下载日志已记录，仅供内部参考

招商证券 | 总量的视野

电话会议纪要（20260927）

【宏观-陈莹】AI 如何冲击税收？

【策略-李昊阳】长假前后应该持仓还是持币过节？

【固收-张伟】10 月债市展望

【银行 马瑞超】汇率升破 6.7 之后

【非银 许诗蕾】26H1 代销保有点评

【地产 区宇轩】高频数据更新及板块投资观点

【ESG 麦元勋】厄尔尼诺的产业冲击与投资线索

❑ 【宏观-陈莹】AI 如何冲击税收？

伴随 AI 技术的快速普及与深度渗透，现代税收体系正面临全新挑战。纵观历次工业革命，前三次技术变革依次推动了个人所得税、企业所得税、跨境消费税征管框架的建立与完善；税制变革的响应周期，也由最初八十余年缩短至 10 年左右。AI 冲击的核心落脚点在于劳动税基，就业岗位收缩、劳动者收入分化，会直接削弱劳动相关税收的稳定性。通过 AI 暴露度、劳动份额、劳动税依赖度与财政脆弱度四项指标综合评估，德、美、日三国税制风险敞口居前，新兴经济体承受的冲击相对更小。全球化与大国产业竞争背景下，立足现有税制框架开展规则完善，或是现阶段更具可行性的应对方案。不过，也不能完全排除财政压力较大的美欧等国会推动新税种的开辟。

历次技术进步如何影响税收？如果把 AI 视作新一轮具有变革性的通用技术浪潮，那么历次技术革命重塑税收体系的经验，将是理解当前时代变化的重要历史参照。劳动、资本、消费构成现代财税体系的三大税基。第一次工业革命拓展了个人所得的潜在税基，英国 1842 年率先开征个人所得税，奥地利（1849）、意大利（1864）、日本（1887）等相继推行；第二次工业革命扩大了企业所得的潜在税基，日本 1899 年对法人所得独立开征，美国 1909 年以“经营特权消费税”名义开征企业所得税，随后战争加速了企业所得税在全球的推广；互联网革命推动消费税征管制度不断完善，1998 年渥太华会议形成全球性多边协调框架，2013 年 G20/OECD 启动 BEPS 15 项行动计划，2021 年 BEPS 包容性框架下 130 余个辖区达成双支柱国际税改共识。

AI 如何影响三大税基？AI 对劳动税基的影响主要体现在岗位收缩与工资分化。Acemoglu & Restrepo（2020、2022）测算美国每千名工人新增 1 个机器人对应就业人口比下降 0.18-0.34 个百分点、工资下降 0.25%-0.5%。Challenger, Gray & Christmas 数据显示，今年 1-8 月美国已有 10 万多例裁员公告提及 AI 因素，占比超 20%。AI 或将减弱资本税基的可课税性。AI 产业链的算力层面临折旧规则争议，数据层面临计量困境，模型层面临定价困难，应用层在税收来源地认定、劳务与营业利润区分、扣缴义务配置和消费地课税上出现适用缺口。此外，现行税制的非中性，有可能放大 AI 对税收的冲击。消费税基也将面临 AI 带来的结构性弱化，工薪是居民消费的主要资金来源之一，AI 沿岗位收缩与工资承压两条链路压缩居民收入，间接影响消费税基；

推荐（维持）

研究部/总量研究

相关报告

1、《电话会议纪要（20260920）—招商证券 | 总量的视野》2026-09-21

2、《总量的视野会议纪要（20260913）》2026-09-16

3、《总量的视野电话会议纪要（20260906）》2026-09-08

陈莹 S1090526020001
chenying14@cmschina.com.cn
李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn
张伟 S1090524030002
zhangwei36@cmschina.com.cn
马瑞超 S1090522100002
maruichao@cmschina.com.cn
许诗蕾 S1090526080001
xushilei@cmschina.com.cn
区宇轩 S1090524090001
ouyuxuan@cmschina.com.cn
麦元勋 S1090519090003
maiyuanxun@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

