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（20261018）

【宏观-罗丹】如何看 9 月主要经济数据

【策略-李昊阳】高波动阶段的配置思路

【银行-马瑞超】银行视角下的，9 月金融数据点评

【非银-许诗蕾】证券板块 3Q26 业绩前瞻及观点更新

【地产-孔嘉庆】重申 REITs 配置观点

【资配-王禹哲】A 股趋势观点与模细项分析

【ESG-麦元勋】国内 ESG 动态跟踪

【量化-刘凯】风格轮动择时周观点

- **【宏观-罗丹】：如何看 9 月主要经济数据**

事件：9 月规上工业增加值同比增长 5.5%，比 8 月加快 0.3 个百分点；社零同比增长 1.1%，比 8 月回升 0.7 个百分点；1-9 月固定资产投资同比下降 7.2%，与 1-8 月持平，其中基建、制造业、房地产开发投资分别下降 4.2%、2.1%和 20.6%。三季度 GDP 同比增长 4.5%，前三季度累计增长 4.6%。

工业回升的季节性特征明显。9 月工业增加值同比增长 5.5%，环比增长 0.61%；2023-2025 年同期环比分别为 0.36%、0.66%和 0.64%，三年均值约 0.55%，今年回到季末旺季的正常水平，并没有明显超季节性，今年中秋落在 9 月下旬、去年在 10 月，9 月工作日还少一天。工业生产没有继续走弱，说明近月的修复是真实的，不过 5.5%的同比和 0.61%的环比都不支持“经济重新加速”的判断。结构上，高技术制造业增长 15.3%，计算机通信电子、专用设备分别增长 16.4%、12.1%，而有色、建材、煤炭等传统行业仍在下降，回升主要集中在出口链、AI 硬件和装备制造。

消费主要是限额以下在托底。9 月社零同比增长 1.1%，限额以上单位零售额 16,873 亿元、同比下降 2.1%；按总额扣减限额以上倒算，限额以下约 25,560 亿元、同比增长约 3.3%，拉动社零约 2.0 个百分点，限额以上拖累约 0.8 个百分点。社零转正主要靠中小商户、个体零售和日常消费，限额以上的大件耐用品仍在收缩：汽车类下降 21.2%，家具类下降 3.0%，建筑装潢材料类下降 9.2%；通讯器材、烟酒、粮油食品分别增长 31.1%、13.8%和 6.7%。居民收入前三季度名义增长 5.3%，明显高于社零 1.1%，收入没有立即转化为消费。

投资的最大边际变化是制造业跌幅明显收窄。1-9 月固定资产投资下降 7.2%，与 1-8 月持平，9 月环比增长 0.07%，为连续 6 个月负增长后首次转正。制造业投资累计下降 2.1%，降幅收窄 0.2 个百分点；9 月单月下降 1%左右，比 8 月的-6.1%大幅收窄约 5 个百分点。中游制造业是主要拉动项：1-9 月电子设备投资增长 9.6%，铁路船舶航空航天增长 15.8%，通用设备、电气机械分别增长 1.1%和 1.2%，9 月电子设备对制造业投资的单月拉动超过 2 个百分点。但专用设备、汽车、医药投资仍在下降，民间投资下降 10.4%，

推荐（维持）

研究部/总量研究

行业规模

		占比%
股票家数（只）	129	2.5
总市值（十亿元）	17126.0	16.4
流通市值（十亿元）	16279.0	17.8

相关报告

1、《招商证券总量的视野电话会议纪要（20261011）》2026-10-12

2、《电话会议纪要（20261007）—招商证券 | 总量的视野》2026-10-08

3、《电话会议纪要（20260927）—招商证券 | 总量的视野》2026-09-28

罗丹 S1090524070004
luodan7@cmschina.com.cn
李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn
马瑞超 S1090522100002
maruichao@cmschina.com.cn
许诗蕾 S1090526080001
xushilei@cmschina.com.cn
孔嘉庆 S1090524100004
kongjiaqing@cmschina.com.cn
王禹哲 S1090525080001
wangyuzhe@cmschina.com.cn
麦元勋 S1090519090003
maiyuanxun@cmschina.com.cn
刘凯 S1090524120001
liukai11@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

说明这是“中游高技术+装备+出口链”的结构性修复。基建投资下降 4.2%，但建筑业 PMI 回到 50.3%，8000 亿元新型政策性金融工具 9 月启动投放，四季度实物工作量有改善基础。

