下载日志已记录，仅供内部参考



# 政策如何精准发力？

证券研究报告

2026 年 10 月 05 日

## 总量月报第 14 期

- **核心结论**

**宏观：政策“点穴”发力，关注“六张网”**

**宏观政策保持支持性姿态，相比起漫灌式刺激，转向“点穴”发力。**K 型分化不改总量平稳，结合人民日报“钟才文”系列文章来看，今年上半年 4.7%的 GDP 增速“与当前要素供给、技术进步和制度创新等各方面条件基本匹配”，“总量政策保持积极有为，结构政策‘点穴’发力”。经济高质量发展要求之下，政策渐进宽松，重心在提振投资，PSL 结构性工具扩大对“六张网”的支持，反映了“精准滴灌”特征，财政政策信号频出，下半年发力空间更足。从政策倾斜方向来看，符合经济转型特征的科技和新质生产力是核心领域，当前“六张网”是核心抓手。预计“十五五”期间“六张网”建设总规模有望达 21.8 万亿元以上，成为稳投资、扩内需和夯实现代化底座的重要支撑。

**国内政策：逆周期调节持续加码，政策强调精准发力与路径创新**

9 月以来，宏观政策在稳投资、扩内需方面持续加码。国务院总理李强 9 月 28 日主持召开国务院常务会议，会议指出，针对当前经济运行中出现的问题，要加大宏观政策逆周期调节力度，推动经济持续向新向优向好发展，努力完成全年经济社会发展目标任务。

**海外政策：中期选举的 "阵眼"？摇摆州参议院选情与控制权推演**

随着 2026 年中期选举投票日的临近，市场对选举结果的关注度持续升温。而我们认为，**本届中期选举的真正“阵眼”在于参议院选情。**

**参议院控制权的归属，主要取决于少数关键摇摆州的博弈结果。**与众议院全部重选不同，每次中期选举参议院只重选三分之一席位，因此在本次中期选举仅 35 个参议院席位面临改选。而深红州与深蓝州的席位基本无悬念，因此我们认为真正的竞争集中在摇摆州中。目前共和党的优势在于在参议院仍持有 3 席的优势（53 席对 47 席），这意味民主党需要额外控制 4 席才能完成对于参议院的控制。而从历史复盘来看，自 1934 年到 2018 年的 22 次中期选举里，执政党平均会失去 4 个席位，因此民主党完全存在翻盘可能。目前 35 个席位中共和党需要防守 22 席，民主党防守 13 席。

**参议院选举结果将对特朗普任期最后两年的施政产生决定性影响。**一旦失去参议院，特朗普政府将陷入跛脚状态，重大立法议程面临全面封堵，MAGA 议程在立法层面将遭遇全面阻击。这种外部压力会迅速传导至共和党内部，加速特朗普卸任后的党内权力重组。对内而言，政策的短期化和功利化倾向将愈发明显，共和党或将继续押注价格政治，试图用短期刺激换取选票。对外而言，跛脚的特朗普政府在外交上将更加收缩且充满政治交易色彩，两党立法的僵滞还会导致地缘经贸秩序面临更大的不确定性。因此，2026 年中

分析师

边泉水 S0800522070002
bianquanshui@research.xbmail.com.cn

王晓洁 S0800525070004
wangxiaojie@research.xbmail.com.cn

王龙林 S0800526080008
wanglonglin@research.xbmail.com.cn

姜珮珊 S0800524020002
jiangpeishan@research.xbmail.com.cn

曹柳龙 S0800525010001
caoliulong@research.xbmail.com.cn

冯佳睿 S0800524040008
fengjiarui@research.xbmail.com.cn

孙寅 S0800524120007
sunyin@research.xbmail.com.cn

周安桐 S0800524120005
zhouantong@research.xbmail.com.cn

陈静 S0800524120006
chenjing@research.xbmail.com.cn

慈薇薇 S0800523050004
ciweiwei@research.xbmail.com.cn

张泽恩 S0800524030002
15927409308
zhangzeen@research.xbmail.com.cn

魏旭博 S0800525040007

下载日志已记录，仅供内部参考



期选举参议院之争不仅关乎两党权力分配，更将深刻影响美国未来数年的政治走向与全球政经格局。

**固收：30-10Y利差还能压缩吗？**

9/18开始，超长债迎来新一波行情，30Y国债下行6BP、20Y和50Y国债下行5BP，30-10Y国债利差压缩至41BP。**从机构行为来看，基金、其他类机构仍是30Y主力买入机构，保险、券商阶段性进场。**后续来看，**地方债供给退坡，**而国债剩余规模较高，险资或更多配置超长期国债，**理财规模持续增长，对债市支撑力度较大。**当前30-10Y国债利差压缩至41BP，接近2023年以来的75%分位数，整体仍处于较高水平，尤其是26T4、26T2等活跃度较高的老券，相较10Y国债活跃券利差分别为44BP、45BP，或仍有一定压缩空间，而其余期限则需要等待降息预期发酵打开下行空间。**风险方面，短期内一方面重点关注中美关系改善带来的风偏变化，另一方面需关注机构的阶段性止盈需求。不过当前基本面利好、资金面稳定、基金理财等资金支撑下，利率大幅回调概率不大。**

**策略：油价若不降，美债或生变**

我们判断，如果全球油价和 VLCC 价格未明显回落，or 中期选举特朗普政府失利，那么，9 月美联储加息不仅难以重塑“强美元叙事”，反而可能加速全球资金撤离美债，导致美国出现流动性冲击并“倒逼”美联储 QE。届时，国内系列财政政策可能落地，“消费核心资产牛”有望接棒本轮牛市。

**金工：情绪指数月末探底，资金与风险偏好同步走弱**

我们通过多维度指标构建情绪指数衡量市场热度，利用情绪周期逆向布局，力求捕捉市场非理性情绪低点以获取超额收益。截至 2026 年 9 月 29 日，情绪指数呈“震荡下行、月末探底”走势：月初指数为 33.45%的月内高点，随后逐步回落，15 日降至 21.40%；18 日短暂修复至 33.01%，此后再度走弱，29 日降至 14.06%的月内低点，20 日均线同步降至 26.92%，策略仍保持持仓。拆解情绪结构，融资余额、市场风险偏好、全市场及创业板成交、北向资金成交额和 RSI 整体走弱，月末多项资金与成交指标降至近一年区间低位，是推动指数下行的主要原因。与此同时，盘面强弱指标月均为 79.30%，未出现同步大幅回落，沪深 300 隐含波动率月均由 8 月的 36.36%降至 14.93%，市场也未出现明显的波动率冲击。综合来看，9 月情绪回落主要源于资金与成交收缩，前期过热风险已得到充分释放；后续需重点观察成交与融资能否回暖，以及情绪指数和 20 日均线能否逐步企稳。

**银行：银行视角解读地产新规：优化授信机制，缓释中长期风险**

8 月 28 日地产新规落地，覆盖住房销售、资金监管及房地产融资等环节，9 月北京率先出台地方细则，政策加速由顶层设计向执行层面深化。银行视角来看，一方面新规框架下销售回款与项目交付进一步匹配，房地产风险隔离机制持续强化，另外主办银行制落地或推动项目资金与融资需求向核心银行集中，大行、股份行或有望受益。向前看，伴随后续地方细则逐步落地，银行开发贷授信逻辑或从由“看主体“向“看主体+项目”转变，项目现金流与去化能力在授信体系中重要性预计提升。

**非银：科创政策对资本市场与券商业务提质转型影响几何？**

9 月 10 日，国新办举行“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会，进一步强

weixubo@research.xbmail.com.cn
**李超 S0800525100001**
lichao@xbmail.com.cn
**郑玲玲 S0800524060001**
zhenglingling@research.xbmail.com.cn
**程宵凯 S0800526090001**
chengxiaokai@xbmail.com.cn

**联系人**

**孙梓涵**
sunzihan@xbmail.com.cn
**邵颖**
shaoying@xbmail.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考



化此前科创政策指引。当前国内科创支持政策已进入全链条、精准化赋能的新阶段，依托发行上市、并购重组、长期资本引入、全链条监管协同的多维体系，持续优化资本市场科创资源配置能力。资本市场层面，政策从融资适配、科技定价、资金生态三大维度实现提质升级，股权、债券多元融资工具覆盖科创企业全发展周期，2026 年以来科创板+创业板 IPO 募资占 A 股比重超六成，一级市场融资活力显著修复；同时制度改革完善科技资产定价体系，兼顾价值挖掘与风险防控，叠加社保、年金、保险等中长期资金加速入市，有效缓解科创产业资金期限错配问题。券商层面，科创政策持续驱动行业业务转型，推动机构搭建覆盖财务顾问、股债融资、并购重组、直投跟投的一体化大投行体系，夯实硬科技企业价值识别与专业服务能力。与此同时，“投行+投资”联动模式成效凸显，2026 年上半年头部券商科创股权投资盈利贡献大幅提升，9 月多个半导体、生物医药领域明星科创项目落地，持续增厚券商投资收益，成为驱动券商业务提质转型、盈利结构优化的核心增量。

风险提示：全球流动性收缩风险，国内政策落地节奏不及预期，产业政策与监管政策变化风险等。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 索引

## 内容目录

一、 宏观：政策“点穴”发力，关注“六张网” ..... 6
二、 国内政策：逆周期调节持续加码，政策强调精准发力与路径创新 ..... 8
三、 海外政策：中期选举的“阵眼”？摇摆州参议院选情与控制权推演 ..... 9
四、 固收：30-10Y 利差还能压缩吗？ ..... 9
五、 策略：油价若不降，美债或生变 ..... 12
5.1 美联储加息：不仅限于控通胀，还在重塑“强美元叙事” ..... 12
5.2 “强美元叙事”的关键：全球油价和 VLCC 价格是否明显回落 ..... 13
5.3 潜在的流动性冲击：压力或在 11 月初美国中期选举前后 ..... 14
5.4 如果美联储 QE：A 股“消费核心资产牛”有望接棒 ..... 15
5.5 短期配置低位消费“防冲击”，长期布局黄金/消费/港股互联网 ..... 16
六、 金工：情绪指数月末探底，资金与风险偏好同步走弱 ..... 17
七、 金融：地产新规与科创政策解读 ..... 18
7.1 银行视角解读地产新规：优化授信机制，缓释中长期风险 ..... 18
7.2 非银：科创政策对资本市场与券商业务提质转型影响几何？ ..... 19
7.2.1 资本市场层面 ..... 19
7.2.2 券商层面 ..... 19
八、 风险提示 ..... 20

