招商证券 | 总量的视野

电话会议纪要（20260906）

宏观-罗丹：高增之后，出口还有什么支撑?；策略-李昊阳：市场分歧加大，后市该如何布局；固收-张伟：摊余债基对债市的影响；银行-张岸天：美债压力和 9 月加息预期；非银-张晓彤：从中报看 2026 年保险资金投资变化；地产-孔嘉庆：9 月 REITs 配置建议；基评-徐燕红：美国多资产基金发展特征与启示；资配-江雨航：QDII 股票 ETF 配置策略实践；量化-许继宏：行业及风格轮动模型观点。

- **【宏观-罗丹】高增之后，出口还有什么支撑？**

出口增速的阶段性高位更可能出现在三季度，随后逐步回落，但不失速仍是基准判断。按 Trade Map 美元 HS4 口径，2026H1 出口同比 17.3%，3 月以后高增持续。向后看，AI/半导体同比从极高水平正常化和基数抬升将压低整体增速；但 AI 宽口径 H1 仍贡献 6.75 个百分点，工业机械、汽车、化工、电力设备四类非 AI 制造业合计贡献 8.44 个百分点。只要其他韧性品类保持稳定，出口更可能渐进降速而非断崖失速。

AI 和半导体仍是出口上行弹性的核心来源，资本开支是判断中期需求的重要锚。2026H1 五家云厂商实际资本开支同比约增长 88%，AI 宽口径贡献升至 6.75 个百分点，其中集成电路约占 AI 核心增长贡献的 79%。在资本开支框架基础上，贸易端的阶段性斜率还取决于半导体价格、库存/备货以及韩国 ICT、亚洲电子中间品贸易。**因此，对 AI 相关出口更适合采用“资本开支看需求底座、半导体与区域链看边际斜率”的组合框架。**

亚洲产业链成为新增出口的重要承接地，但“地理分散”并不等于“周期分散”。2026 年 3—6 月，中国香港、越南、韩国、泰国、印度、中国台湾和马来西亚七个亚洲市场合计贡献同期接近 65%的出口增量。亚洲市场降低了对单一美国市场的直接暴露，但新增量仍高度集中于集成电路和电子中间品，目的地多元化并未同步降低对全球 AI 和半导体周期的依赖。

AI 之外，“数量型”制造业是 AI 增速回落后维持出口不失速的重要支撑。2026H1 乘用车出口金额增长 60.3%、数量增长 59.6%，蓄电池金额增长 40.0%、数量增长 38.8%，工程机械数量增长 31.3%，汽车零部件数量增长 10.5%，这些数据更直接说明实物出货量正在扩张。

核心进口国样本内的份额韧性，进一步抬高出口的底部。2025H2 核心进口国样本内中国份额同比平均下降约 0.97 个百分点，2026 年 1—5 月降幅已收窄至约 0.08 个百分点，说明此前份额压力明显缓解。当前出口改善既有全球需求回升的贡献，也包含样本内中国份额企稳的因素；若后续全球进口仍保持正增长，份额稳定将有助于外需更充分地转化为中国出口。

往后看，我们预计三季度仍处较高增速区间，随后逐步回落。只要 AI 相关出口仍保持正贡献，汽车、机械、电力设备等相对韧性品类的增速和实物量不出现广谱转弱，同时核心进口国样本内中国份额保持稳定，出口增长仍有较强底部支撑。

推荐（维持）

研究部/总量研究

相关报告

1、电话会议纪要（20260830）—招商证券 | 总量的视野

2、电话会议纪要（20260823）—招商证券 | 总量的视野

3、电话会议纪要（20260816）—招商证券 | 总量的视野

罗丹 S1090524070004
luodan7@cmschina.com.cn
李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn
张伟 S1090524030002
zhangwei36@cmschina.com.cn
张岸天 S1090522070002
zhangantian@cmschina.com.cn
张晓彤 S1090524120006
zhangxiaotong2@cmschina.com.cn
孔嘉庆 S1090524100004
kongjiaqing@cmschina.com.cn
许燕红 S1090524120003
xuyanhong@cmschina.com.cn
江雨航 S1090525070014
jiangyuhang1@cmschina.com.cn
许继宏 S1090524070003
xujihong@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

