率上行幅度并不明显，美股非但没有大跌，费城半导体指数反而大幅上涨。这种市场表现可能传递出一种信号：市场或在交易美联储若有理由加息，能够重塑其信誉，从而稳定长端利率的期限溢价；对于具备真实回报的成长股而言，其增长潜力足以覆盖利率抬升的影响，而无现金流回报的资产则短期内受冲击更为明显。 尽管数据强劲，但由于其改善幅度之大、范围之广，与市场对近期美国增长的体感存在差异，引发了部分关于数据质量的讨论。不过，非农数据本身作为调查数据，历史上月度间的修正和波动较为常见，例如两个月累计调整超过 10 万人的情况时有发生。总体而言，此次超预期的非农数据将市场的焦点和压力完全传导至即将公布的 CPI 数据上，该数据将成为判断 9 月份是否加息的关键。

在当前复杂的宏观背景下，市场对于美联储在 2026 年 9 月是否会加息存在怎样的预期，支持与反对加息的理由分别是什么？

目前市场对于美联储 9 月份是否加息的预期处于非常罕见的纠结状态，概率接近 60%，并未形成明确共识。这种不确定性一方面源于市场对新任美联储主席的政策风格尚不熟悉，另一方面也反映了当前的基本面确实处于两可之间，支持与反对加息的理由并存。 支持加息的理由主要基于近期强劲的非农就业数据，以及美联储官员此前已发表的鹰派言论。如果即将公布的核心通胀数据超出市场普遍预期的 0.2%环比增速，那么加息的压力将显著增大，届时即便是鸽派官员也难以找到维持利率不变的理由。 反对加息的理由则在于，尽管通胀下行速度有所放缓，但整体下行趋势并未改变。8 月份的 CPI 同比变化预计不会太大，因为当月油价均值（约 3.4 美元）与 7 月（3.57 美元）大体持平。核心通胀在过去几个月受油价波动影响有限，只要其环比增速不超过 0.2%，就依然可以被解读为通胀在可控范围内降温。因此，通胀数据本身也可能为不加息提供依据。最终的决策将高度依赖于即将公布的通胀数据是否会超预期。

对于美联储加息的可能性及其对美债、美元、美股和黄金等大类资产的潜在影响，应如何评估？

市场对于加息不必视为重大利空。加息一次所带来的压力有限，若加息落地，反而可能因预期兑现而稳定市场。若不加息，短期市场或有提振，但可能引发对长期通胀的担忧，埋下更长期的隐患。因此，操作上可以反向思考：若加息导致短期承压，可能带来买入机会；若不加息带来短期提振，反而可能预示着长期风险。具体到各类资产： 对于美债，若加息，美债收益率曲线大概率将再度平坦化。特别是长端美债，由于期限溢价受控，其大幅上行的空间有限。相反，若不加息而通胀未能回落，反而可能导致长端利率进一步失控。 对于美元，加息举措旨在维护美债信誉，将对美元形成一定支撑。 对于美股，尽管加息可能通过分母端（利率）带来短期扰动和波动，但整体看法并不悲观，主要逻辑基于分子端（企业盈利）。市场的内部轮动，例如传统板块与科技板块的交替表现，共同支撑了

整体市场的韧性。 对于黄金，短期内无疑面临来自利率的压力。黄金的主要压力源于美联储的持续加息周期以及 AI 等高回报领域的快速发展。当前并非持续加息环境，且 AI 发展也进入混沌状态，因此黄金的压力可控，底部相对清晰。黄金的上涨空间需要更大的叙事驱动，但作为对冲科技股波动的工具，其配置价值依然存在。