此外 AI 支持消费者自产内容替代原有外部采购，叠加订阅共享、预充值按量消费、API 多层转调用等模式，放大税基遗漏、计量困难与纳税时间错配问题。

哪些国家的税收更容易受到冲击？以劳动税基为重点，本文构建了高 AI 暴露职业的就业份额、劳动份额、劳动税依赖度、财政脆弱度四个维度测度的综合风险敞口。从 AI 暴露度看，发达经济体兼具较高 AI 就绪度与高暴露岗位占比，劳动税基面临更大潜在替代风险；新兴市场 AI 就绪度偏低，高 AI 暴露岗位就业占比普遍更低。从劳动份额与劳动税依赖度看，西欧、北欧发达经济体（德国、法国、奥地利、芬兰、西班牙等）劳动报酬占 GDP 55%以上，且总税收里一半以上来自劳动相关税收。从财政脆弱度看，样本国家排名前五的国家分别是日本、希腊、意大利、美国、法国，其中日本的压力主要来自极高的广义债务负担率与老年抚养比。综合来看，德国、美国、日本综合风险敞口最高，瑞典、芬兰、法国、加拿大处于较高区间，新兴市场国家综合冲击强度明显更小。需要说明的是，本指标为静态截面测度，仅用于识别潜在风险敞口，不代表 AI 冲击必然引发财政危机。

如何应对 AI 对税收的冲击？面对 AI 技术带来的潜在税收冲击，目前学界与政策层面围绕税制调整路径形成两类主流思路。一是，新增税种（机器人税），Guerreiro、Rebelo 与 Teles（2021）指出技能固化、难以转岗的劳动者仍在职期间，对机器人征税为最优政策；Thuemmel（2019）证明美国最优机器人税率为正。不过，反对方认为机器人税可能会抑制创新，此外机器人本身不具备纳税主体资格。二是，在现有框架内进行规则优化。欧盟 2022 年 12 月 14 日通过的理事会指令（EU）2022/2523 确立 15%全球最低有效税率，自 2024 年起在主要辖区适用，构成对大型跨国企业（含数字与 AI 企业）利润的间接课税。

在现有框架内的规则优化更符合当下现实。第一次工业革命至 1842 年英国率先推行所得税、第二次工业革命至 1899 年日本独立开征企业所得税、互联网革命至 1998 年渥太华会议，税制回应滞后时间从 80 余年缩短至 30 年左右、再至约 10 年。但税制变革的触发因素并非单纯由技术冲击驱动。关键在于 AI 是否引发社会财富分配格局的根本性转变。回顾历史，社会财富重心从土地所有者转向工薪劳动者，再转向企业资本所得，为所得税、企业所得税等新税种拓展了税基基础；但新税种落地，往往仍需要财政压力等外部催化剂。一国单独推出针对 AI 的全新结构性税种易引发跨境税基外流，但也不能完全排除财政压力较大的美欧等国会推动新税种的开辟，全球统一的改革阻力亦较大。当前看，推动税制中性化、优化收入结构、降低财政对工资总额的单一依赖、参与数据要素与跨境数字服务规则制定等现有框架内的规则优化更符合当下现实。

- **【策略 李昊阳】 长假前后应该持仓还是持币过节？**

长假前后宜保持中性偏多仓位，兼顾产业景气与组合防御。历史上国庆节后存在修复倾向，但近两年节前抢跑特征显现，日历效应不宜机械外推。本周美股科技相对占优、A 股成长承压，提示外部利率不足以完整解释调整，前期强势方向的获利兑现、筹码换手及成交占比回落可能放大波动，后续需关注资金承接与交易结构能否企稳。中美元首会晤有助于缓和外部不确定性，但积极预期已有提前交易，行情持续性仍取决于合作落实及国内基本面、政策和流动性。与此同时，海外 AI 模型性能提升、推理成本下降，为应用扩张提供支撑，产业主线尚未发生根本变化。考虑到假期地缘局势、油价和美国经济数据仍可能

下载日志已记录，仅供内部参考

扰动加息预期，配置上宜保留盈利支撑较强的 AI 核心敞口，搭配现金流稳健、分红可持续的高股息资产，在参与修复的同时平滑波动。

- **【固收-张伟】10 月债市展望**

一、债市回顾：资金预期改善，超长端率先突破

本周债市先稳后强，周中阶段消化涨幅后于节前再度走强。受流动性持续净投放影响，资金利率维持低位；央行提前安排跨季隔夜逆回购工具，缓解后续流动性收紧担忧。短端仍受资金利率和降息兑现节奏约束，中段波动有限；10 年期国债主要围绕 1.67%窄幅整理；30 年期国债成为行情主线，基金、券商加大买入且保险重新参与承接，活跃券收益率由周初 2.15%附近下探至周四约 2.10%。周四隔夜美债利率大幅上行，国内债市逐渐脱敏，延续独立行情。