## 图表目录

图 1：出口强于内需 ..... 6
图 2：工业企业营收和利润增速 ..... 6
图 3：本轮行情集中于超长端 ..... 9
图 4：从 IRS 指标看当前降息预期不高 ..... 9
图 5：20-30Y 国债现券累计买入规模（亿元） ..... 10
图 6：各类机构 9/18-9/24 累计买卖 20-30Y 国债现券规模 ..... 10
图 7：年内理财累计增长规模（亿元） ..... 11
图 8：下半年理财 20-30Y 国债买入显著增加（亿元） ..... 11
图 9：30-10Y 利差接近 2023 年以来 75%分位数（39BP） ..... 11
图 10：基金主要长债累计净买入规模（10 日滚动求和，亿元） ..... 11
图 11：FOMC 会议后利差收窄、长债相对稳定 ..... 12
图 12：FOMC 会议后美元指数明显上行 ..... 12
图 13：多个发达经济体长期国债利率走高，美国并不是个例 ..... 12
图 14：本轮美债利率走高的主要驱动力是实际利率而不是通胀预期 ..... 12

下载日志已记录，仅供内部参考



图 15：美国核心 CPI 各分项从去年下半年以来趋势回落 ..... 13
图 16：美国非农薪资增速从去年以来趋势回落 ..... 13
图 17：民调对美伊冲突和特朗普的净支持率出现钝化 ..... 13
图 18：伊朗 CPI 同比处于高位 ..... 13
图 19：美国设备和知识产权投资贡献率连续 3 个季度在 70%以上 ..... 14
图 20：美股科技股的交易热度处于高位，对资金的吸引力强 ..... 14
图 21：当前预测网站给出民主党在参众两院都具有优势 ..... 14
图 22：历史上中期选举前后美股/美元较大概率出现较大回撤 ..... 14
图 23：A 股历史上暂未出现持续 3 年以上的牛市 ..... 15
图 24：上证指数连续正增长的年份中位数是 2 年 ..... 15
图 25：美股市场整体和消费连续多年上涨的情况多数发生在工业化成熟期后 ..... 15
图 26：当前国内社零和社融处于低位 ..... 16
图 27：当前消费绝对 PB 估值处于历史低位 ..... 16
图 28：当前消费相对 PB 估值处于历史低位 ..... 16
图 29：行业配置建议关注 AI+涨价的【牛市杠铃】 ..... 17
图 30：情绪指数及策略近期信号（2025.11.28-2026.09.29） ..... 18

表 1：“六张网”投资目标和建设规模测算 ..... 7
表 2：国债利率曲线凸点集中在超长端 ..... 10
表 3：近期国内“扩内需”政策有所加码 ..... 16

下载日志已记录，仅供内部参考



# 一、宏观：政策“点穴”发力，关注“六张网”

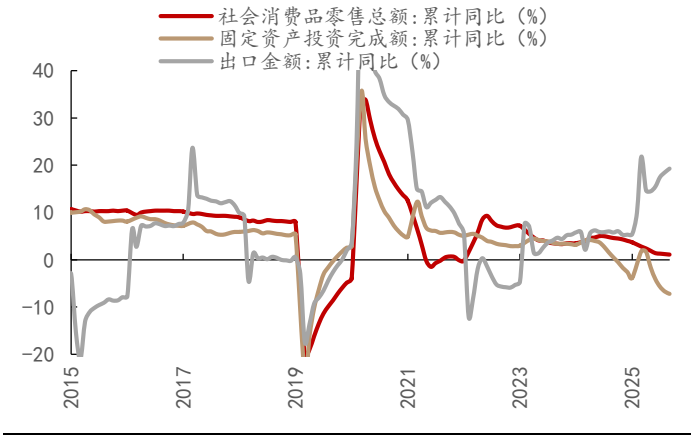
**1、宏观政策保持支持性姿态。总量经济符合增长预期，强刺激预期的持续走低，不是政策无力，而是政策主动选择的结果。**

今年宏观指标整体向好，虽然 K 型分化存在，但不改经济运行总体平稳。出口强于消费，1-8 月出口增速为 19.3%，明显强于社零和投资增速。新经济结构性亮点突出，工业企业利润保持双位数增长，1-8 月电子行业对规上工业企业利润增长的贡献率高达 62%。

结合近期四篇人民日报“钟才文”署名系列文章，今年上半年 4.7%的 GDP 增速“与当前要素供给、技术进步和制度创新等各方面条件基本匹配，**是一个实事求是、符合潜在经济增长率的速度**”。文章也特别强调，“观察中国经济，**不能仅看速度，更不能纠结于个别季度、月份指标数据的高低**，而要更加重视经济运行质量，注重观察科技创新成色、产业能级和经济发展的可持续性”。

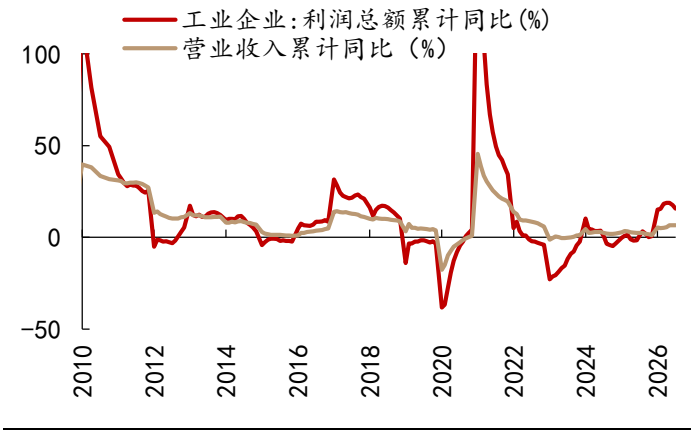
“钟才文”署名系列文章也回应了“政策强刺激”论调，指出“相比于部分经济体依靠高债务、高赤字刺激经济，我国没有走过度依赖政策强刺激的路子，总量政策保持积极有为，**结构政策‘点穴’发力**”。这意味着，宏观政策的支持性姿态是确定的，但政策工具箱的使用方式已经发生质的变化——从“大水漫灌”转向“精准滴灌”，从总量扩张转向结构优化。

图 1：出口强于内需




资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：工业企业营收和利润增速




资料来源：Wind，西部证券研发中心

**2、政策渐进宽松，重心依然在提振投资。**

**货币政策保持适度宽松，保持灵活审慎、相机抉择。**7 月政治局会议提及要“实施好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。央行三季度例会表示“**综合运用并适时调整货币政策工具，保持流动性充裕**，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。”在延续“适度宽松”总基调的同时，删去了“跨周期”表述，更加强调“加大逆周期调节力度”，释放出政策重心向短期稳增长倾斜的边际信号。

9 月 29 日央行宣布下调抵押补充贷款（PSL）利率 0.25 个百分点，并将水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等“六张网”建设纳入 PSL 支持领域，引导政策性银行加大对“六张网”建设的金融支持。政策结构性特征明显，通过“定向降

下载日志已记录，仅供内部参考



息+扩围”引导政策性金融资源向国家战略方向集中。

**财政下半年发力空间更足，8 月以来政策信号不断强化，包括 817 发改委工作会议部署加快 2026 年新型政策性金融工具投放工作、819“六张网”重大项目协调调度机制会、828 国家发展改革委召开全国投资工作推进会议，以及 821 财政部升级贴息政策等。**最近 9 月 28 日国常会明确要求“加紧加力推动各项政策落地落实”，存量政策“进一步增强实施效能”，同时“推出一批务实管用的增量政策”，具体包括优化财政支出安排、用好地方政府债务结存限额、增加科技创新和技术改造再贷款额度等。

**3、政策以精准发力为主（“点穴”发力），“六张网”、科技（新质生产力）是投入重点。**

中国处在新旧动能加快转换和发展方式转变的关键时期，9 月“钟才文”系列文章多次强调科技创新的核心地位，《中国经济的韧性与活力》明确指出，“中国经济发展正在发生深刻变化”，“中国的科技创新正在接续转化为产业竞争力”。 经济转型方向决定了政策资源的配置逻辑，财政和金融资源集中投向兼具短期稳增长效应和长期结构性效益的领域。

**六张网是下半年以及“十五五”投资的重要抓手。**2026 年 4 月政治局会议后，7 月底政治局会议、国常会及发改委发布会连续强调扎实推进“六张网”规划。“六张网”的战略基础兼顾民生托底与新质生产力：水网、地下管网、物流网侧重夯实民生根基与要素流通，资金依托财政资金发力；新型电网、算力网、通信网则锚定数字经济与绿色转型的基础设施升级，依托政策引导与企业资本开支。我们预计在“十五五”期间“六张网”建设总规模有望达到 21.8 万亿元以上。

表 1：“六张网”投资目标和建设规模测算

| 六张网 | “十四五” | “十五五” |
|---|---|---|
| 水网 | 5.68 万亿元水利建设投资<br>国家水网覆盖范围占国土面积的比例达 80.3% | 6 万亿元以上 |
| 电网<br>(新型电网) | 2.85 万亿元 | 超 5 万亿元<br>（国家电网 4 万亿+南方电网 1 万亿固投） |
| 算力网 | “东数西算”工程带动社会投资已超过万亿元 | 4 万亿元 |
| 通信网 | 预期 1.2 万亿元<br>信息通信基础设施累计投资 | 约 1.1 万亿元<br>信息通信基础设施累计投资 |
| 地下管网<br>（燃气、供排水、供热等） | 2.4 万亿元<br>累计建设改造各类地下管网约 100 万公里 | 5 万亿元<br>改造城市地下管网约 77 万公里 |
| 物流网 | 预估 2 万亿元<br>国家物流枢纽、冷链物流基地等 | 0.7 万亿元<br>国家物流枢纽、冷链物流基地等 |

资料来源：Wind，中国政府网、发改委、工信部、中物联物流枢纽与园区分会、陕西发改委、湖北省公共资源交易中心、中国物流与采购协会、第一财经、央视财经、沈阳日报、中安在线、红河网、简阳市融媒体中心、河南日报、西安网、新华日报、制冷快报、西藏日报、西部证券研发中心测算