地产仍呈现交易端改善、开发端恶化的现象。1-9 月房地产开发投资下降 20.6%，降幅比 1-8 月扩大 0.7 个百分点；销售面积下降 13.2%，新开工面积 9 月单月下降 26%（降幅比 8 月收窄），但竣工面积下降 36.7%（降幅明显扩大）。9 月一线城市二手住宅价格环比上涨 0.2%，连续第 7 个月上涨。核心城市二手房量价在修复，但新房销售、房企回款、拿地和新开工的链条没有重建，地产对投资、地方财政和居民财富效应的拖累还会延续。

全年 4.5%的底线目标完成难度不高。前三季度 GDP 增长 4.6%，三季度 4.5%；按 2025 年 GDP 140.19 万亿元、前三季度占比约 72.4%测算，四季度只要增长 4.2%左右，全年就能达到 4.5%，下限目标可以完成。四季度还有 8000 亿元新型政策性金融工具、5500 亿元地方政府债务结存限额、PSL 降息扩围、房贷贴息等工具，GDP 达到 4.2%以上的概率较高。出口一直超预期降低了年内财政进一步发力的诉求，预计财政政策后置。叠加后续出口放缓概率增加，明年内外部或趋于平衡。

- **【策略-李昊阳】：高波动阶段的配置思路**

美国 9 月通胀数据超预期后，美债利率反而回落，是短期配置买盘增加与 AI 融资叙事冲击共振的结果，高油价和通胀扩散压力下，美债利率可能重回高位震荡。股票市场上，AI 企业收入增速放缓及融资成本上升，引发市场对 AI 资本开支可持续性的担忧，产业叙事面临中期挑战。不过考虑到近期市场表现及 ETF 放量托底稳市，短期或以震荡筑底和结构性机会为主，建议维持均衡配置。未来 3-6 个月行业配置的核心思路在于：高利率阶段关注分子端的优势，其次看筹码结构是否健康；利率转跌优先考虑科技宽度；待后续国内政策接力再进一步向内需扩散。

近期市场快速下跌后，ETF 放量流入为市场托底，从历史规律来看后续反弹概率较大。当前市场资金结构呈现“杠杆资金撤离、ETF 资金承接”的特征。融资资金持续净流出，年内累计净流入转负；ETF 近两周分别净流入 363 亿元、408 亿元。10 月 12 日以来，流入方向转向以沪深 300 为主的宽基 ETF，部分宽基 ETF 出现脉冲式净买入，具有明显的稳市特征。从历史规律看，稳市操作出现后，市场触底反弹的可能性较大，后续一个、两个、五个交易日平均上涨 0.31%、0.49%、0.91%。

短期仍以震荡筑底和结构性机会为主，维持均衡配置。10 月美联储暂停加息是基准情形，高油价和通胀扩散压力下，12 月继续加息概率较高，美债利率进一步下行空间有限，可能重回高位震荡或小幅上行。高利率叠加 AI 企业 ARR 降速，引发融资及资本开支可持续性担忧，对 AI 产业分子端叙事形成挑战，若美债利率因此回落，非 AI 板块将相对占优。配置上控制仓位，维持盈利最硬、筹码干净的科技龙头+红利的组合。

美伊局势短期难以明显缓和，冲突持续及外溢风险上升。海峡通航受阻与美国经济封锁相互制约，近期军事摩擦再度升级。后续重点关注中期选举前谈判能否取得实质进展、商船通航情况及美方军事行动。若冲突继续升级，油价高位运行可能进一步抬升通胀压力、压缩海外货币政策宽松空间，并扰动全球风险偏好。

下载日志已记录，仅供内部参考

当前外需仍强于内需，经济修复的关键仍在于内需改善及价格传导。全球科技投资需求、价格上行与我国制造业竞争优势共同支撑出口。CPI 在能源、通信工具、旅游价格改善的带动下回升，PPI 在煤炭、石油价格支撑下继续上涨，中下游消费制造的价格传导相对有限，PPI 与 CPI 同比增速差进一步扩大。

高利率提高盈利门槛，行业配置应由“远期空间”转向“当期景气兑现”。资金向盈利和现金流最强的科技龙头集中，三季报期间优先关注 AI 产业链、资源品、中高端制造业等业绩有望高增或改善的方向。但需要注意的是，高景气方向仍面临制裁风险和筹码结构约束，交易热度回落只是筹码消化的一部分，后续需跟踪公募基金的 TMT 持仓及超配比例变化。

