招商证券 | 总量的视野

电话会议纪要（20261025）

宏观-张一平：9 月经济数据值得关注的点；策略-李昊阳：市场底部的信号，特征以及布局方向；固收-张伟：基准利率“换锚”对债市的影响；银行-戴甜甜：26Q3 理财季报解读；地产-李盛天：9 月房地产统计局数据解读及观点更新；基评-江帆：首批 18 只主动 ETF 产品画像；资配-江雨航：全球多资产策略跟踪分析；ESG-麦元勋：国外 ESG 动态跟踪；量化-刘凯：风格轮动择时周观点。

- **【宏观-张一平】9 月经济数据值得关注的点**

外贸数据方面，今年首次出口增速超过进口增速。今年以来进出口数据均超预期，与 AI 硬件繁荣有明显关系。前三季度我国集成电路出口同比增长 108.1%，进口同比增长 63.5%，均大幅好于去年同期水平。而 9 月出口能够快于进口可能与其他商品出口增速提高有关，这也是我国出口下半年占比好于上半年占比的原因所在。即，下半年西方国家传统节日引致的我国传统商品出口增加。例如，玩具出口增速 7 月还为负增长，8 月转为同比增长 15.3%，9 月进一步加快至 40.8%，类似的情况还发生在服装、鞋帽等领域。以目前的情况看，4 季度初我国出口在 AI 产品和传统商品的带动下，将继续保持快速增长。

金融数据方面，受居民部分信贷数据的拖累，9 月新增信贷环比改善，但继续同比少增。然而，新增社融数据在政府债券的带动下同比多增。政府债券对新增社融的贡献今年以来多次超过新增人民币贷款。但展望未来，政府债券的贡献度可能将明显下降。一方面，明年继续提高财政赤字率的可能性不高；另一方面，2024 年以来安排的每年两万亿置换债明年不再发行。再则，明年是否继续发行国有大型金融机构资本金的特别国债也有待观察。总之，以目前的情况看，明年政府债券的供给规模可能走低，若信贷需求继续下滑，那么明年新增社融和社融增速将承受较大压力。

社零增速是否已触底回稳？9 月社零同比增长 1.1%，好于市场预期。分项数据显示，9 月消费数据回稳可能是更大范围的改善。商品零售同比增长 1.0%，比上月加快 0.7 个百分点，餐饮收入零售额同比增长 2.1%，比上月加快 1 个百分点，前 9 月服务零售额同比增长 5%，比上期回升 0.1 个百分点，其中网上服务零售额同比增长 5.3%，比上期回升 0.2 个百分点。不含汽车的社零增速表现更好，9 月同比增长 3.9%，比 8 月加快 1.4 个百分点，也是今年以来的最高水平。9 月消费改善的动力有几个方面，一是中秋、国庆假期较为接近，通过带薪年假可能提前拉动了 9 月消费数据；二是居民收入增速继续回升，3 季度全国居民可支配收入同比增长 5.4%，比去年同期加快 0.9 个百分点，尤其是一线城市房价的边际改善，提升了居民财产净收入增速。3 季度当季同比为 2.9%，比 2 季度加快 1.4 个百分点，比去年同期加快 3.1 个百分点。这是 2024 年 4 季度以来最快增速。与 2 季度相比，财富效应的改善可能对居民消费意愿有明显的边际影响，这至少已经体现在了地产后周期商品零售数据回升上。往后看，10 月国庆长假以及更多实行中小学生春秋假制度都有助于释放居民消费需求。若全国房价能够保持环比改善、同比降幅收窄的趋势，那么我们认为消

推荐（维持）

研究部/总量研究

相关报告

1、电话会议纪要（20261018）—招商证券 | 总量的视野

2、电话会议纪要（20261011）—招商证券 | 总量的视野

3、电话会议纪要（20261007）—招商证券 | 总量的视野

张一平 S1090513080007
zhangyiping@cmschina.com.cn
李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn
张伟 S1090524030002
zhangwei36@cmschina.com.cn
戴甜甜 S1090523070003
daitiantian@cmschina.com.cn
李盛天 S1090524080003
lishengtian@cmschina.com.cn
江帆 S1090526090002
jiangfan3@cmschina.com.cn
江雨航 S1090525070014
jiangyuhang1@cmschina.com.cn
麦元勋 S1090519090003
maiyuanxun@cmschina.com.cn
刘凯 S1090524120001
liukai11@cmschina.com.cn