为何选择港股市场作为分析不同类型资金行为的聚焦点，以及南向资金、主动外资和被动外资在港股市场中分别扮演了怎样的角色？

选择港股市场作为研究焦点主要基于其两大特性：首先，港股作为典型的离岸市场，成交量相对有限，因此对资金面的变化极为敏感；其次，港股市场受资金面影响显著，与 A 股、韩国等其他市场存在明显的“跷跷板效应”，即资金在不同市场间争夺关注度，导致此消彼长，这种效应在港股这一离岸市场被显著放大。通过对 2016 年以来的数据进行分析，不同资金在港股市场中的领先性表现各异：南向资金在某些时候表现出领先性，呈现出“高抛低吸”的特征。例如，在市场顶部或大幅跑赢 A 股时，其流入速度可能放缓；而在市场底部或大跌时，反而会加速流入。 主动外资大多时候是市场和基本面的滞后指标，但其力量不容忽视。它本身不创造趋势，但一旦趋势形成，其流入会起到“趋势加强项”的作用。 被动外资的参考价值通常不大，其资金流动往往不区分主动与被动，容易导致判断失误。

南向资金在港股市场呈现出哪些具体的流动特征，其内部不同类型的资金（如险资、公募和 ETF）行为有何差异？

南向资金的整体流量与港股市场的年度表现，特别是相对于 A 股的表现，呈现强相关性。例如，2025 年港股表现优异，南向资金流入高达 1.4 万亿；而 2026 年至今流入不足 4,000 亿，预计全年规模约为去年的一半。 从边际变化（即资金流速的加速或减速）来看，南向资金表现出“聪明钱”的特征。数据显示，南向资金加速流入后，市场后续上涨；加速流出后，市场后续则下跌。 南向资金内部结构多元，不同类型资金行为模式各异： 险资是市场的“压舱石”，其配置行为主要基于对高分红资产的长期需求，因此无论市场涨跌都保持稳定买入。由于大跌时分红率更具吸引力，险资更倾向于在市场下跌时增配，在上涨较多时减配。 主动公募基金和 ETF 资金则更多是市场趋势的跟随者。2025 年南向资金流入激增，主要由 ETF 资金驱动，其背后主要是个人投资者和交易型资金，这类资金与市场趋势高度一致，放大了市场的趋势和波动，但本身不具备领先性。

海外被动资金流入港股市场的参考价值为何有限？

不应过度关注海外被动资金的流入，主要原因有两点： 第一，体量占比较小。根据 MSCI 的数据，被动资金在整体新兴市场资金中的占比仅为 20%多，难以对市场整体产生决定性影响。 第二，流入的动因复杂。很多时候被动资金的流入并非针对中国单一市场。例如，当韩国市场表现强劲时，缺乏单独中国市场产品

的海外投资者可能会通过购买新兴市场指数基金来投资韩国，这会使得一部分资金（如 20%）被动地配置到中国市场。因此，观察到的被动资金流入可能并非出于对港股的直接看好。

如何评估不同类型资金（如被动资金、主动资金、南向资金）对市场走势的指示意义，以及在当前宏观环境下如何运用这些资金信号进行市场判断？

在评估资金信号时，不同类型资金的指示意义存在显著差异。被动资金体量虽大，但其流动并非基于主观意愿配置，因此参考价值有限。历史数据显示，过去五年（2021-2025 年）被动资金持续流入，但市场却持续下跌，证明其与市场走势并无稳定关联。在 EPSR 口径下，被动资金数据甚至可能掩盖主动资金的真实动向。主动资金则更多表现为市场的滞后或同步指标，具有趋势增强的特点。对于区域型基金管理者而言，当区域内某一市场表现优异时，为避免跑输业绩基准，其必然会选择超配，从而强化了已有的市场趋势。 相比之下，南向资金展现出一定的前瞻性或“聪明钱”特征。 综合来看，资金信号的有效性取决于特定的宏观前提：当中国基本面趋势不强且海外资金面非极度充裕时，资金的边际变化信号意义会更为凸显。当前市场正处于此种环境：国内基本面呈现震荡分化格局，科技领域向好而内需偏弱，信用周期持平，政策效果尚待显现；同时，海外流动性受美联储动向影响而存在约束。具体到近期（截至 2026 年 9 月初）的资金动向，以一个月维度观察，南向资金流入正在放缓，而海外资金流入则在加速。根据上述逻辑，南向资金的放缓可能预示市场短期机会有限，而海外资金的加速则可能意味着市场正逐步接近顶部或显现疲态。这与 2026 年 8 月初以来市场反弹后劲不足的表现相吻合。基于信用周期的中枢判断，并结合短期资金信号，当前港股市场可能仍将维持震荡格局。

