下载日志已记录，仅供内部参考

资产配置月报 202609

A 股 2026 年中报十大核心结论

A 股 2026 年中报十大核心结论

- **全 A 净利润增长几乎全部由头部贡献，K 型分化达到十年内最高水平。**利润结构上金融与上游资源占比高，中游制造在为涨价“买单”。半导体是多维景气打分中，同时具备样本大、前瞻指标领先的行业。AI 主线净利增量几乎全部集中在上游四类硬件，基建环节订单在手却尚未兑现利润。存储芯片是“量价齐升且没有扩产”的环节，光模块正相反——毛利率没涨，在建工程却翻倍。
- **市场奖励“低预期”、惩罚“高拥挤”，中报的超额收益取决于股价所处位置，而非业绩本身。**“盈利意外”集中在资源品与半导体，而且几乎全部来自各行业的龙头。“被忽略”的另一半：756 家消费公司利润-18%、收入零增长，而且内部分化——服务型+36%，商品型-21%。资本开支的重心主要集中于 AI 硬件与资源品，而收缩的都是亏损行业——尚未出现逆周期扩产。管理层对行业景气的判断与报表高度吻合，偏离这条线的行业值得注意。

大类资产量化观点

- **权益：景气大幅提升，右侧反弹或临近。**中报业绩全 A 净利润增速同比达到 19.4%，景气度显著提升；信用上人民币贷款或有回升，社融整体增速或边际回落，从结构来看，企业债券净融资同比回升，政府债券净融资回落；三维择时信号已由空转多，市场三角收敛接近结束，右侧反弹或临近。
- **利率：9 月 10Y 国债利率或下行 1BP 至 1.68%。**经济增长因子略有下行，通货膨胀因子有所回升，债务杠杆因子保持回升，短期利率因子继续下降。
- **黄金：小幅看多，关注议息决议。**与黄金相关的美国经济因子继续下行，财政因子继续上行，就业因子上行，对外负债因子小幅回落，综合来看模型依然小幅看多黄金。
- **地产：整体压力小幅下降。**房地产行业压力指数为 0.736，行业压力近几月小幅震荡，整体小幅下降；供给侧压力下降，而需求侧压力下降。

风格量化观点

- **大势研判综合观点：**9 月推荐实际成长+盈利能力。预期增速资产优势差回落，预期成长风格不再推荐；实际增速资产优势差回升，实际成长风格已经中报验证，推荐；ROE 的优势差回升，拥挤度较低，盈利能力风格推荐；高股息类资产当下的拥挤度较低，但成长风格逻辑更强情况下相对收益不占优。
- **市值风格观点：机构调研强度仍向大盘倾斜。**8 月机构调研关注度继续向大盘倾斜；从季节效应来看，2010 年以来 9 月份大盘占优。

行业配置量化观点

- **胜率赔率策略，**推荐当下高胜率高赔率的行业：交通运输、有色金属、计算机、基础化工、石油石化、消费者服务。2024 年以来绝对收益 65.60%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 25.68%。
- **风险提示：**量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。权益、利率、黄金等观点来自模型对历史的解释与拟合，如若市场、宏观环境发生变化，不排除失效可能。



分析师 **叶尔乐**
执业证书：S0590525110059
邮箱：yeerle@glms.com.cn
分析师 **关舒丹**
执业证书：S0590525110060
邮箱：guanshudan@glms.com.cn

相关研究

1. 量化专题报告：基本面先声：高频文本中的前瞻 Alpha-2026/09/08
2. 量化分析报告：ML 投研新范式：2026 年 ICML 前沿论文综述-2026/09/07
3. 基金分析报告：聚焦 AI 硬件的配置工具：广发创业板算力投资价值分析-2026/09/07
4. 量化周报：三维择时框架观点转多-2026/09/06
5. 量化大势研判 202609：九月建议配置景气与 ROE 资产-2026/09/04

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 A 股 2026 年中报十大核心结论 3
2 大类资产量化观点 16
2.1 权益：景气大幅提升，右侧反弹或临近 17
2.2 利率：9 月 10Y 国债利率或下行 1BP 至 1.68% 21
2.3 黄金：小幅看多，关注议息决议 23
2.4 地产：整体压力小幅下降 26
3 风格量化观点 28
3.1 风格综合观点：九月建议配置景气与 ROE 资产 29
3.2 市值风格观点：机构调研强度仍向大盘倾斜 30
4 行业配置量化观点 33
4.1 行业推荐：胜率与赔率 33
5 风险提示 35
插图目录 36
表格目录 36

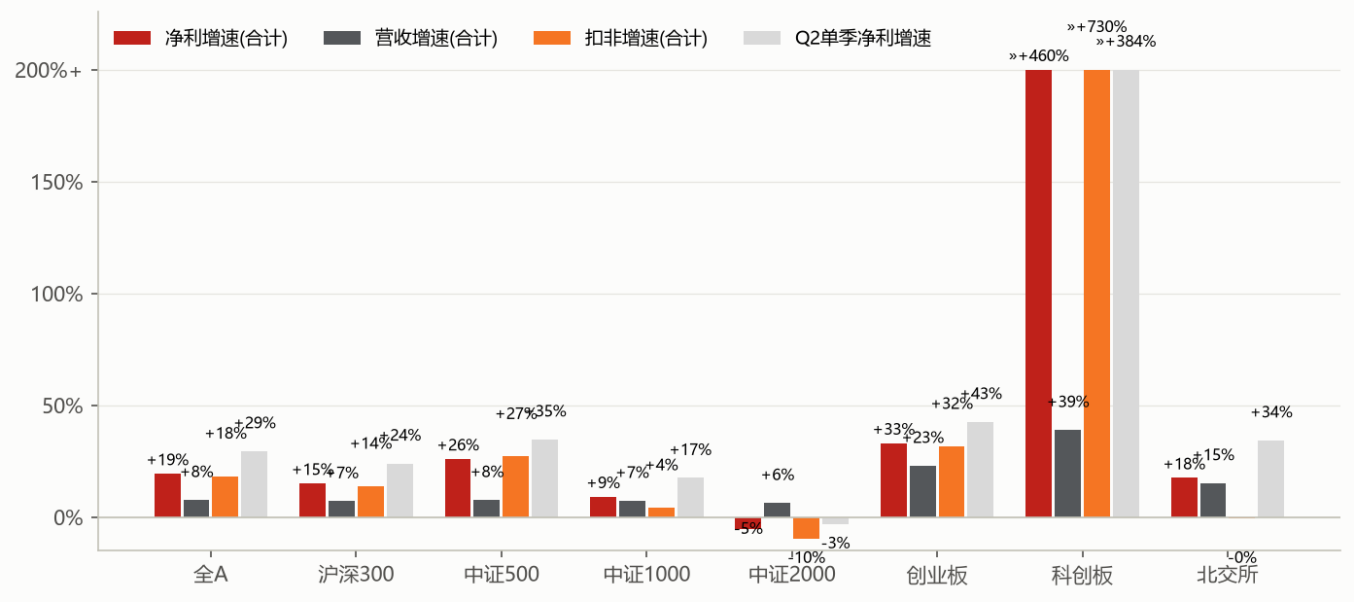
下载日志已记录，仅供内部参考

1 A 股 2026 年中报十大核心结论

一、全 A 净利+19.4%而个股中位数只有+1.1%，增长几乎全部由头部贡献，K 型分化达到十年内最高水平。

- 宽基中 2026H1 净利润同比增速（以下增速表述没有特殊说明都为同比增速）前三为科创板>创业板>中证 500。
- 以“合计增速”减去“中位数增速”作为衡量分化的 K 型缺口：本期为+18.5 个百分点。过去十年这个缺口多在±10%内波动，2026H1 增加到+18.5%，是 2016 年以来从未出现过的量级。
- 今年 6 月 30 日之后上市的 17 家新股放大了这一分化，其中长鑫科技一家 H1 净利 776 亿元、去年同期还是–23 亿元。

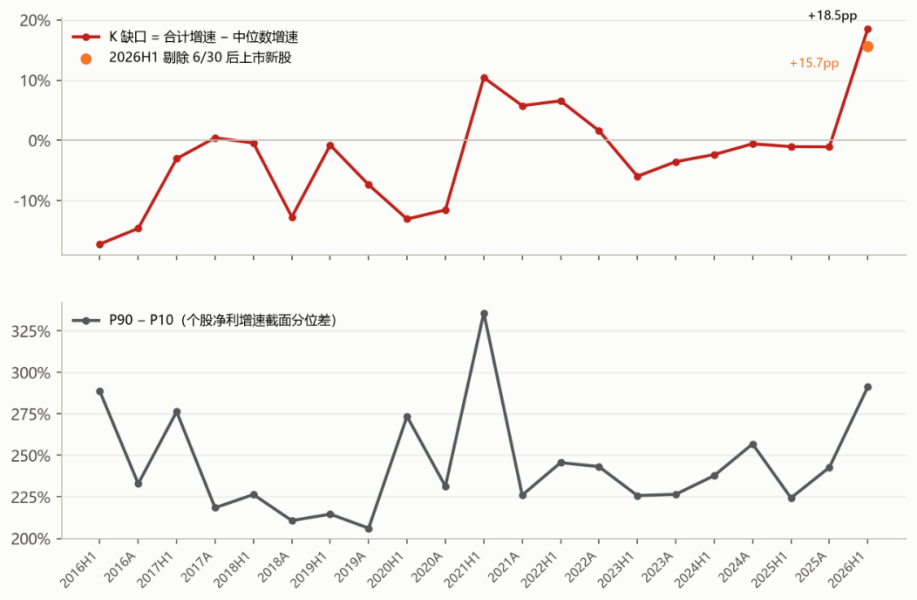
图1：全 A 及主要指数/板块 2026H1 业绩增速



资料来源：wind，国联民生证券研究所，注：统计包含 2026 年 6 月 30 日后上市公司

下载日志已记录，仅供内部参考

图2：K 型缺口与个股增速 P90–P10 的十年时序



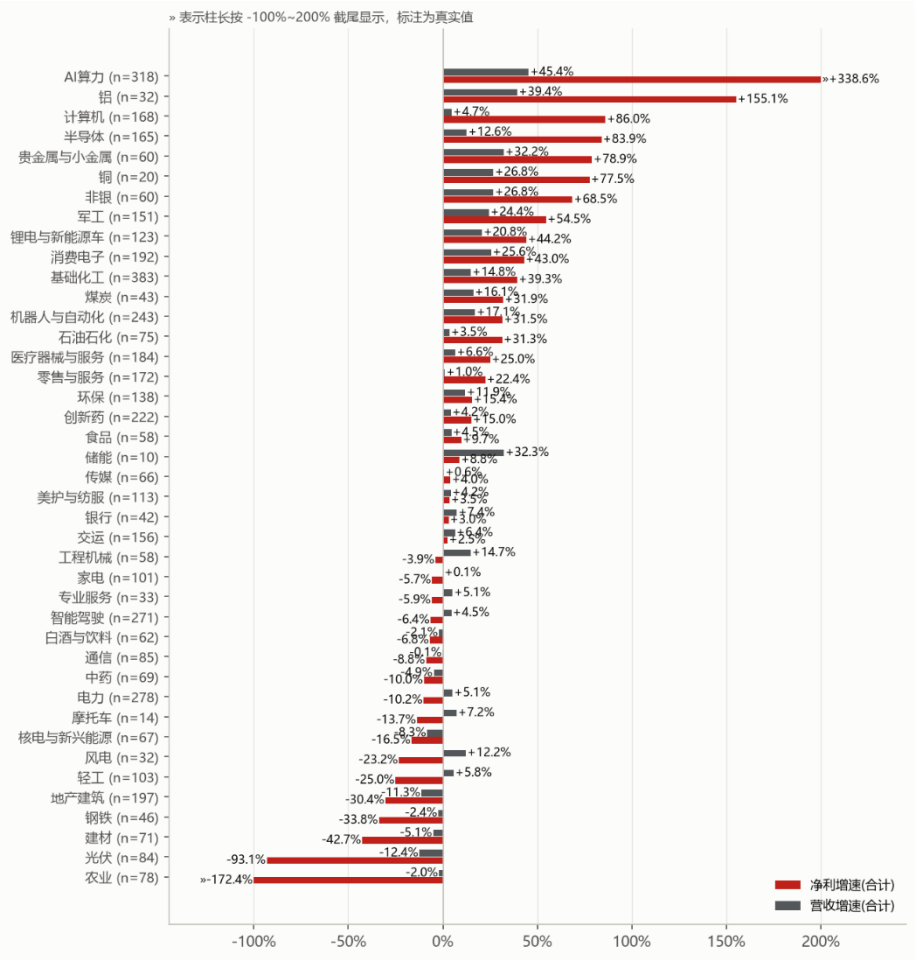
资料来源：wind，国联民生证券研究所，注：P90–P10（最好的 10%与最差的 10%之差）

二、利润结构上金融与上游资源占比高，中游制造在为涨价“买单”。

- 上游资源（煤炭、石油石化、有色、钢铁、化工、建材）净利+48%、毛利率中位数+0.7pp；金融占全 A 利润的 45.9%，并贡献了本期利润增量的 41%（非银贡献为主）。而中游制造毛利率、净利率、ROE 三项全降。
- 管理层 MD&A 中：把业绩变化归因于“销量增长”的有 63%，归因于“产品涨价”的只有 12%。价增逻辑为主的只有铜（74%）、煤炭（70%）、贵金属（67%）、铝（50%）——能涨价的大都是供给受限的资源品。