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

费的拐点可能已经临近。

- **【策略-李昊阳】市场底部的信号，特征以及布局方向**

近期市场快速下跌后，A 股多项指标已接近历史底部区间：成交明显缩量、换手率降至接近历史大底水平，以 ETF 为代表的中长线资金加速入市、稳市力度加大；稳市机制制度化特征增强，政策底逐步夯实；市场底往往领先基本面底，当前盈利与 PPI 仍处改善趋势，对 A 股仍呈正面驱动。外部压力方面，日韩市场杠杆明显去化，海外传导风险可控；但美股 AI 定价正由“投入扩张”转向“资本回报验证”，叠加美债利率高位、油价上行压缩宽松空间，高利率对估值仍有约束。考虑到 ETF 放量托底后历史上市场反弹概率较高，短期或以震荡筑底和结构性机会为主，建议维持均衡配置并重点关注未来两周的重要节点。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。

【观策·论市】A 股多项指标已接近历史底部特征，ETF 放量托底后反弹概率较高。流动性层面，成交明显缩量，换手率与缩量水平已接近历史大底区间；ETF 持续放量净流入，本周股票型 ETF 净流入 1529 亿元，以沪深 300 为主的宽基 ETF 盘中脉冲式净买入，历史上稳市后市场反弹概率较高。政策上，7 月以来国新、诚通相继增持，稳市机制制度化特征增强，中长期资金入市有望成为下一阶段重点。基本面上，市场底往往领先基本面底，当前盈利与 PPI 仍处 2025 年以来的改善趋势；9 月总需求增速回升至 3.0%，但外需强于内需，PPI 与 CPI 增速差扩大至 4.1 个百分点，基本面对 A 股仍呈正向驱动。杠杆方面，融资资金持续净流出，日韩市场杠杆明显去化，海外传导风险可控。海外方面，美股 AI 定价由“投入扩张”转向“资本回报验证”，高利率对估值仍有约束。考虑到 ETF 放量托底后历史上市场反弹概率较高，短期或以震荡筑底和结构性机会为主，建议维持均衡配置并重点关注未来两周的重要节点；行业上关注量价齐升的**AI 算力链、供给约束或价格趋势上涨的能源与关键矿产、出口型中高端装备，以及低估值边际改善的化学制药、农林牧渔**等。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。**

【复盘·内观】本周 A 股市场震荡分化，周五放量探底回升，主要原因包括：（1）三季度 GDP 同比增长 4.5%，较二季度回升 0.2 个百分点，9 月工业增加值增长 5.5%；但投资、地产仍偏弱，经济修复呈结构差异；（2）金融街论坛释放稳市、引导中长期资金入市信号，并提出稳步推出北证 50ETF，首批 18 只主动 ETF 周五发行，改革预期提供支撑；（3）科技兴商政策、国家数据集团成立等消息催化，资金围绕 AI 应用、数据要素和精密制造轮动；（4）三季度财报引发盈利重估，海外科技波动及光互联技术路线分歧加大成长板块压力。

【中观·景气】9 月社零同比增幅扩大，工业机器人产量同比增幅收窄。本周景气改善的领域主要有：1）资源品中原油、水泥、部分化工品价格上涨；2）中高端制造韧性增长，9 月工程机械销量当月同比增速多数改善，工业机器人产量同比延续两位数增长；3）白酒价格指数、肉鸡苗价格上行；4）DDR5 价格持续上行。推荐景气较高或有改善的石化、建材、食饮、农林牧渔、半导体、医药生物等。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

【资金·众寡】ETF 加速放量，基金发行规模扩大。融资资金前四个交易日合计净流出 327.9 亿元；新成立偏股类公募基金 27.9 亿份，较前期上升 20.8 亿份；ETF 净申购，对应净流入 1549.0 亿元。本周融资资金仅净买入建筑装饰行业；消费 ETF 申购较多，信息技术 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】英伟达 GTC 引领物理 AI 新趋势。本次英伟达 GTC 大会围绕 Vera Rubin 算力升级与物理 AI 应用拓展两大方向展开，进一步明确 AI 产业发展趋势。算力端，Vera Rubin 持续提升计算效率，配合液冷及模块化部署方案，推动 AI 基础设施建设效率与综合能效提升。应用端，英伟达加快物理 AI 在机器人、智能驾驶及工业制造等领域的布局，推动 AI 与实体产业深度融合。整体来看，AI 产业正呈现算力基础设施持续升级、应用场景加速拓展的趋势，物理 AI 有望成为重要增长方向，为算力需求提供新增量。