基于 AI 泡沫压力指数和赔率胜率框架的最新变化，当前跨市场资产和板块的投资机会如何？

根据最新的模型数据，AI 泡沫压力指数已出现明显改善，回落至中值水平，这主要得益于新模型需求、单位 Token 支出以及相关融资指标的改善，对科技板块构成利好。 在赔率胜率框架中，本期最主要的变化是恒生科技指数进入了跨市场与跨资产比较的前五名之列。其入选的主要驱动因素是赔率，即前期跌幅较大导致其估值分位数具备吸引力，但其胜率方面的改善尚未显现。 在板块层面，根据模型评分，部分板块短期排名靠前。该模型自运行一个多月以来效果显著，例如在 2026 年 8 月份，模型捕捉到了多数表现领先的资产，在排名前八的板块中成功预测了四个。

2026 年二季度 A 股非金融企业的盈利状况如何，其高增长的驱动因素和结构性特征是什么？

2026 年二季度，A 股非金融企业盈利同比增长 20%，创下过去五年来的最高增速。此次盈利增长由收入增长和利润率提升共同驱动。 从利润表拆解来看，2026 年

上半年归母净利润增长约 17%，主要贡献来自收入增长和毛利率提升，同时销售费用率有所下降。值得注意的是，公允价值变动损益对利润增长有显著贡献，上半年股市表现较好，上市公司的投资收益使整体利润率提升了约 0.2 个百分点。若剔除此项，扣非净利润的增速改善幅度将不甚明显。另一方面，财务费用对业绩构成了明显拖累，其中人民币升值带来的汇兑损失是核心因素。2026 年上半年汇兑损失约 1,000 多亿元，占净利润比重达 5.5%，为历史最高水平。对于电子、家电、汽车等海外收入占比较高的行业，汇兑损失对利润率的影响可达 1 个百分点，对净利润的影响幅度高达 20%。 从行业结构来看，二季度的盈利增长贡献与一季度类似，主要集中于有色、能化及 AI 产业链。剔除这两大板块后，其余行业的整体盈利仍处于负增长状态。尽管整体盈利增速很高，但仍有 45%的行业在二季度录得负增长，而盈利增速超过 20%的行业占比依然较低。这表明本轮盈利高增长是由少数行业驱动的，市场整体仍面临高增长机会稀缺的局面。

从资产负债表和现金流量表的角度分析，当前 A 股非金融企业盈利增长的质量如何，资本开支呈现出哪些趋势？

综合三张报表来看，A 股非金融企业盈利增长的质量呈现分化特征。 从 ROE 层面看，2026 年二季度的 ROE 改善结束了此前连续 18 个季度的下行趋势。此次改善主要来源于净利润率的提升，特别是上游行业受益于物价改善，利润率创下近十年新高。然而，资产周转率仍处于较弱水平，显示实体经济的整体周转效率依然不高。 从现金流量表看，整体状况较为良好。自 2025 年下半年以来，净现金流持续为正。其中，非金融企业的筹资现金流处于不断改善的状态。鉴于筹资现金流在历史上通常是资本开支的领先指标，预示着未来资本开支有进一步回升的潜力。 不过，资本开支的回升呈现出明显的结构性分化。2026 年上半年，AI 产业链的资本开支同比增速高达 31%；而剔除 AI 产业链外的其他行业，整体资本开支仍为负增长，但降幅正在收敛。其中，交通运输以及部分与涨价相关的上游行业，其资本开支已出现明显改善。