- **【银行-马瑞超】：银行视角下的，9 月金融数据点评**

三季度金融数据呈现“总量收缩、结构优化”的态势。9 月社融总量超预期，主要靠政府债发行提速和票据冲量支撑，属于政策驱动的边际改善，而非内生融资需求的全面修复。以下特点值得重点关注：

1.从总量来看，Q3 新增社融总量收缩，直接融资作用凸显

第三季度，新增社融 6.6 万亿，同比少增约 6000 亿。其中，人民币贷款同比少增超 1 万亿，企业直接融资（包括：企业债和股票融资）同比多增约 3600 亿，直接融资替代间接融资的特征仍然明显。从银行视角来看，直接融资虽然可以带来债券承销、投资交易和结算业务，但同时也会分流优质企业贷款需求，压低银行资产端收益率，加剧银行面临的“资产荒”现象。

结构方面，第三季度住户贷款净减少约 6600 亿元，而去年同期仅减少 700 亿，基本接近于零增长，表明居民部门仍在为修复资产负债表、减少负债做努力。边际上，9 月居民中长期贷款新增 874 亿，虽同比仍减少约 1600 亿，但单月数据由负转正却释放出一定的积极信号意义。由于只是一个月的数据，尚不能判断 828 房地产新政对房地产销售与居民购房信心产生了趋势性影响，需要持续跟踪。对于银行来说，零售贷款一直是今年银行信贷质量的拖累，因此银行选择转向对公业务，来平衡信贷规模与信用成本。

这从企业信贷数据中可以得到体现。第三季度，企业贷款增加约 1.42 万亿，同比少增约 4500 亿。其中，企业中长期贷款同比少增约 1500 亿元。边际上，9 月企业中长期贷款同比少增幅度收窄至约 200 亿元，这是当月金融数据中相对积极的变化，可能与专项债发行提速、政策性金融工具落地以及配套融资逐步启动有关。

2.从融资特征来看，"政府驱动"的特征愈发突出

第三季度，人民币贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票同比分别少增约 1.06 万亿元、1500 亿元、1564 亿元，政府债、企业债、委托贷款则分别同比多增 557 亿，2601 亿元、965 亿元。社融结构中，新增贷款与政府债净融资占新增社融的比重分别为 35.89%与 43.3%，较上年同期变化约 10 个百分点，直接融资与间接融资“此消彼长”的特征进一步明显。边际上，9 月政府债净融资创年内新高，为 1.54 万亿，同比多增约 3500 亿，反映出在政治局会议提出"加快债券资金使用进度"的要求下，专项债发行明显提速，财政托底作用逐步显现。

值得注意的是，9 月委托贷款同比多增约 520 亿元，反映出新型政策性金融

下载日志已记录，仅供内部参考

工具的信用撬动作用开始体现。9 月 29 日，央行下调 PSL 利率并扩大支持领域，并增加科技创新、技术改造和支农支小再贷款额度。截至 9 月末，三家政策性银行合计投放超 1000 亿元，支持项目约 400 个，涉及总投资约 2.1 万亿元，较此前明显放量。这一变化预计在四季度数据中将进一步得到体现。

3.M2 和 M1 同步放缓，货币活化度仍然偏低

6 月末 M2 同比增长 8.0%,9 月末降至 7.2%;M1 同比增速则由 4.0%降至 3.2%。三季度末 M1-M2 增速差约为-4.0 个百分点。

M2 增速回落，主要与贷款派生减弱、非银存款变化和政府债融资节奏有关；M1 偏弱，则反映企业活期资金和经济交易活动仍然不够活跃。资金总量并不紧，但资金周转速度和投资意愿偏弱，这也是三季度贷款需求不足的宏观背景。

对银行而言，M1 与 M2 增速的变化，意味着负债端资金仍然充裕，但资产端缺少足够多、足够高收益的优质项目。存款增长快于贷款增长，银行资产配置将更多转向政府债券、政策性金融债、高等级信用债和同业资产。

从银行研究视角来看，第三季度金融数据反映的现象，将对上市银行业绩产生以下影响:

第一，净息差仍有下行压力。9 月，企业新发放贷款加权平均利率略低于 3%，个人住房贷款利率约为 3.1%。近期市场传言下周金融街论坛会宣布降准降息，尽管我们预计可能性不大，但面对内需走弱的局面，资产端收益率仍有下行压力，低利率环境对银行息差的压制尚未结束。