- **【策略-李昊阳】市场分歧加大，后市该如何布局**

【观策·论市】海外利率再定价，后续如何布局？海外方面，美国 8 月非农显著超预期，失业率维持 4.1%，市场关注点由就业转向通胀，美债利率和美元短期仍存在上行压力，全球权益市场或延续震荡；后续拐点取决于通胀数据、9 月议息会议及美伊局势。同时，近期能源供应风险推动大宗商品结构性上涨，原油成为核心锚，涨价向化工中间品扩散，贵金属、光伏材料材料承压。**国内方面，**二季度 A 股收入与利润增速加快，海外收入占比继续提升，但行业分化仍然明显。**产业趋势方面，**海外大模型密集更新，A 股市场科技拥挤度持续下行，市场还在交易“硬切软”的逻辑，科技整体叙事空间并没有上修，但产业链可能发生利润再分配。**配置上建议保持“结构性成长+红利”的均衡组合，重点围绕 AI 算力链、出海链和低估值改善方向，关注半导体、海外算力、化工、农业和机器人等边际改善赛道。**

【复盘·内观】本周 A 股市场震荡调整，主要原因包括：（1）海外流动性压力上升，美债收益率快速走高，全球债券市场出现调整，美国 10 年期国债收益率一度接近 4.8%，30 年期美债收益率升至 5.28%左右，叠加美国债务规模、通胀预期以及能源价格上涨担忧，压制全球风险资产估值。（2）AI 硬件交易进入分化阶段，前期高景气方向继续出现资金兑现，但 AI 应用端仍受产业催化支撑，传媒、短剧、AI 视频等方向承接部分资金。（3）市场热点快速轮动，农业、军工等低位方向阶段性走强，其中生猪养殖受能繁母猪去化和猪价修复预期推动，军工受市场避险情绪影响成为调整期间的重要资金承接方向，但成交额持续回落，指数缺乏持续上行动能。

【中观·景气】8 月制造业 PMI 环比上行，猪肉价格上涨。本周景气改善的领域主要有：1）资源品中煤炭、原油和多数化工品价格上涨；2）TMT 延续高景气，DDRM 价格持续上涨，7 月北美 PCB 出货量、订单量三个月滚动同比增幅扩大；3）生猪价格改善，蔬菜价格上涨。**推荐景气较高或有改善的煤炭、化工、化学制药、农林牧渔、半导体、银行等。**

【资金·众寡】ETF 净申购，融资净流出，基金发行回落。融资资金前四个交易日合计净流出 27.1 亿元；新成立偏股类公募基金 49.9 亿份，较前期下降 7.4 亿份；ETF 净申购，对应净流入 108.7 亿元。融资资金净买入机械设备、基础化工、建筑材料等；信息技术 ETF 申购较多，券商 ETF 赎回较多。重要股东净减持规模缩小，计划减持规模下降。

【主题·风向】OpenAI、Anthropic、谷歌接连发布最新模型。本周海外大模型竞争再度明显升温：OpenAI 于 9 月 4 日发布 GPT-6 Astra，Anthropic 于 9 月 2 日推出 Claude Fable 5.1 与 Claude Mythos 5.1，谷歌在同日发布 Gemini 3.8 Flash，三家头部厂商在极短时间内完成新一轮旗舰或主力模型更新。从三个模型的共性趋势看，实际生产效率成为衡量前沿模型价值的重要标准，科研能力是旗舰模型最关注的细分方向之一。与此同时，不同厂商的产品路线也进一步分化：OpenAI 强化计算机操作能力，Anthropic 继续深耕 Agent，谷歌则依靠 Flash 系列强化性能、速度与成本之间的平衡。