二、资金面：央行呵护跨季资金面，流动性维持适度宽松

本周资金面整体维持适度宽松，税期扰动消退后流动性压力明显缓解。全周净投放 7875 亿元，对冲政府债净缴款高点，DR001、DR007 逐步回落并持稳于政策利率以下。央行在季末及国庆长假前明显加大流动性呵护力度，一方面通过 7 天及隔夜逆回购提前覆盖跨季跨节需求，另一方面配合 MLF 超额续作和国库现金定存补充中长期流动性。展望跨季，政府债缴款、季末考核以及长假取现仍可能带来阶段性摩擦，银行季末资负调整也可能放大局部资金波动，但在央行工具储备充足背景下，出现大幅收紧的概率较低。预计 DR007 仍将主要围绕政策利率窄幅运行，跨季压力总体可控，但也要注意资金利率进一步大幅下行的空间同样有限。

三、机构行为：基金接力拉久期，配置力量重回超长端

本周超长端的买盘由基金和券商主导，并获得保险资金重新承接，与银行形成对手盘。基金在资金面转松和宽松预期升温下明显提升久期偏好，对长端配置意愿显著增强，同时加大非金信用债配置，延续“拉久期与增票息”并重，成为本周长债行情的重要增量力量。短期看，节前资金面若维持平稳，基金仍有望成为长端主要承接方，但随着超长债收益率快速下行，久期性价比有所下降，叠加跨季资金波动、产品赎回及政策预期变化，后续追涨动力可能趋于收敛。银行端则明显偏向缩短久期：中小行重新增配短端，同时集中减持长端，继续做逆向交易，并为季末流动性管理预留空间；大行除中等期限仍有一定配置外，其余期限卖出意愿有所增强。理财整体延续稳健配置思路，但对短利率、信用债及存单的增配意愿均有所放缓，跨季前预计仍以高流动性、短久期资产作为主要底仓。值得关注的是，保险重新参与超长利率债配置，并继续增配地方债，券商对超长端的承接意愿亦明显提升。整体而言，节前长端需求仍有基金、保险等力量支撑，但随着收益率下行，机构间分歧有所扩大。

四、债市策略：短期偏多，供需改善支撑曲线做平

短期债市维持偏多判断。债市资产荒对长端利率形成保护；央行已通过 14 天逆回购、MLF 超额续作及跨季跨节流动性安排提前对冲，资金面大幅收紧风险明显下降；降息仍受到银行净息差、汇率及海外高利率环境约束，短期出现超预期宽松的概率有限。随着政府债发行高峰过去，供需格局较三季度改善，长端仍具配置支撑。策略上，在收益率已快速下行、30Y 活跃券创历史新高的背景下，逢调整参与，以 10Y 国债 1.65%—1.70%作为主要波段区间，回调时适度增配；考虑到四季度供给减压以及保险、基金等配置力量回归，30Y 性价比仍较突出，可适度参与曲线做平。当前长端已积累一定涨幅，若权益风

下载日志已记录，仅供内部参考

险偏好明显回升、稳增长政策进一步加码或基本面改善，可能出现止盈压力。

- **【银行-马瑞超】汇率升破 6.7 之后**

一、破 6.7 的推动力：出口结汇与中间价调升

外部环境：美元与利差均不利于人民币。美联储于北京时间 9 月 17 日加息 25 个基点，推动美元指数升至 101 左右，连续第二周上涨；美国 10 年期国债收益率突破 5%，中美 10 年期利差倒挂约 350 个基点。受美元和利差两方面因素影响，9 月 21—25 日当周主要货币兑美元普遍下跌，其中日元、欧元、英镑分别贬值 0.29%、0.73%和 1.04%。人民币同样小幅走弱，离岸、在岸人民币分别贬值 0.40%和 0.24%（在岸数据截至 9 月 24 日），但跌幅明显小于欧元和英镑，对一篮子货币相对走强。