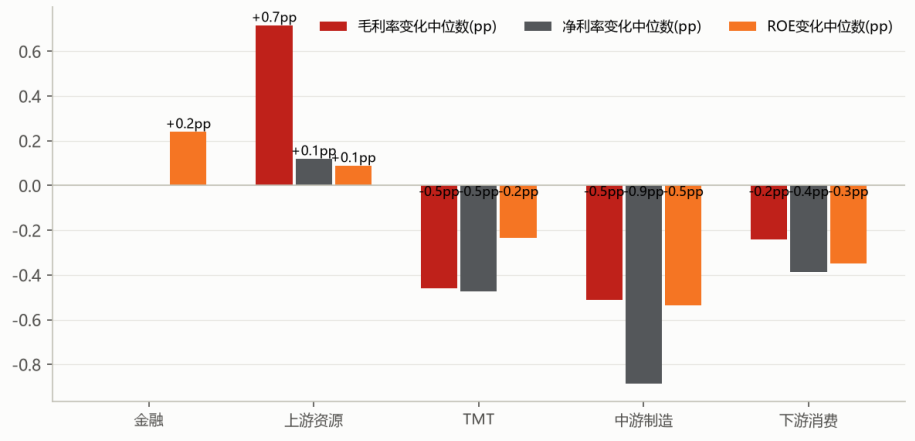
下载日志已记录，仅供内部参考

图3：各行业 2026H1 净利/营收合计增速



资料来源：wind，国联民生证券研究所，注：行业口径由申万三级行业考虑代表性和样本数调整归并得到，下同

图4：按产业链位置分组的毛利率/净利率/ROE 同比变化



资料来源：wind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

三、半导体是多维景气打分中，同时具备样本大、前瞻指标领先的行业。

- 通过九个维度对各行业进行景气度打分。半导体 87 分，与非银（89，样本数 60）、铜（87，样本数 20）同属第一梯队，但非银主要靠一季度低基数带来的二季度反转、铜主要靠价格，半导体则有近 200 家样本的行业。
- 半导体两个前瞻维度都排第一：管理层给出乐观指引的公司占 50%，对所处行业阶段的打分+1.16（“繁荣”计+2、“出清”计-2）；卖方在中报后上调 2026 年盈利预测的公司多于下调；板块主要的拖累项来自毛利率的同比（-0.5pp）下滑。

图5：各行业九维景气打分热力表

	综合得分	净利合计增速	净利增速中位数	正增长占比	Q2 加速度(pp)	毛利率变化(pp)	SUE均值	预期净上修(上修-下修)	指引乐观占比	景气打分(-2~+2)
非银 (n=60)	89%	+68%	+37%	92%	+140pp	—	+1.04	+39pp	22%	+0.38
铜 (n=20)	88%	+78%	+55%	85%	-12pp	+1.8pp	+1.33	+18pp	38%	+0.89
半导体 (n=190)	87%	+119%	+29%	68%	+119pp	-0.5pp	+1.22	+8pp	50%	+1.16
AI算力 (n=321)	80%	+338%	+5%	54%	+76pp	-0.3pp	+0.61	-12pp	41%	+0.85
铝 (n=32)	79%	+155%	+59%	66%	+20pp	+2.0pp	+1.11	-50pp	33%	+0.28
锂电与新能源车 (n=123)	79%	+44%	+59%	72%	-3pp	+1.1pp	+0.55	-25pp	38%	+0.42
储能 (n=32)	77%	+33%	+16%	66%	+6pp	+0.3pp	+0.30	-10pp	30%	+0.37
贵金属与小金属 (n=60)	77%	+79%	+44%	80%	-30pp	+2.2pp	+0.39	-23pp	24%	+0.70
煤炭 (n=43)	76%	+32%	+28%	77%	+70pp	+2.2pp	+1.34	-12pp	8%	+0.07
石油石化 (n=75)	73%	+31%	+7%	60%	+42pp	+1.0pp	+0.56	+24pp	16%	-0.19
机器人与自动化 (n=243)	72%	+32%	+7%	56%	+16pp	-0.4pp	+0.25	-16pp	34%	+0.51
基础化工 (n=383)	67%	+39%	+7%	56%	+42pp	+0.4pp	+0.21	-25pp	22%	-0.16
消费电子 (n=192)	60%	+43%	-11%	45%	+21pp	-0.2pp	+0.13	-16pp	29%	+0.23
医疗器械与服务 (n=184)	60%	+25%	+0%	50%	+62pp	+0.1pp	+0.25	-16pp	16%	-0.32
美护与纺服 (n=113)	59%	+3%	+11%	59%	+10pp	-0.2pp	+0.15	-5pp	10%	-0.24
专业服务 (n=33)	55%	-6%	+6%	64%	+4pp	-0.5pp	+0.02	-17pp	21%	-0.21
银行 (n=42)	54%	+3%	+3%	86%	-0pp	—	-0.04	-3pp	3%	-0.11
交运 (n=156)	53%	+2%	+2%	53%	-30pp	+0.2pp	+0.07	-17pp	14%	+0.02
创新药 (n=222)	51%	+15%	+1%	52%	-11pp	-0.6pp	+0.02	+1pp	21%	-0.22
军工 (n=151)	50%	+55%	-2%	50%	-47pp	-1.6pp	+0.01	-21pp	25%	+0.45
传媒 (n=69)	47%	+2%	-16%	39%	+11pp	+1.4pp	+0.01	-32pp	24%	-0.34
食品 (n=58)	46%	+10%	+5%	55%	-43pp	+0.3pp	-0.20	-45pp	22%	-0.31
环保 (n=138)	43%	+15%	-2%	49%	-3pp	+0.1pp	-0.09	-33pp	16%	-0.31
计算机 (n=245)	42%	+69%	-13%	43%	-401pp	-0.9pp	+0.04	-28pp	18%	+0.31
白酒与饮料 (n=62)	42%	-7%	+1%	53%	-21pp	+0.2pp	-0.01	-21pp	9%	-0.61
中药 (n=69)	42%	-10%	+0%	51%	-18pp	+0.3pp	+0.01	-17pp	9%	-0.49
通信 (n=93)	41%	-9%	-3%	49%	-2pp	-0.8pp	-0.23	-33pp	24%	+0.23
摩托车 (n=14)	40%	-14%	-12%	36%	+21pp	-0.2pp	-0.51	+14pp	8%	+0.08
工程机械 (n=58)	40%	-4%	-8%	43%	+3pp	-0.6pp	-0.27	-50pp	31%	+0.18
零售与服务 (n=172)	40%	+22%	+1%	51%	-37pp	+0.0pp	-0.21	-29pp	12%	-0.39
电力 (n=284)	39%	-9%	-3%	47%	-12pp	-1.0pp	-0.21	-24pp	22%	+0.15
钢铁 (n=47)	38%	-33%	-10%	43%	+52pp	+0.0pp	+0.18	-38pp	10%	-0.84
建材 (n=71)	30%	-43%	-19%	39%	-9pp	-0.2pp	+0.22	-36pp	12%	-1.01
风电 (n=32)	29%	-23%	-14%	47%	-90pp	-0.6pp	-0.54	-85pp	37%	+0.00
核电与新兴能源 (n=67)	29%	-16%	-21%	33%	-1pp	-0.1pp	-0.34	-40pp	13%	-0.08
智能驾驶 (n=288)	28%	-7%	-15%	41%	+3pp	-0.8pp	-0.51	-45pp	18%	-0.42
光伏 (n=84)	23%	-93%	-29%	32%	-112pp	+0.7pp	+0.13	-40pp	9%	-1.47
地产建筑 (n=197)	23%	-30%	-22%	37%	-30pp	-0.3pp	-0.02	-18pp	6%	-0.86
轻工 (n=103)	21%	-25%	-26%	36%	+37pp	-1.2pp	-0.08	-72pp	9%	-0.81
家电 (n=101)	19%	-6%	-20%	32%	+3pp	-1.5pp	-0.25	-56pp	5%	-0.48
农业 (n=78)	15%	-172%	-45%	32%	-63pp	-1.9pp	-0.19	-40pp	20%	-0.73

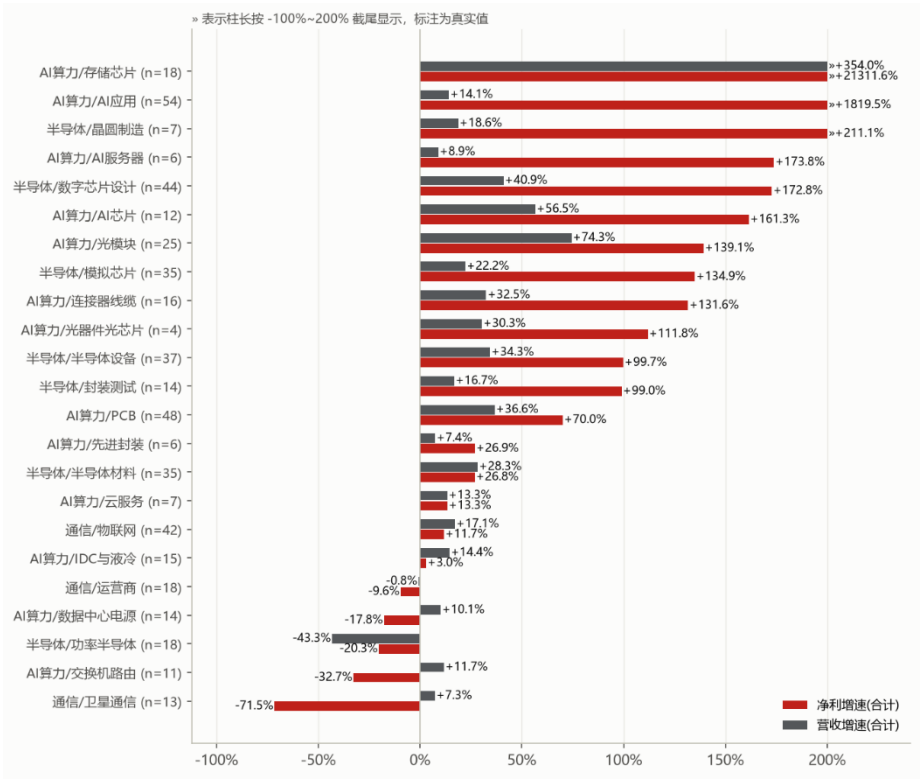
资料来源：wind，国联民生证券研究所，注：颜色深浅代表当列值的大小

下载日志已记录，仅供内部参考

四、AI 主线净利增量几乎全部集中在上游四类硬件，基建环节订单在手却尚未兑现利润。

- 上游盈利增长：存储芯片营收+354%、数字芯片设计净利+173%、AI 芯片+161%、光模块+139%。四类合计就构成 AI 主线的绝大部分利润。
- 算力基建利润还没兑现：IDC 与液冷 15 家+3%、云服务 7 家+13%，但两者合同负债分别+29%和+35%、管理层景气打分+1.20 和+1.57，扩产提及率 100%、订单上升提及率近九成。
- 增长的性质是“量”而非“价”：23 个环节里只有 9 个毛利率上升，且除存储外中位数的变动幅度都不到 3pp；不少环节的净利率改善来自收入放大后费用被摊薄，而非产品价格提升。

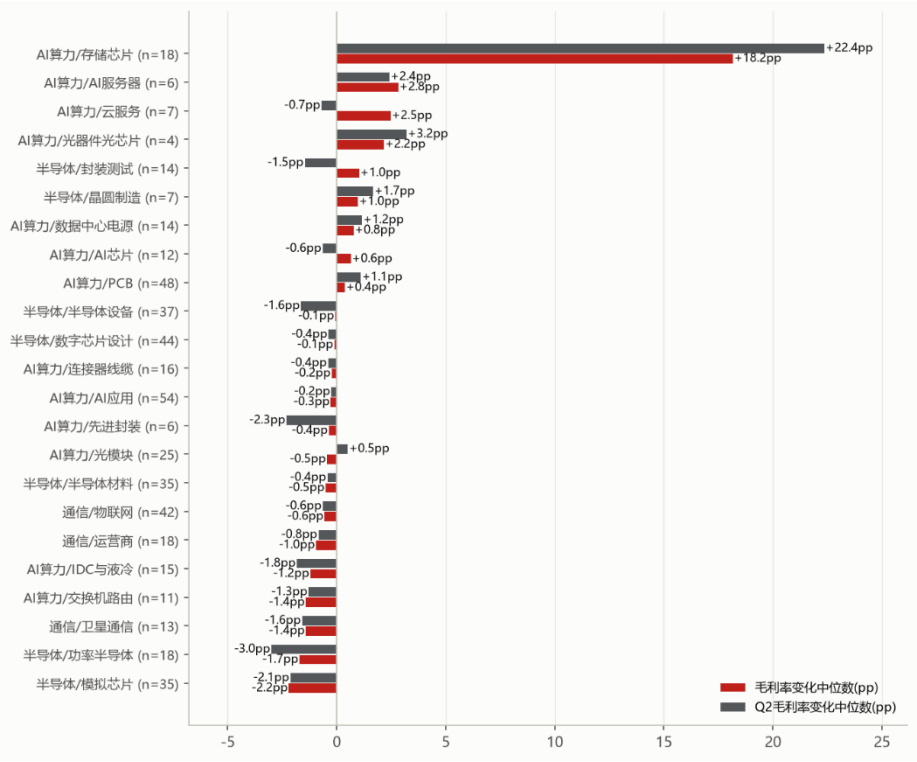
图6：AI 主线 23 环节 2026H1 净利/营收合计增速



资料来源：wind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图7：AI 主线 23 环节毛利率同比变化（中位数）