【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 15.8，较上周下行 0.2，处于历史估值水平的 51.5%分位数。本周指数估值多数下跌，其中，计算机、机械设备、医药生物涨幅居前，建筑材料、电力设备和基础化工跌幅居前。

- **【固收-张伟】基准利率“换锚”对债市的影响；**

债市回顾：政策利率“换锚”预期影响下，长端利率先下后上

本周 10 年国债利率先下后上，主线由低资金成本与政策利率“换锚”预期共振，转向预期修正后的止盈与筹码消化。周初经济数据改善一度压制长债，但资金面延续宽松，金融街论坛释放研究择机将主要公开市场操作期限切换为隔夜的信号，这带来周二现券普涨。随后，“换锚不等于降息”的预期修正，连续上涨积累的止盈压力逐步释放，超长端率先回吐涨幅。周四权益走弱仍为债市提供支撑，但切券交易及尾盘资金扰动，使超长端波动加大。周五下午权益快速反弹，叠加尾盘 MLF 缩量续作预告，进一步压制长债情绪。全周看，短端受低融资成本支撑，中段表现相对稳健；10Y 国债活跃券收益率一度下探 1.6140%，随后回到 1.63%附近，30Y 则由 2.0365%的低点回升至 2.07%附近，行情由普涨转向分化。

资金面：延续宽松，跨月考验资金供给稳定性

本周资金面延续偏宽松，但后半周供给波动增多，周五资金价格温和回升。本周逆回购及国库现金定存合计投放 7410 亿元、净投放 620 亿元，短期对冲重心由 7 天期转向隔夜，周三至周五隔夜逆回购投放逐步增加。DR001 多数时间维持 1.26%左右，DR007 在 1.31%—1.32%附近，周五分别回升至 1.2737%、1.3214%，尚未出现持续性利率回升。前期中长期流动性补充、银行负债压力缓释，共同构成较充裕的资金面基础，因此 7 天期逆回购连续零投放并未改变宽松格局。金融街论坛强化了隔夜操作在利率调控中的预期地位，但框架改革不能直接等同于降息。周中尾盘匿名资金供给一度收敛、周五资金价格小幅上行，说明总量充裕尚未消除渠道和时点波动。展望下周，跨月备付与政府债缴款将共同检验资金供给。央行已将隔夜逆回购操作窗口覆盖至 11 月 2 日，为时点需求提供对冲渠道，但操作上限不等于实际投放承诺。周五预告的 7000 亿元 MLF 续作，较月内到期量缩减 2000 亿元，可能修正对持续加量投放的期待。预计资金面仍以总体平稳为主，但时点波动可能放大，重点观察银行融出量价、隔夜实际投放及非银融资溢价能否保持稳定。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

机构行为：交易盘止盈增多，配置盘选择性承接

本周债市由前期交易盘主导的上涨行情，逐步转向交易盘止盈与配置盘承接并存的震荡格局，超长端追涨一致性下降，但信用票息需求仍有支撑。基金周初受宽松资金与政策利率换锚预期支撑，仍增配长债，但重心由 30Y 国债转向 10Y 政金债；随着浮盈兑现，周四转为卖出长债，周五仅小幅回补，券商亦由增持超长债转为减持，与后半周长端冲高回落相呼应。基金对 5Y 以内非金信用债的需求基本稳定，二永买入则明显降温，调整更多集中于久期风险，尚非全面收缩配置。银行端，大行保留短端配置、明显增加 5—7Y 买入，并减轻长端卖压，兼顾票息获取与久期控制；中小行加大短利率老券卖出、维持存单配置，但长端减持明显收敛，后半周回补对交易盘止盈形成缓冲。不过，中小行负债稳定性与风控约束仍在，尚不能确认开启趋势性加仓。理财同步增配短利率、存单、非金信用和二永，延续流动性管理与票息增强思路。保险对超长利率债买入有所增加，但增量主要偏向 30Y 以上期限，地方债仍持续承接、力度较前周减弱，反映其配置更重券种比价与绝对收益，并未形成对 30Y 的一致追涨。整体看，当下流动性环境仍处宽松，欠配格局延续，但前期行情上涨较快、止盈压力有所积累，机构交易对消息面变化更加敏感，短期波动大概率会进一步放大。