【数据·估值】本周整体 A 股估值水平较上周下行，万得全 A 指数 PE（TTM）为 17.2，较上周下行 0.5，处于历史估值水平的 63.4%分位数。本周指数估值大多下跌，其中，轻工制造、建筑装饰、传媒涨幅居前，电子、建筑材料和军工跌幅居前。

仅供内部参考，请勿外传

- 【固收-张伟】摊余债基对债市的影响

债市回顾：震荡偏弱，长端承压

八月末周债市震荡偏弱，周初流动性修复驱动偏强震荡，后半周全线回调、长端承压。周初央行大额净投放并预告隔夜逆回购，叠加股市回落，资金面预期修复首先推动长债品种走强，30 年期表现突出。随后 MLF 缩量续作、跨月前资金仍处偏紧平衡，市场对流动性宽松的持续性保持谨慎，短端率先承压。周三起央行投放延续，周四隔夜逆回购正式落地，DR001、DR007 先后回落至 1.40%下方，资金约束显著减轻，债市却未同步修复。权益走强、交易盘止盈及监管预期扰动共同压制长端，10 年期收益率由周初 1.68%附近上行并触及 1.70%，30 年期调整幅度更大。周五央行虽净回笼 2455 亿元，资金面维持均衡偏松，10 年期小幅修复而 30 年期继续承压，期限分化进一步强化。全周看，跨月流动性托底并未消除长端调整压力，1 年期和 10 年期收益率温和上行，30 年期上行幅度更大，长端相对弱势推动曲线边际变陡。

资金面：跨月压力可控，9 月关注供给与中长期货币工具到期扰动

八月末周资金前紧后松，周初受月末临近及 MLF 净回笼影响，资金价格一度小幅抬升，但整体并未形成明显收紧。随着央行持续加大 7 天逆回购投放，并于周后半段再次启用隔夜逆回购，DR001、DR007 重新回落至政策利率以下，资金分层亦维持低位，银行体系流动性总体仍较充裕。央行在月末前主动加码短期流动性投放，也进一步确认其平滑资金波动、避免跨月资金价格过度上行的政策方向。展望下周，虽然前半周逆回购到期规模较大，叠加跨月季节性需求，资金价格仍可能阶段性波动，但政府债缴款和同业存单到期压力较本周明显下降，央行亦具备继续通过 7 天及隔夜逆回购进行对冲的条件，预计跨月整体较为平稳。进入 9 月后，资金面的主要矛盾将从短期跨月转向政府债供给、中长期工具集中到期以及季末信贷投放等因素叠加，流动性波动或较 8 月有所放大。预计下周资金面跨月扰动有限，后续重点关注央行对政府债供给和中长期流动性缺口的对冲节奏。

机构行为：交易盘止盈情绪升温，配置盘逢调整承接

八月末周机构行为延续分化：交易盘对长端趋于谨慎，而银行与保险等配置力量在回调中逐步承接。基金方面，随着 10Y 国债重新回到 1.70%附近、前期久期已升至高位，加之资金面阶段性收敛、监管预期及权益市场扰动，基金开始主动缩短久期，对长端尤其 10Y 和 30Y 的增配大幅降温，同时转向中短端利率债、信用债及二永债增厚收益。短期若缺乏新的宽松催化，基金预计仍将保持观望，更多通过期限切换和信用策略获取收益。中小银行则延续逆向交易特征，在长端调整后重新回补 10Y 等品种，前期止盈资金部分回流，对长端形成一定承接。大型银行短端配置力度下降、10Y 减持增强，但超长端卖出明显收敛，反映其尚未主动拉长久期。理财继续偏好存单、短信用和二永债，核心诉求仍是兼顾票息、流动性和净值稳定，进入 9 月后若规模和再配置需求回升，相关票息资产有望继续受益。保险则在连续调整后进一步恢复超长债配置，并继续增配地方债，长久期匹配需求依然稳固。整体来看，当前长端交易盘降温，而配置盘逢调整接力，市场短期或维持震荡。