下载日志已记录，仅供内部参考



## 二、国内政策：逆周期调节持续加码，政策强调精准发力与路径创新

9 月以来，宏观政策在稳投资、扩内需方面持续加码。国务院总理李强 9 月 28 日主持召开国务院常务会议，会议指出，针对当前经济运行中出现的问题，要加大宏观政策逆周期调节力度，推动经济持续向新向优向好发展，努力完成全年经济社会发展目标任务。

9 月 29 日，房贷贴息与央行结构性工具政策同步加码、多箭齐发。当天，财政部、中国人民银行、金融监管总局联合对外发布通知，明确自 2026 年 10 月 1 日起，实施居民购房贷款贴息政策，政策实施期暂定 1 年，这是中央财政首次对商业性个人住房贷款进行贴息。央行宣布调降 PSL 利率降 0.25 个百分点至 1.5%、PSL 扩围至“六张网”、科技创新和技术改造再贷款增 2000 亿元至 1.4 万亿且支持比例提至 100%、支农支小再贷款增 5000 亿元。

地产政策与货币政策同日精准发力，体现了政策对于稳经济的高度关切，呼应了 9 月 28 日国常会提出“研究出台稳定房地产市场、促进就业增收等政策措施”。实际上，自 7 月 30 日中央政治局会议以来，加大逆周期调节便成为贯穿整个三季度的政策主线，央行二季度货币政策执行报告与三季度例会上也同样强调了逆周期调节。地产政策与货币政策可以视为相关储备政策的落地，政策特点可以概括为**精准滴管、路径创新、民生为本、总量克制。**

**首先，精准滴管。**房贷贴息暂定一年、年化 1 个百分点、所购住房面积不超过 120 平米、所购住房价格不超过 150 万元、不与公积金及保障房政策叠加，这意味着政策覆盖地域主要在二三线城市和各地县城，人群主要为工薪刚需，民生逻辑一览无余。同时，央行调整 PSL 利率而非 LPR，降息范畴清晰划定为政策性银行予以支持、政策强调的重要项目，尤其是“六张网”建设、科技创新与技术改造等。

**其次，路径创新。**中央财政直接进行商业性个人住房贷款贴息，开创历史先河。且政策提出“符合条件的居民家庭均可享受财政贴息支持，执行中资金总规模不设上限，预算已作充分安排，据实结算”，结合政策暂行一年的安排，可以看出财政部门是在摸索稳经济稳民生的新路径。

**第三，民生为本。**如前所述，房贷贴息政策考虑的主要为二三线城市和县域工薪阶层。央行 PSL 利率降低并配合支农支小再贷款新增 5000 亿元，体现出了对民生的高度关切。

**第四，总量克制。**货币政策调整 PSL 而非 LPR 体现出当前货币政策维持了结构性优化、不搞大水漫灌的思路；房贷贴息政策对于购房金额、房屋面积设定的门槛，也体现出政策的克制。

**政策方向比政策内容更值得关注。**8 月，《人民日报》以“钟才文”笔名连发四篇文章，释放稳增长的积极信号。第四篇文章《推动高质量发展行稳致远》指出：“全国国库日均库款规模相对较大，反映出财政可用资金较多。要加快财政支出和债券资金使用进度，尽快形成实物工作量”。9 月 29 日多部门多箭齐发的政策说明决策层对稳经济高度关切，促进财政金融协同方面的政策工具仍有较大创新空间，建议持续关注地产、地方化债、“六张网”、扩大内需、稳投资的一系列政策部署。

目前从已有政策可以看出政策在探索结构性发力的新渠道、新方式，未来在财政金融协同方面有望看到更多、更新的政策工具。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 三、海外政策：中期选举的“阵眼”？摇摆州参议院选情与控制权推演

随着 2026 年中期选举投票日的临近，市场对选举结果的关注度持续升温。而我们认为，**本届中期选举的真正“阵眼”在于参议院选情**。

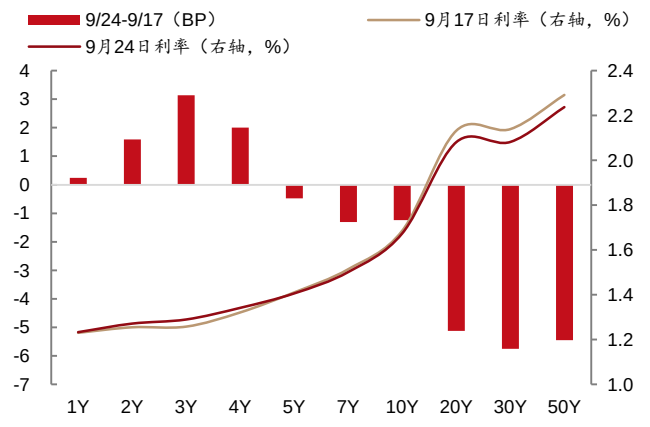
**参议院控制权的归属，主要取决于少数关键摇摆州的博弈结果。**与众议院全部重选不同，每次中期选举参议院只重选三分之一席位，因此在本次中期选举仅 35 个参议院席位面临改选。而深红州与深蓝州的席位基本无悬念，因此我们认为**真正的竞争集中在摇摆州中。**目前共和党的优势在于在参议院仍持有 3 席的优势（53 席对 47 席），这意味民主党需要额外控制 4 席才能完成对于参议院的控制。而从历史复盘来看，自 1934 年到 2018 年的 22 次中期选举里，执政党平均会失去 4 个席位，因此民主党完全存在翻盘可能。目前 35 个席位中共和党需要防守 22 席，民主党防守 13 席。

**参议院选举结果将对特朗普任期最后两年的施政产生决定性影响。**一旦失去参议院，特朗普政府将陷入跛脚状态，重大立法议程面临全面封堵，MAGA 议程在立法层面将遭遇全面阻击。这种外部压力会迅速传导至共和党内部，加速特朗普卸任后的党内权力重组。对内而言，政策的短期化和功利化倾向将愈发明显，共和党或将继续押注价格政治，试图用短期刺激换取选票。对外而言，跛脚的特朗普政府在外交上将更加收缩且充满政治交易色彩，两党立法的僵滞还会导致地缘经贸秩序面临更大的不确定性。因此，2026 年中期选举参议院之争不仅关乎两党权力分配，更将深刻影响美国未来数年的政治走向与全球政经格局。

## 四、固收：30-10Y利差还能压缩吗？

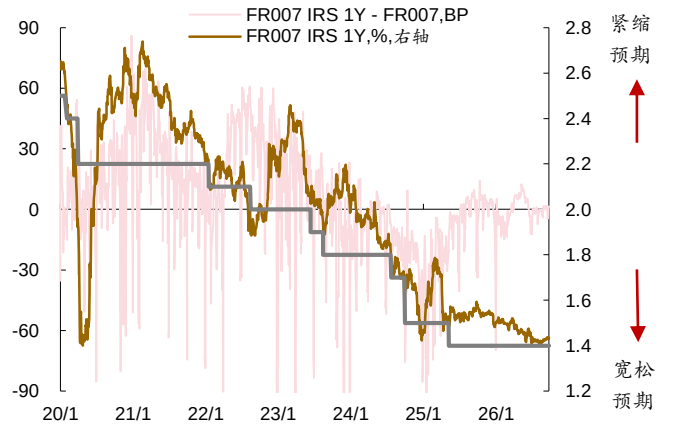
**“宽货币预期升温+双节前流动性呵护+机构欠配”三重逻辑共振下，节前超长债行情再度启动，30-10Y 国债利差持续压缩。**8 月下旬至 9 月中旬，债市维持小幅震荡走势。上周周报《从银行中报看指标约束与债市机会》中我们提示关注超长端性价比提升带来的投资机会，9/18 开始，超长债迎来新一波行情，30Y 国债下行 6BP、20Y 和 50Y 国债下行 5BP，30-10Y 国债利差压缩至 41BP。当前市场降息预期不高，资金面稳定低波运行，因此中短端下行空间有限，国债利率曲线凸点和结构性机会主要集中在超长端。

图 3：本轮行情集中于超长端




资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：从 IRS 指标看当前降息预期不高




资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考



表 2：国债利率曲线凸点集中在超长端

| 国债 | 2Y | 3Y | 4Y | 5Y | 6Y | 7Y | 8Y | 9Y | 10Y | 20Y | 30Y | 50Y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1Y | 32% | 24% | 25% | 27% | 24% | 24% | 28% | 35% | 42% | 61% | 62% | 61% |
| 2Y | — | 7% | 10% | 21% | 21% | 21% | 26% | 33% | 39% | 70% | 62% | 59% |
| 3Y | — | — | 27% | 29% | 27% | 28% | 33% | 42% | 50% | 71% | 65% | 61% |
| 4Y | — | — | — | 31% | 28% | 29% | 36% | 46% | 53% | 75% | 68% | 64% |
| 5Y | — | — | — | — | 24% | 26% | 35% | 48% | 61% | 78% | 75% | 70% |
| 6Y | — | — | — | — | — | 28% | 46% | 69% | 81% | 83% | 79% | 73% |
| 7Y | — | — | — | — | — | — | 74% | 86% | 92% | 87% | 80% | 75% |
| 8Y | — | — | — | — | — | — | — | 95% | 98% | 86% | 78% | 75% |
| 9Y | — | — | — | — | — | — | — | — | 98% | 82% | 71% | 72% |
| 10Y | — | — | — | — | — | — | — | — | — | 77% | 66% | 69% |
| 20Y | — | — | — | — | — | — | — | — | — | — | 44% | 56% |
| 30Y | — | — | — | — | — | — | — | — | — | — | — | 63% |
| 50Y | — | — | — | — | — | — | — | — | — | — | — | — |