债市策略：止盈压力短期带来扰动，但不改债市震荡偏多格局，操作上适合逢调整配置长债

债市短期偏多的基础尚未改变，但不建议激进追涨，逢调整阶段性加仓。低资金成本仍支撑持债，然而宽松预期已有较多定价，超长端冲高回落、交易盘止盈，显示行情正由增量做多转向存量筹码消化。资金是下周最关键的验证变量。跨月、政府债缴款与 MLF 缩量续作集中，可能抬升融资成本并压制久期交易。但隔夜工具仍可对冲时点缺口，MLF 缩量亦需与其他投放合并观察。若税期后银行融出恢复、资金价格回落，调整仍偏交易性。权益反弹、久期风险约束与止盈可能共同放大波动。若风险偏好持续修复，浮盈较厚的长债更易被兑现；但超长国债供给减压、中小行卖压收敛和保险承接，也为调整提供缓冲，重点看收益率回升能否吸引稳定买盘。策略上维持偏多方向，等待扰动释放。10Y 短期预计在 1.6%-1.7%，30 年和 10 年利差仍有压缩空间，但是要防范股市如果持续反弹造成的扰动。

【银行-戴甜甜】26Q3 理财季报解读

2026 年 10 月，中国理财网公布《中国银行业理财市场季度报告（2026 年三季度）》。截至 2026 年 9 月末，银行理财规模 35.37 万亿，较年初增长 2.08 万亿，较 6 月末增长 1.71 万亿（环比+5.08%），同比+10.08%。投资者队伍持续扩容，截至 2026 年 9 月末，理财投资者数量达到 1.51 亿个，在存款搬家的大背景之下，理财投资者数量保持持续增长，为行业规模扩张提供客户基础。

含权理财增长放缓。截至 2026 年 9 月末，固定收益类、混合类、权益类、商品及金融衍生品类规模分别为 34.17、1.07、0.10 和 0.03 万亿，占比分别为 96.61%、3.03%、0.28%和 0.08%。三季度权益市场震荡，混合类产品环比持平。根据券商中国报道，14 家国股行前 9 个月含权产品规模新增约 1.97 万亿元，包括 1.78 万亿元固收+、1761 亿元混合类产品、182 亿元权益及衍生品产品；现金类产品压降约 3300 亿元，非现金纯债类产品净流出约 493 亿元。从月度节奏看，固收+产品规模在 1-8 月持续走高，9 月增量小幅回落，权益市场波动拖累含权理财扩张节奏。

封闭式产品占比提升。截至 2026 年 9 月末，封闭式产品规模 8.36 万亿元，较年初增加 1.66 万亿元，占比由 20.13%提升至 23.64%；理财产品期限结构同

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

步改善，长期限产品占比抬升，负债久期显著拉长，有利于降低净值波动带来的赎回冲击。今年以来理财规模增量主要集中在固收+，封闭式与长期限产品扩容，正是理财子为匹配含权产品运作、稳定负债端做出的主动调整。

增配债券、存款和公募基金，减配拆放买入返售及非标。截至 2026 年 9 月末，理财产品投资资产 37.50 万亿，同比增长 9.23%。其中，投向债券、现金及银行存款、同业存单、非标债权、权益、公募基金资产规模分别为 18.85、10.58、3.48、1.71、0.69、2.96 万亿，占比分别为 50.3%、28.2%、9.3%、4.6%、1.8%、7.9%。三季度银行理财环比增配债券、现金及银行存款和公募基金，分别较 6 月末增配 0.79、0.46 和 0.44 万亿；减配拆放同业及买入返售和非标债权，分别减配 0.21 和 0.11 万亿。理财配置权益类资产占比仍偏低（1.8%），或主要通过增配公募基金（占比 7.9%，较 6 月末提升 0.9 个百分点）实现权益市场暴露。展望后续，若同业存款利率进一步下行，将削弱存款类资产的配置性价比，理财配置同业存款的规模或将受到制约；在资产比价驱动之下，理财机构或将持续加大债券类资产配置力度，通过增配信用债增厚组合收益，债券在理财资产池当中的占比有望进一步抬升。