债市策略：关注经济环比变化和稳增长政策预期，9 月债市或以震荡为主

此前调整是前期长债拥挤交易的再平衡。债市调整已由超长端逐步扩散至中段，7Y 国债与 30Y 步调一致，约上行 3bp。资金面已由紧转松，若 9 月 DR007

仅供内部参考，请勿外传

大体运行在 1.35%—1.45%、央行对 MLF 和买断式逆回购保持足量续作，10 年国债收益率上行空间将受约束；与此同时，低收益率、交易盘止盈、政府债供给放量及权益风险偏好回升，会限制收益率下行。预计短期 10 年国债仍以 1.65%—1.75%区间震荡为主；30 年期因久期更长、筹码更拥挤，对供给和情绪扰动更敏感，波动会更大。策略上宜维持震荡思路，避免在收益率快速下行时过度追涨，超长端则等待止盈盘进一步出清。后续重点观察经济环比恢复，如果经济环比恢复较快，叠加增幅债券发行量加大，长债将存在一定压力。

- **【银行-张岸天】美债压力和 9 月加息预期**

美债市场的博弈主线再度转向 9 月 11 日的 CPI 数据和美联储 9 月加息预期。在上周末美联储主席沃什于 Jackson Hole 全球央行年会进行偏鹰表态之后，本周三四，纽约联储的威廉姆斯和美联储理事沃勒相继对通胀趋势表示了乐观态度，带动美债收益率曲线一度下行 2-6 个 BP；其后，由于周五非农数据超预期，美联储加息预期再度升温。

纽约联储主席威廉姆斯对于去通胀进程的乐观预期主要源于关税影响消退和能源价格冲击并未对服务价格产生第二轮影响。美联储理事沃勒则强调了前瞻性指引的作用，表示目前政策利率在略偏限制性水平，并且将赋予下周的通胀数据极大政策权重。相比传统的核心 PCE 指标，沃勒始终强调市场化 PCE（market-based PCE）所反映出的趋势拐点信号，该指标剔除了保险服务价格等统计估算而非市场交易价格指标，特别保留了房租项的业主等价租金 OER 分项。沃勒在本周四再次强调，市场化 PCE 指标反映出潜在通胀的降温趋势，而且能源价格冲击不会成为通胀的持续驱动因素。

尽管美债收益率在周中美联储官员偏鸽表态后出现小幅回落，周五非农数据录得 16.2 万人（预期 5.5 万人），而且家庭调查口径和周工时等数据细节均显强劲，美债市场再度承压，焦点转向下周 CPI 数据和 9 月美联储加息预期。目前对于 8 月核心 CPI 的市场预期在 2.4%（前值 2.5%），由于近月工资增速尚属温和水平，海外市场对核心通胀走势的预期分歧较大。在美债 10 年期收益率实际期限溢价已升至 78BP 附近高位水平、美联储加息预期升温的背景下，美债收益率曲线正处于对通胀数据高度敏感的趋势临界点。

- **【非银-张晓彤】从中报看 2026 年保险资金投资变化**

权益投资成为低利率环境下保险公司增厚收益的重要方式，长久期债券依旧是收益压舱石。2026 年上半年保险资金运用余额维持两位数增速，规模首次突破 40 万亿，其中主要上市险企占比约六成。投资品种方面，保险资金配置的“哑铃型”特征进一步凸显，在继续增配权益投资以及资产公允价值上升的共同作用下，行业股票占比进一步提升至 10.4%，达到近年最高水平，债券占比小幅回升至 50.5%，配置更强调择时与结构优化。主要上市险企二级权益配置比例创历史新高，股票占比达 13.0%，基金占比为 6.2%，权益增配力度远大于非上市险企；固收类资产占比延续小幅下降趋势，债券占比为 57.1%，较年初基本持平，显著高于行业均值。