直接因素：中间价调升。人民币升值的直接推动因素来自中间价。9 月 18 日之前，中间价已连续 8 个交易日调升；9 月 21 日中间价报 6.7487，为 2023 年 2 月以来最强。自 2025 年 11 月以来，央行在多数时间将中间价设定在路透市场预估的偏弱一侧，偏离幅度一度超过 600 个基点，意在控制升值速度。9 月中美峰会前，中间价偏离有所收窄（9 月 21 日为 536 个基点，9 月 24 日为 305 个基点），即期汇率更多反映市场内生力量。峰会结束后，人民币重新收于 6.7 上方，并在 6.7 附近整固。

深层因素：出口结汇。从历史看，上一次人民币接近 6.7 是 2023 年 1 月。当时的背景与当前相似，美联储同样处于加息周期。此后人民币在 6.70 附近转向贬值，至当年 9 月贬至 7.3 以上。点位与外部环境相近，本次突破 6.7 后是否会出现拐点？我们认为不宜简单进行历史类比，因为两次触及 6.7 的基本面基础不同：2023 年初的升值建立在“疫后重启”带来的资本流入预期之上，预期落空后汇率随即回调；本轮升值则建立在实际的出口结汇基础之上。今年前 8 个月，剔除远期履约的实际净结汇增加超 2 万亿（上年同期仅 430 亿），7—8 月继续新增约 4800 亿，出口结汇尚未显露疲态。只要海外 AI 投资持续，中国出口的韧性将持续转化为人民币升值动力，这是本轮升值的深层力量，增量资金不会随预期变化而迅速消失。

二、美联储加息的影响：抬高企业“持汇门槛”

本轮人民币升值的基本面较为稳固，但 7 月以来结售汇出现新的变化。一方面，流入的美元增加，但结汇未同步增加。7—8 月，企业等非银行部门跨境收付顺差月均约 611 亿美元，较上半年月均 412 亿美元增长约 50%，但银行结售汇顺差月均较上半年低约 26%。另一方面，境内外币存款前 8 个月累计增加 1342 亿美元，其中 7—8 月增加 362 亿美元，月均增量较上半年略有加快。这一变化表明：其一，“存量结汇释放推动升值”的说法并不成立，今年推动升值的是流量而非存量；其二，进入下半年，企业持汇意愿增强，相比及时结汇，更倾向于将外汇收入留存于商业银行，外汇收入结汇率由上半年的 65%回落至 7—8 月的约 60%（7 月 57.2%，8 月 61.5%）。这一变化可从出口企业的收益比较加以解释。美联储加息后，境内 1 年期美元定存利率已普遍升至 4%以上，部分银行达到 4.1%，而人民币 1 年期定存利率约为 1%，持有美元一年可获得约 3 个百分点的利差收益。据此，持汇不亏损的条件是一年后汇率不强于 $6.71 \times 1.01 \div 1.04 \approx 6.51$，这一水平即为出口企业的“持汇门槛”。若企业预期一年后人民币强于 6.51，即期结汇更为有利；反之，持汇更为有利。今年前 9 个月人民币升值约 4%，年化超过 5%，已高于约 3 个百分点的息差收益，但相当一部分企业对升值速度能否延续存在

下载日志已记录，仅供内部参考

疑虑，因此选择继续持汇。由此可见，美联储加息对人民币汇率的影响并非主要通过跨境资本流动渠道，而是通过抬高美元存款利率、下移企业“持汇门槛”发挥作用。测算显示，每加息 25 个基点，门槛约下移 170 个基点，企业需要更强的升值预期才会选择结汇。因此，美联储加息并非对人民币汇率没有影响：它能够放缓人民币升值节奏，但只要贸易顺差格局不变，单一因素难以扭转升值方向。展望未来，一旦美国通胀见顶、美联储停止加息，或央行进一步放宽对中间价的调控，使升值预期超过持汇门槛，沉淀在境内银行的逾 1.1 万亿美元外币存款可能集中结汇，人民币升值压力或将集中释放。

- **【非银-许诗蕾】26H1 代销保有点评**

总览：指数基金增速亮眼，互联网系市占率快速扩张。

（1）市场表现活跃及存款搬家演绎，支撑基金保有规模增长。26H1 百强销售机构非货基金保有规模 13.79 万亿元，较 25H2 +17.9%。其中，权益类规模 7.06 万亿元，较 25H2 +17.8%；固收类（非货扣除权益）规模 6.73 万亿元，较 25H2 +18.0%。