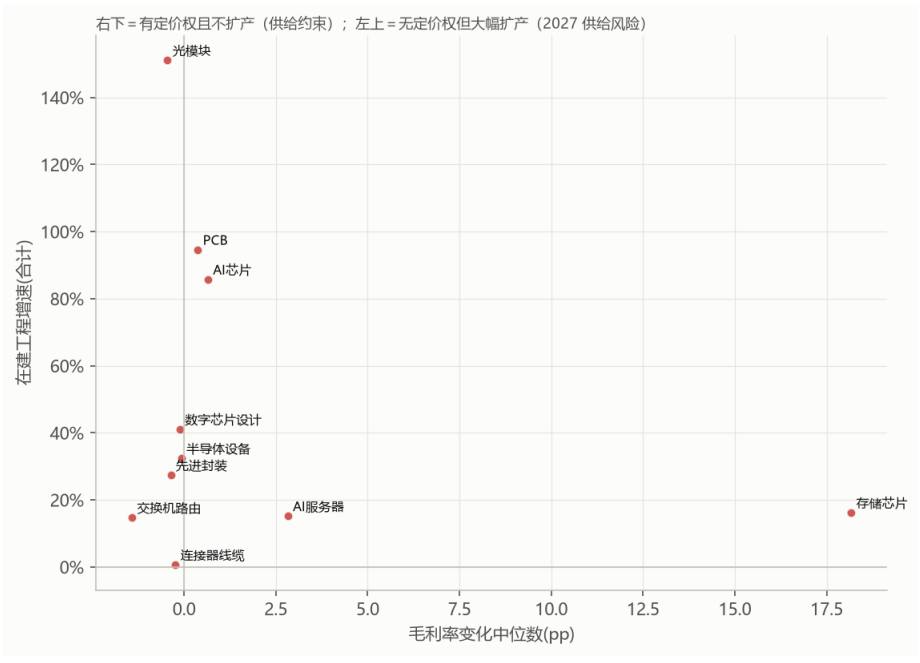
资料来源：wind，国联民生证券研究所

五、存储芯片是“量价齐升且没有扩产”的环节，光模块正相反——毛利率没涨，在建工程却翻倍。

- 存储 18 家公司净利合计 1,160 亿元，而去年同期是-5 亿元；毛利率中位数提升 18.2pp，SUE 中位数 3.72 是全部 181 个环节里最高的。更关键的是供给端没有跟进：资本开支-3%（去年+25%）、在建工程仅+16%，缺货格局尚未改变，这是涨价周期能否延续的关键支撑。
- 光模块是另一个极端：毛利率中位数-0.5pp，在建工程却增长 151%，而 SUE 中位数只有 0.06——净利润的高增长相对其过去两年的趋势而言已属预期之内。翻倍的产能将在 2027 年前后陆续投产。

下载日志已记录，仅供内部参考

图8：AI 硬件 10 环节的"定价权×供给扩张"



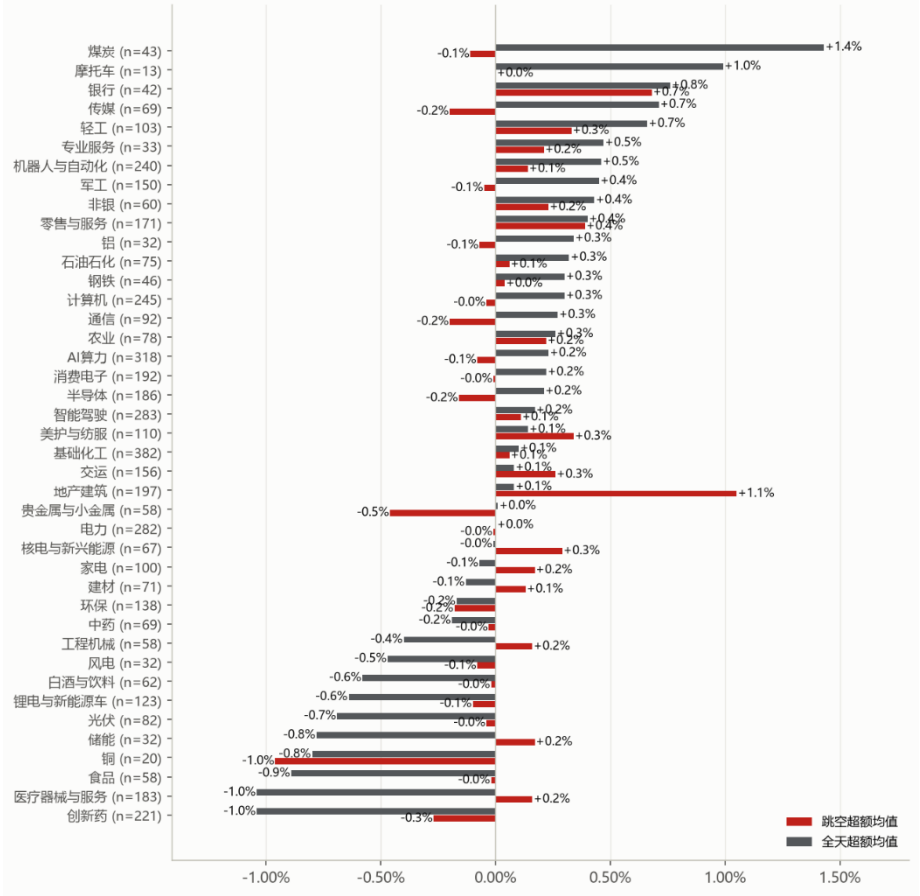
资料来源：wind，国联民生证券研究所

六、市场奖励“低预期”、惩罚“高拥挤”，中报的超额收益取决于股价所处位置，而非业绩本身。

- 本次中报披露股票次日相对中证全指的平均超额为+0.09%、胜率 47.5%；中位数为-0.17%，均值为正主要受少数个股贡献。
- 涨跌与业绩关系不大：业绩平淡的煤炭（+1.43%，胜率 63%）、银行（+0.76%，胜率 67%）跑赢；业绩并不差的创新药、医疗器械各跌 1.04%，胜率不到三成。
- 按增速分组效果同样与“直觉”相反：温和增长（0–50%）的公司超额+0.42%最高，增速超过 50%的涨跌幅为-0.01%，亏损公司反而+0.15%。或主因高增长公司大多已发过业绩预告、被市场充分跟踪，正式披露只是确认。
- 交易结构上，69%的公司次日低开，其中 63%当天收复；高开且收盘价高于开盘价的组合，五日累计跑赢 3.8%，该统计特征具有一定的参考意义。

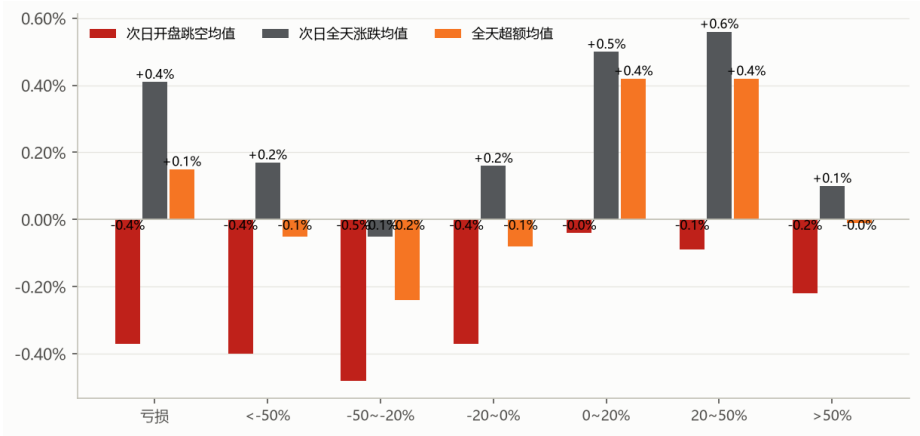
下载日志已记录，仅供内部参考

图9：行业披露次日跳空超额/全天超额（相对中证全指，均值）



资料来源：wind，国联民生证券研究所

图10：按净利增速分组的披露次日跳空/全天涨跌/超额均值



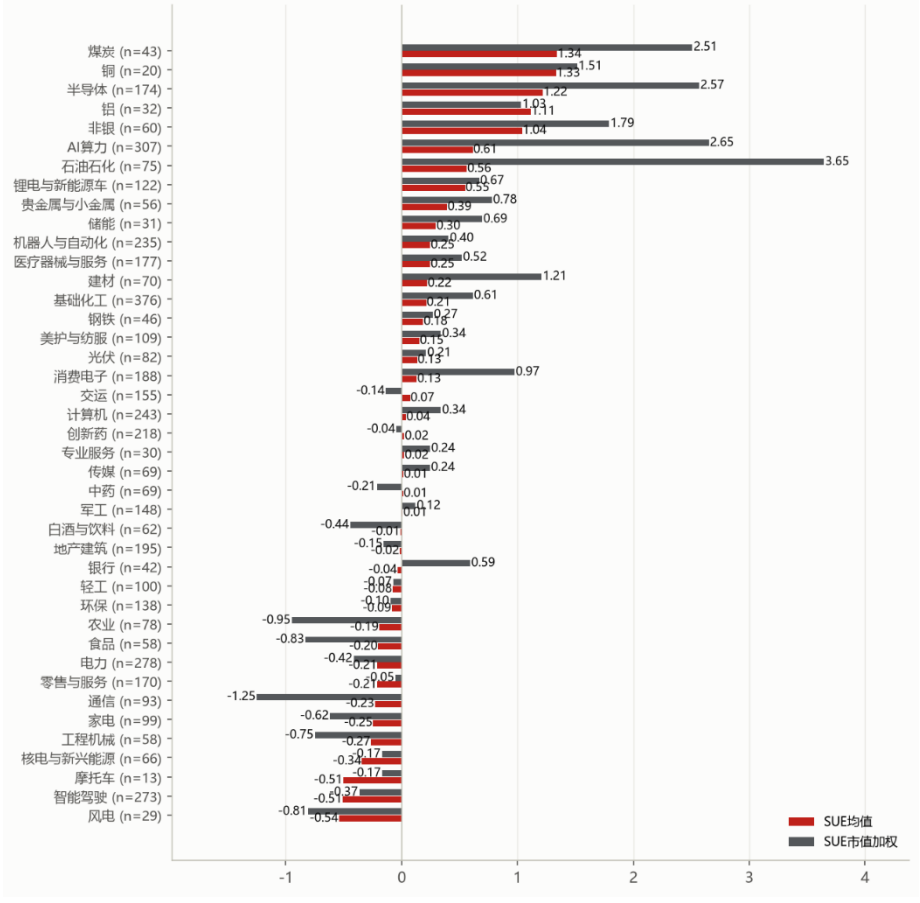
资料来源：wind，国联民生证券研究所，注：边界值归入左边区间

下载日志已记录，仅供内部参考

七、“盈利意外”集中在资源品与半导体，而且几乎全部来自各行业的龙头。

- 等权计算的 SUE 最高的是煤炭+1.34、铜+1.33、半导体+1.22；最低的是风电-0.54、智能驾驶-0.51。按市值加权后：AI 算力从等权的 0.61 跳到 2.65，说明这个行业的盈利意外几乎全部来自头部几家。
- 把利润意外（SUE）与收入意外（SUR）放在一起看，两者同时显著为正的有煤炭、铜、铝、半导体、非银，属于“量价齐升”；工程机械、智能驾驶、储能则是收入超预期而利润没跟上的“增收不增利“。
- 作为选股因子，SUE 本季有效：最高五分之一的公司披露次日超额+0.60%，最低五分之一-0.40%。

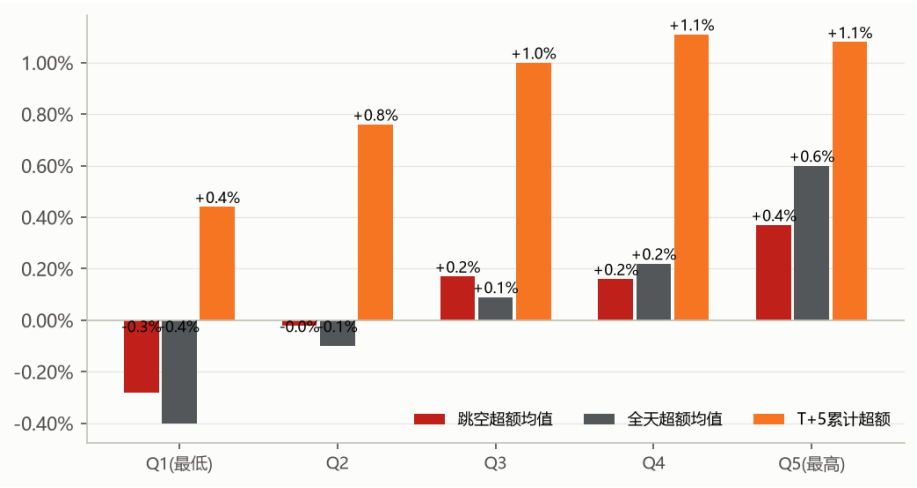
图11：行业 SUE 等权均值 vs 市值加权均值



资料来源：wind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图12：SUE 五分位的披露次日跳空超额/全天超额/五日累计超额