OCI 配置型与 TPL 交易型股票投资趋于均衡。截至 6 月末主要上市险企 OCI 股票规模合计达 1.38 万亿，较年初净增超 3000 亿，在股票投资中的占比提升至 45.6%。中国人寿和中国平安是上半年 OCI 增配的主要力量，OCI 股票规模分别较年初净增 1603 亿元和 925 亿元，预估全行业保险资金实际的高股息持仓超过 2 万亿。根据 Wind 截至 8 月 29 日的不完全数据统计，26Q2 险资 A 股重仓流通股持续增配高股息，边际加仓电力及公用事业、钢铁、煤炭等，科

仅供内部参考，请勿外传

技成长板块则灵活操作，积极关注结构性机会。此外保险资金入市方式更加多元化，上半年举牌热度有所回落，但参与上市公司 IPO 战略配售、基石投资升温。长期投资试点私募全部进入实际运作阶段，传统核心资产仍为重点，同时适当兼顾成长性，26Q2 新增配置集中于石化、铁路、港口、传媒和医药等领域。

保险行业资金运用余额预计稳健扩张，权益占比已处高位，再平衡或是下半年投资主线。低利率、分红险转型和监管政策等持续重塑保险投资环境，权益资产的重要性进一步提升，但考虑到险资权益配置中枢近年已持续上移，预计下半年多数机构将以维持现有仓位为基础，通过小幅结构性调整优化组合。尤其 2026 年以来权益市场呈现高轮动特征，均衡配置策略显得尤为重要，高股息股票仍有较强动力持续增配，电子、通信、生物医药等板块也有助于险企分享经济转型下企业长期成长带来的超额收益。对于债券投资，保险资金仍是天然的配置盘，但投资策略预计将更加注重择时和结构优化。此外，保险公司也将积极拓展另类投资品种及渠道，增强多元化配置结构。

- **【地产-孔嘉庆】9 月 REITs 配置建议**

一、二级市场要点：中证 REITs 全收益指数 8 月呈“V 型”走势，全月累计-0.2%。8 月 1-17 日指数累计下跌 2.7%，延续上月下跌趋势，或主要反映市场对二季报业绩承压的持续定价；18-31 日指数累计反弹 2.6%，或与 a. 指数二次探底对部分投资人形成估值吸引力，b. 指数基金建仓，c. 原始权益人增持，d. 一级持续 2 个月未见询价等因素有关。一级 8 月无询价和发售，个券打新延续 7 月小幅亏损，或受二级市场持续回落导致一二级价差收窄及市场情绪较弱影响。

基本面：26Q2 各板块可比样本 EBITDA（26Q2 同比增速中位数，较 Q1 变动）：消费（+8%，-1 PCT），保租房（+3%，-5 PCT），市政环保（+1%，-14 PCT），交通（-2%，-4 PCT），仓储物流（-12%，0 PCT），产业园（-17%，-3 PCT），能源（-22%，-10 PCT）。往后看，保租房基本面或保持稳定；消费板块零售额或受宏观因素影响而出现下行压力，租金或滞后零售额反应，同时少数优质消费 REITs 或存在幸存者偏差、维持强者恒强特征。

估值：26 年 8 月末，产权派息率/经营权 IRR 平均分别 4.8%/4.7%，与 10Y 国债收益率的利差分别位于历史 97%/58%分位。具体来看：**（1）全局方面：**REITs 全市场 P/NAV 平均 1.03 倍，处于历史 34%分位；**（2）产权 REITs 方面：**派息率平均 4.8%，与 10Y 国债收益率利差 310 bps、位于历史 97%分位。从与 10Y 国债利差来看，仓储/IDC 估值仍位于历史最低（派息率 5.1%/4.2%，利差均在 100%分位），产业园短期反弹后估值略有回升但仍在低位（办公类产业园/厂房类产业园派息率 5.7%/5.3%，利差均在 98%分位），但产业园、仓储物流基本面角度暂未看到明显反转信号、部分标的或仍存在“估值陷阱”；保租房/消费估值低于历史中枢（市场化保租房/非市场化保租房/消费派息率 3.4%/3.0%/4.4%，利差在 75%/72%/66%分位）；商业不动产中零售/办公派息率分别 4.6%/5.1%；**（3）经营权 REITs 方面：**中债 IRR 平均 4.7%，与 10Y 国债利差 306 bps、位于历史 58%分位，其中，高速/能源/市政 IRR 分别 6.4%/3.2%/2.7%。