注：表中数据表示 2026/9/24 各个期限利差近三年分位数

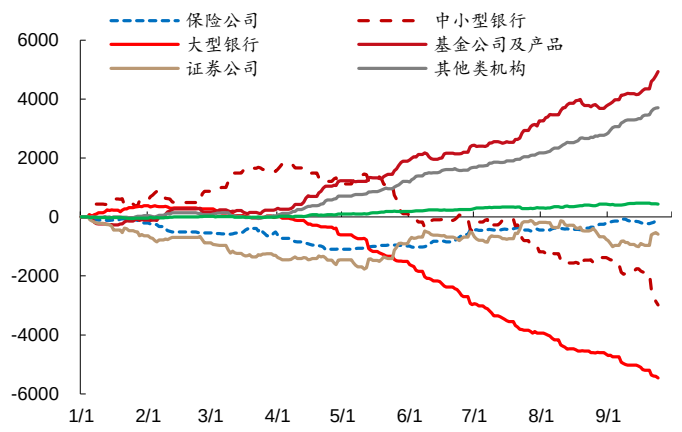
资料来源：iFinD，西部证券研发中心

**从机构行为来看，基金、其他类机构仍是 30Y 主力买入机构，保险、券商阶段性进场。**下半年以来基金、其他类机构是 20-30Y 国债主要参与机构，本轮行情仍是主力买入机构，9/18-9/24 两类机构分别累计买入 637 亿元、285 亿元；券商、保险阶段性买入 20-30Y 国债现券，9/18-9/24 分别累计买入 349 亿元、158 亿元，是本轮行情的主要助推器。不过需要注意的是，券商或已开启止盈，9/24 边际卖出 47 亿元，其他类机构买入规模明显下降。后续来看，保险、基金、理财对超长债支撑仍然较强：

**地方债供给退坡，险资对国债仍有支撑。**截至 9 月末（按照 9/24 公告计算），2026 年前三季度国债净融资规模累计进度约 69%，地方新增一般债发行进度约 83%，新增专项债发行进度约 81%，普通再融资债发行进度约 86%，特殊再融资债发行进度约 93%，地方债合计发行进度约 85%。Q4 剩余地方债规模仅 15%（约 9638 亿元），而剩余国债规模仍然较大，约 2.1 万亿，占比 31%，且仍有 7 期超长债国债发行（3 期特别国债，4 期一般国债）。从供给角度看，Q4 国债剩余规模更大，险资或更多配置超长期国债。

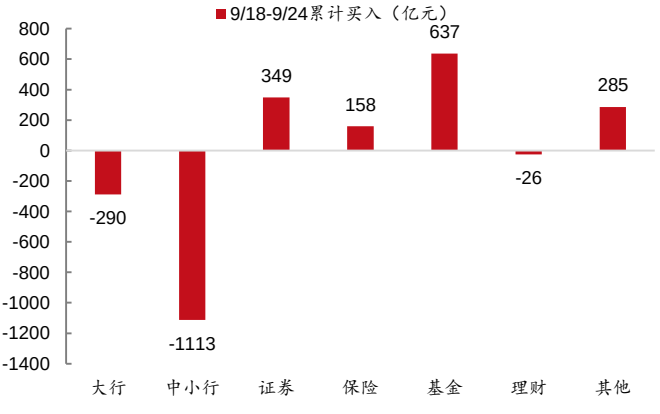
**理财规模持续增长，对债市支撑力度较大。**6 月末以来，随着权益市场回调，理财规模快速增长，按照普益标准口径，截至 9/20，理财规模相较 6 月最后一周累计增加 1.6 万亿元，相较 8 月最后一周累计增加 1933 亿元。规模快速增长后，一方面对基金负债端支撑较大，另一方面理财直投规模增加，6 月以来显著增加了 20-30Y 国债买入规模。当前权益市场波动性仍然较大，理财规模或仍有支撑，基金负债端稳定性仍然较高。

图 5：20-30Y 国债现券累计买入规模（亿元）




资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：各类机构 9/18-9/24 累计买卖 20-30Y 国债现券规模

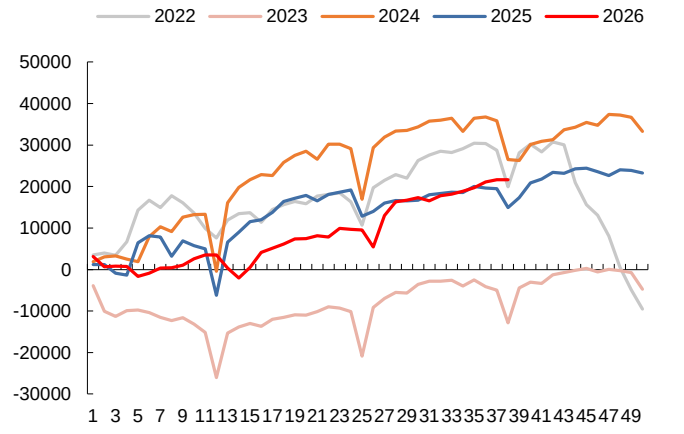



资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

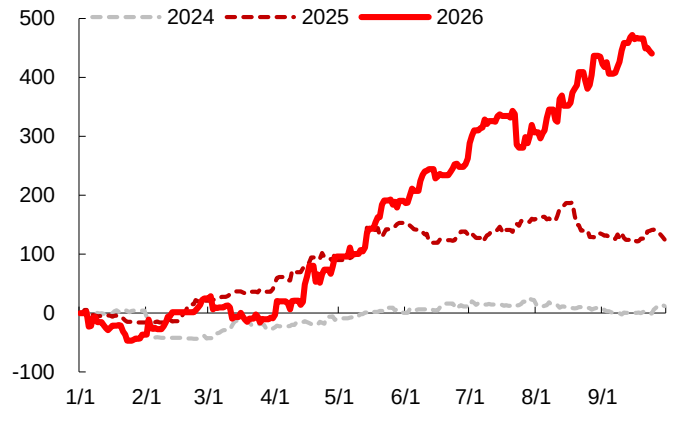


图 7：年内理财累计增长规模（亿元）




资料来源：普益标准，西部证券研发中心

图 8：下半年理财 20-30Y 国债买入显著增加（亿元）

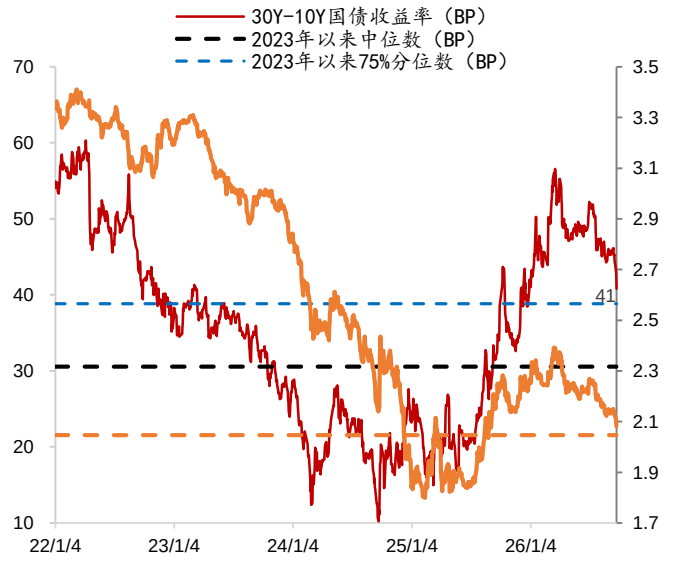



资料来源：Wind，西部证券研发中心，2026 年数据截至 9 月 24 日

**30-10Y 国债利差或仍有一定压缩空间，短期需关注中美关系改善带来的风偏变化、机构阶段性止盈需求。**2023 年 TL 推出以来，30Y 国债现券活跃度显著提升，当前 30-10Y 国债利差压缩至 41BP，接近 2023 年以来的 75%分位数，整体仍处于较高水平，尤其是 26T4、26T2 等活跃度较高的老券，相较 10Y 国债活跃券利差分别为 44BP、45BP，或仍有一定压缩空间，而其余期限则需要等待降息预期发酵打开下行空间。此外，央行货币政策委员会三季度例会保持与 7 月政治局会议一致的“加大逆周期调节力度”（较二季度例会短句中删去了跨周期调节），保持了与二季度例会一致的“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”，对债市的影响或相对有限。

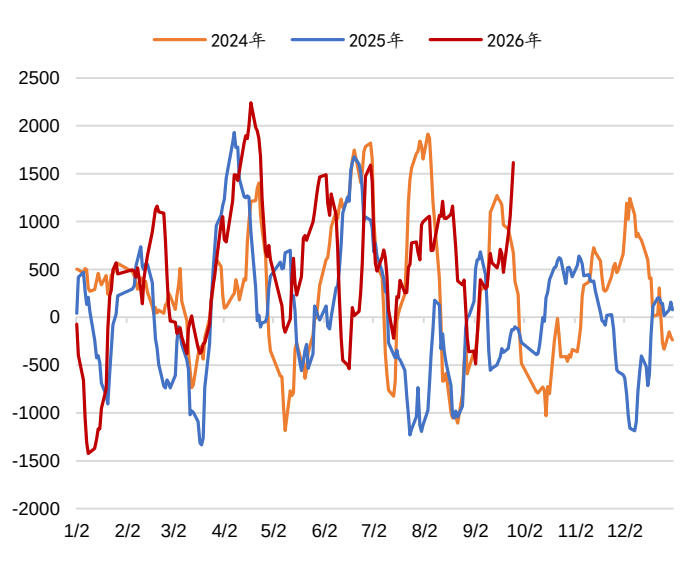
风险方面，短期内一方面重点关注中美关系改善带来的风偏变化，另一方面需关注机构的阶段性止盈需求，边际上券商已经卖出 20-30Y 国债、其他类机构买入规模明显下降，后续重点关注持续性，对于基金，2026 年以来共有 5 轮长债持续买入阶段，平均持续 21 个交易日，本轮已经持续买入 18 个交易日。不过当前基本面利好、资金面稳定、基金理财等资金支撑下，利率大幅回调概率不大。

图 9：30-10Y 利差接近 2023 年以来 75%分位数（39BP）




资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 10：基金主要长债累计净买入规模（10 日滚动求和，亿元）