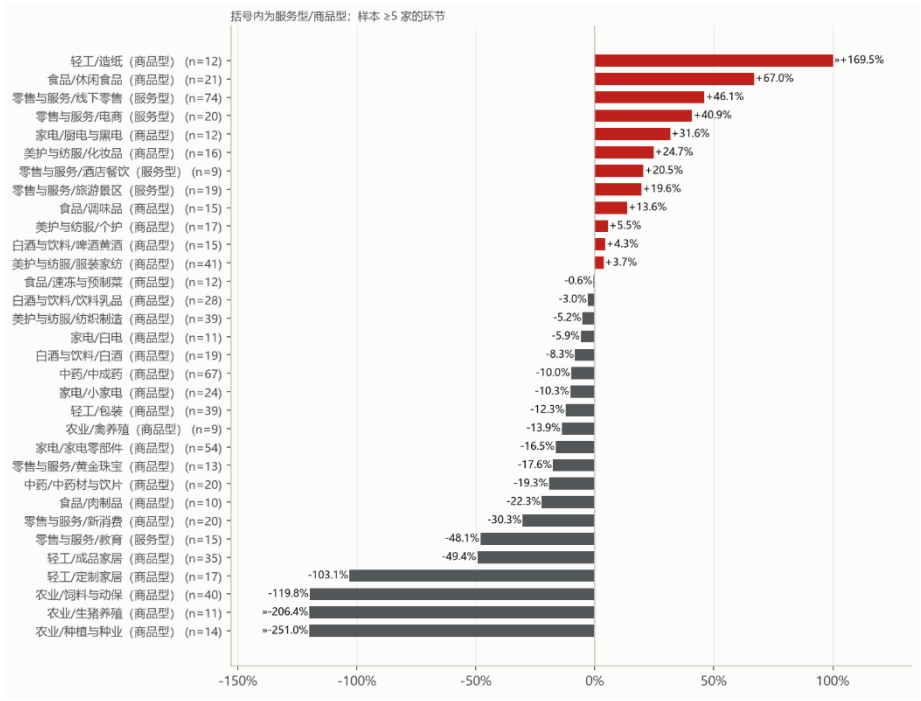
资料来源：wind，国联民生证券研究所，注：横坐标代表 SUE 五分位分组 Q1-Q5

八、“被忽略”的另一半：756 家消费公司利润-18%、收入零增长，而且内部分化——服务型+36%，商品型-21%。

- 这不是“降价促销没换来收入”，而是主动收缩：销售费用率 8.60%，与去年 8.62%基本持平；经营现金流/净利 1.14 倍，账面质量仍然健康，问题出在需求本身。管理层的表述比财务数字更加谨慎：自认为处在“繁荣或复苏”阶段的消费公司只有 16.2%，不到全 A 水平（32.8%）的一半；给出乐观指引的仅 11.1%。
- 白酒的下滑发生在渠道端：19 家公司没有一家判断需求在上升；反映经销商打款的合同负债，贵州茅台-42.3%、口子窖-56.6%、古井贡酒-41.6%。净利增速中位数-40%、合计-8%，说明龙头好于腰部酒企。
- 热门主题全面跑输：消费链公司的 MD&A 中提及宠物经济的公司净利中位数-21.6%、银发经济-7.1%、新消费-5.0%。
- 但低预期或被定价：消费链披露次日超额+0.09%，与全市场无异，没有“业绩差被抛售”。这意味着后续需求端的边际改善，对消费的股价或都会是较明确催化剂。

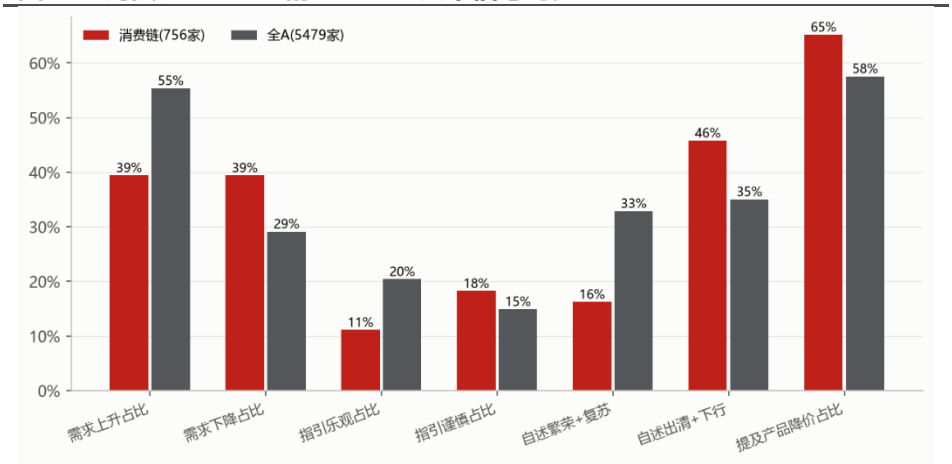
下载日志已记录，仅供内部参考

图13：消费链 32 个环节 2026H1 归母净利合计增速



资料来源：wind，国联民生证券研究所

图14：消费链 vs 全 A 的 MD&A 文本信号对比



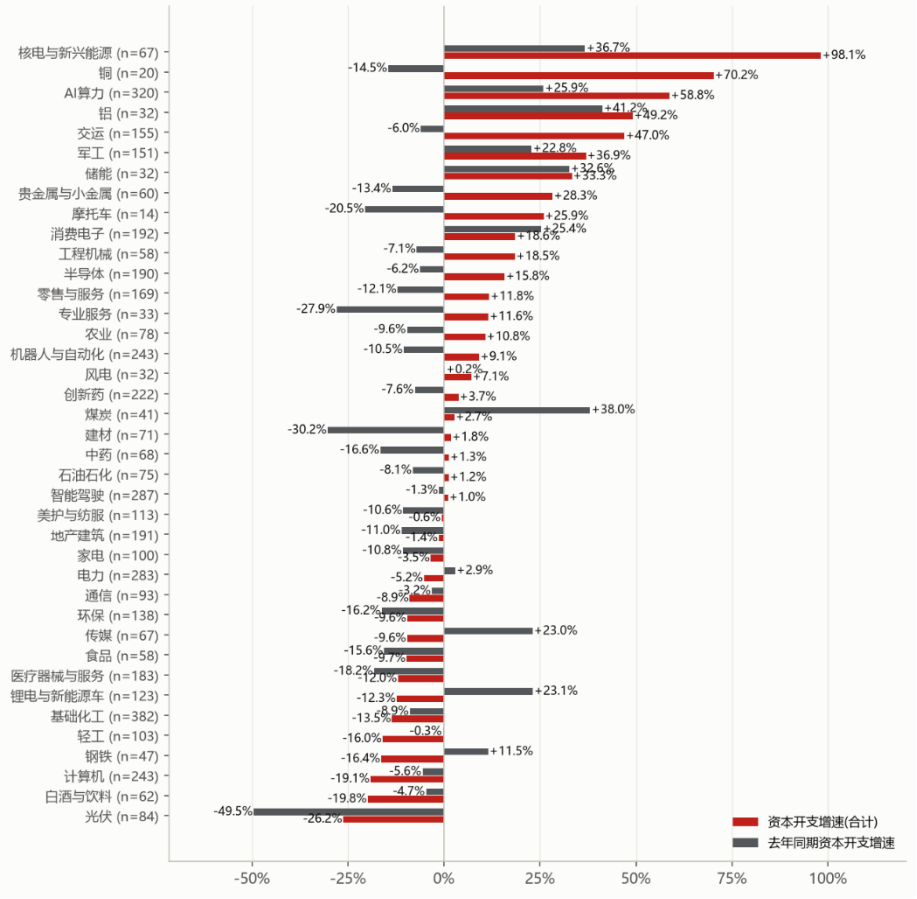
资料来源：各公司 2026 年中报，Kimi，国联民生证券研究所，注：Kimi 用于年报 MD&A 抽取与表述总结，下同

下载日志已记录，仅供内部参考

九、资本开支的重心主要集中于 AI 硬件与资源品，而收缩的都是亏损行业——尚未出现逆周期扩产。

- 扩张最快的是核电与新兴能源+98%、铜+70%、AI 算力+59%、铝+49%。环节层面更陡：光模块+157%（去年仅+7%）、PCB+126%（去年+47%）、AI 芯片+116%，这些产能有望在 2026 下半年至 2027 年集中投产。
- 收缩的主要是亏损方向：光伏-26%、白酒-20%、钢铁-16%、锂电-12%。产能出清仍在推进，但收缩的是新增投入。
- 算力投入的形态也有变化：IDC 与液冷的资本开支从去年+78%转为-22%、云服务从+103%降到+50%，机房侧的建设强度同时回落，接力的是光模块、PCB 等上游器件。

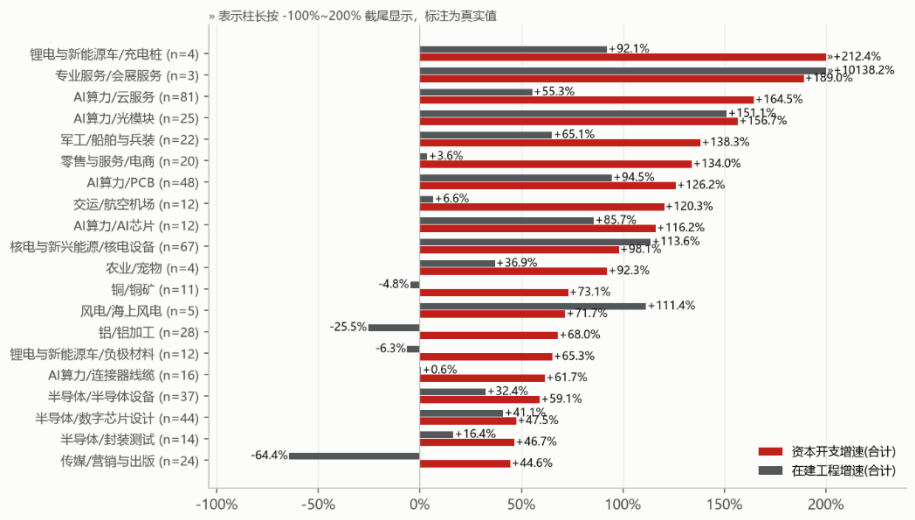
图15：行业（非金融）资本开支同比：2026H1vs2025H1



资料来源：wind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图16：细分行业资本开支同比 Top20 及其在建工程同比

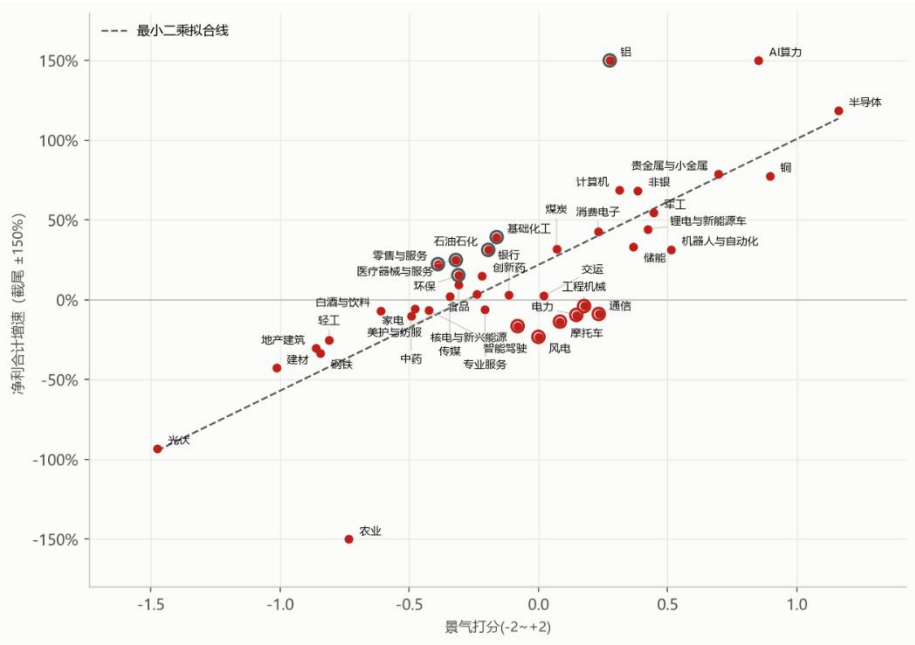


资料来源：wind，国联民生证券研究所

十、管理层对行业景气的判断与报表高度吻合，偏离这条线的行业值得注意。

- 把 MD&A 里管理层对自身行业阶段的判断量化打分（繁荣+2/复苏+1/平稳 0/下行-1/出清-2），各行业的打分与净利增速高度正相关。
- 打分最高的是半导体+1.16、铜+0.89、AI 算力+0.85；最低的是光伏-1.47、建材-1.01、地产建筑-0.86。
- 值得注意的行业分化：通信、风电、电力等行业的管理层的乐观程度高于其财报表现，多与 AI 叙事有关；铝、零售与服务、石油石化、基础化工则相反，报表表现优于管理层论述。

图17：行业 MD&A 景气打分 vs2026H1 净利合计增速



资料来源：wind，各公司 2026 年中报，Kimi，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2 大类资产量化观点

2026 年 9 月大类资产量化观点如下：

表1：2026 年 9 月大类资产量化观点

大类资产	观点
权益	**核心：景气大幅提升，右侧反弹或临近** -中报业绩全 A 净利润增速同比达到 19.4%，景气度显著提升； -信用上人民币贷款或有回升，社融整体增速或边际回落；从结构来看，企业债券净融资同比回升，政府债券净融资回落； -三维择时信号已由空转多，市场三角收敛接近结束，右侧反弹或临近。
利率	**核心：9 月 10Y 国债利率或下行 1BP 至 1.68%** -模型判断 9 月 10Y 国债利率或下行 1BP 至 1.68%； -经济增长因子略有下行，通货膨胀因子有所回升，债务杠杆因子保持回升，短期利率因子继续下降； -综合来看 9 月 10Y 国债利率或变化不大。
黄金	**核心：小幅看多，关注议息决议** -2023 年以来样本外有 33 个月方向判断正确，胜率为 75%； -模型的判断长期核心由财政因子主导，多重因素影响下把握主要矛盾。
地产	**核心：整体压力小幅下降** -房地产行业压力指数为 0.736，行业压力近几月小幅震荡，整体小幅下降； -供给侧压力下降，而需求侧压力下降。