配置建议：（1）二级市场：虽然分派率持续回升，但当前绝对估值不够便宜（全市场平均 P/NAV 仍在 1 倍），**往后看，询价重现、市场或再度进入供应观望期**（7、8 月未见询价后，8 月底确定将有新项目于 9 月询价），**指数基**

仅供内部参考，请勿外传

金建仓的边际影响或递减，同时，9 月处于业绩空窗期、短期或缺乏业绩拐点的证据，长端利率或具备下行空间但短期或存在不确定性（8·28 新政或带来不动产资产欠配，但国债发行或加速、对冲机构欠配影响），**综上判断 9 月 REITs 二级市场或以结构性机会为主，** 关注拥有运营 alpha 的消费龙头【华润消费 REIT】【大悦城消费 REIT】、能源龙头【国家电投 REIT】等。**（2）一级市场：一二级估值差较窄甚至倒挂，建议一级参与范围进一步聚焦，**其中，战配关注资产质量高、 相对稀缺且一二级估值差相对较宽的标的，如【华润商业】【华润电力】等；鉴于近期市场持续“破发”，打新层面建议缩圈至高安全垫标的，如【山西供热】【杭州安居】【新城商业】等。

- **【基评-徐燕红】：美国多资产基金发展特征与启示**

在美国市场，**多资产基金泛指同时投资于股票、债券及其他资产类别的基金产品。**美国多资产基金发展始于共同基金，多资产 ETF 则起步较晚。尽管多资产共同基金和多资产 ETF 诞生于不同时期，但发展方向基本相似，均呈现出**“单一化——标准化——多元化”的演进特征。**目前，**美国多资产基金市场以场外共同基金为主体，场内 ETF 则处于快速成长阶段，且近年来规模增量主要由主动产品贡献。**

美国多资产 ETF 和共同基金既有共性特征，也存在一定差异。**1、业绩比较基准：**主要分为三类，包括**单资产单只指数、多资产单只指数和复合指数，**对应使用较多的指数为**权益宽基指数、标普目标风险/日期指数系列和标普 500 指数与彭博美国综合债券指数构建的 60/40 股债组合；2、投资策略：目标风险策略在多资产 ETF 和共同基金中都较受欢迎，且以平衡配置型为主。**此外，多资产 ETF 中战术配置型产品和多资产共同基金中目标日期产品的规模较大；**3、资产配置结构：美国场内外多资产基金均以 FOF 结构为主，**且存在着 FOF 结构的 ETF 主要投资于 ETF，FOF 结构的共同基金主要投资于共同基金的特征；**4、管理方式：近年来多资产 ETF 主动化趋势明显，新成立产品也以主动管理居多，**现存的多资产共同基金则几乎均为主动管理产品；**5、基金费率：多资产 ETF 各个策略分类产品的平均净费率均低于同类多资产共同基金；6、收益表现：**对比 2021 年至 2025 年不同策略分类下多资产 ETF 和共同基金的平均回报，**两类产品并未呈现出明显优劣；7、持有人结构：多资产 ETF 的机构与个人持有份额相对均衡，而多资产共同基金的个人持有占比相对更高，一定程度上受美国养老资金的配置偏好和养老账户的默认投资规则驱动。**此外，多资产 ETF 来自投顾组合配置的需求相对更多。