第二，银行资产结构将继续分化。大型银行和部分优质城商行凭借低成本存款、政府债配置和大型企业客户优势，能够在低利率环境下保持相对稳定。下一步，仍需要关注房地产、地方融资平台和中小企业客户带来的信用风险。

第三，银行股的投资逻辑更偏向收益的确定性，而不是业绩的高弹性。当前更值得关注的是低成本负债能力、资本充足率、资产质量和非息收入，而非单纯比较贷款增速。

三季度金融数据对银行板块整体偏中性略弱。金融条件仍然宽松，但贷款需求没有出现趋势性修复；9 月数据的边际改善主要依靠政府债和季末因素，尚不足以推动银行盈利拐点确认。四季度真正值得跟踪的信号有三个:企业中长期贷款能否连续多增，居民中长期贷款能否持续改善，以及 M1 增速和企业活期存款能否回升。

- **【非银-许诗蕾】：证券板块 3Q26 业绩前瞻及观点更新**

三投联动收益入表，支撑 3Q26 业绩同比两位数增长。预计 26Q3 42 家上市券商归母净利润为 2294 亿,同比+36%;3Q26 归母净利润为 742 亿,同比+14%,环比-21%。分项看:

1）经纪和信用方面，26Q3 日均股票成交额为 2.57 万亿，同比+56%，日均两融余额为 2.73 万亿，同比+41%；3Q26 日均股票成交额为 2.28 万亿，同比+8%，环比-21%，日均两融余额为 2.71 万亿，同比+28%，环比-4%。**预计 26Q3 经纪/信用收入分别为 1438/435 亿，同比分别为+29%/+28%；3Q26 经纪/信用收入分别为 459/135 亿，同比分别为-5%/-6%，环比分别为**

下载日志已记录，仅供内部参考

-9%/-12%。

2）投行方面，26Q3 A 股 IPO/再融资（剔除四大行定增）募集资金分别为 2150/4274 亿，同比分别为+183%/+87%，债券发行为 22.00 万亿，同比+2%；3Q26 A 股 IPO/再融资募集资金分别为 1196/1002 亿，同比分别为+215%/-2%，环比分别为+82%/-23%，债券发行为 8.00 万亿，同比+1%，环比+9%。**预计 26Q3 投行收入为 320 亿，同比+27%；3Q26 投行收入为 126 亿，同比+31%，环比+19%。**

3）资管方面，截至 26Q3，非货基金净值为 23.30 万亿，同比+10%，较 26Q2 +2%；截至 26 年 8 月，证券资管规模为 7.54 万亿，较年初+17%。**预计 26Q3 资管收入为 422 亿，同比+23%；3Q26 资管收入为 147 亿，同比+22%，环比+5%。**

4）投资方面，虽然权益市场有所回调，3Q26 三大指数平均下跌 15.5%，但是长鑫科技、燧原科技等明星项目上市、有望支撑行业投资收益维持同比高增。同时，3Q26 中证综合债上涨 0.5%、同比回暖（3Q25 中证综合债下跌 1.8%），固收收益有望显著改善。**预计 26Q3 投资收入为 2444 亿，同比+32%；3Q26 投资收入为 821 亿，同比+10%，环比-24%。**

监管维稳决心未改，看好滞涨券商的后市表现。

周末监管释放利好信号。10 月 10 日，中国证监会主席吴清召开资本市场和金融形势专家座谈会，吴清主席表示，“上市公司和行业机构是市场的重要主体，…共同把资本市场建设好，更好回报广大投资者”。往后看，“稳市机制”工具箱有望扩容，“更多增量政策工具”值得期待。

监管呵护市场流动性，推动一二级市场协调发展。资金需求端看，9 月中旬以来，IPO 发行节奏显著放缓，9 月 21 日-9 月 25 日仅 2 家公司开展股权融资，合计募集资金 47 亿，处于年内低点。**资金供给端看，**9 月新成立公募基金 213 只，发行份额为 1040 亿份，显著高于 7 月（成立 149 只/发行份额 776 亿份）和 8 月（成立 151 只/发行份额 500 亿份）。往后看，考虑资本市场“服务实体经济”的功能性定位，当下身处“双创板”改革的政策周期，预计一二级市场协调发展相关的逆周期调节政策不会缺位，市场流动性有望回暖。