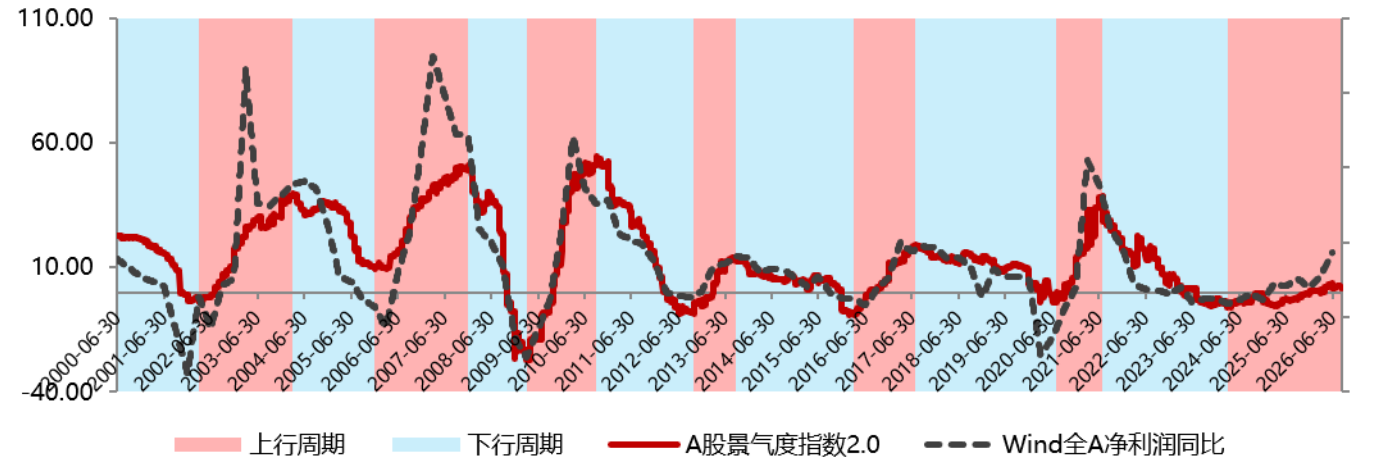
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 权益：景气大幅提升，右侧反弹或临近

中报业绩全 A 净利润增速同比达到 19.4%，景气度显著提升。我们考虑到 A 股净利润主要由金融业和工业构成，通过分别构建两者的高频景气度指数从而更为精确的做了 A 股利润同步预测。但由于 A 股净利润结构发生变化，利润增长集中于 AI 与周期板块，使得景气度指数刻画产生一定偏差。

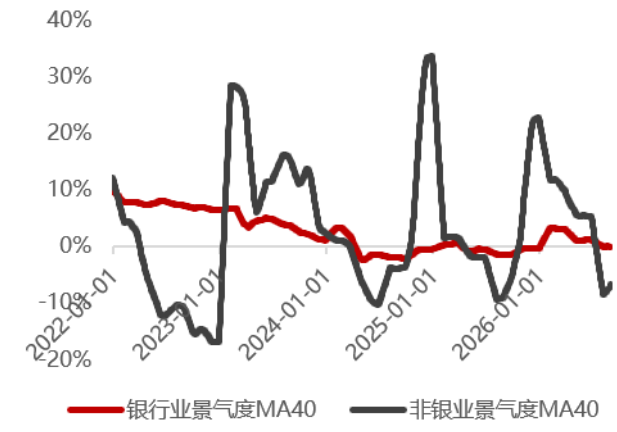
图18：A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比（%）



资料来源：wind，国联民生证券研究所

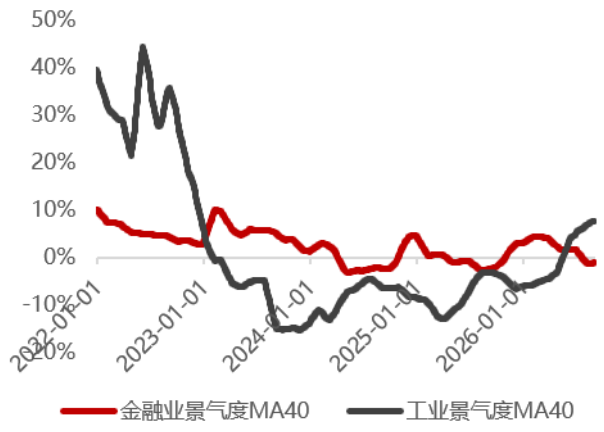
9 月初相比 7 月底分析师预期 2026 年净利润边际提升较多的有：电子、非银、医药、基化、煤炭。预期下修较多的有：农牧、商贸、建材、钢铁、电新。

图19：银行与非银景气度变化 MA40



资料来源：wind，国联民生证券研究所

图20：金融与工业景气度变化 MA40

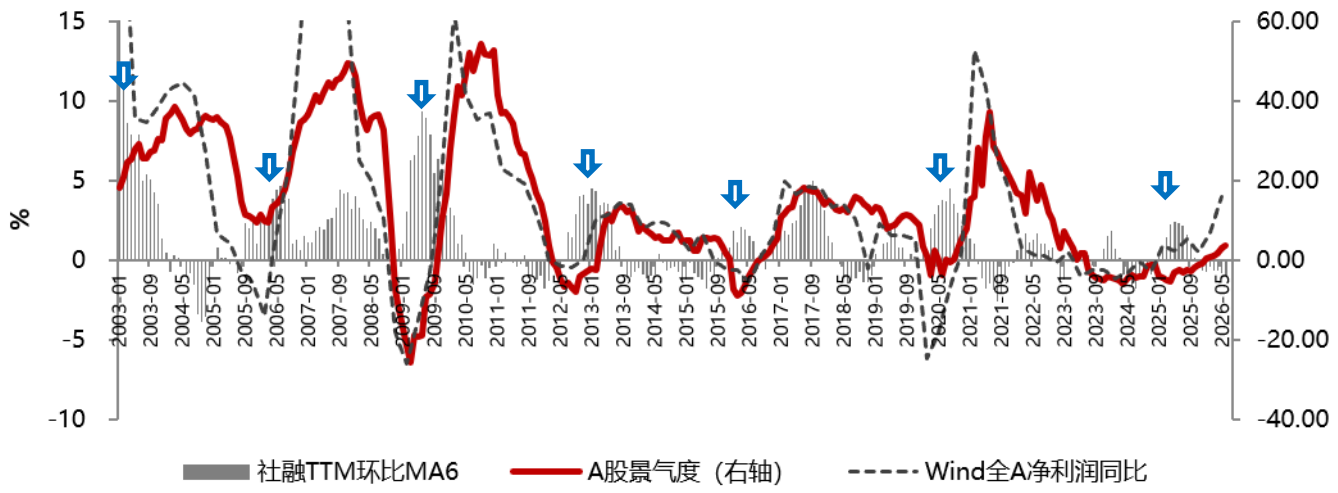


资料来源：wind，国联民生证券研究所

信用上人民币贷款或有回升，社融整体增速或边际回落。预计 2026 年 8 月新增社融约为 2.36 万亿元，同比降低 0.20 万亿元，社融 TTM 环比约为-0.60%。**从结构来看，企业债券净融资同比回升，政府债券净融资回落。**信贷方面，大中城市新房成交量下降，新增居民中长贷预计相比于同期低基数上涨。债券融资方面，高频数据显示企业债券净融资较去年小幅提升，政府债券净融资均较去年小幅降低。

下载日志已记录，仅供内部参考

图21：A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化



资料来源：wind，国联民生证券研究所

表2：8 月社融结构预测（单位：亿元）

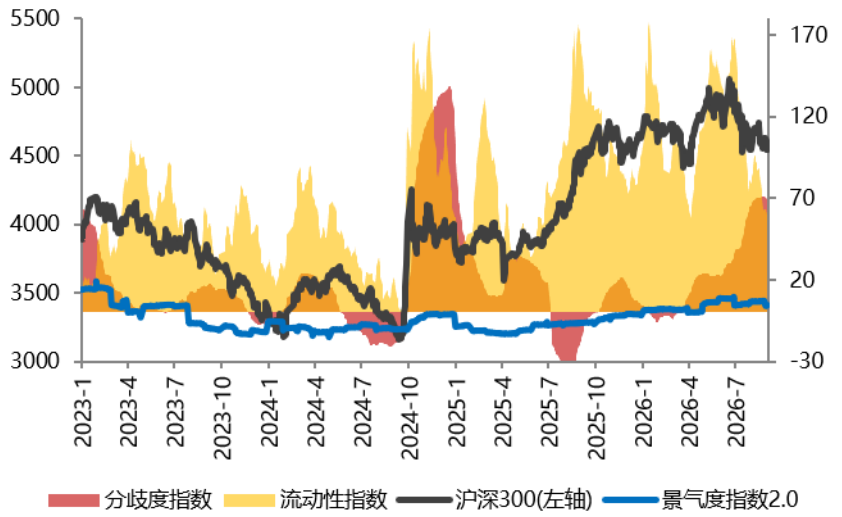
总量预测	2026 年 8 月预测值	2025 年 8 月	2026 年 7 月预测值	2026 年 7 月
新增社融	23612	25660	15977	14017
社融 TTM 环比	-0.60%	-1.25%	1.39%	0.81%
结构预测				
人民币贷款	7465	6253	-1515	-5896
→企业贷款+居民短贷	5662	5505	-5490	-8200
→居民中长贷	2765	200	2956	-1202
→企业票据融资	-962	531	1019	3757
外币贷款	219	-91	252	85
委托贷款	90	-165	77	-22
信托贷款	234	350	234	-226
未贴现银行承兑汇票	1251	1973	-1559	-530
企业债券	1898	1338	3568	4536
政府债券	11372	13672	13465	13176
非金融企业境内股票融资	436	456	1163	1128
存款类金融机构资产支持证券	-228	-48	-256	-159
贷款核销	875	875	548	798

资料来源：Wind，国联民生证券研究所预测

三维择时信号已由空转多，市场三角收敛接近结束，右侧反弹或临近。当下流动性继续缩量，短期已处阶段性低点，分歧度有见顶回落趋势，情绪周期已接近回摆时刻，景气度边际小幅回升，从三维择时框架来看已经由空转多。从技术形态来看，市场接近支撑线后反弹，但上方仍被供应线压制，整体继续三角收敛，市场方向选择时机临近。从历史表现来看，沪深 300 的 4520 支撑线经过大量测试有效，因此方向选择更偏向上。

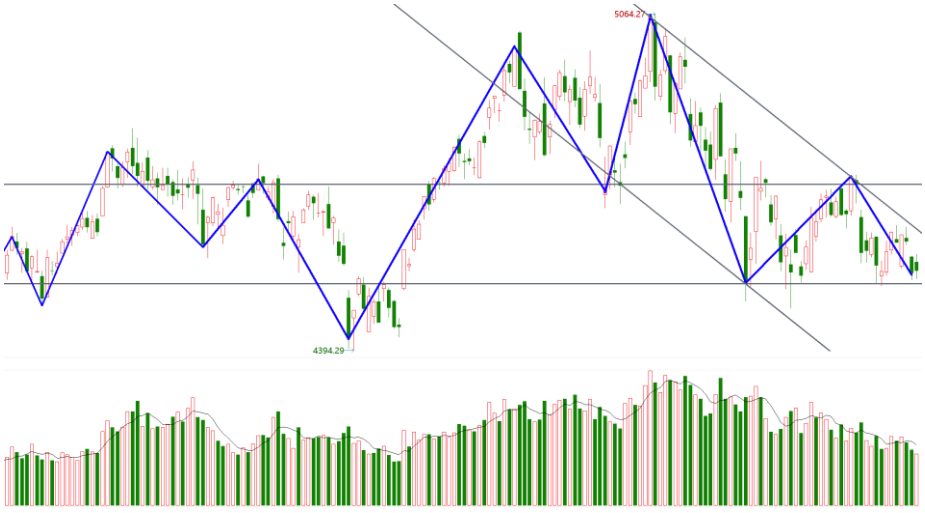
下载日志已记录，仅供内部参考

图22：分歧度、流动性、景气度变化趋势



资料来源：wind，国联民生证券研究所

图23：沪深 300 近期 K 线走势



资料来源：wind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图24：分歧度-流动性-景气度三维择时框架



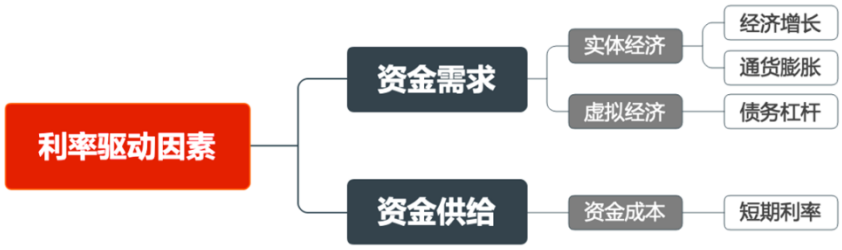
资料来源：国联民生证券研究所绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 利率：9 月 10Y 国债利率或下行 1BP 至 1.68%