理财产品收益率进一步下行。在理财规模稳步增长的同时，为投资者创造的投资收益逐季回落，2026 年一季度理财创造收益 1619 亿元，二季度 1433 亿元，三季度 1417 亿元。我们测算，前三季度理财产品平均收益率为 2.0%，较上半年的 2.09%进一步下行 9BP。

展望：我们预计 2026 年银行理财全年规模增量约 2.6 万亿元，2027 年理财规模增量或与 2026 年大体相当。一方面，在居民存款持续搬家的大背景下，理财投资者数量有望继续维持 10%以上的增速，居民财富向资管产品迁移的趋势并未逆转，将对理财规模形成有力支撑。但另一方面，理财收益率下行压力突出，理财收益下行速度快于零售贷款利率的下行节奏，叠加净值化之后理财产品波动有所加大，会削弱部分低风险偏好居民的配置意愿，进而制约理财规模出现大幅扩张。从产品结构来看，受权益市场震荡影响，居民整体风险偏好有所调整，含权理财产品后续增长预计有所放缓，纯债类产品或将延续扩张态势。在权益行情不确定性抬升环境下，投资者对波动相对更低的纯债理财配置需求提升，理财公司也或将加大纯债产品供给，产品结构进一步向稳健固收品类倾斜。负债端看，封闭式、长期限产品占比提升的趋势有望延续，拉长负债久期将成为理财子应对净值波动的重要手段。

- **【地产-李盛天】9 月房地产统计局数据解读及观点更新**

9 月单月/1-9 月累计新房销售面积同比增速分别为-20.7%/-13.2%（较上月分别-5.9pct/-1.1pct），9 月新房单月销量同比负增速较上月扩大，1-9 月新房及二手房合计总成交量累计负同比扩大至-2.2%，或有 828 新政后购房者观望情绪增加影响；维持之前判断二手房挂牌未消化至合理位置前市场难以出现趋势性扭转，以及房贷利率与净租金收益率息差收窄进程偏慢或也从资产配置替代效应角度对购房需求的企稳形成制约；据房管局数据，10 月 1-22 日新房销量同比较 9 月整体持平（-12%）；

9 月单月/1-9 月累计新开工面积同比增速分别为-25.6%/-24.9%（较上月分别+5.3pct/-0.1pct），9 月新开工负同比较上月收窄，根据拿地对新开工的领先关系，考虑到当前土地成交面积同比自年初以来持续处于较低位置，维持判断 26 年下半年新开工同比或呈底部震荡趋势；再往后看，现房销售相关新政落地或放缓房企周转及拿地，房企拿地规模下降或逐步向新开工传导；

9 月单月/1-9 月累计竣工面积同比增速分别为-36.4%/-25.1%（较上月分别-8.0pct/-1.4pct），9 月竣工负同比较上月扩大，据销售对竣工约两年的领先关系，考虑到 24 年下半年销量同比受“924”一揽子政策提振改善，维持判断 26 年下半年竣工同比负增速仍或出现一定程度阶段性震荡收窄；另外，受现房销售

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

相关新政影响，因项目预售节点延后以及房企出于更快回款考虑或加快竣工，判断销售对竣工的领先关系或逐步由 2 年左右缩短为 1 年左右；

9 月单月/1-9 月累计开发投资金额同比增速为-26.3%/-20.6%（较上月分别-0.8pct/-0.7pct），9 月开发投资同比较上月负增速小幅扩大；往后看，在房企施工强度难以出现明显反弹前提下，现房销售相关新政或使得房企拿地及施工规模进一步收缩，判断建安投资仍持续承压，进而影响整体开发投资；

9 月单月/1-9 月累计到位资金同比增速分别为-26.4%/-21.6%（较上月分别+0.3pct/-0.6pct），结构上，“国内贷款”同比同步于“新开工”同比回升，两者剪刀差收窄，关注年底金融 16 条及经营贷相关管理办法到期后政策续期及贷款接续带动国内贷款增速回升的可能，届时或再次呈现其增速高于新开工的特征，“自筹资金”同比及“销售类到位资金”同比略有回升；

9 月 70 城房价：新房房价环比跌幅小幅收窄，结构上，一线环比正增速持平，二线环比负增速收窄，三线环比负增速持平，9 月 70 城新房房价环比-0.14%（较上月+0.03pct），其中一线/二线/三线环比 0.1%/0.0%/-0.2%；**二手房房价环比跌幅小幅收窄，结构上一线环比正增速扩大，二线环比负增速收窄，三线环比负增速持平，**9 月 70 城二手房房价环比-0.26%（较上月+0.05pct），其中一线/二线/三线环比+0.2%/-0.2%/-0.3%；