资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

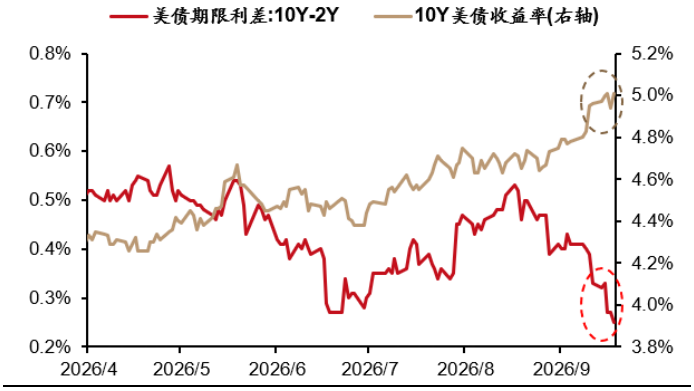


# 五、策略：油价若不降，美债或生变

## 5.1 美联储加息：不仅限于控通胀，还在重塑“强美元叙事”

美联储 9 月加息落地，且释放明确鹰派信号：所有票委一致同意加息，点阵图给出继续加息的指引，声明删去了将高通胀归因于供应冲击的表述，沃什在发布会上也延续了在杰克逊霍尔会议上的偏鹰态度。我们在今年 9.13《为什么加息可能利好 AI 硬件？》中指出，如果美联储加息，可能意味着美国试图重塑“强美元叙事”，吸引全球资金购买美债。“强美元叙事”的 3 根支柱是美军+AI 叙事+美联储鹰派，而在市场已充分预期加息的情况下，美联储要比市场预期的更鹰才能强化“强美元叙事”。

图 11：FOMC 会议后利差收窄、长债相对稳定




资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 12：FOMC 会议后美元指数明显上行

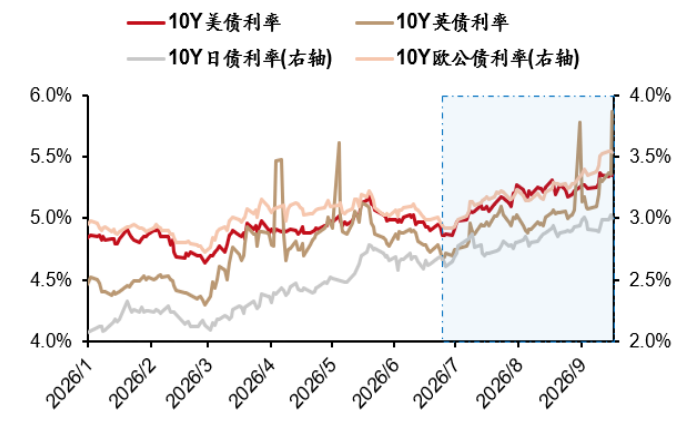



资料来源：Wind，西部证券研发中心

**我们认为沃什的鹰派已经不仅限于“控通胀”的范畴，还利用议息会议的机会着重强调了美国经济试图重塑“强美元叙事”——**

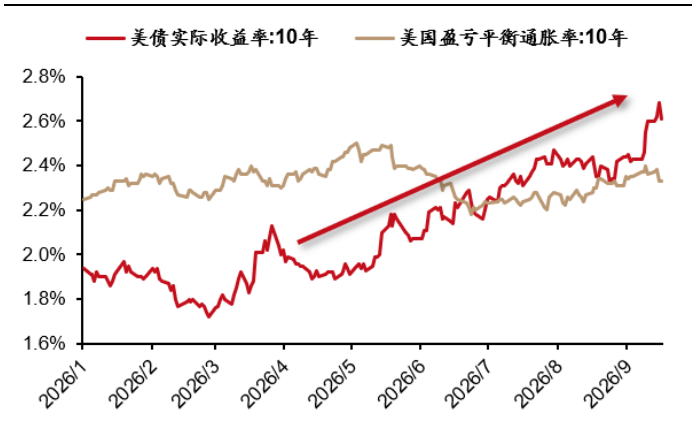
（1）沃什将近期长期美债利率的走高主要归因为经济偏强、资本竞争（AI 融资需求旺盛）和地缘政治，但本轮长期国债利率上行是多个发达经济体的共同特征，美国并没有因为经济或 AI 融资需求更强而表现出特殊性，并且地缘冲击并未导致长期通胀预期明显走高，也很难解释利率上行。因此我们认为沃什的说法放大了美国经济和科技行业景气这些积极因素，而回避了债务可持续性担忧等消极因素，目的可能是强化市场对美元和美债的信心。

图 13：多个发达经济体长期国债利率走高，美国并不是个例




资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 14：本轮美债利率走高的主要驱动力是实际利率而不是通胀预期



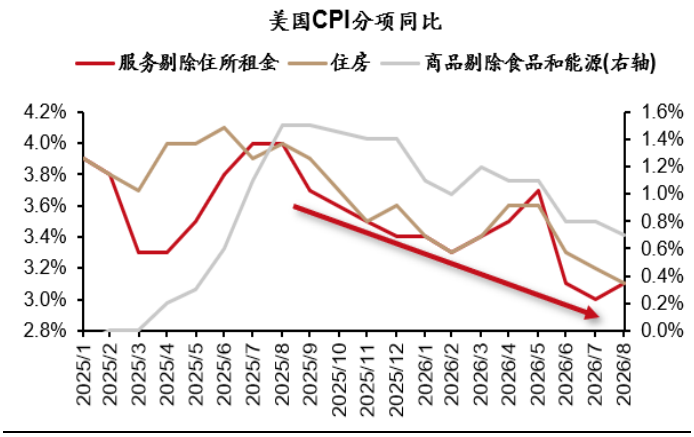

资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考



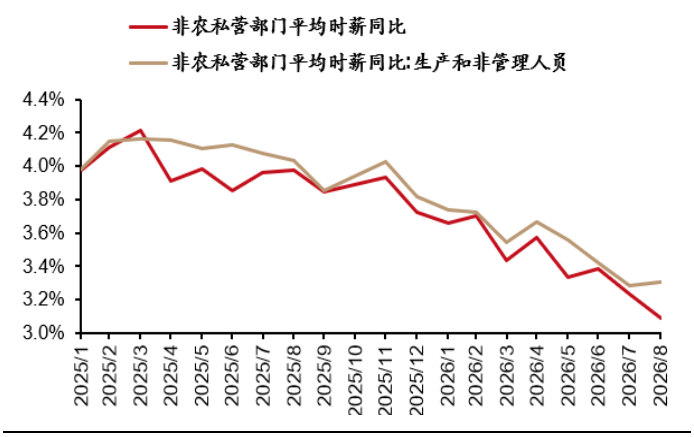
（2）沃什表示“很难将当前金融状况描述为限制性”，本次加息只是“移除了一些宽松”，并被委员广泛认可，这与保尔森、柯林斯、戴利在前两个月的表述并不相符，部分通胀和就业数据也很难支持这一观点：服务剔除住所租金、住房、商品剔除食品和能源通胀都在趋势回落，非农薪资增速也在趋势回落，货币政策更接近限制性而非扩张性。沃什这种表述，我们认为可能高估了美国经济的景气，意在缓解市场衰退担忧，强化市场对美元和美债的信心。

图 15：美国核心 CPI 各分项从去年下半年以来趋势回落




资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 16：美国非农薪资增速从去年以来趋势回落



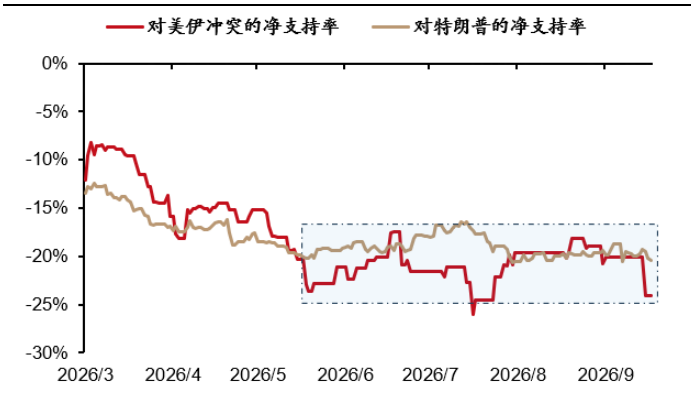

资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 5.2 “强美元叙事”的关键：全球油价和VLCC价格是否明显回落

**我们在今年 9.13《为什么加息可能利好 AI 硬件？》中提示，“强美元叙事”有 3 根支柱：（1）美军地缘控制力；（2）AI 叙事驱动美国经济高增长；（3）美联储鹰派加息。美联储加息重塑了鹰派形象，特朗普政府在当前阶段也很有可能强化“强美元叙事”的另外两条支柱——**

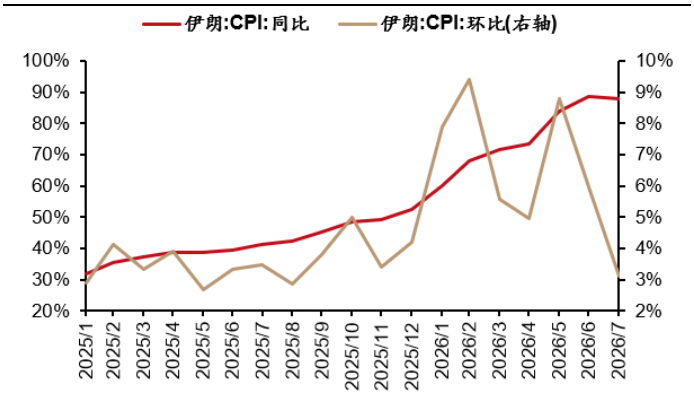
（1）美伊冲突可能升级：美伊博弈不止在战场和谈判桌上，当前美国国内加息已经落地，民调支持率对地缘局势已经钝化，而伊朗通胀同比正处于高位，如果美国寻求冲突升级并再次推高伊朗通胀环比，将加大伊朗国内压力，为战场和谈判积累有利因素，从而为中期选举造势。我们判断：能否重塑“强美元叙事”，目前主要取决于美军能否疏通霍尔木兹海峡，带来全球油价和 VLCC 价格明显回落。

图 17：民调对美伊冲突和特朗普的净支持率出现钝化




资料来源：SILBER BULLETIN，西部证券研发中心

图 18：伊朗 CPI 同比处于高位



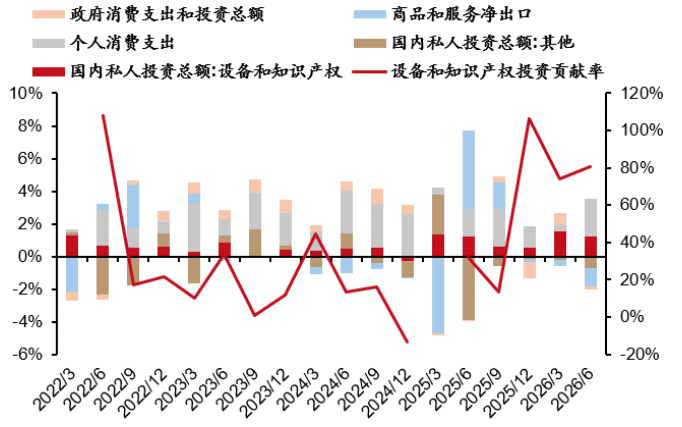

资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考



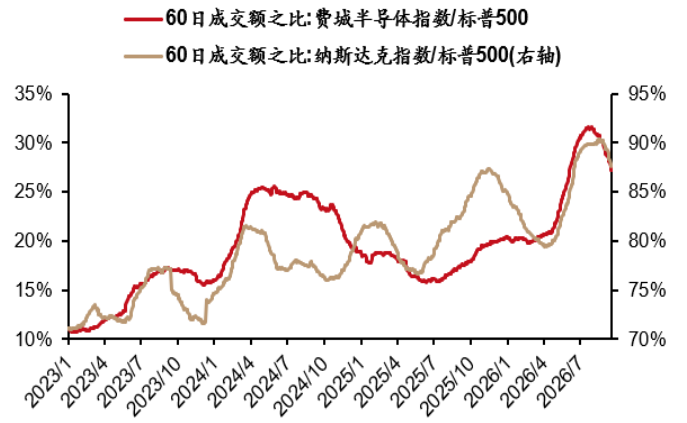
（2）AI 叙事可能进一步强化：AI 景气是支撑美国经济和美股韧性的重要支柱，美国设备和知识产权投资贡献率连续 3 个季度在 70%以上，科技股在美股中的交易热度也处于高位，如果 AI 叙事转弱，美国经济和美股将面临较大压力，削弱美元资产吸引力，也会对中期选举造成不利影响。本周特朗普致电黄仁勋，反对 AI 减速，我们认为这已将 AI 叙事从单纯的产业 β“升维”成美国国家 β，有助于阶段性强化 AI 景气预期，并强化“强美元叙事”。

图 19：美国设备和知识产权投资贡献率连续 3 个季度在 70%以上




资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 20：美股科技股的交易热度处于高位，对资金的吸引力强

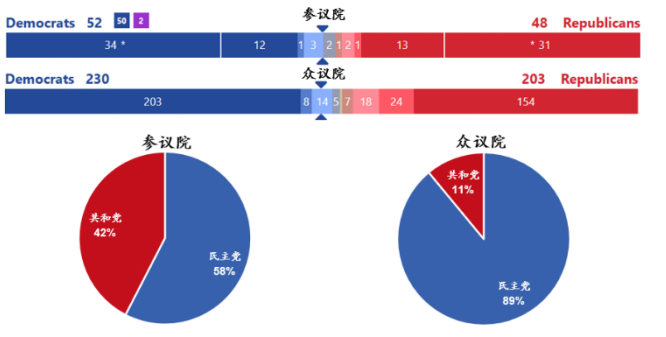



资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 5.3 潜在的流动性冲击：压力或在11月初美国中期选举前后

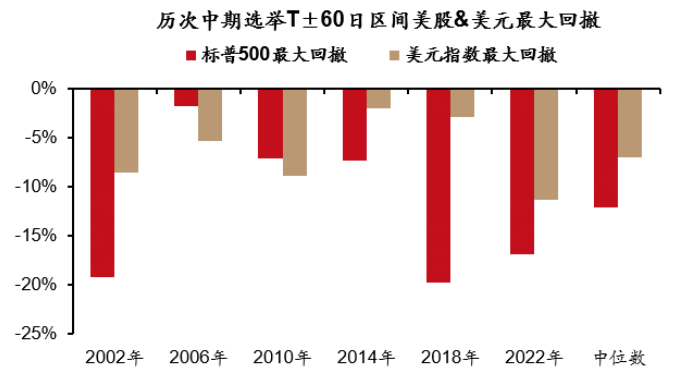
**更值得注意的是，中期选举前后，“强美元叙事”也可能难以维系：**（1）本周美联储加息后，美股美债美元震荡，我们认为资产方向可能主要取决于美国能否疏通霍尔木兹海峡，压低全球油价和 VLCC 价格，重塑“强美元叙事”，如果美伊冲突升级，美国却未能较快成功疏通霍尔木兹海峡，“强美元叙事”可能失败；（2）事件预测网站 Kalshi 显示当前民主党在美国参众两院均占优，中期选举较大概率出现分裂国会（Split Congress，民主党拿下两院中的一个）甚至分立政府（Divided overnment，民主党同时拿下两院），未来特朗普 AI 相关支持政策有可能受到掣肘，并可能放缓美国 AI 资本开支进程，这可能会加大明年美国经济陷入衰退的风险。我们判断，如果全球油价和 VLCC 价格未明显回落，or 11 月初的中期选举特朗普政府失利，那么全球资金可能加速撤离美债市场，美债和美股都可能遭遇流动性冲击，倒逼美联储转向宽松（QE 或加速《巴塞尔协议 III》修订放松银行监管）。

图 21：当前预测网站给出民主党在参众两院都具有优势




资料来源：270towin，Kalshi，西部证券研发中心

图 22：历史上中期选举前后美股/美元较大概率出现较大回撤




资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

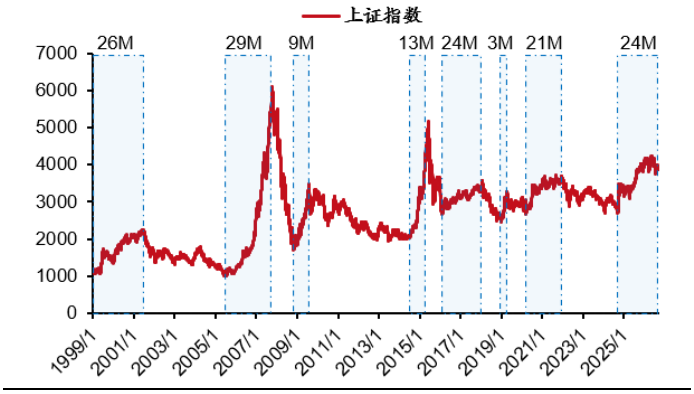


## 5.4 如果美联储QE：A股“消费核心资产牛”有望接棒

本轮 A 股牛市始于 2024 年 9 月的政策组合拳，至今持续 2 年左右，A 股历史上暂未出现持续 3 年以上的牛市。不过，A 股历史“牛短熊长”的特征可能随着我国进入工业化成熟期而改变：（1）工业化成熟期强劲的对外出口能力既能对股市基本面形成支撑；（2）出口结汇为国内带来增量流动性，直接或间接为股市带来增量资金；（3）工业化成熟期还意味着资本开支必要性降低，产能周期扰动更少，基本面波动性或降低；（4）股市特别是传统行业积累自由现金流，股东回报能力更强。

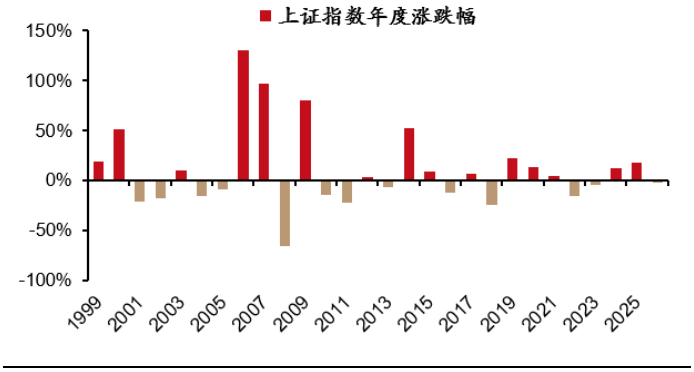
（若以人均 GDP 突破 1 万美元作为工业化成熟期标志，中国是 2018 年前后进入工业化成熟期的。）

图 23：A 股历史上暂未出现持续 3 年以上的牛市




资料来源：Wind，西部证券研发中心

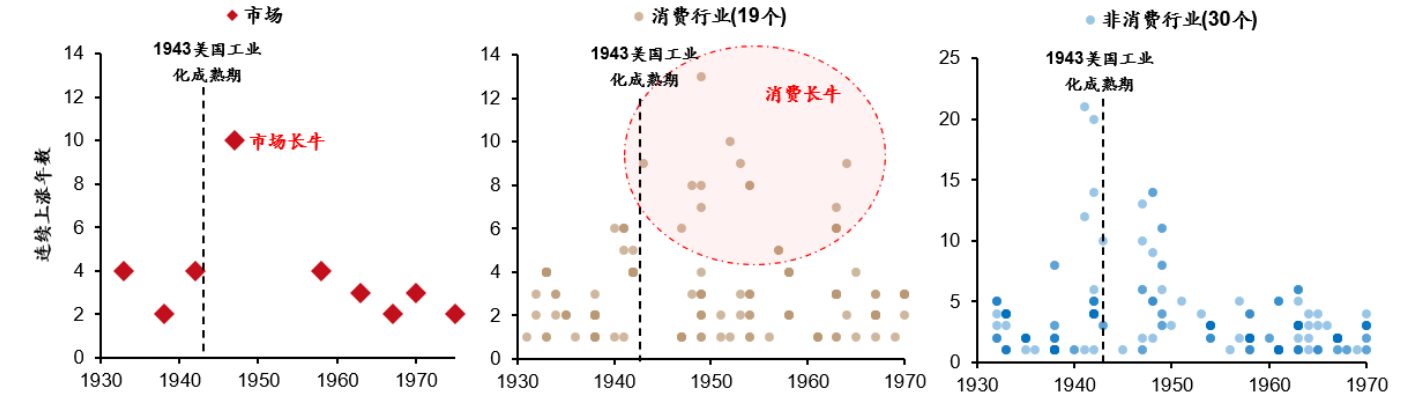
图 24：上证指数连续正增长的年份中位数是 2 年




资料来源：Wind，西部证券研发中心

**同样以人均 GDP 突破 1 万美元为标准，美国在 1943 年前后工业化成熟期前也很少出现连续多年上涨，但进入工业化成熟期后，1947 到 1956 年连续十年上涨。**行业上，消费行业也多次出现连续上涨的牛市，我们认为这可能反映出工业化成熟期，居民财富积累带来的消费能力提升。