利率的本质是资金的价格。利率变动由资金的供需因素共同决定，国联民生金工利率预测框架采用结构化静态因子模型（Structured Static Factor Model），从精选的宏观指标中抽象出四大因子：**经济增长、通货膨胀、债务杠杆、短期利率**，共同刻画利率的变动方向。

图25：10Y 国债利率驱动因素模型

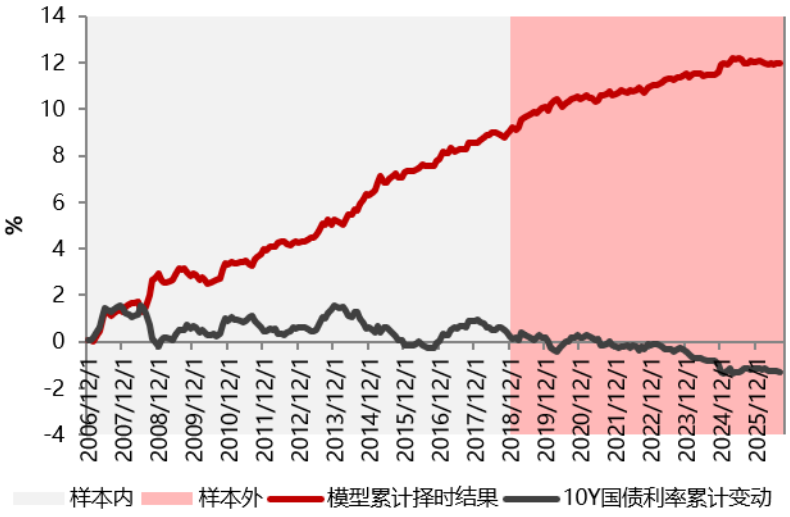


$$\Delta 10Y\text{国债利率} = \beta_1 \Delta\text{经济增长} + \beta_2 \Delta\text{通货膨胀} + \beta_3 \Delta\text{债务杠杆} + \beta_4 \Delta\text{短期利率} + \text{常数项}$$

资料来源：国联民生证券研究所绘制

以此框架进行月度利率择时，2006 年以来样本内外均有 65%左右胜率。模型通过静态因子模型预测下月 10Y 国债利率变动方向，并通过累加或者累减实际变动以表示预测效果，以 2019 年初为样本内外节点进行统计，总体保持较高胜率。**2023 年以来样本外有 28 个月方向判断正确，胜率为 64%。**

图26：静态因子模型历史月度利率择时效果

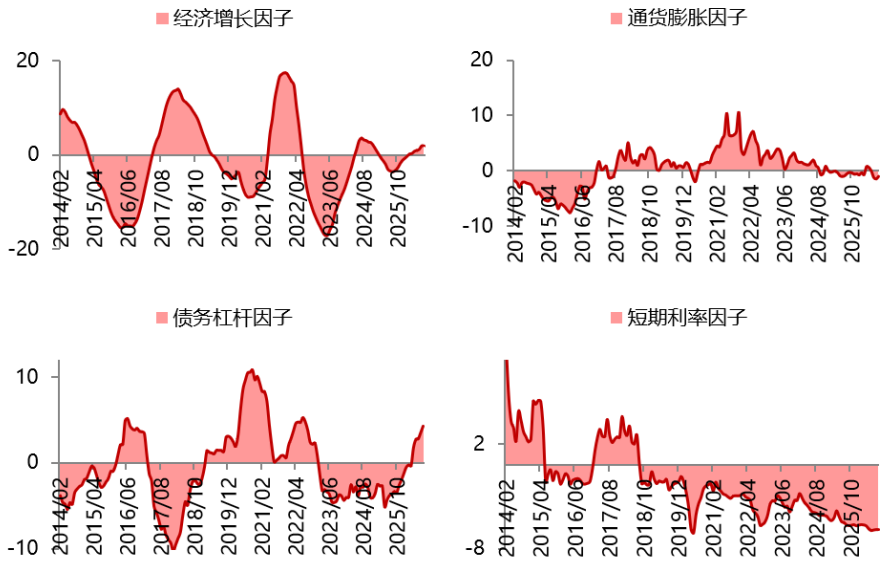


资料来源：wind，国联民生证券研究所，注：择时结果计算方法为利率月度变动的累加（看多）或累减（看空）

下载日志已记录，仅供内部参考

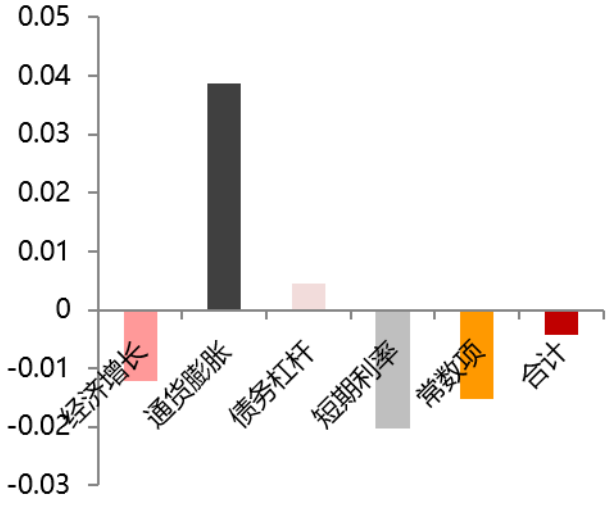
模型判断 9 月 10Y 国债利率或下行 1BP 至 1.68%。从国债利率各驱动因子来看，经济增长因子略有下行，通货膨胀因子有所回升，债务杠杆因子保持回升，短期利率因子继续下降，8 月铜钢价格都有回升，PMI 主要原材料购进价格抬升，综合来看 9 月 10Y 国债利率或变化不大。

图27：利率驱动因子长期变化趋势



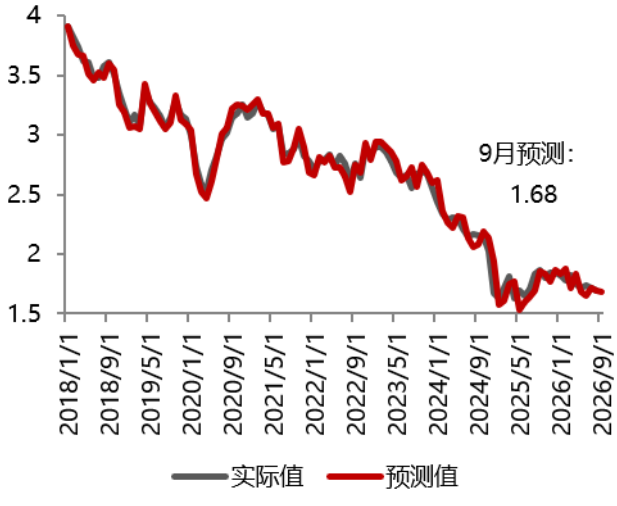
资料来源：wind，国联民生证券研究所

图28：10Y 国债利率 9 月预测各因子贡献



资料来源：wind，国联民生证券研究所

图29：2018 年以来模型预测值与实际值对比



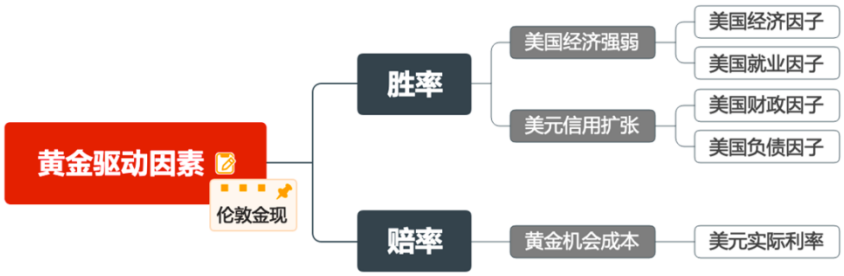
资料来源：wind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 黄金：小幅看多，关注议息决议

黄金的本质是“高级别的保底信用”。当前信用最强货币为美元，因此黄金走势目前主要对标美元信用。美元信用主要体现在美国经济强弱、信用扩张强弱，美元实际利率等因素中。因此我们从精选的宏观指标中抽象出四大因子：**美国经济、美国就业、美国财政、美国负债**，共同刻画黄金的变动方向，并采用**结构化静态因子模型**进行黄金的判断。

图30：黄金驱动因素模型

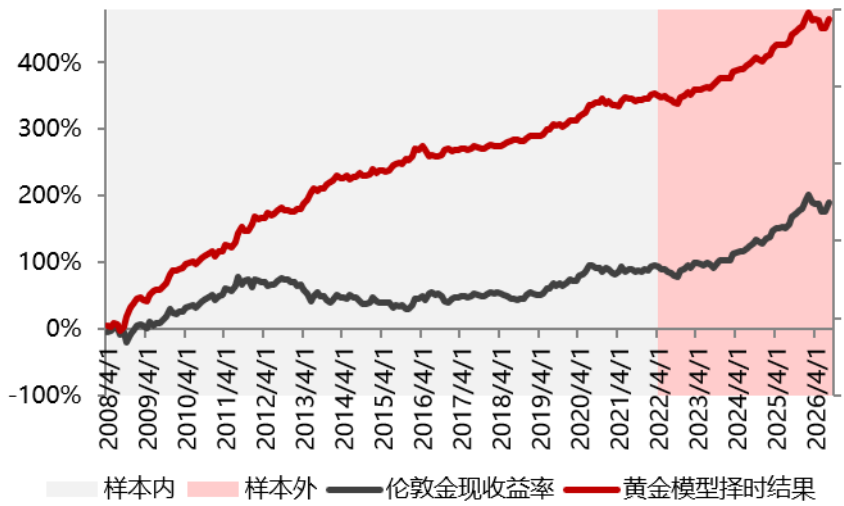


$$\Delta\text{伦敦金现} = \beta_1\Delta\text{美国经济}+\beta_2\Delta\text{美国就业}+\beta_3\Delta\text{美国财政}+\beta_4\Delta\text{美国负债}+\text{常数项}$$

资料来源：国联民生证券研究所绘制

以此框架进行月度黄金择时，2008 年以来有 70%左右胜率。长期来说四因子模型对黄金走势有较高的解释度。黄金本身并无未来现金流，传统金融定价公式无法直接定价，本身交易价格受到叙事与情绪影响较大，四因子虽有较高解释度，但框架仍是开放的。**2023 年以来样本外有 33 个月方向判断正确，胜率为 75%。**

图31：静态因子模型历史月度黄金择时效果

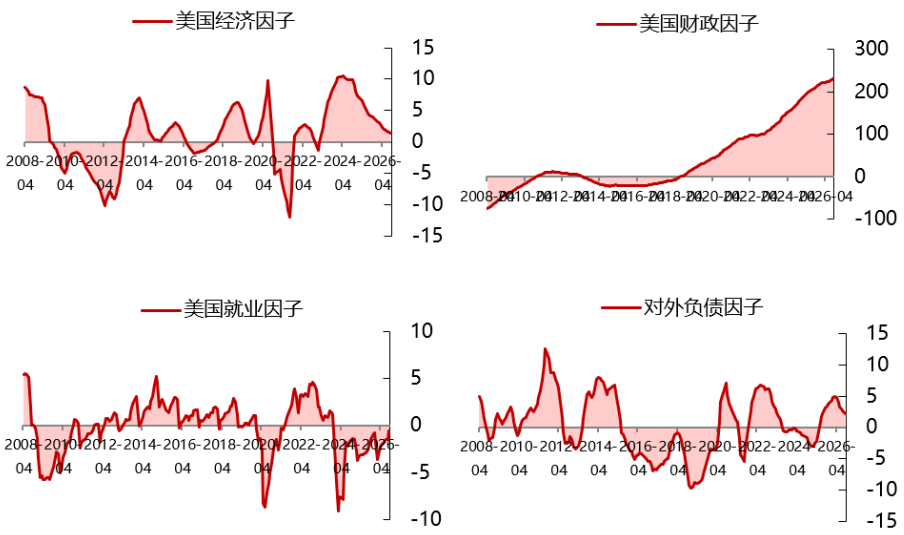


资料来源：wind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

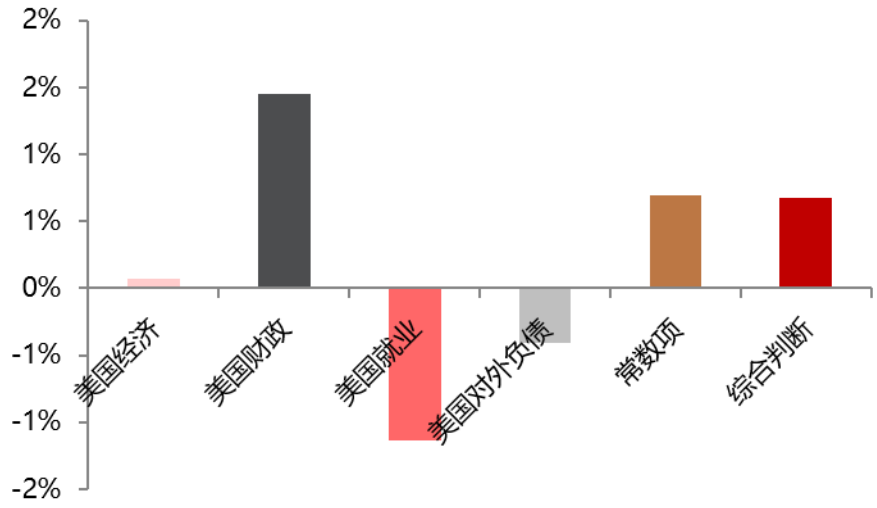
模型的判断长期核心由财政因子主导，多重因素影响下把握主要矛盾。与黄金相关的美国经济因子继续下行，财政因子继续上行，就业因子上行，对外负债因子小幅回落，综合来看模型依然小幅看多黄金。8 月美国实际利率先下后上，黄金反向波动但幅度更大，弹性相比 7 月加强。8 月行情先由加息预期降温主导上涨，后由沃什首秀影响下下跌。对实际利率的预期依然是黄金当下主要驱动因素，关键看 9 月联储实际操作。