投资建议：（1）近期不同城市现房细则相继落地一定程度上缓释了 828 新政刚出台后最悲观的那部分市场预期，当前综合考虑房地产板块股票进一步上行的“赔率”空间或相对有限，股票显著增配或需等待更多的确定性政策；（2）中长期仍需回归行业交易的核心要素，即金融周期位置决定的终局，维持四季度末到明年上半年开始进入增量政策观察窗口期的判断，并关注潜在行业进入门槛提高带来的胜率提高。

- **【基评-江帆】首批 18 只主动 ETF 产品画像**

2026 年 10 月 19 日，证监会同意首批 18 只主动 ETF 注册，随后相关产品的募集文件披露，进一步明确了产品的投资策略、业绩比较基准、拟任基金经理及费率安排。我们基于募集文件分析首批产品在风格定位、投资方法、基金经理配置及费率等方面的特点。

2026 年 6 月，证监会提出支持在沪深交易所推出主动 ETF，两所同步发布配套业务指引；随后，18 家基金管理人递交产品注册申请。10 月 19 日，证监会同意首批 18 只主动 ETF 注册，相关募集文件进一步明确了产品的投资及运作安排，主动 ETF 由制度筹备走向了产品落地。

我们根据产品的名称、投资策略及业绩比较基准对产品的定位做进一步的判断，18 只产品中均衡和价值定位的产品分别为 9 只、4 只，红利定位的为 3 只，质量和成长定位的各 1 只。从业绩比较基准来看，均衡产品主要采用中证 800、中证 A500 或中证 A100 指数作为业绩比较基准，其他产品则选择相应的风格指数。投资方法方面，既有主观的方法，也有量化的方法，部分产品以基本面研究和个股精选为主，部分明确采用多因子模型、量化选股及组合优化方法。

首批产品中，15 只拟采用双基金经理配置，3 只拟采用单基金经理配置，基金经理背景涵盖主动权益、量化及指数投资等领域。18 只产品的管理费率均为 1.00%，托管费率为 0.10%或 0.15%，其管理费率高于多数指数增强 ETF、低于多数普通股票型基金，托管费率与多数指数增强 ETF 相同或略高。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

主动 ETF 将主动管理与场内交易、每日持仓披露等机制相结合，虽然存在参考净值偏离、折溢价及抢先交易等风险，但也提高了持仓信息透明度，建立了有效的监督机制，为投资者参与主动权益投资提供了新的投资工具。海外主动 ETF 持续获得资金流入，资产规模快速增长，也为国内市场提供了发展参考。展望未来，随着产品运作经验逐步积累、申赎及做市服务不断完善，主动 ETF 有望更好的满足投资者的多样化需求，为中长期资金参与权益投资提供更多便利，助力公募基金行业高质量发展。