管理人方面，近年来，**多资产 ETF 市场由 iShares 主导，但格局尚未固化，未来仍可能出现较大变化；多资产共同基金的管理人格局则较为稳定，**且头部集中度较高，**Vanguard 和 Capital Group 近年来始终位居市场前两位。产品线结构方面，**iShares 旗下多资产 ETF 均为 FOF 结构，其**核心产品系列 iShares Core Allocation ETFs 是 FOF 结构场内被动 ETF 的典型代表；**Vanguard 旗下多资产共同基金也以 FOF 结构为主，Capital Group 则以直投型产品为主。对于 FOF 结构的产品，**三家头部管理人基本上都采用了“内部产品-FOF”的运作模式。**

头部产品方面，美国头部多资产 ETF 大多为目标风险产品，且以平衡配置型为主，多为 FOF 结构，主动和被动产品各占一半数量，**实现资产配置的框架既包含主观研判也包含量化模型，且头部主动多资产 ETF 相对业绩比较基准具备一定的超额收益获取能力；**美国头部多资产共同基金覆盖目标风险和目标

仅供内部参考，请勿外传

日期产品，直投型和 FOF 结构产品各占一半数量，**多数头部目标风险基金中长期能够取得正超额收益，头部产品普遍成立时间较早，具备较强的先发优势，不同管理人旗下产品规模扩张的路径不同。**

从代表产品特征切入观察，多资产基金在运作细节层面呈现一定差别。**1、资产配置情况：多资产基金的实际资产配置调整幅度存在个体分化，**部分产品会在既定区间内对股债比例进行适度调整，以应对市场环境变化，也有部分产品长期维持稳定的配置结构；**2、产品发展路径：**多资产 ETF 方面，可以**依托管理人既有共同基金的投研体系和品牌影响力，实现共同基金与 ETF 之间的协同发展，**例如 CGBL；也可以**凭借创新的资产配置策略构建产品核心竞争力，**例如 ALLW；或者是**被动跟踪指数实现多资产配置，**例如 YYY。多资产共同基金方面，在发展体系成熟的情况下，**优势或更多来源于长期积累的品牌信誉、成熟的资产配置框架以及长期业绩记录，**例如 ABALX 和 VWELX；**3、具体资金来源：**多资产 ETF 的机构持有人主要为**金融机构，**多资产共同基金的机构持有人则主要是 **FOF 基金、529 教育储蓄计划等体系。**

目前，我国已形成相对完整的场外多资产公募基金体系，但尚未推出场内多资产 ETF 产品。从环境上来看，政策支持与市场需求为多资产基金的发展创造了条件。固收+基金是目前我国场外直投型多资产公募基金的主要形态，借鉴美国多资产基金的演化路径，**进一步拓宽可投资产范围，引入更多元的金融工具，或将成为国内多资产基金的重要演进方向。**虽然我国目前暂无多资产 ETF 产品，但相关指数体系建设已经较为完善，**直投型多资产 ETF 或和现有品类 ETF 一样延续从被动逐步到主动的发展路径。**此外，尽管场内多资产 ETF 尚未落地，**但场外多资产 ETF-FOF 已经在国内市场出现，并表现出一定的发展趋势，产品线未来或日益丰富。**从资金端视角来看，参考美国养老金市场的经验，养老目标 FOF 或有望成为连接养老资金与多资产基金的重要工具，但当前国内养老目标 FOF 整体体量依然偏小，中长期仍有赖于个人养老金制度持续完善，基金投顾等财富管理业务不断发展，以及养老投资理念的进一步普及。

- **【资配-江雨航】：QDII 股票 ETF 配置策略实践**

国家权益风格因子： **1）因子构建：**价值因子主要基于各指数的估值、盈利、股息率等当期与预期数据构建；动量因子在价格趋势的基础上，结合风险调整、连续性等维度进行优化；防御因子主要从 beta 风险、特质风险和总体波动三个角度识别风险相对较低的市场。 **2）因子表现：**价值因子表现最为突出，预期维度的数据效果更优；动量因子具有收益增强作用，加入风险调整、趋势连续性和残差信息后优化明显；防御因子有一定的波动控制作用，但效果一般。