对于券商板块而言，估值、持仓水平与优良基本面严重错配。截至 10 月 9 日，证券 II PB 为 1.09 倍，处于近 5 年 9.29%分位点处；26Q2 券商板块机构持仓为 0.60%，远低于标配水平 3.13%，考虑 3Q26 证券 II 下跌 9.0%、预计目前机构持仓远低于这一水平。**往后看，考虑监管维稳决心坚定、市场资金面分散，作为政策敏感性板块，当下滞涨的券商估值修复机会明确，建议高度重视目前的配置机会。**

- **【地产-孔嘉庆】：重申 REITs 配置观点**

继续关注 REITs 资产“类期权”配置价值，催化因素初步兑现。具体：

（1）当前 REITs 估值或已部分反映基本面压力，同时，相对红利资产或更具性价比。一方面，当前产权 REITs 派息率平均 4.9%，与 10Y 国债利差在 320 bps（历史 98%分位），利差走扩至历史较阔位置，或已部分反映基本面压力；另一方面，当前产权 REITs 派息率与中证中高等级信用债 YTM/中证红利指数股息率的利差分别为 315 bps（历史 98%分位）/77 bps（历史

下载日志已记录，仅供内部参考

100%分位），也或更具性价比。

（2）结合市场对供给放量的反应呈现钝化（9 月询价单量创历史新高，但二级并未大跌）以及低换手率（9 月全市场平均日均换手率仅 0.31%，历史 11%分位），推测当前市场筹码或以配置盘为主；往后看，在无重大利空情况下短期出现进一步显著抛压的概率或相对较低，市场或对正向催化的敏感度更高，REITs 资产或具备“类期权”配置价值；

（3）10 月 9 日证监会发布《公开募集证券投资基金运作管理办法（征求意见稿）》，明确公募基金投资 REITs 按照证券投资管理，市场或预期公募基金的 REITs 配置空间或进一步打开，叠加近期长端利率进一步下行、权益市场成长股回报率下降、红利股关注度提升，催化因素开始初步兑现。

（4）标的层面，继续关注三条主线：a. 拥有运营 alpha 的消费龙头【华润消费】【大悦城消费】【唯品会消费】，b. 估值处于历史低位、短期现金流相对稳定的 IDC 板块，c. 能源龙头【国家电投】等。

- **【资配-王禹哲】：A 股趋势观点与模型细项分析**

一、当前市场观察

上周我们对 A 股的整体判断为“当前市场的不确定性仍未被消化，右侧加仓时机未到，但并不完全悲观，考虑到动态宏观边际转强，仍建议维持中性仓位”。从本周的实际情况上来看，市场整体走势弱于预期，尤其是情绪层面和量能层面的持续弱势在意料之外，且最新宏观数据披露后，前期边际改善的情况并未维持，故择时观点从中性震荡转向中性偏弱。

具体信号上，相对利好的层面，估值和拥挤度风险短期释放相对充分。估值维度，当前宽基指数层面估值已经回落至历史极低的分位数水平，如中证 800 的 PE 仅处于历史 6.77%分位数。拥挤度维度，结构性拥挤指标如全市场成交额最高 1%股票总成交额占比、大单净流出 60 日均值等均较前期明显下降，分别从前期滚动 5 年 80%以上分位数下降至当前的 56.74%、16.79%分位数；权益资产整体拥挤指标上，中证 800ERP 已上行至 5 年 62.78%的分位数，股债同涨天数占比、股债夏普动量差（衡量股债间交易拥挤度）也下降至 5 年 7.20%和 26.22%，表明当前权益市场拥挤度较债券市场明显下行。

相对值得警惕的层面，宏观边际改善未能持续、情绪和量能指标改善预期落空。宏观层面，8 月边际改善的中长期信贷、通胀剪刀差数据未能于 9 月继续改善（后文模型信号设定于月底更新，故有所迟滞），虽然出口数据维持亮眼，但美债利率高企仍持续形成压制，表明当前宏观支撑仍相对薄弱。情绪层面，大部分情绪指标落入 10%-50%的“偏弱但未到极弱反转”的区间，定量层面则是 2024 年 7 月以来首次出现超过 10 个交易的连续偏空信号，考虑到情绪信号持续偏空的典型区间包括 2018 年、2023 年、2024 年 9 月前等“阴跌”区间，若后续不能出现用短期巨幅波动重置情绪（向上或向下大幅波动均可，也即“用空间换时间”），则情绪面持续偏弱的情况或将持续存在。量能层面，本周全 A 日度成交额均值进一步下行，当前已经接近 1.5 万亿水平，前期底部放量预期落空，后续仍需密切观察量能信号能否改善。