- **【资配-江雨航】全球多资产策略跟踪分析**

近期全球多资产整体震荡：权益层面，全球股市回调，新兴市场跌幅较大；固收层面，全球债券市场承压，美债收益率曲线整体上移，实际利率显著上行；商品层面，能源涨幅收窄，贵金属和工业金属指数下跌。股债波动同步放大的背景下，资配产品业绩受挫，整体降低权益风险敞口并减配能源、工业板块。大类资产表现：1）权益：全球权益市场近期震荡下行，新兴市场波动较大，美国、英国相对抗跌；板块中必需消费领涨，能源和医疗保健表现较强；美股估值持续降低，处于低位。2）固收：全球债券市场指数整体震荡，主要国家中，受联储加息政策影响，美国和欧洲综合债指数录得负收益，美债长短端 YTM 全面上行，期限利差扩大，实际利率显著上调。3）商品：贵金属延续震荡，能源涨幅收窄，商品指数整体小幅上行；铜铝库存均减少，3M 期货均为贴水。多资产指数：为跟踪量化多资产策略的表现，我们筛选一系列多资产指数作为代表，策略层面涵盖风险平价、风险预算、趋势动量、宏观轮动以及另类策略，同时也加入风险溢价因子指数。1）策略层面：短期多资产策略指数收益仍承压，另类策略继续体现韧性，为唯一正收益；目标波动 10%和 15%的 S&P 风险平价指数近 1 个月分别下跌 0.77%和 1.36%，而基于媒体叙事信号的 MSCI 市场媒体统计多资产指数近 1 个月上涨 0.36%，体现与传统股债策略的低相关性。2）风险溢价因子层面：内部分化加剧，债券趋势保持中期优势，商品 Carry 短期领跑；债券趋势指数（多空）近 3 个月上涨 5.16%、近半年上涨 5.69%，仍是中期表现最强的趋势因子，但近 1 个月在债市行情震荡的背景下，收益收窄至 0.25%；商品 Carry、外汇 Carry 指数近 1 个月分别上涨 1.95%、0.11%，即商品期限结构、高息货币相对低息货币带来的利差收益仍相对稳定。全球配置产品：筛选海外机构旗下的主动型全球多资产配置基金，归类为主观型、混合型（主观量化结合）、量化型三种。1）表现：近期油价、通胀压力、紧缩政策推升全球利率，压制债券价格，同时科技股回调加大权益市场波动，削弱了多资产分散效果，对主观和风险平价产品的冲击较明显，主观多策略型、生息策略型、量化型产品近 1 个月平均收益分别为-1.07%、-1.58%、-1.71%，15 只产品中仅 2 只混合型策略凭借较低的方向性敞口和灵活多空配置取得正收益。2）持仓：截至 09/30，产品倾向于降低权益风险敞口，并利用债券收益率处于高位的机会增加固收配置，板块层面增配信息技术和医疗保健，同时选择性减配工业、能源及部分消费板块，思路仍趋向成长与防御并重。

- **【ESG-麦元勋】国外 ESG 动态跟踪**

第一个 ESG 热点是：9 月 21 日，欧盟正式公布修订后的欧洲可持续发展报告准则（ESRS），对企业可持续披露要求进行大幅精简。新准则将于 11 月 10 日生效，主要适用于 2027 年及以后开始的财年，企业也可以按照规定在 2026 财年提前采用。此前，欧盟已通过企业可持续发展报告指令（CSRD）收窄强制披露企业范围；此次进一步调整具体披露标准，降低仍需报告企业的合规负

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

担。

本轮最突出的变化是披露数据点大量减少。按照欧盟委员会公布的数据，强制数据点减少 60%以上，全部数据点减少 70%以上，预计企业报告成本降低 30%以上。具体包括简化双重重要性评估、价值链数据收集，为部分重要性较低的活动和企业并购处置增加豁免。气候变化、污染、资源利用、员工和商业行为等核心议题仍然保留，但企业需要逐项收集和核验的数据明显减少。

供应链披露要求也同步收紧。对于不属于 CSRD 强制披露范围、员工不超过 1000 人的价值链企业，欧盟将建立统一的自愿披露标准，原则上限制大型企业向这些供应商索取超出标准的信息。过去大型跨国企业为了完成自身 ESRS 报告，往往要求全球上下游企业提供大量环境和社会数据；新规将减轻部分供应商的填报压力。对投资机构来说，则意味着部分细分指标从强制披露转为自愿披露，企业之间能够直接比较的数据项目将有所减少。

与欧盟简化披露要求同时，英国在 9 月 30 日确定了上市公司可持续报告制度升级方案。英国金融行为监管局决定，自 2027 年开始的会计期间起，以英国可持续报告准则，也就是 UK SRS，替代现行上市公司气候披露要求，首批报告将在 2028 年发布。该框架以国际可持续准则理事会的 IFRS S1 和 S2 为基础，将披露范围从气候风险扩展到其他重大可持续风险和机遇，并采用“符合或解释”原则。范围三排放、气候以外的其他事项还分别设置了一年和两年的过渡期。

整体来看，欧盟通过精简指标降低披露负担，英国则进一步向国际可持续披露基准靠拢。未来对企业和投资机构而言，气候相关核心数据仍是重点，但更细致的 ESG 数据覆盖、信息质量以及跨市场可比性会出现新的变化。

第二个 ESG 热点是：9 月 10 日，欧洲议会经济与货币事务委员会通过《可持续金融披露条例》（SFDR）的修订立场，欧盟可持续基金分类改革继续推进。根据当前方案，未来拟设置“可持续类”“转型类”和“ESG 基础类”三类产品，逐步替代现行第 8 条和第 9 条产品框架。目前这一立场还需要与欧盟成员国继续谈判，尚未成为最终法规。