图32：黄金驱动因子长期变化趋势



资料来源：wind，国联民生证券研究所

图33：伦敦金现 9 月预测各因子贡献

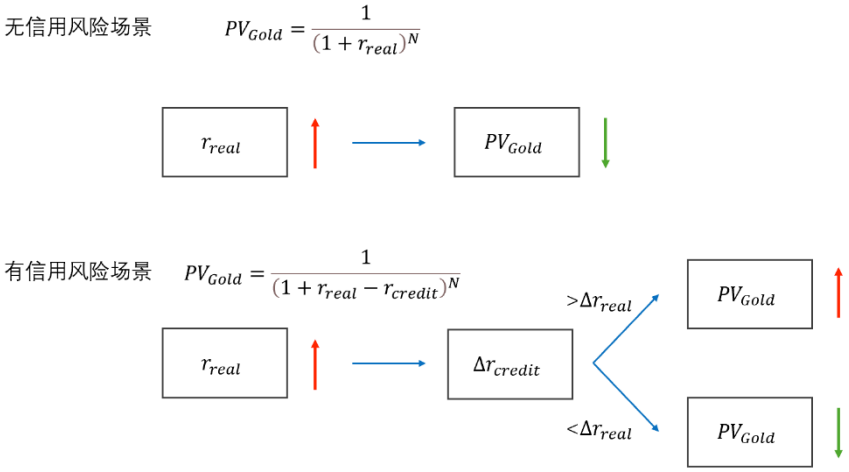


资料来源：wind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

我们在中期策略报告中提出 2026 年美伊冲突或导致黄金趋势暂停。美伊冲突导致的结果是原油供给收缩价格大涨，美元的需求短期内得到一定支撑，美元信用短期内大幅增强，对黄金构成较强冲击。美伊冲突提供了美元信用的非债务性支撑路径，此前基于债务压力对美元信用的质疑面临新的考量。即便后续美伊和解，该事件对美元信用的影响或已部分体现，黄金定价中的信用溢价上行空间可能较 2024-2025 年收窄。未来半年内黄金或回到实际利率定价，整体大趋势动能阶段放缓。也就是说黄金定价公式由下图的下式回到上式。

图34：实际利率上行在有无信用风险影响的场景下对黄金的驱动思维框架



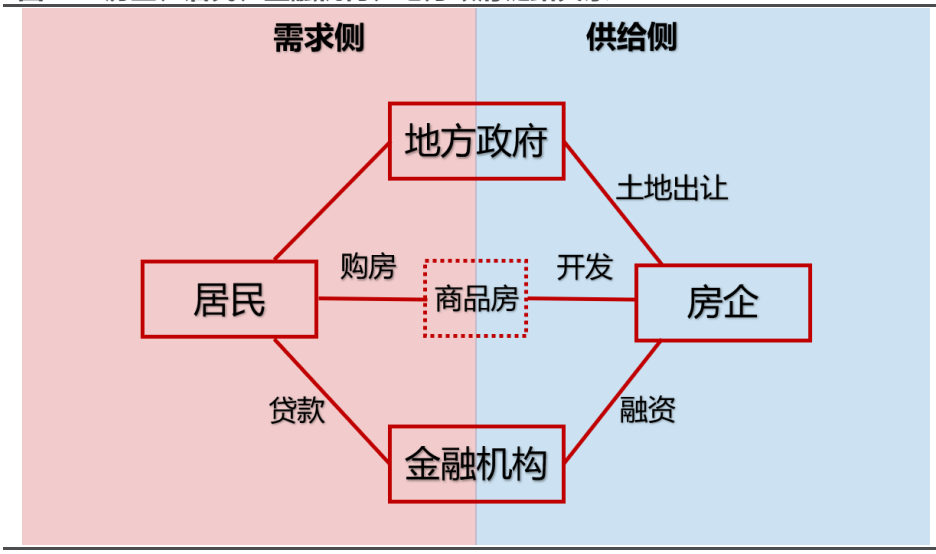
资料来源：国联民生证券研究所绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 地产：整体压力小幅下降

国联民生金工房地产行业压力指数的构建目标是追踪市场核心指标变化，衡量房地产市场的承压状态。我们采用扩散指数的方式，通过房地产市场供给与需求各链路中的关键指标，从绝对水平和边际变动两个维度打分，加总标准化得到房地产行业压力指数。**房地产行业压力指数的值越大表示当前房地产市场处于较低位置并有形势继续承压的潜在可能。**房地产行业压力指数的更多细节请参考报告《视角透析：房地产行业压力指数构建》。

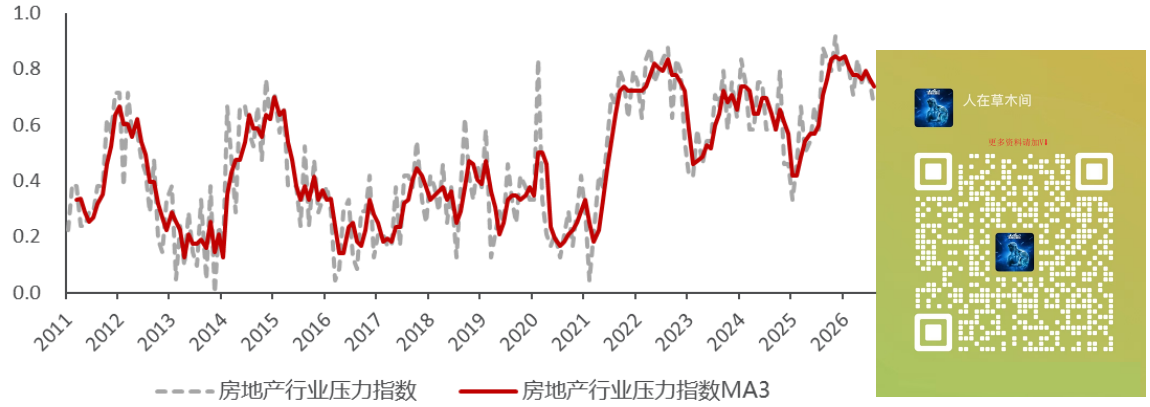
图35：房企、居民、金融机构、地方政府链路关系



资料来源：国联民生证券研究所绘制

截至 2026 年 8 月 31 日，三个月移动平均的房地产行业压力指数为 0.736，行业压力近几月小幅震荡，整体小幅下降。从细分指标层面看，土地市场成交量价维度整体压力小幅下降；商品房销售面积同比降幅下降，环比降幅维持在-0.2%；房屋新开工面积继续负增，7 月为-28.51。从供需两侧来看，**供给侧**压力下降，而**需求侧**压力下降，整体小幅下降。

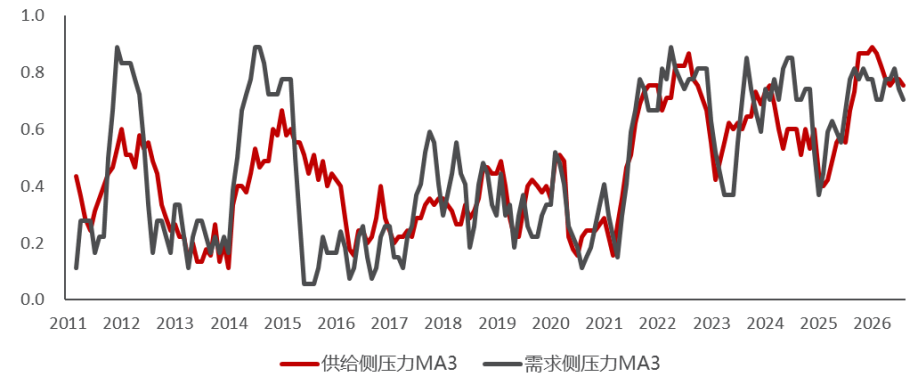
图36：国联民生金工房地产行业压力指数（2026.8）



资料来源：wind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图37：房地产供需两侧压力



资料来源：wind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3 风格量化观点

2026 年 9 月市场风格量化观点如下：

表3：2026 年 9 月市场风格量化观点

市场风格	观点
大势研判综合观点	**综合判断占优风格：实际成长+盈利能力** -预期增速资产优势差回落，预期成长风格不再推荐； -实际增速资产优势差回升，实际成长风格已经中报验证，推荐； -ROE 的优势差回升，拥挤度较低，盈利能力风格推荐； -高股息类资产当下的拥挤度较低，但成长风格逻辑更强情况下相对收益不占优； -9 月推荐实际成长+盈利能力风格。
市值风格观点	**核心：机构调研强度仍向大盘倾斜** -8 月机构调研关注度继续向大盘倾斜； -从季节效应来看，2010 年以来 9 月份大盘占优。

资料来源：Wind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 风格综合观点：九月建议配置景气与 ROE 资产

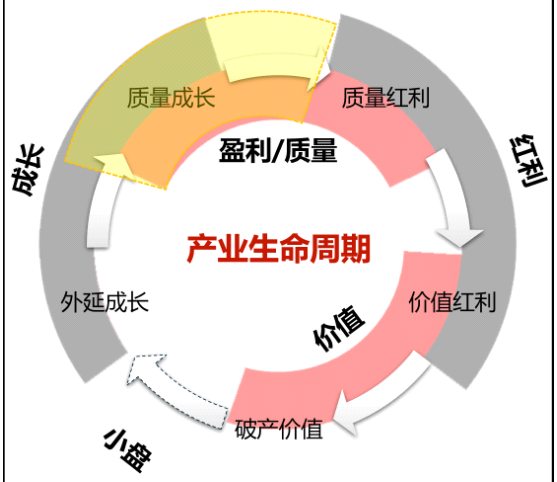
根据量化大势研判框架，9 月综合推荐实际成长+盈利能力风格。行业推荐：1）网络接配及塔设、2）钨、3）锂电池、4）被动元件、5）线缆、6）客车、7）专用汽车、8）农用化工、9）种植业、10）白酒。

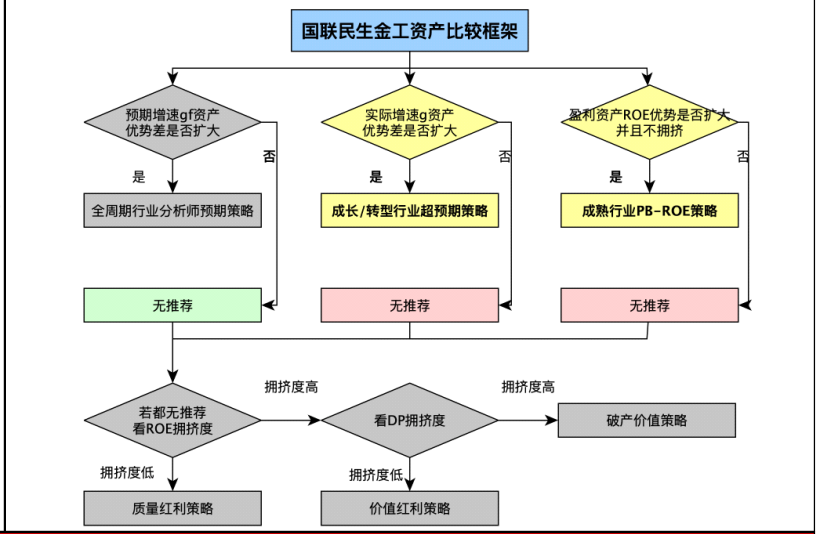
图38：量化大势研判观点

大势研判观点

综合判断占优风格：实际成长+盈利能力

- 预期增速资产优势差回落，预期成长风格不再推荐；
- 实际增速资产优势差回升，实际成长风格已经中报验证，推荐；
- ROE的优势差回升，拥挤度较低，盈利能力风格推荐；
- 高股息类资产当下的拥挤度较低，但成长风格逻辑更强情况下相对收益不占优；
- **9月推荐实际成长+盈利能力风格。**





风格类型	筛选逻辑	当下推荐				
预期成长	分析师	**光伏设备**	畜牧养殖	核电设备	其他运输设备	3C设备
实际成长	超预期	锂电池	**网络接配及塔设**	钨	被动元件	**线缆**
盈利能力	PB-ROE	**客车**	**专用汽车**	种植业	**农用化工**	**白酒**
质量红利	DP+ROE	**白色家电Ⅲ**	电信运营Ⅲ	动力煤	安防	客车
价值红利	DP+BP	**医药流通**	铁路交通设备	水泥	房建建设	电信运营Ⅲ
破产价值	PB+SIZE	**核电**	棉纺制品	陶瓷	公交	印染

资料来源：wind，国联民生证券研究所，注：新调入行业加粗表示

下载日志已记录，仅供内部参考

图39：量化大势研判配置策略近期选择

	预期成长	实际成长	盈利能力	质量红利	价值红利	破产价值
2023-05						
2023-06						
2023-07						
2023-08						
2023-09						
2023-10						
2023-11						
2023-12						
2024-01						
2024-02						
2024-03						
2024-04						
2024-05						
2024-06						
2024-07						
2024-08						
2024-09						
2024-10						
2024-11						
2024-12						
2025-01						
2025-02						
2025-03						
2025-04						
2025-05						
2025-06						
2025-07						
2025-08						
2025-09						
2025-10						
2025-11						
2025-12						
2026-01						
2026-02						
2026-03						
2026-04						
2026-05						
2026-06						
2026-07						
2026-08						
2026-09						