二、市场最新观点

下载日志已记录，仅供内部参考

从 A 股整体的估值水平来看，中长期配置性价比继续提升。万得全 A 的 PE 和 PB 估值中位数成立以来分位数分别为 41.73%和 27.53%；中证 800 的 PE 和 PB 估值中位数成立以来分位数分别为 9.77%和 29.57%。

短期择时：本周全 A 和创业板综择时信号从中性震荡转向中性偏弱，整体仓位建议从 50%调降至 40%左右。细分维度上，价量与估值层面维持中性，情绪层面明显走弱。择时结果上，今年以来，万得全 A 择时收益率为-2.36%，超额收益为 7.23%；创业板综择时收益率为 7.86%，超额收益为 19.64%。

风格轮动：成长价值建议超配价值，大小盘风格继续建议超配大盘。轮动结果上，今年以来，成长价值轮动策略收益率为 3.05%，超额收益为 2.50%；大小盘轮动策略收益率为-4.16%，超额收益为 5.33%。

- **【ESG-麦元勋】：国内 ESG 动态跟踪**

第一个 ESG 热点：9 月 30 日，财政部就《〈企业可持续披露准则第 1 号——气候（试行）〉应用指南》及 9 项行业应用指南公开征求意见，覆盖电力、钢铁、煤炭、石油、化肥、铝、氢、水泥和汽车等行业，意见征集截至 10 月 26 日。我国此前已发布企业可持续披露基本准则和首项气候具体准则，本次征求意见进一步细化气候风险识别、财务影响分析、温室气体核算和行业专用指标，为企业编制气候相关信息提供更具体的操作依据。

通用应用指南重点细化企业在气候信息披露中较难量化的内容。其中，气候风险和机遇的财务影响要求从经营活动出发，分析极端天气、碳成本变化和低碳技术替代等因素如何影响企业收入、成本、资产价值及现金流，并结合现行会计准则明确当期财务影响的处理方式。指南还对气候情景分析、风险管理流程和温室气体排放核算作出说明，要求企业明确排放核算边界，区分自身直接排放、外购能源间接排放及上下游价值链排放，并提高数据来源的一致性和可追溯性。气候信息披露将进一步与企业财务报表和经营风险分析衔接。

9 项行业应用指南则根据生产工艺、能源结构和经营模式设置差异化披露指标。各行业指南分别明确温室气体排放来源、气候风险和机遇、财务影响及行业专用指标，并对部分指标的核算对象、统计口径和计量单位作出具体规定。此外，指南还列举极端天气、碳成本变化和低碳技术改造可能造成的资产损失、运营成本变化及新增资本开支，使气候信息披露更加贴近各行业的实际经营特点。

本次指南进一步完善了国家统一气候披露准则的配套体系，为后续分行业实施提供基础。随着行业披露指标逐步细化，机构投资者将有望获得更完整的企业排放强度、能源结构、低碳改造投入和产品碳足迹数据，便于比较同业企业的碳成本、生产效率和转型进度。相关上市公司则需要逐步完善温室气体核算、气候风险财务影响测算和供应链数据管理能力，碳核算、数据管理等配套服务需求也有望随准则推广而增加。

第二个 ESG 热点：9 月 4 日，中央网信办、国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部等七部门联合印发《促进数字化绿色化协同转型发展实施方案（2026—2030 年）》，部署“十五五”时期数字化绿色化协同转型重点任务。方案提出，到 2030 年，算力设施、5G 基站等新兴领域用能效率大幅提升，推动算力设施等重点领域可再生能源电力消费水平达到所在省份可再生能源电力消纳责任权重水平，并推动数智技术在制造业、贸易、消

下载日志已记录，仅供内部参考

费、城市运行和生态环境治理等领域扩大应用。政策主线由此形成两个方向：一方面降低数字基础设施自身的能源消耗和碳排放，另一方面利用数智技术提高制造业等传统领域的能源和碳排放管理效率。

算力设施的绿色化要求覆盖设备效率、运行管理和电力来源。数字基础设施自身降碳之外，方案还把数智技术进一步用于制造业能碳管理。外贸企业也被鼓励利用数智工具开展产品碳足迹监测核算和供应链碳足迹评价，企业生产数据、碳核算和外部产品碳数据交付之间的联系进一步加强。