风格溢价组合：多风格组合能够将因子层面的收益优势转化为稳定的组合表现。**1）风格均衡组合：**选取最优的价值、动量和防御因子，以因子等权多头代表风格，分别以风格等权、风险平价两种方式形成风格均衡组合，其中风格等权组合年化收益 17.03%，收益/波动 1.44，相对等权基准年化超额 4.94%，8 月持仓权重 TOP3 为中国大陆、印度、英国。**2）MSCI 全球增强组合：**以 MSCI 全球为基准，在约束跟踪误差与权重的基础上，最大化价值与动量因子得分，同时保持防御因子暴露，得到相对增强组合，其中最高年化收益 20.03%，收益/波动 1.57，年化超额 5.67%，8 月持仓权重 TOP3 为美国、印度、越南。

中国境内的实现：转换为人民币口径并以境内 QDII 基金实现后，组合的相对优势总体得到保留，但汇率和基金实现造成了一定损耗。风格等权和 MSCI 全球增强 QDII 组合今年以来收益分别为 14.33%和 18.86%，均高于人民币口

仅供内部参考，请勿外传

径 MSCI 全球，但低于相应的理论指数组合。差异主要来自基金与目标指数的映射偏差、跟踪误差、管理费用及境内外估值时点差异等因素，ETF 场内折溢价也是实际交易中需要关注的风险。

- **【量化-许继宏】：行业及风格轮动模型观点**

【风格轮动】在《基于赔率和胜率看大小盘》的报告中，我们已经进行了验证，即市场风格相应的相对估值水平是其预期赔率的关键影响因素，并且两者应该呈现出负相关。由于存在上述线性关系，**我们根据最新的估值差分位数，即可推得当下价值相对成长风格的赔率估计为 1.23，大盘相对小盘风格的赔率估计为 1.42。**

在胜率方面，我们以国债/美债/CPI_PPI/PMI/中长期贷款/动量，强势股作为成长价值指标，Shibor/期限利差/市场趋势/市场波动/风格动量/风格拥挤度/月历效应作为大小盘指标，当下成长风格的胜率为 25%，价值风格的胜率为 75%。大盘风格的胜率为 42.86%，小盘风格的胜率为 57.14%，其中，相似度指标指向小盘/成长风格，但趋势性指标仍指向价值风格，根据模型数据，最新的大盘得分为 0.03，小盘得分为-0.04，成长得分为-0.57，价值得分为 0.52。因此，**最新市值观点为均衡/估值观点为价值。**

【行业轮动】在指标方面，我们基于投资景气度、量价指标、分析师预期 3 个大维度构建了 11 个明细行业轮动指标。其中，投资景气度指标借助市场投资的轮转现象，挖掘了能成为市场投资主线的行业投资机会。量价指标综合多维度的交易数据情况，给出了各行业在多层面的技术指标综合打分结果。分析师预期指标基于盈利预测和投资评级的调整变化，构建了相对灵活的行业预期变化得分。

根据最新数据，我们计算了最新的行业轮动指标，**排名靠前的行业为机械、非银、有色、石油石化、通信和基础化工。**其中机械和非银在投资景气度和分析师预期上得分均同时较高，有色金属和通信在量价技术指标中得分仍然较高，化工则是在各指标上均属中游偏上水平。

风险提示：国内政策效果不及预期，中东局势超预期变动；经济数据不及预期，政策理解不全面，海外政策超预期收紧；经济基本面超预期，政府债供给节奏超预期，信贷投放超预期；经济基本面改善偏慢，政策力度低于预期，存款竞争加剧；REITs 二级市场基本面改善不及预期，REITs 流动性改善不及预期，宏观流动性改善不及预期，一级供应超预期，一级市场持续出现“破发”等；ESG 相关政策仍在持续完善过程中，标准体系和市场反应具有不确定性，相关投资产品可能面临估值波动、流动性不足、主题偏离等风险，投资者需保持审慎判断。

仅供内部参考，请勿外传

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。