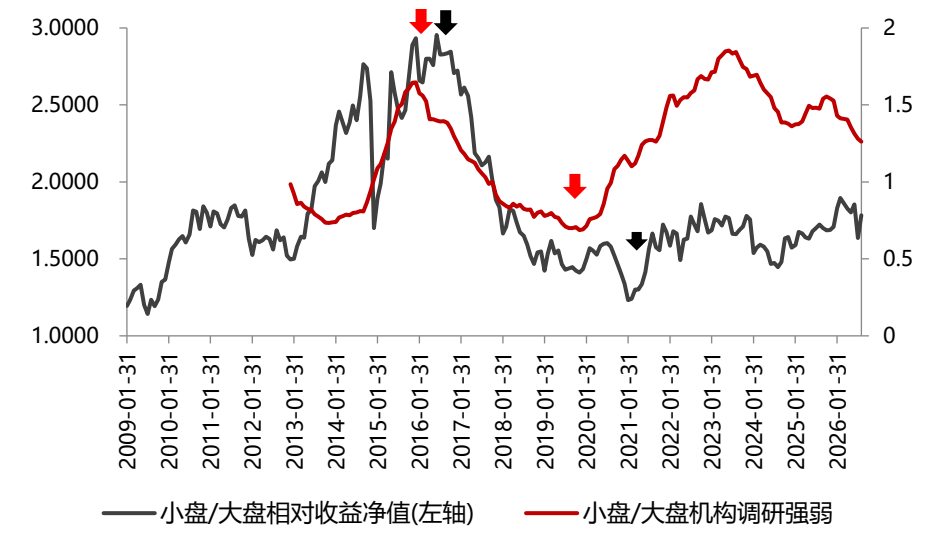
资料来源：wind，国联民生证券研究所

3.2 市值风格观点：机构调研强度仍向大盘倾斜

大盘/小盘的轮动大趋势上与机构调研强度有较高相关性。我们使用过去 30 日的平均调研次数作为机构调研强度的代理指标。大盘/小盘(沪深 300/中证 1000)的相对收益在月度频率上轮动较为频繁，但大趋势上与机构调研强度的强弱有较高的一致性，且机构调研强度的强弱的拐点一定程度上领先大盘/小盘轮动大趋势拐点，大小盘的轮动或与注意力机制相关。

下载日志已记录，仅供内部参考

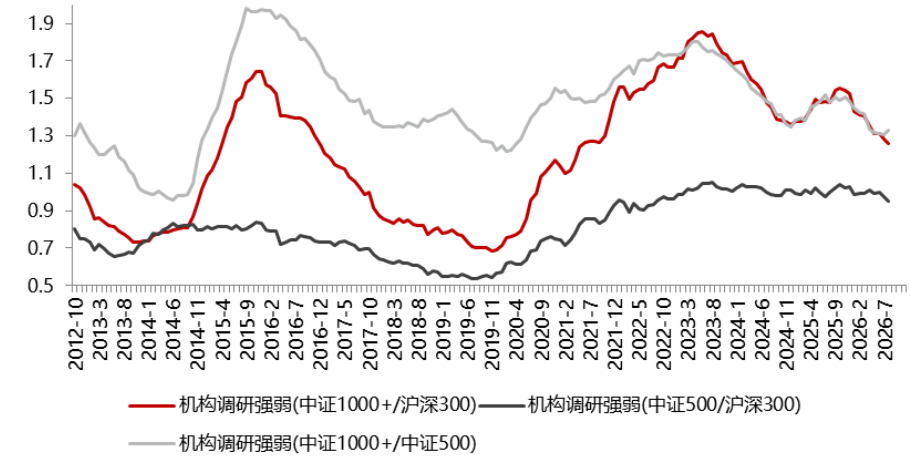
图40：小盘/大盘市场机构关注度强弱



资料来源：wind，国联民生证券研究所，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理

8 月机构调研关注度继续向大盘倾斜。2025 年一季度开始机构调研强度趋势偏向小盘，11 月起机构调研强度开始往大盘倾斜，目前整体趋势持续。从机构关注度来看我们目前看好大盘机会。

图41：不同市值股票池机构调研强弱

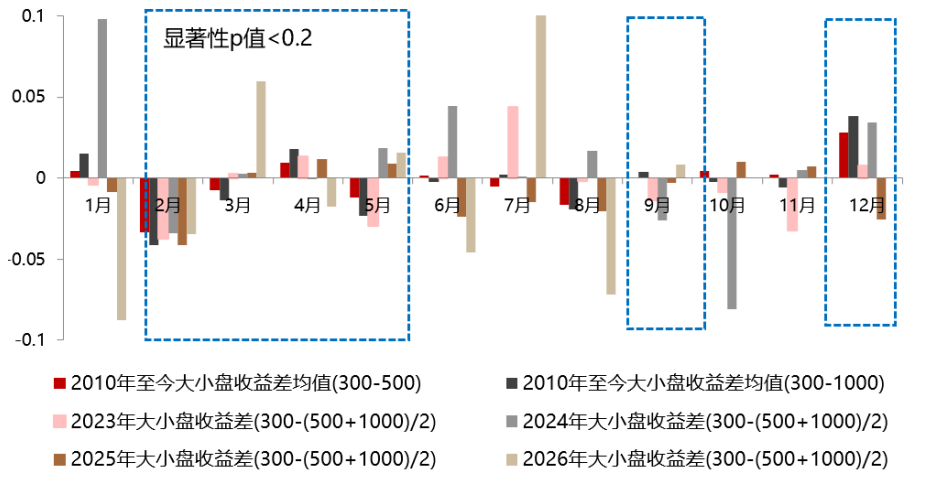


资料来源：wind，国联民生证券研究所，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理，中证 1000+指中证 1000 指数成分股及市值更小的其余股票的总和。

从季节效应来看，2010 年以来 9 月份整体大盘占优。2010 年-2025 年期间 9 月份大盘占优比例为 52.9%，平均跑赢小盘 0.40%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图42：月度大小盘收益差（季节效应）



资料来源：wind，国联民生证券研究所，注：300 代表沪深 300，500 代表中证 500，1000 代表中证 1000

下载日志已记录，仅供内部参考

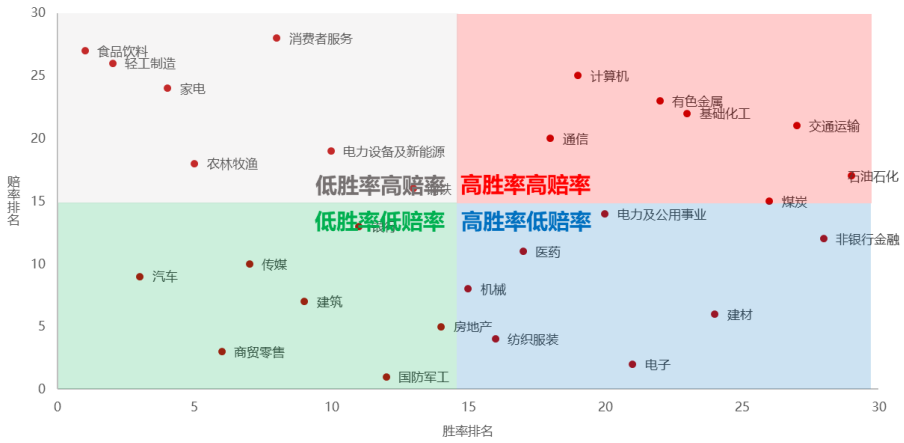
4 行业配置量化观点

4.1 行业推荐：胜率与赔率

投资的期望回报取决于投资的胜率和赔率。在行业配置中，胜率是行业短周期实现相对市场超额收益的概率，赔率刻画行业长周期能获得多少绝对收益。短期看，行业景气度往往决定了行业的胜率；长期看，行业的估值、股息率等决定了行业的赔率。高胜率的行业往往趋势较好、景气度较高，而高赔率的行业往往估值低、长期看有绝对收益空间。

从胜率和赔率两个维度对中信一级行业进行刻画，综合考虑胜率和赔率，推荐：**交通运输、有色金属、计算机、基础化工、石油石化、消费者服务。**

图43：2026 年 9 月行业胜率赔率刻画



资料来源：wind，国联民生证券研究所

表4：2026 年 9 月行业胜率赔率刻画

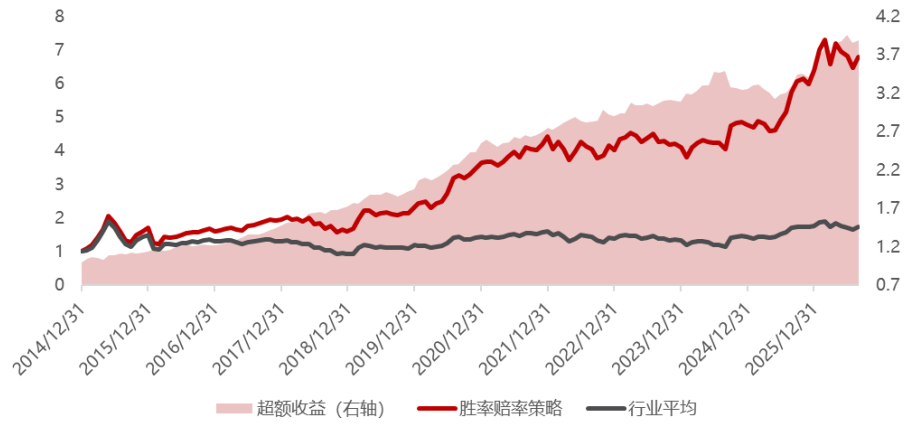
推荐行业	胜率	赔率	胜率&赔率
交通运输	√	√	√
有色金属	√	√	√
计算机	√	√	√
基础化工	√	√	√
石油石化	√	√	√
消费者服务		√	√
煤炭	√	√	
通信	√	√	
非银行金融	√		
食品饮料		√	
轻工制造		√	

资料来源：国联民生证券研究所绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

策略历史表现如下，样本外超额显著，2024 年以来绝对收益 65.60%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 25.68%。

图44：胜率赔率策略收益



资料来源：wind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5 风险提示

量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。

权益、利率、黄金等观点来自模型对历史的解释与拟合，如若市场、宏观环境发生变化，不排除失效可能。

下载日志已记录，仅供内部参考

插图目录

图 1： 全 A 及主要指数/板块 2026H1 业绩增速 3
图 2： K 型缺口与个股增速 P90-P10 的十年时序 4
图 3： 各行业 2026H1 净利/营收合计增速 5
图 4： 按产业链位置分组的毛利率/净利率/ROE 同比变化 5
图 5： 各行业九维景气打分热力表 6
图 6： AI 主线 23 环节 2026H1 净利/营收合计增速 7
图 7： AI 主线 23 环节毛利率同比变化（中位数） 8
图 8： AI 硬件 10 环节的"定价权×供给扩张" 9
图 9： 行业披露次日跳空超额/全天超额（相对中证全指，均值） 10
图 10： 按净利增速分组的披露次日跳空/全天涨跌/超额均值 10
图 11： 行业 SUE 等权均值 vs 市值加权均值 11
图 12： SUE 五分位的披露次日跳空超额/全天超额/五日累计超额 12
图 13： 消费链 32 个环节 2026H1 归母净利合计增速 13
图 14： 消费链 vs 全 A 的 MD&A 文本信号对比 13
图 15： 行业（非金融）资本开支同比：2026H1vs2025H1 14
图 16： 细分行业资本开支同比 Top20 及其在建工程同比 15
图 17： 行业 MD&A 景气打分 vs2026H1 净利合计增速 15
图 18： A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比（%） 17
图 19： 银行与非银景气度变化 MA40 17
图 20： 金融与工业景气度变化 MA40 17
图 21： A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化 18
图 22： 分歧度、流动性、景气度变化趋势 19
图 23： 沪深 300 近期 K 线走势 19
图 24： 分歧度-流动性-景气度三维择时框架 20
图 25： 10Y 国债利率驱动因素模型 21
图 26： 静态因子模型历史月度利率择时效果 21
图 27： 利率驱动因子长期变化趋势 22
图 28： 10Y 国债利率 9 月预测各因子贡献 22
图 29： 2018 年以来模型预测值与实际值对比 22
图 30： 黄金驱动因素模型 23
图 31： 静态因子模型历史月度黄金择时效果 23
图 32： 黄金驱动因子长期变化趋势 24
图 33： 伦敦金现 9 月预测各因子贡献 24
图 34： 实际利率上行在有无信用风险影响的场景下对黄金的驱动思维框架 25
图 35： 房企、居民、金融机构、地方政府链路关系 26
图 36： 国联民生金工房地产行业压力指数（2026.8） 26
图 37： 房地产供需两侧压力 27
图 38： 量化大势研判观点 29
图 39： 量化大势研判配置策略近期选择 30
图 40： 小盘/大盘市场机构关注度强弱 31
图 41： 不同市值股票池机构调研强弱 31
图 42： 月度大小盘收益差（季节效应） 32
图 43： 2026 年 9 月行业胜率赔率刻画 33
图 44： 胜率赔率策略收益 34

表格目录

表 1： 2026 年 9 月大类资产量化观点 16
表 2： 8 月社融结构预测（单位：亿元） 18
表 3： 2026 年 9 月市场风格量化观点 28
表 4： 2026 年 9 月行业胜率赔率刻画 33

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

深圳 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室