从产业需求看，相关投入主要落在两个方向。数字基础设施侧将继续增加高效制冷、供配电、节能设备、能源管理和绿电采购需求；制造业侧则会增加计量监测、数字化能碳管理、产品碳足迹和供应链数据管理需求。政策同时推进数字产业自身节能和传统产业数字化降碳，两类投入将共同扩大数字技术在绿色转型中的应用场景。

第三个 ESG 热点：9 月 28 日，上海清算所与 MSCI Limited 合作发布上海清算所 MSCI 气候变化债券指数系列，包括核心指数、基准指数以及 6 只按债券品种、剩余期限和信用评级划分的子指数。这是上海清算所首个气候变化主题指数，也是国内首个可以量化衡量投资组合碳排放强度的债券指数。核心指数覆盖银行间及交易所市场中流通规模较大、发行期限 10 年以内的固定利率公募信用债和政策性金融债，并根据发行人的碳排放强度及气候行动调整样本权重，碳排放强度较低、绿色转型表现较好的发行人获得更高配置权重。

这一设计把气候策略的可投资范围扩展到了较大规模的普通债券市场。截至 2026 年 9 月 1 日，核心指数包含 2401 只样本券，总市值 36.72 万亿元，平均收益率 1.56%，平均久期 3.12 年；经过权重调整后，组合碳排放强度较基准指数低 19%以上。机构实施低碳固收策略时，可以在较大的信用债和政策性金融债资产池中，根据发行人气候表现调整配置，而无需将投资范围限定在募集资金具有特定绿色用途的绿色债券。

本次指数发布，使发行人的碳排放强度和气候行动可以直接转化为债券组合的配置权重。对银行、保险、公募基金等固收资金而言，气候策略不再局限于绿色债券，而是可以覆盖政策性金融债和普通信用债，并依据发行人的气候表现进行增减配；相关指数既可用作业绩基准，也可用于开发指数产品和定制组合。由此，传统行业发行人的减排和转型表现会直接影响其在气候主题债券组合中的配置比例，气候数据在固定收益投资中的应用范围也进一步扩大。

- **【量化-刘凯】：风格轮动择时周观点**

【风格轮动】我们采用赔率与胜率相结合的模型框架，对成长价值及大小盘风格进行综合研判。赔率方面，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。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 1.11，大盘相对小盘风格的赔率估计为 1.40。

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/相似度作为成长价值指标，Shibor/市场趋势/市场波动/风格动量/风格拥挤度/月历效应/相似度作为大小盘指标，当下成长风格的胜率为 12.50%，价

下载日志已记录，仅供内部参考

值风格的胜率为 87.50%。大盘风格的胜率为 42.86%，小盘风格的胜率为 57.14%。根据模型数据，最新的大盘得分为 0.02，小盘得分为-0.03，成长得分为-0.84，价值得分为 0.76。因此，最新市值观点为均衡/估值观点为价值。

【择时信号】DTW 相似性择时策略，基于相似性思路，考察当下指数行情与历史行情的相似度，筛选出相似度较高的若干历史行情片段作为参照，计算筛选出的历史行情片段的未来 5 日的加权平均涨跌幅和加权标准差（权重取距离的倒数），依据未来涨跌幅的平均值和标准差得到交易信号。展望未来一周，模型信号整体偏乐观。经历本周大幅回调后，短期或有超跌反弹机会，但市场完全复苏仍需等待相关政策出台及成交量回升。结构性分化或将延续，随着三季报进入密集披露期，企业盈利表现的差异或进一步加剧市场分化。

风险提示：国内需求恢复速度不及预期；经济数据不及预期，政策理解不全面，海外政策超预期收紧；经济基本面改善偏慢、政策力度低于预期、存款竞争及定期化加剧；市场波动加剧、经济恢复速度不及预期、政策效果不及预期等；宏观流动性不及预期，REITs 市场流动性改善不及预期，REITs 基本面表现不及预期，政策落地情况与市场预期不一致等；择时和风格轮动模型结论基于合理假设前提下结合历史数据统计规律推导而出，市场环境变化下可能导致出现模型失效风险；本报告基于公开资料整理，内容仅供参考，不构成任何投资建议。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；本报告结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在政策、市场环境发生变化时模型存在失效的风险。

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。