根据 2026 年中报数据，A 股上市公司的资产负债表和现金流量表反映出怎样的整体经营状况？其中是否存在潜在风险？

从资产负债表和现金流量表来看，A 股上市公司整体的经营活力正在提升。多数经营性科目的增速呈现改善趋势。若将 AI 产业链单独分析，其相关分项普遍实现两位数增长，资产负债率显著提升，其中短期借款增长 38%，显示出明显的加杠杆扩张态势。剔除 AI 产业链、房地产及建筑等行业后，其他行业的资产负债表虽不及 AI 产业链强劲，但也处于逐步改善的状态，整体基本面较过去三年有显著改善，表现出一定韧性。然而，也存在一些隐忧：首先，库存周期增长较快，已明显高于收入增长，若未来需求无法跟上，可能形成库存压力。其次，应收账款周转率虽有改善，但仍处于历史较低水平。

从产能周期的视角来看，当前各行业处于何种阶段？哪些行业展现出较好的投资机会？

基于产能周期模型，当前不同行业处于不同发展阶段。边际变化上，油气、化工等中上游行业的产能周期位置正向好的方向移动，特别是化工行业，其众多细分领域的供需关系正逐渐趋于平衡。综合考虑产能周期位置和股价表现，目前建议关注油气和化工的部分细分行业。此外，之前持续推荐的医疗服务、电池、工程机械、有色金属、消费电子和通信设备等行业，其产能周期位置依然良好。对于愿意进行左侧布局的投资者，部分股价位置尚低的行业也值得关注，例如农业中的养殖和种植，以及白色家电、饮料、乳品等。

2026 年中报数据显示 Ai 产业链的整体表现如何？产业链内部是否存在分化，应如何看待其未来风险与机会？

2026 年中报验证了 AI 产业链的高增长基本面。通过对 AI 产业链划分的九大类别（AI 芯片、存储芯片、PCB、光通信、被动元件、服务器、电源、热管理、应用层）及六十个细分行业的基本面指标梳理，稀有金属、电子零部件、激光设备和光纤光缆等行业在各项指标上表现靠前。然而，AI 产业链前期涨幅较大，已反映了较多未来预期。需要注意的是，部分细分行业的投入回报趋势正在变差。因此，产业链未来可能出现分化，对于在中报业绩验证中表现不佳、排名靠后的行业，建议予以规避。未来需密切关注产能投放进展，对于技术壁垒不高的领域，一旦需求增长放缓，可能存在供需失衡的风险。板块的进一步回升可能需要新的催化剂来改变当前的负面趋势。

综合来看，2026 年第二季度 A 股企业的盈利特征是什么？对下半年的盈利增长有何展望？

2026 年第二季度，A 股企业盈利创下近五年新高，但内部分化呈 K 型，AI 产业链和上游行业贡献了全部的业绩增长。展望下半年，由于基数效应以及整体物价水平预计将低于上半年，A 股的盈利增速大概率会有所回落，业绩增长高点可能已经出现。尽管增速放缓，但预计不会重新回到过去几年较为糟糕的负增长状态。非 AI 行业的经营韧性好于以往，这主要得益于过去数年大量行业持续的产能出清，使得越来越多行业的供需缺口收敛。因此，产能周期仍是未来一到两年内筛选行业的重要线索。

近期房地产融资新规的主要内容和核心目标是什么？它如何重构房地产的融资模式？

近期出台的房地产融资新规堪称“划时代”，它一次性废止了自 1998 年至 2016 年间施行的多项规定。新规的核心目标并非简单地放松信贷以刺激需求，而是旨在重新构建房地产贷款机制，以降低行业的尾部风险。它推动融资模式从过去以“主体信用”为中心、依赖预售实现快速周转的旧模式，转向以“项目信用”为

中心、实行资金封闭管理且期限更为匹配的新模式。

新的房地产融资规定具体从哪些方面降低了银行体系的风险？

新规主要从四个方面降低了银行体系的风险。第一是资金挪用风险，通过转向以项目为中心的授信和主办银行集中管理，防止开发商将资金挪用于其他项目或偿还债务。第二是交付风险，新规将按揭贷款的发放时点后移至项目竣工，从而消除了因项目烂尾而居民仍需还贷的情况，切断了风险链条。第三是流动性风险，开发贷的还款期限也延后至竣工之后，避免了银行在建设期集中抽贷引发的集体踩踏问题。第四是负反馈风险，通过延长个人房贷还款期限（如从 30 年延长至 40 年）和放宽月供收入比限制，为收入暂时承压的个人提供了协商空间，避免了因银行集中法拍房产导致房价进一步下跌和更多违约的恶性循环。

房地产融资新规对银行的开发贷和个人房贷业务分别会产生哪些具体影响？

新规对银行两类房贷业务均有影响。对于开发贷，银行的资本占用和拨备压力可能会有所上升，但由于银行在投放时会更加谨慎，最终项目的烂尾风险和损失也会相应降低。对于个人房贷，由于贷款发放时点延后并增加了协商机制，房贷的违约风险将显著下降。然而，该政策的主要目的并非刺激需求，因此从长期看，个人房贷余额的增速可能仍将处于负增长区间。

当前房地产开发贷和个人房贷市场的现状及未来趋势如何？

目前房地产融资市场整体处于收缩状态。在开发贷方面，其余额存在继续下行的空间。从历史数据看，商品房销售额与开发贷余额正相关，但自 2021 年以来，销售额已下降超过一半，而开发贷余额并未同步减少，这与保交楼政策及贷款展期有关。长期来看，开发贷仍处于逐渐消化的过程。2026 年第二季度，开发贷余额同比下滑 8%，且下滑速度加快，反映了供给收缩和持续消化的影响。在个人房贷方面，余额同样处于负增长，同比下降约 4%，但降幅相对温和。

房地产市场的下行周期对银行资产质量的实际冲击有多大，以及当前银行业绩表现的核心驱动因素是什么？

尽管居民提前还贷行为处于历史偏高水平，且加杠杆意愿有所下降，但房地产下行周期对银行资产质量的冲击并不特别明显。具体来看，按揭贷款的不良率为 0.8%，对公贷款不良率约为 4%，开发贷在高位已出现企稳迹象。银行亦可通过拨备消化存量风险。同时，房地产在新增贷款中的占比已从 2017 年高点的 40%以上降至负贡献，而基建、制造、科技、小微等领域的贷款投放占比已接近 100%。这表明银行的基本面与地产行业已出现脱钩，自 2023 年以来，银行股与地产股走势的相关性减弱，银行股价持续上涨。 2026 年上半年银行业绩表现稳健，整体好于市场预期。拨备前利润和营业收入分别增长约 10%和 7%，较 2025 年同期提升 6 至 9 个百分点。上半年净利润同比增长 3.4%，较 2025 年回升近两个百分

点，其增速略低于营收主要因为存在存量资产的消化压力。业绩表现呈现三个关键词： 第一是“分化”。国有大行和优质股份行业绩增速较高，而部分股份行利润为负增长，主要受资产质量压力影响。信贷增速同样分化，国有大行和优质股份行受益于基建、高技术制造业等领域，而部分股份行则受零售和房地产贷款拖累，导致其贷款增速在所有银行类别中最低。相应地，大型银行在全市场的存贷款市占率从 2019 年的约 40%上升至目前的 60%。 第二是“企稳”。业绩最大的亮点在于息差企稳，但这主要得益于负债成本的压降，而非资产收益率的改善。历史上，上市银行单季度息差变动与十年期国债收益率高度相关，但此次息差企稳并未伴随国债收益率的明显回升。 第三是“压力”。资产质量压力主要集中在部分股份行和资质相对较弱的区域。2026 年上半年，上市银行不良率为 1.22%，与一季度持平，关注率略有下降，但逾期贷款率较年初上升 6 个基点，主要体现在零售和房地产相关领域。因此，部分资质较弱的银行仍面临使用拨备消化存量资产的压力。 综上，银行业绩的核心亮点是负债成本下降带来的息差企稳，但资产质量压力加剧了银行间的分化。对于拨备扎实、分红稳健的国有大行和优质中小银行，其具备较高的投资价值。

如何理解保险“资负新规”的监管意图、对行业的影响，以及如何测算其可能带来的高股息资产配置需求？

理解保险“资负新规”可以从三个角度切入：理想的匹配状态、行业现状以及监管意图。理想状态下，保险公司应做好负债全生命周期的收益率规划，通过配置长久期资产确保长期收益覆盖负债成本。然而，行业现状是，部分公司在过去利率高位时，为追求短期利润，发行高成本负债并配置短久期资产，导致当期收益可观但随着利率下行暴露巨大风险。这种分化体现在净投资收益率上：一些过去收益率不高的公司因久期匹配做得好，净投资收益率下行缓慢，反而现已处于较高水平；而一些负债成本高的公司，其净投资收益率反而更低。 监管的核心意图是，要求保险公司的净投资收益率（所有息类资产收益/总投资资产）必须覆盖负债成本，并将其作为一项监管指标，不达标可能会有相应惩罚措施，要求 100%覆盖所有存量及新增保单的负债成本。 此项新规带来的影响是，行业内许多公司存量业务的息类收益已不达标，但新业务因负债成本已降至 2%以内，压力相对较小。为满足监管要求，行业将产生高股息资产的配置需求。这部分需求可分为存量补配和新增刚配两部分。以一个示例测算：假设行业存量负债的保证成本为 3%，而当前净投资收益率为 2.6%（上市公司表现远好于此行业均值），若将缺口全部配置于 4%股息率的高股息资产，存量补配需求约为 1.1 万亿至 1.5 万亿元。考虑到监管给予了 3 年过渡期，且保险公司倾向于使用新增资金进行配置以避免冲击市场，预计未来 3 年新增的股票买入规模可能超过 3 万亿元，这将对红利资产形成持续的资金流入。

2026 年中报反映出保险行业怎样的经营分化，以及如何看待当前及未来的负债端增长和投资机会？

2026 年中报显示保险行业盈利分化显著，利润增速从 10%到超过 100%不等。这种差异主要源于各公司在权益投资风格和配置比例上的不同。权益配置比例高且偏向成长风格的公司，上半年业绩表现突出。这种投资策略的差异根源在于对资负匹配的不同理解：更关注远期收益的公司倾向于多配置债券和高股息股票，权益仓位偏低。 展望下半年，预计业绩分化将趋于收敛。由于三季度市场风格出现再平衡，上半年增速过快的公司利润增速可能回落，而上半年增速偏慢的公司则有望提升，全年利润增速将趋向均值回归。 负债端增长呈现“高开低走”的态势。这受到上半年部分资金流入资本市场、监管加强对银保渠道销售业务管理以及 2025 年保费基数前低后高等多重因素影响。尽管短期数据波动，但不应改变对长期增长的判断。市场预期常基于高频数据进行线性外推，容易导致追涨杀跌。预计 2027 年负债端将实现良好增长，并可能呈现“低开高走”的态势，从而带来相应的投资机会。 当前，三季度行业多项数据指标偏弱，市场预期也较低。但向后看，基本面存在超预期空间，只是数据验证的时点可能要到四季度甚至更晚。在此之前的基本面真空期，股价表现将更多受市场风格主导。保险板块整体被视为类红利行业，短期会受红利与成长风格轮动的影响，但长期来看，无论是负债端增长还是盈利中枢表现，均有较大超预期空间，建议持续关注。