图 25：美股市场整体和消费连续多年上涨的情况多数发生在工业化成熟期后




资料来源：CRSP，西部证券研发中心 注：涨跌幅为全收益涨跌幅，含股息，市场涨跌幅由行业市值加权计算，也为全收益涨跌幅

2022 年以来外部环境持续恶化，国内需要要素价格低位“保出口”，导致居民资产负债表以及消费持续承压。当前现金流量表正随着通胀修复改善，资产负债表修复或需要政策发力。我们在今年 7.5《消费底，价值牛》中指出，如果内部压力加大、外部环境改善，国内政

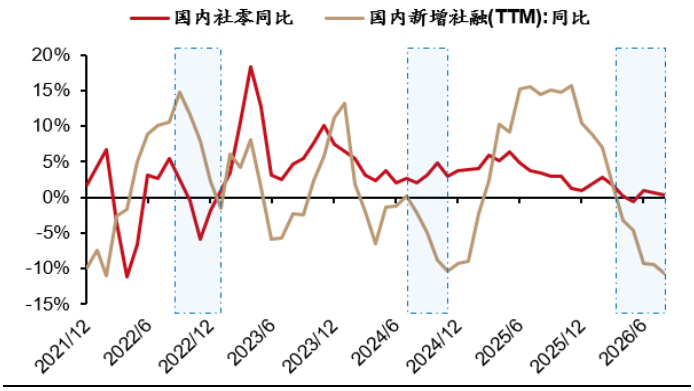
下载日志已记录，仅供内部参考



策有望转向“扩内需”。

当前国内社零和社融处于接近 2024 年 9 月的低位，内部压力较大，去年 5 月中美关税缓和+今年 5 月特朗普访华中美确立“建设性战略稳定关系”，中国在经贸和地缘领域的外部环境阶段性改善，7 月以来国内“扩内需”政策有所加码。我们认为，如果 11 月初美国流动性冲击“倒逼”美联储 QE，国内政策空间有望打开，系列财政政策有望落地，A 股也有望迎来类似美股工业化成熟期后的“消费核心资产牛”。

图 26：当前国内社零和社融处于低位




资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 3：近期国内“扩内需”政策有所加码

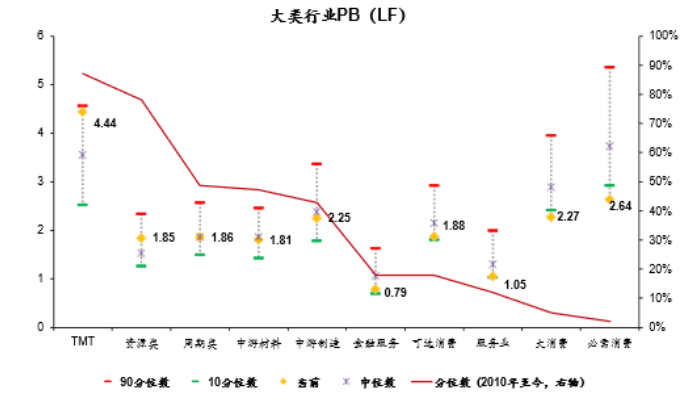
| 时间 | 发布部门 | 政策名称 | 主要内容 |
|---|---|---|---|
| 2026/8/28 | 央行、金管局 | 《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》 | 个人住房贷款期限最长不超过40年（由30年上调），金额不得超过拟购买住房的评估价值。 |
| 2026/8/17 | 财政部、央行、金管局 | 《关于进一步做好财政金融协同促内需政策有关工作的通知》 | 扩大贴息范围；增加经办机构；提高额度上限。 |
| 2026/8/13 | 商务部等7部门 | 《关于推动商品消费扩容升级的实施意见》 | 强化财政金融支持（个人消费贷款贴息、内贸险扩面）。 |
| 2026/7/31 | 国务院 | 《国务院关于修改〈住房公积金管理条例〉的决定》 | 要更好发挥住房公积金功能作用，拓宽提取和使用范围，更好满足居民多样化住房消费需求。 |
| 2026/7/2 | 国务院 | 《扩大消费“十五五”规划》 | 优化个人消费贷款和服务业经营主体贷款贴息；深化住房公积金制度改革等。 |
| 2026/7/2 | 商务部等9部门 | 《关于加快零售业创新发展的意见》 | 实施城市商业提质行动，开展“千集万店”改造提升；强化反垄断审查、规范价格行为等。 |

资料来源：商务部、中国政府网、中国人民银行，西部证券研发中心

## 5.5 短期配置低位消费“防冲击”，长期布局黄金/消费/港股互联网

美债高利率是悬于全球风险资产头顶的“达摩克里斯之剑”。我们判断，如果全球油价和 VLCC 价格未明显回落，那么美联储加息不仅难以重塑“强美元叙事”，反而可能加速全球资金撤离美债市场，导致美国出现流动性冲击。美国流动性冲击“倒逼”美联储 QE 之前，AI 硬件或阶段性反弹，建议配置低位的地产消费“防冲击”。

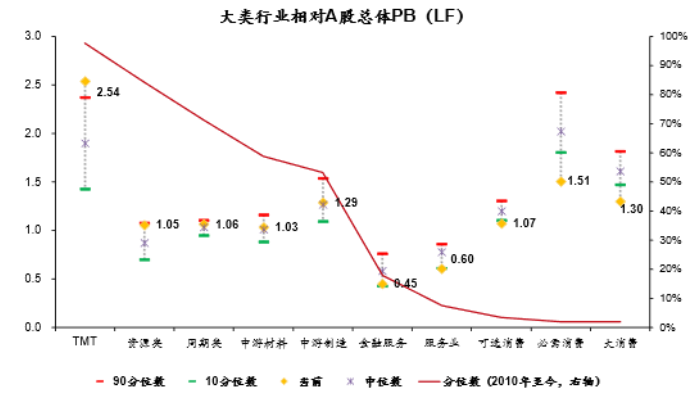
图 27：当前消费绝对 PB 估值处于历史低位




资料来源：choice，西部证券研发中心

注：截至本周五收盘 估值单位：倍

图 28：当前消费相对 PB 估值处于历史低位




资料来源：choice，西部证券研发中心

注：截至本周五收盘 相对估值无单位

**在美国流动性冲击“倒逼”美联储 QE 之后，重视地产消费/港股互联网/黄金有色重估契机**

（1）地产/消费：如果美联储转向宽松，外部环境改善，国内系列财政政策有望落地，支

下载日志已记录，仅供内部参考

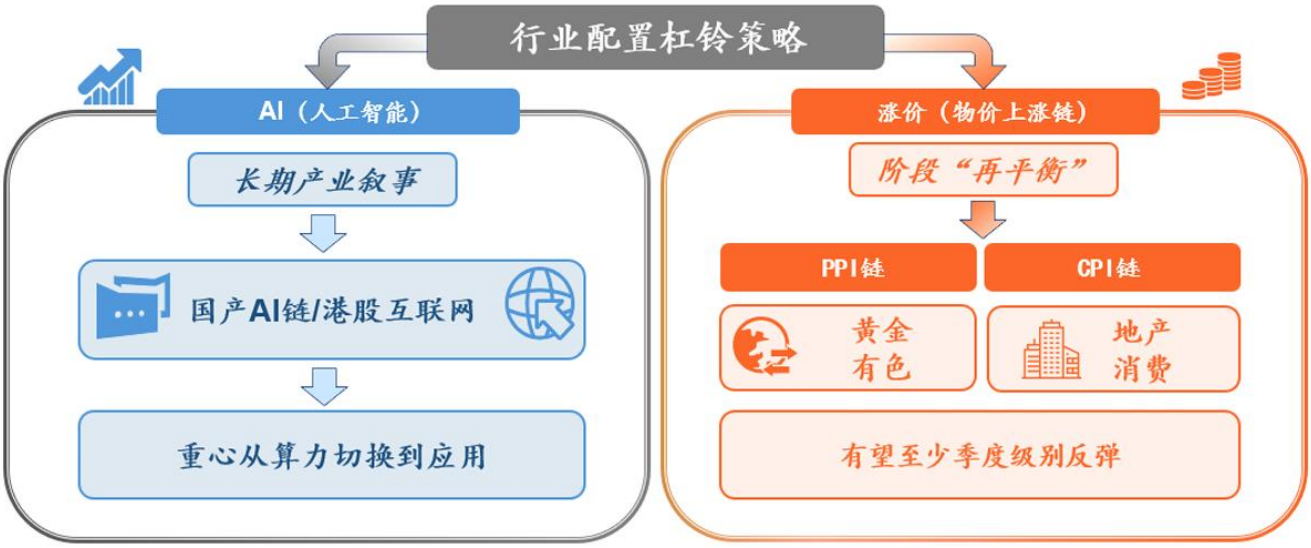


撑房价并修复居民部门的资产负债表，届时，我们认为地产股存在 2-3 倍空间，消费行业有望走向“消费核心资产牛”；

（2）港股互联网：如果美国发生流动性冲击，港股可能也会明显调整；如果美国流动性冲击“倒逼”美联储 QE，港股有望重估（20 年 3 月美联储 QE 之后，港股涨超 170%）

（3）黄金/有色：美联储加息如果修复“强美元叙事”，黄金有色可能类似今年上半年承压；如果没有修复“强美元叙事”，潜在的流动性冲击也会导致黄金有色阶段性承压。如果美国流动性冲击“倒逼”美联储 QE，黄金有色等“商品超级周期”有望回归。

图 29：行业配置建议关注 AI+涨价的【牛市杠铃】




资料来源：西部证券研发中心绘制

## 六、金工：情绪指数月末探底，资金与风险偏好同步走弱

我们通过多维度指标构建情绪指数衡量市场热度，利用情绪周期逆向布局，力求捕捉市场非理性情绪的低点以获取超额收益。具体而言，根据市场过去一年涨跌幅动态设定情绪阈值，当指数跌破阈值后，待其 20 日均线企稳，发出买入信号；此后一旦情绪出现明显修复、见顶回落，则视为止盈信号，及时兑现收益。

截至 2026 年 9 月 29 日，情绪指数呈“震荡下行、月末加速回落”走势，月内策略信号未发生切换。月初指数为 33.45%，处于月内高点，随后逐步回落，9 月 15 日降至 21.40%；18 日指数短暂修复至 33.01%，并在 21 日至 22 日维持于 32%左右，此后再度走弱，29 日降至 14.06%的月内低点。同期，20 日均线由 36.12%降至 26.92%。整体来看，9 月市场情绪明显降温，但策略仍处于持仓区间，前期过热风险已基本释放，后续重点观察情绪指数及 20 日均线能否企稳。

拆解 9 月情绪结构，指数下行主要由资金面、成交活跃度与风险偏好同步走弱所驱动。月初至月中，融资余额、市场风险偏好、全市场及创业板成交逐步回落，RSI 同步走弱，推动情绪指数持续下探。9 月 18 日至 22 日，上述指标阶段性修复，北向资金成交额与期权

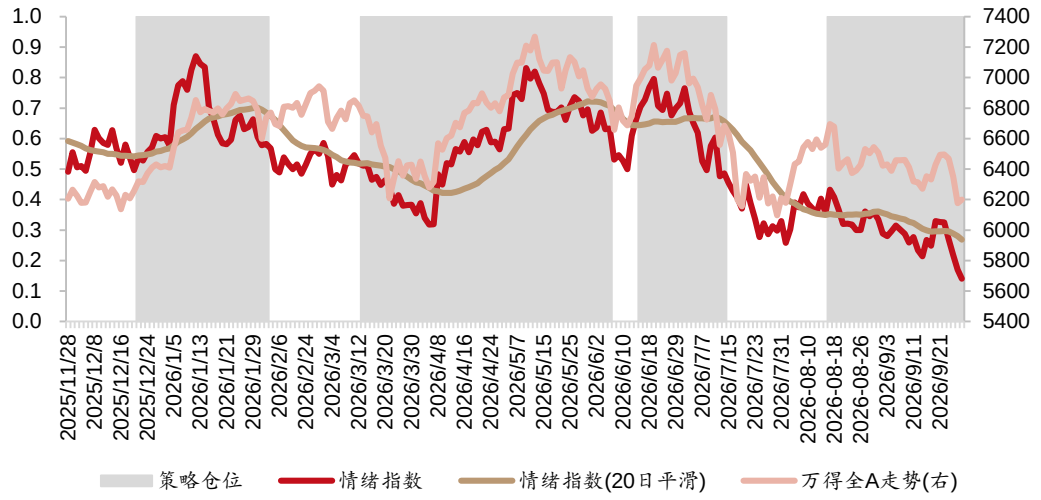
下载日志已记录，仅供内部参考



认购认沽比率回升，带动指数短暂反弹。月末，融资余额、全市场及创业板成交额、北向资金成交额均降至近一年区间低位，市场风险偏好同步回落，多项指标再次共振走弱，导致情绪指数创出月内新低。

不过值得关注的是，盘面结构并未随情绪指数同步恶化。创新高与创新低个股占比之差月均为 79.30%，仅小幅低于 8 月的 80.67%；沪深 300 隐含波动率月均则由 8 月的 36.36%降至 14.93%，市场并未出现明显的波动率冲击。这表明 9 月情绪回落更多源于资金与成交收缩，市场内部赚钱效应仍具一定韧性。当前策略继续保持持仓，若后续成交与融资回暖、20 日均线逐步企稳，低位情绪有望迎来修复；若盘面强弱进一步下降并伴随波动率抬升，则需关注持仓信号的变化。

图 30：情绪指数及策略近期信号（2025.11.28-2026.09.29）




资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：择时标的是万得全 A，即代表市场整体，1（灰色区域）表示看多信号。

# 七、金融：地产新规与科创政策解读

## 7.1 银行视角解读地产新规：优化授信机制，缓释中长期风险

**8 月 28 日，住建部、自然资源部与金监总局发布《关于完善商品住房销售制度的通知》，央行、金融监管总局发布《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》（以下合称“地产新规”），涉及住房销售、项目资金管理、开发商融资及信贷管理等多个环节，9 月 24 日北京市在新政框架下正式出台实施意见细则，政策由顶层制度设计加速向地方操作层面落地。我们从银行视角解读本轮地产新规，核心要点如下：**

**1、严格落实风险隔离，销售回款与住房交付进度相匹配。**地产新规总体强化预售资金监管，同时要求开发贷与项目建设周期相匹配，并明确按揭放款进一步向交付端靠拢，购房资金、开发融资与项目建设将形成资金闭环，房企高杠杆、高周转模式下的风险外溢空间明显收窄，银行按揭及开发贷风险暴露预计进一步前置管理、分段隔离，中长期视角下利于缓释银行涉房业务新增风险。

**2、主办银行制落地或更利好大行、股份行。**主办银行制下，单一银行/牵头行有望集中承接项目账户、开发贷及资金监管等核心职能，料房地产综合金融服务的规模效应和客户黏

下载日志已记录，仅供内部参考



性进一步提升。考虑大行、股份行在开发贷、账户结算及综合化服务方面禀赋相对深厚，优质房企及核心项目的融资资源或加快向头部大型银行集中。

**3、地方细则待陆续出台，银行授信预计将更依赖项目现金流评估。**销售制度改革与房地产信贷制度加快衔接后，料银行授信逻辑将由过去侧重房企主体信用，加快转向“主体+项目”并重，住房项目所在区位、去化预期等因素在开发贷授信体系中权重预计进一步提升。

## 7.2 非银：科创政策对资本市场与券商业务提质转型影响几何？

当前资本市场支持科技企业的政策，已由科创板制度试点转向全链条精准支持。9 月 10 日，国新办举行“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会，进一步强化此前政策指引：资本市场将主动适应科技创新和产业变革趋势，持续提升制度包容性和适应性，优化发行上市制度以支持新兴产业和未来产业发展；同时，拓宽中长期资金来源、渠道和入市方式，健全“长钱长投”的市场机制与生态。科创政策的重点正由为科技企业提供单一融资通道，转向通过发行上市、并购重组、长期资本和全链条监管协同配置资源。这一变化既将重塑资本市场服务科技创新的机制，也对承担项目筛选、价值发现、融资定价和风险把关职责的券商提出更高要求。以下将分别从资本市场和券商两个层面展开分析。

### 7.2.1 资本市场层面

相关科创政策影响在资本市场层面主要体现为融资适配、科技定价和资金生态三个方面。**1）在融资环节，**对尚未盈利但技术壁垒较高、研发投入较大的企业，科创板及相关制度提高了股权融资的适配性,截至 9/29，2026 年以来科创板+创业板 IPO 募资规模在 A 股上市板块中的占比达到 60.5%，对一级市场回暖起到明显支撑作用；对已进入产业化和扩张阶段的企业，科创债、再融资等工具可补充中长期资金。**2）在定价环节**，提升市场对科技价值的识别能力。科技企业的估值逻辑不同于传统企业，部分企业在研发期利润较低甚至尚未盈利，但技术储备、专利质量等对其长期价值具有重要影响，“科创板八条”同时提出优化新股发行定价机制、加强询报价行为监管，政策导向体现为提高科技价值识别能力与防范高价超募、概念炒作并行。**3）在资金生态层面**，政策以培育耐心资本为抓手，引导保险、社保等长期资金参与科创投融资，在资本市场层面推动投资者结构优化，改善资金期限与科创研发周期的错配，降低科技资产估值波动，支撑科技企业持续融资。根据证监会“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会，2026 年以来社保、年金、保险等中长期资金合计净买入 A 股超 6000 亿元，持有 A 股流通市值较 2025 年底增长 12.5%。

### 7.2.2 券商层面

资本市场支持科创企业的系列政策落地，持续推动券商加速构建覆盖财务顾问、债券融资、IPO、再融资、并购重组、直投+跟投的一体化大投行业务体系，形成对科创企业全生命周期的综合服务覆盖，政策对券商的业务赋能主要体现在投行综合服务、科创股权投资两大核心维度。**一方面，在综合投行业务层面**，科创板注册制改革、科创债扩容等政策，倒逼券商升级核心专业能力。相较于传统企业，硬科技企业具有研发投入高、技术壁垒强、盈利模式特殊、成长不确定性高的特征，对券商的技术尽调、价值研判、风险把控能力提出更高要求。**另一方面，科创股权投资业务成为券商服务科创、增厚盈利的重要抓手。**券商依托另类投资子公司、私募投资子公司开展科创企业直投业务，同时凭借科创板、创业板强制跟投机制，深度绑定优质科创 IPO 项目。2026 上半年一级股权投资市场活跃度明显回升，头部券商通过直投、另类子公司参与科创板跟投等科创股股权投资，兑现较大浮

下载日志已记录，仅供内部参考



盈，其中国泰海通、招商证券直投+另类子公司合计净利润从去年同期的个位数分别增长至 73、59 亿元，对集团归母净利润贡献度分别达到 36.1%、55.1%，在行业内表现较为领先。从 2026 年 9 月跟踪的明星项目清单来看，头部券商在半导体、生物医药、高端装备等硬科技赛道布局集中，参与形式包含直投+跟投；中信证券、国泰海通、中金公司、中信建投、招商证券、华安证券等机构持有长鑫科技、盛合晶微、燧原科技、宇树科技等代表性科创标的。部分项目账面浮盈规模突出，以三季度新 IPO 个股口径测算，招商证券、中信建投、华安证券在长鑫科技项目浮盈靠前，26Q3 将厚增券商利润。9 月上市的明星项目包含燧原科技、信诺维，中信证券、国泰海通、中金公司、广发证券、华安证券均有新的科创股权投资账面浮盈兑现。

## 八、风险提示

国际局势变化风险，美债利率上行与美联储政策收紧，导致全球流动性收缩风险。

国内内需疲软，输入性通胀压力升温，宏观政策出台节奏不及预期。

股市超预期波动，产业政策、监管政策变化风险等。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 西部证券—投资评级说明

| | | |
|---|---|---|
| 行业评级 | 超配： | 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上 |
| | 中配： | 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间 |
| | 低配： | 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上 |
| 公司评级 | 买入： | 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上 |
| | 增持： | 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间 |
| | 中性： | 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5% |
| | 卖出： | 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5% |

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。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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补偿。

## 联系地址

**联系地址：** 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
**联系电话：** 021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。