（2）虽然年初部分指数产品被大额赎回，但指数产品仍凭借低费率和强工具属性获得青睐、保有规模增速显著快于主动权益增速。26H1 百强销售机构股票型指数基金保有规模 2.94 万亿元，较 25H2 +21.9%；主动权益类（权益扣除股票型指数）规模 4.12 万亿元，较 25H2 +15.1%。股票型指数基金占权益类保有规模的比重为 41.7%，较 25H2 +1.4pct。

（3）代销集中度上行，互联网系凭借流量优势市占率快速扩张。26H1 百强销售机构非货、权益保有规模占全市场相应基金规模比重分别为 57.4%、72.7%，较 25H2 +5.8pct、+11.1pct。其中，券商系 56 家、银行系 25 家、互联网系 18 家、其他系 1 家，易方达财富、华鑫证券进入本期榜单，诺亚正行基金、华源证券和渤海证券退出本期榜单。分渠道看，非货基金方面，银行系/互联网系/券商系/其他系规模较 25H2 分别增长 9.4%/28.0%/17.8%/20.8%，市占率分别为 22.2%/21.4%/12.7%/1.0%，分别较 25H2 +0.7/+3.7/+1.3/+0.1pct。权益类基金方面，银行系/互联网系/券商系/其他系较 25H2 分别增长 11.8%/27.7%/15.3%/23.3%，市占率分别为 27.7%/23.7%/19.3%/2.0%，分别较 25H2 +3.0/+5.2/+2.6/+0.4pct。

互联网系：蚂蚁领先优势扩大，To B/To C 增长结构分化。

（1）蚂蚁凭借互联网原生投资者用户基础、海量线上流量赋能和对指数赛道的战略押注，实现各类型基金保有规模优势的持续扩大。26H1 蚂蚁基金非货保有规模 2.21 万亿元，较 25H2 +22.0%，市占率 9.2%，较 25H2 +1.2pct；权益规模 1.32 万亿元，较 25H2 +30.1%，市占率 13.6%，较 25H2 +3.2pct。其中，主动权益类、股票型指数规模分别为 6933 亿元、6313 亿元，较 25H2 +29.5%、+30.8%。固收规模 8838 亿元，较 25H2 +11.6%，市占率 6.2%，较 25H2 +0.1pct。

（2）To B 和 To C 增长结构分化。上半年固收“资产荒”提振机构配置需求，To B 端的万得基金和好买基金固收保有规模增速较快，分别较 25H2 +62.1%和+54.0%；基煜基金和汇成基金固收保有规模增长均贡献非货规模增长 8 成以上。To C 端看，天天基金固收保有增速（较 25H2 +33.5%）好于权益保有增速（较 25H2 +12.7%），预计与公司近年来推进财富管理全流程、智能化和账户化转型有关；此外，肯特瑞基金/同花顺基金/腾安基金权益保有规模较

下载日志已记录，仅供内部参考

25H2 +50.7%/+49.0%/+37.6%。

银行系：指数业务增速亮眼。

（1）招商银行指数业务表现突出，主动权益优势稳固。26H1 招行非货保有规模 1.58 万亿元，较 25H2 +26.6%，市占率 6.6%，较 25H2 +1.1pct；权益规模 7465 亿元，较 25H2 + 22.3%，市占率 7.7%，较 25H2 +1.4pct；固收规模 8343 亿元，较 25H2 +30.8%，市占率 5.8%，较 25H2 +0.9pct。分结构看，招行全面强化指数业务，将“指数通”放到招行 APP 高曝光位置、给予流量倾斜，同时将指数工具纳入配置组件，26H1 股票型指数规模为 1474 亿元，较 25H2 +66.4%，排名升至第 4；主动权益优势稳固，26H1 主动权益类规模为 5991 亿元，分别较 25H2 +14.8%。

（2）银行系指数保有规模增长亮眼。26H1 银行系股票型指数基金保有规模 4642 亿元，较 25H2 +29.7%，占权益类规模的比重为 17.2%，较 25H2 +2.4pct，邮储/兴业/工行股票型指数规模分别较 25H2 +79.2%/+66.7%/+50.9%。

券商系：指数领先优势突出，均衡配置驱动主动权益和固收规模稳步增长。

（1）指数业务领先优势突出。26H1 券商系股票型指数基金保有规模 1.53 万亿元，较 25H2 +16.6%，占权益类规模比重为 81.7%，较 25H2 +0.9pct；规模和占比增速略低于其他渠道，系年初指数产品面临大额赎回之故。从指数保有规模看，中信证券、华泰证券和国泰海通位列券商系前三，规模分别为 1781 亿元、1618 亿元和 1196 亿元，较 25H2 +19.9%、+17.8%和 +0.7%。

（2）均衡配置驱动主动权益和固收规模稳步增长。26H1 券商系主动权益保有规模 3445 亿元，较 25H2 +9.7%；华泰证券、招商证券主动权益规模分别较 25H2 +69.5%、+39.1%。26H1 券商系固收保有规模为 1.18 万亿，较 25H2 +22.1%，市占率为 8.2%，较 25H2 +0.8pct。

投资建议：伴随公募基金降费三阶段落地，依赖“抢首发”和产品费率的初级财管模式盈利能力显著弱化，基于客户资产负债表和全生命周期的财管模式正在形成，具备平台效应、渠道议价和高客基础的头部券商更有望跑赢行业，推荐广发证券、中信证券、中金公司和华泰证券。

- **【地产-区宇轩】高频数据更新及板块投资观点**

前瞻及佐证指标：

二手及租金价格：2026 年 8 月，北京、上海、广州、深圳二手成交价格同比降幅收窄；北京、广州租金同比降幅收窄，上海租金同比转正，深圳租金同比增幅收窄；北京、上海、广州租金回报率上升，深圳租金回报率下降。**二手带看人数：**2026 年 8 月，12 个样本城市平均带看人数同比降幅较 7 月收窄 2 PCT 至-8%。**流动性前瞻：**根据招商证券房地产组流动性前瞻指标判断，2026 年 9 月，宏观层面流动性环比宽松力度收窄，同比转向宽松。**挂牌量：**2026 年 8 月，49 个样本城市二手房存续挂牌总套数环比+0.2%。

周观点：（一）8 月 28 日一揽子房地产系列政策短期内或对房企周转、拿地能力等的变化带来不确定性，影响程度或需关注土地分期付款等对冲措施的落地情况，或存在“关门开窗”的可能。从中长期角度，本次政策或推动行业进入门槛提高，进而带动竞争格局改善；（二）二手房市场量、价由其自身供需关系及驱动因素决定，关注企业及居民信用状况、租金回报率与按揭利率之差、

下载日志已记录，仅供内部参考

二手房挂牌量等。新房虽有类“IPO”特征，但其定价或仍受周边二手房价格、折旧、产品力等共同影响，同时在房企仍有在手项目可以推盘的情况下，短期内新房供给或也难有显著下降；（三）短期股票市场或先交易周转率下降对 ROE 的拖累，已拿地未取预售证项目规模占比较小同时自由现金流受回款节奏变化影响较小的房企或相对占优，同时观察或有对冲措施对 ROE 下降的回补可能。

- **【ESG-麦元勋】厄尔尼诺的产业冲击与投资线索**

厄尔尼诺是一种发生在赤道太平洋中东部海域海水表面温度出现异常的现象，属于厄尔尼诺—南方涛动（ENSO）的暖位相阶段，主要表现为赤道中东太平洋海表温度持续异常偏高，并伴随热带大气环流的相应调整。正常年份，赤道太平洋信风由东向西吹拂，暖水在西太平洋堆积，南美西岸深层冷水上涌较强；厄尔尼诺形成后，信风减弱，暖水向东扩展至中东部太平洋，秘鲁、厄瓜多尔近岸海温升高，上升流减弱，热带降雨带与大尺度环流随之调整。

厄尔尼诺对不同地区的天气影响存在显著差异。

南美西岸：秘鲁、厄瓜多尔近岸海温升高，降水通常增多，沿岸海洋生态变化直接影响秘鲁鲳鱼资源与捕捞，强降雨、洪水和滑坡也可能波及秘鲁、智利矿区的生产与运输。

海岛东南亚：印度尼西亚、马来西亚等地高温少雨的概率上升，油棕、天然橡胶等热带作物的生长以及当地水电供应更容易受到影响。

大陆东南亚及南亚：泰国、印度等地的季风降水和温度分布会发生变化，白糖、天然橡胶、水稻等农产品的生产环境面临扰动。

中国：中国距离赤道太平洋海温异常的核心区域较远，厄尔尼诺主要通过东亚季风、西太平洋副热带高压等大气环流间接影响国内天气，区域和季节差异较大，影响方式也比热带地区更为复杂。历史上，厄尔尼诺发展年南方部分地区降水偏多、北方阶段性高温少雨的概率有所上升，但对农业和水电的影响因地区和季节而异。

美国国家海洋和大气管理局（NOAA）目前使用相对海洋尼诺指数（RONI）监测 ENSO 状态。RONI 指数主要衡量赤道中东太平洋核心海域相对热带整体的海温异常，采用三个月滑动平均值；历史上连续至少 5 个重叠季节达到+0.5℃可识别为一次厄尔尼诺事件，1.5℃以上属于强事件，2.0℃以上属于极强事件。

根据 NOAA 预测，2026 年北半球秋冬季出现极强厄尔尼诺的概率超过 90%，并且 10—12 月 RONI 达到 2.5℃以上、超过 1950 年以来此前厄尔尼诺事件峰值水平的概率约为 69%。

目前厄尔尼诺快速增强，其对不同产业影响顺序也有所不同。秘鲁鱼粉与巴拿马运河率先兑现产业冲击：秘鲁北中部今年第一捕捞季完成率仅 24.6%，中国鱼粉进口和港口库存下降、水产饲料成本维持高位；巴拿马运河 9 月起进一步缩减预约通航名额，有效运力面临收缩。

历史上天气变化主要起到放大已有产业趋势的作用。通过对 2015、2019 和 2023 这最近三轮厄尔尼洛的 A 股复盘显示，厄尔尼诺较少单独支撑持续行情。农业板块的持续性需要国内猪周期的盈利改善来支撑，航运则需要运输约束与较好的运价和需求环境共振。如果产业本身处于供给收缩或景气上行阶段时，

下载日志已记录，仅供内部参考

天气冲击更容易放大价格和盈利弹性；但如果产业本身处于供给宽松或景气下行阶段时，即使厄尔尼诺强度更高，行情也难持续。

目前，国内农业正处于产能去化向价格修复传导的早期阶段。今年二季度末，能繁母猪存栏同比下降，7-8 月猪价已从低位回升，产能去化先行、价格边际改善的特征已出现，节奏上更接近 2015 年厄尔尼诺前期。全球谷物库存下降提高了 2027 年粮价和饲料成本风险，国内主要饲料原料短期供应压力有限，预计 2026Q4 猪价修复仍是畜牧养殖盈利改善的主导变量，2027H1 猪价修复仍将提供支撑，但饲料成本约束将增强；种植和种业的相对弹性将随粮价风险上升；饲料内部可能继续呈现猪料需求偏弱与水产料成本承压的分化。

对于航运板块，主要兼具自身景气改善与运输约束增强。当前干散货与集装箱运价均明显高于 2023 年厄尔尼诺同期阶段，集运龙头经营状况同样显著改善；但第一轮行业景气和限航预期已较多进入股价，后续行情的持续性将主要取决于船舶实际等待时间、运价和盈利能否接力。

最后，厄尔尼诺对其他板块的影响则可能更偏向 2027 年或仍由自身周期主导。本轮厄尔尼诺大概率延续至 2027 年春季，因此，东南亚因天气带来的新增发电设备需求预计主要集中在 2027 年 3—5 月，我国柴油发电机组和备用电源设备对该地出口有望存在进一步的增长空间；天然橡胶和棕榈油的主要供给影响同样偏向 2027 年；铜和白色家电当前仍主要沿自身产业周期运行，天气更多提供后续供给风险或季节性需求催化。

- **风险提示：AI 冲击劳动税基的方向与幅度存在双向不确定性；静态截面测度存在方法与数据局限；制度与政策变量可能改变；政策理解不全面，经济基本面超预期，政府债供给节奏超预期，稳增长政策超预期；美联储超预期连续加息；中东局势升级推升油价；中美谈判不及预期；出口增速超预期回落；总购房需求改善进程不及预期，二手房挂牌量下降不及预期，新房去化不及预期，房企拿地力度不及预期等。**

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。