改革的核心是从披露导向走向实质性产品分类。“可持续类”主要投资已经达到较高可持续标准的企业和项目；“转型类”面向暂时未达到可持续标准、但具有明确改善路径的资产；“ESG 基础类”则覆盖同业优选、负面筛选等较宽泛的 ESG 策略。相比现行第 8 条、第 9 条主要以披露义务区分产品，新制度将更直接地约束基金的实际投资、产品名称和营销表述。现有基金未来也需要重新确定类别，并核查持仓与投资策略是否满足相应要求。

欧洲议会本轮重点加强了对化石能源企业进入转型基金的限制。此前成员国立场允许部分化石能源企业在满足条件后纳入，例如至少 20%的资本开支用于符合欧盟分类法的活动，同时制定有期限的范围一和范围二减排计划。欧洲议会进一步提出，符合分类法活动的资本投入须高于新增化石能源项目投入，并对煤电业务设置退出条件。因此，传统能源企业能否进入转型基金，将更直接地受到资本开支方向和实际转型计划约束。

此外，欧洲议会提出增加部分产品层面的主要不利影响指标披露，并恢复部分大型机构的相关披露义务。部分仅面向专业投资者的另类基金可以选择不适用 SFDR，但相应不得使用容易使投资者认为产品符合可持续标准的名称和营销表述。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

整体来看，SFDR 改革最直接的影响集中在基金管理人。未来产品分类将与实际持仓和名称使用更加紧密地结合，现有第 8 条、第 9 条产品可能面临分类调整、投资组合重构和营销材料修改；而传统能源等争议行业能否纳入转型类产品，仍是立法谈判中的重点。

第三个 ESG 热点是：9 月美国在股东治理和电力行业减排两个方向继续放松联邦 ESG 监管。9 月 16 日，美国证券交易委员会提出撤销联邦股东提案规则（Rule 14a-8）。现行规则允许符合持股条件的投资者，将气候披露、公司治理、劳工等议案列入上市公司股东大会材料，并交由股东表决。如果方案最终通过，联邦层面将不再提供这一统一机制，具体股东权利主要由公司注册地州法和公司章程决定。目前提案仍在征求意见，并未正式实施。

这一变化将影响机构投资者的尽责管理方式。美国证券交易委员会数据显示，2022 至 2025 年通过这一规则提交的议案中，环境和社会类占 53%，在撤回议案中占 61%。这说明不少议案在投票前就已经促成股东与公司的沟通协商。统一规则一旦撤销，机构仍可通过直接沟通、代理投票和州法规定的股东权利参与治理，但中小投资者开展相关活动的法律和组织成本可能增加，尽责管理资源将进一步向大型资管机构集中。

与此同时，9 月 14 日，美国环境保护署正式撤销 2024 年电厂温室气体排放标准中的大部分要求，新规将于 11 月 16 日生效。原标准要求部分长期运行的燃煤电厂通过碳捕集与封存（CCS），实现约 90%的二氧化碳捕集率，并要求部分燃煤机组提高天然气混烧比例。环保署认为，CCS 大规模应用的技术成熟度、建设成本，以及二氧化碳运输和封存设施进度，尚不足以支持原定实施时间表，因此撤销相关强制要求。

直接影响是部分燃煤电厂不再需要按照原定期限建设 CCS 或者改用天然气混烧，联邦监管推动的减排资本开支将相应下降。环保署还提出取消剩余的部分电厂温室气体标准，但这一部分仍属于提案，并未生效。整体来看，美国本轮政策调整既可能削弱机构通过股东提案推动企业 ESG 治理的渠道，也已经降低部分电厂的强制减排投资需求；未来相关企业的气候投入将更多受到州级政策、税收激励和项目经济性的影响。

- **【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 1.19，大盘相对小盘风格的赔率估计为 1.39。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 25.00%，价值风格的胜率为 75.00%。大盘风格的胜率为 57.14%，小盘风格的胜率为 42.86%。根据模型数据，最新的大盘得分为 0.26，小盘得分为-0.37，成长得分为-0.64，价值得分为 0.54。因此，最新市值观点为大盘/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，

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

择时模型信号整体偏谨慎，若成交量有所回升，市场或迎来阶段性修复。同时，三季报披露进入收官阶段，业绩表现差异或进一步加剧市场结构性分化。

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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster