



美国非农数据强化降息预期，权益市场流动性边际修复

——鑫元周观点（2025.09.01-2025.09.07）

一、核心观点

宏观方面，阅兵在“新域新质战力”与完整核三位一体集中亮相下，强化“安全—科技—产业”一体化叙事与长期战略定力；资本市场与地产端继续围绕“降成本、稳预期”发力——公募费改第三阶段落地、深圳进一步优化限购与信贷公积金规则，同时财政部与央行联合研判国债买卖与发行机制，政策协同取向更为明确。海外方面，美国8月非农显著走弱，9月降息定价抬升，贵金属创新高；白宫携手科企巨头强化AI与本土投资路线，特朗普公布美联储主席“三人候选”，政策与产业预期同向，但央行独立性与关税路径的不确定性仍是后续波动源。总体看，国内“稳增长—畅传导”的政策合力与外部“弱增长—宽货币”共振，有利于风险偏好与流动性斜率的边际修复。

权益市场方面，8月低于市场预期的美国非农就业数据，验证了鲍威尔在全球央行行长会议的讲话：降息的首要目标是呵护就业市场，暂时性忽视通胀上行风险。短期偏弱的就业数据更多体现为强化降息预期（美债的反馈），从而支持风险资产的表现。因此，在美联储呵护的决心下，海外流动性宽松和风险资产受益的趋势不会改变。继续维持9月和11月年内两次降息的预测。国内流动性继续放松，内部股债存在切换：股债跷跷板效应下，部分居民赎回理财、增加权益资产，权益市场流动性充裕。权益市场中长期向好趋势不变。国内稳增长政策储备充足。本周权益策略建议：仓位方面，维持中高仓位。非农数据走弱进一步增强了海外降息预期，叠加国内股债再平衡加速下的分母结构性宽松，权益市场流动性充裕，且负债端稳定，中长期牛市并未结束。大方向上仍然看多做多。但短期明显看到市场资金在向包括海外算力CPO+PCB等结构性方向在内的龙头品种集中，后排扩散品种持续出现掉队的现象。8月初以来的泛科技加速上涨，大概率已结束，后续关注成交额降至2万亿元附近的机会。配置策略上仍建议哑铃策略。行业选择方面，1）稳定类红利资产（含H股）配置可以开始逐步增加，转向银行、保险以及传统消费行业。2）外需景气逻辑受益的CPO+PCB、创新药、CXO、储能等结构性方向，在高波动之后，可能慢慢趋弱，建议逐渐减持此类高弹性的持仓品种。3）在美联储降息的大背景下，继续配置有色金属行业，包括黄金、铜铝锡等大宗工

业金属，以及钴锂等为主的能源金属。

固收市场方面，本周债市围绕资金面以及股债跷跷板交易，股市历经大幅回撤后强势反弹，债市收益率先下后上，走出 V 型。央行买债预期、万亿买断式逆回购续作皆未能足够利好债市，长债收益率仅仅回踩近期震荡区间下沿，未能选择方向，周五权益强势反弹，沪指重回 3800 点，加之季末大行存在止盈兑现诉求，债市情绪再度崩盘，基本抹去周内所有涨幅。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化-3bp、-1bp、3bp 收于 2.11%、1.83%、1.4%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化-1bp、-3bp 收于 29bp、43bp。本周新增信息并不多，进入 9 月，债市逻辑依然是资金面和市场风险偏好，央行维稳下资金“稳定器”角色不改，月初资金面如期宽松，而权益双边波动加大，一度迎来大幅下跌，但却未能带动债市收益率明显下行，惯性思维和反应下，股债联动模式或从简单的股债对称运行演变为“债预判股”。在赚钱效应的驱动下居民财富仍在持续涌入股市，市场调整反而成了资金的入市良机，股市仍处于趋势上行过程。考虑到当前股市强势下机构行为难以预测，以及近期政策强度以及频率也都基本利好股市情绪，债市短期震荡偏弱，至于要不要以及何时博反弹，仍然建议关注后续央行的表态及动作，若无动作，考虑在股市上升斜率最高的时点去博反弹，当前不建议长端的单边看涨。

二、宏观动态

（一）国内宏观

9 月 2 日上午，国家主席习近平同俄罗斯总统普京举行会谈。习近平强调，中俄两国要增强合作韧性，提升合作默契，全力巩固和维护合作大局。双方签署能源、航天、人工智能、农业、检验检疫、卫生、科研、教育、媒体等领域 20 余份双边合作文件。

国家主席习近平主持上海合作组织成员国元首理事会第二十五次会议并发表重要讲话。成员国领导人签署并发表《上海合作组织成员国元首理事会天津宣言》，批准《上合组织未来 10 年（2026—2035 年）发展战略》，发表关于第二次世界大战胜利和联合国成立 80 周年的声明、关于支持多边贸易体制的声明，通过加强安全、经济、人文合作和组织建设等 24 份成果文件。

9 月 3 日上午，北京天安门广场举行“纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年大会”并组织阅兵。超过 25 位外国元首或政府首脑到场观礼。嘉宾包括俄罗斯总统普京、朝鲜劳动党总书记兼国务委员长金正恩，并与国家主席习近平同台。阅兵式中，中国核力量“完整三位一体”首次集中亮相，空基远程导弹“惊雷-1”、海基“巨浪-3”潜射导弹，

及陆基洲际导弹东风-61、东风-31，并展出最新改型液体洲际战略核导弹东风-5C，打击范围覆盖全球。“新域新质战力”是本次阅兵展示的一大亮点，军事航天部队、网络空间部队、信息支援部队、联勤保障部队这4支战略兵种受阅方队作为新域新质力量的代表擎着崭新的军旗帅气亮相。此外，无人、水下、网电、反无人机、激光武器等新型作战力量也备受关注。

公募基金第三阶段费率改革落地。证监会就公募基金销售费用管理规定公开征求意见，将合理调降公募基金认购费、申购费、销售服务费等销售环节费率水平，优化赎回费制度安排。据测算，三个阶段费改累计让利超500亿元，其中第三阶段每年为投资者让利约300亿元。同时，证监会指导中国结算搭建的公募基金行业机构投资者直销服务平台（FISP平台）正式启动运行，基金管理人、基金托管人应当接入FISP平台。

深圳进一步放松住房限购政策。符合条件的居民家庭在罗湖区、宝安区（不含新安街道）、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区内购房不限套数，外地户籍无满1年社保或个税证明限购2套；在盐田区、大鹏新区购房不再审核购房资格；成年单身人士按照居民家庭执行限购政策。同时，房贷利率不再区分首套住房和二套住房。另外，深圳还拟调整公积金政策，新增购房首付款等六类提取情形。

央行重启国债买卖操作预期骤然升温。财政部与央行联合工作组近日召开第二次组长会议，就金融市场运行、政府债券发行管理、央行国债买卖操作和完善离岸人民币国债发行机制等议题进行了深入研讨。下一步，要继续积极发挥联合工作组机制作用，深化合作，加强协同，持续推动我国债券市场平稳健康发展，共同保障财政政策、货币政策更好落地见效。一位大型国有银行债券交易员透露，当前国有大型银行已储备大量短期国债，应对央行重启国债买卖操作的头寸需求。

（二）海外宏观

美国总统特朗普“钦点”可能的美联储主席人选：首席经济顾问凯文·哈塞特、前美联储理事凯文·沃什，以及现任美联储理事沃勒。这是特朗普罕见地直接点名谁最有可能做下任美联储主席。美国财长贝森特重申无意担任美联储主席，他说：“我是这个地球上唯一不想做这份工作的人。”

美国8月非农就业仅增长2.2万人，远不及市场预期的7.5万人。6月非农就业数据由此前的增加2.7万人大幅下修至减少1.3万人，为自2020年以来首次出现月度就业人数萎缩。8月失业率升至4.3%，为2021年以来新高。相关数据进一步提升美联储9月降息预期。CME“美联储观察”数据显示，美联储9月维持利率不变的概率为0，降息25个基点的概率为

88.2%，降息 50 个基点的概率为 11.7%。在最新公布的美国非农就业数据显著弱于预期后，市场几乎笃定美联储将在 9 月会议启动降息。受宽松预期与避险需求双重推动，现货黄金周五强势突破 3600 美元/盎司关口，刷新历史纪录，并录得自 6 月中旬以来的最大单周涨幅。

美国总统特朗普 9 月 4 日在白宫举办面向科技巨头的晚宴。晚宴原定于新近改造完成的玫瑰园露台，因天气转至白宫国宴厅（State Dining Room），到场的包括苹果 CEO 蒂姆·库克、谷歌 CEO 桑达尔·皮查伊、微软董事长兼 CEO 萨提亚·纳德拉、Meta 创始人马克·扎克伯格、微软联合创始人比尔·盖茨、OpenAI 的萨姆·阿尔特曼与格雷格·布罗克曼、甲骨文 CEO 萨弗拉·卡茨、AMD CEO 苏姿丰、谷歌联合创始人谢尔盖·布林，以及美光等芯片与航天企业高管；马斯克未出席，引发业界对其与政府关系的再度揣测。晚宴围绕人工智能与美国本土投资展开，多位企业家在现场高调表达对政府 AI 议程的支持，并当场报出未来在美投入的规模（如 Meta 与苹果各称将投入约 6000 亿美元、谷歌称 2500 亿美元、微软称每年投入约 750 - 800 亿美元），凸显在算力基础设施、数据中心与先进制造上的资本开支将持续扩张。

美国总统特朗普签署行政命令，对进口关税范围进行调整，并落实与外国贸易伙伴的贸易与安全框架协议。行政命令规定：在与外国贸易伙伴达成框架协议或最终协议后，美国可根据协议内容调整关税，包括将部分商品的对等关税降至零，但最终协议签署前通常不会缩小关税范围或修改第 232 条相关关税（钢铁和铝衍生品关税）。可获得零对等关税的商品包括无法在美国生产或生产不足以满足国内需求的产品、特定农产品、飞机及零件，以及药品应用的非专利物品。

白宫表示，美国总统特朗普签署行政命令，正式实施美日贸易协定。据悉，该行政令将明确关税调整措施，确保此前已征收较高关税的日本进口产品不会被双重征税，而此前税率低于 15% 的商品将调整至新税率。此外，白宫表示，日本正致力于加快落实将美国大米采购量增加 75% 的计划。

美联储理事沃勒表示，美联储应在本月开始降息，并在未来数月内进行多次下调，但他对降息的具体节奏持开放态度，认为这将取决于未来的经济数据。圣路易斯联储主席穆萨莱姆认为，当前利率水平非常适合目前的经济环境，政策不应过度偏向于支持劳动力市场或抗击通胀。

日本央行行长植田和男在与日本首相石破茂会谈后表示，如果日本经济增长和物价符合展望，日本央行将加息。植田和男透露，双方就经济、物价和市场趋势交换了意见，并谈到了汇率问题。

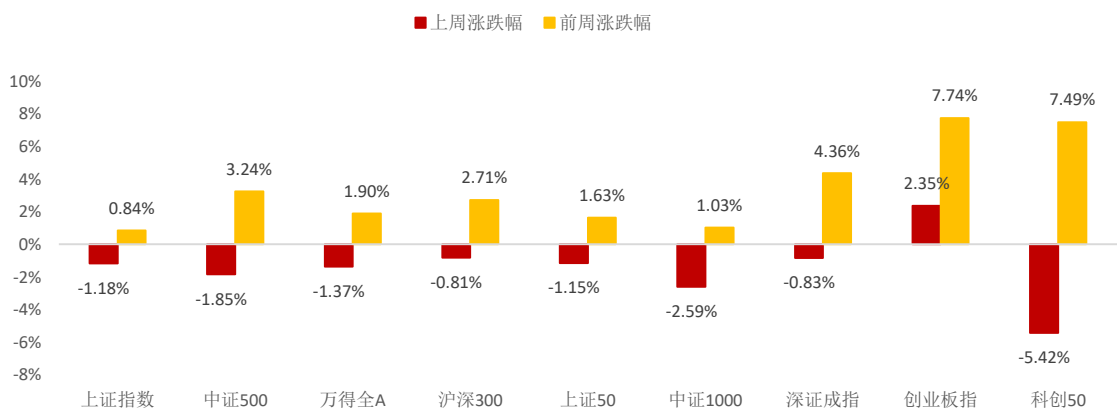
美国总统特朗普表示，将就全球关税案裁决向美国最高法院提起上诉，并重申，他推出全球关税是鉴于美国处于经济紧急状态。特朗普称，如果上诉到最高法院后，他仍在全球关税案中败诉，将会造成“一种也许前所未见的震荡”。如果他在关税案中获胜，股市将会“直冲云霄”。

三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

本周 A 股宽基指数多数下跌。截至 9 月 5 日，创业板指涨 2.35%，涨幅居前，科创 50 跌 5.42%，跌幅居前。从行业板块看，本周**电力设备、综合、有色金属**领涨，**国防军工、计算机、非银金融**领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2025/9/5	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数		
上证指数	16.3	↓	0.22	54.1	↓	2.23	92.1%	98.1%	97.4%
深证成指	29.8	↓	0.42	71.9	↓	1.65	79.6%	89.1%	85.1%
上证 50	11.8	↓	0.13	60.2	↓	1.60	89.0%	88.5%	84.4%
沪深 300	14.0	↓	0.18	62.1	↓	3.08	82.3%	85.2%	80.1%
中证 500	33.1	↓	0.24	62.3	↓	0.72	74.9%	98.8%	98.4%
中证 1000	45.9	↓	0.96	66.0	↓	1.64	66.0%	89.6%	88.2%
创业板指	41.6	↑	0.57	37.0	↑	1.53	35.0%	47.7%	51.1%
科创 50	177.4	↓	8.29	99.6	↓	0.36	99.6%	99.6%	99.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	2025/9/5	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	18.5	↓ 0.44	8.67%	↓ 1.53	8.7%	14.5%	19.8%
基础化工(申万)	28.5	↓ 0.34	63.90%	↓ 1.46	63.9%	88.6%	84.4%
钢铁(申万)	37.8	↓ 1.83	79.49%	↓ 0.82	79.5%	98.2%	97.5%
有色金属(申万)	24.0	↓ 0.49	29.06%	↓ 0.79	29.1%	48.6%	61.5%
电子(申万)	64.2	↓ 6.68	87.24%	↓ 5.51	87.2%	99.4%	99.2%
家用电器(申万)	14.5	↓ 0.22	35.38%	↓ 3.97	35.4%	39.4%	41.7%
食品饮料(申万)	21.8	↓ 0.20	22.50%	↓ 0.53	22.5%	15.0%	20.3%
纺织服饰(申万)	27.6	↑ 1.10	61.72%	↑ 2.82	61.7%	78.3%	73.2%
轻工制造(申万)	30.8	↑ 0.10	59.51%	↑ 0.25	59.5%	94.2%	92.1%
医药生物(申万)	40.8	↑ 0.55	75.40%	↑ 2.24	75.4%	83.9%	78.3%
公用事业(申万)	19.3	↑ 0.50	37.16%	↑ 4.50	37.2%	40.1%	46.5%
交通运输(申万)	16.6	↑ 0.01	47.28%	↑ 0.14	47.3%	59.6%	70.5%
房地产(申万)	63.7	↑ 17.99	99.90%	↑ 0.07	99.9%	99.8%	99.8%
商贸零售(申万)	42.4	↑ 0.07	88.13%	↑ 0.09	88.1%	99.9%	99.8%
社会服务(申万)	46.7	↑ 0.60	47.40%	↑ 0.80	47.4%	49.7%	31.3%
综合(申万)	58.3	↓ 2.03	75.42%	↓ 2.75	75.4%	88.4%	84.2%
建筑材料(申万)	28.6	↓ 2.46	78.52%	↓ 3.09	78.5%	98.2%	97.6%
建筑装饰(申万)	11.7	↓ 0.01	65.56%	↓ 0.11	65.6%	92.7%	98.7%
电力设备(申万)	37.8	↑ 1.49	51.30%	↑ 3.94	51.3%	72.8%	63.2%
国防军工(申万)	84.6	↓ 10.10	72.88%	↓ 2.75	72.9%	98.3%	97.7%
计算机(申万)	90.0	↓ 10.56	94.43%	↓ 2.07	94.4%	99.1%	98.7%
传媒(申万)	46.5	↓ 2.49	67.66%	↓ 4.77	67.7%	93.8%	91.7%
通信(申万)	45.6	↓ 4.38	72.96%	↓ 9.43	73.0%	94.3%	95.5%
银行(申万)	6.5	↓ 0.09	58.33%	↓ 4.08	58.3%	64.9%	76.6%
非银金融(申万)	15.0	↓ 1.69	31.78%	↓ 24.90	31.8%	40.8%	48.7%
汽车(申万)	29.6	↑ 0.12	82.39%	↑ 0.34	82.4%	72.0%	61.7%
机械设备(申万)	35.8	↓ 2.32	69.21%	↓ 1.83	69.2%	95.9%	97.9%
煤炭(申万)	15.2	↑ 2.12	75.73%	↑ 6.86	75.7%	99.9%	99.8%
石油石化(申万)	18.9	↑ 1.59	58.81%	↑ 9.10	58.8%	86.5%	90.2%
环保(申万)	26.7	↓ 0.13	58.15%	↓ 0.11	58.1%	96.2%	99.0%
美容护理(申万)	43.0	↑ 1.74	63.24%	↑ 2.98	63.2%	62.8%	49.2%

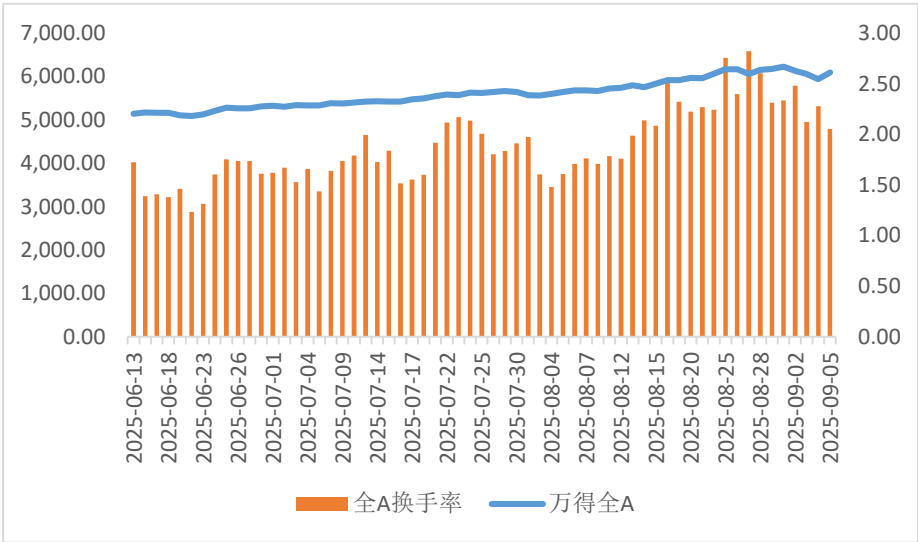
数据来源：Wind、鑫元基金

本周各宽基指数估值多数下行，各行业估值上下不一。当前仍存在宽基指数估值水平在历史 50%分位数以下，未来存在一定估值提升空间。从行业板块看，本周**房地产、煤炭、美容护理**估值上行最多，**计算机、国防军工、电子**下行最多。当前**房地产、计算机、商贸零售、电子、汽车**板块估值处于历史较高水平；**农林牧渔、食品饮料、有色金属、非银金融、家用**

电器板块估值处于历史较低水平。

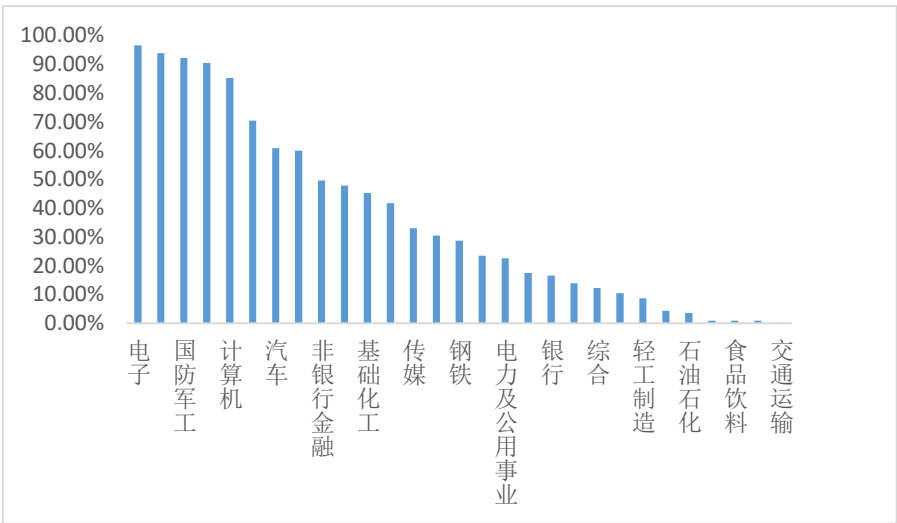
3、权益市场情绪

图：全市场换手率（%）



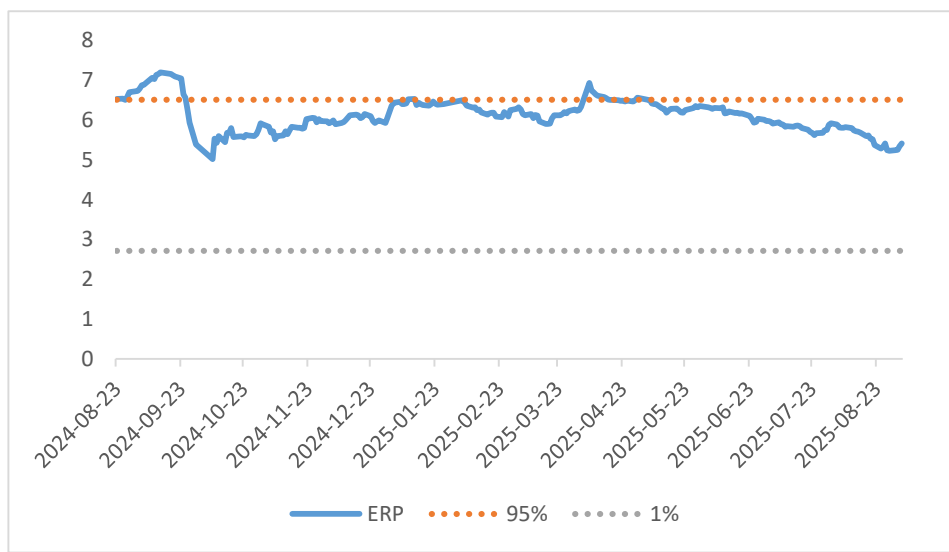
数据来源：Wind

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind

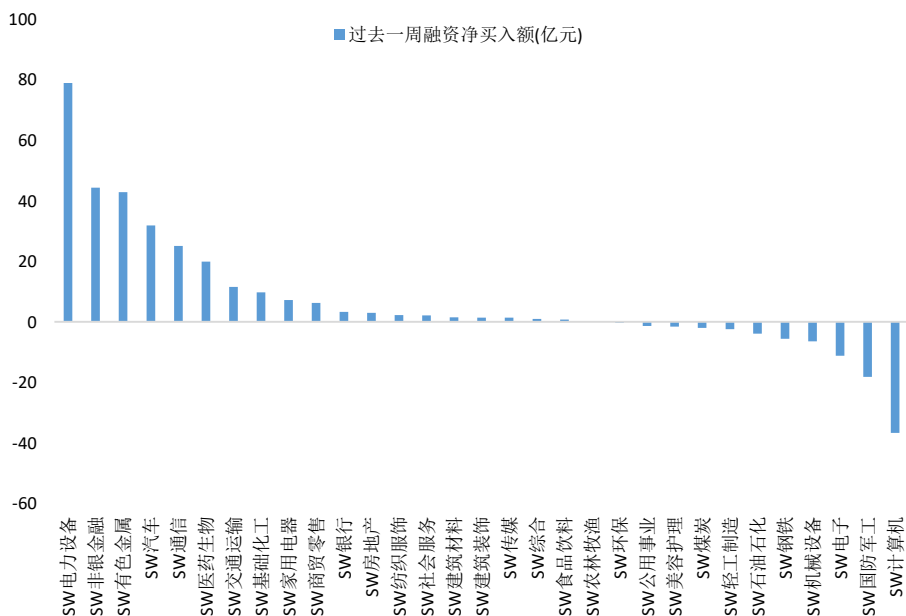
本周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，市场高位震荡。从行业拥挤度的角度，电子，机械，国防军工行业拥挤度较高。

从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.41%，处于历史 56.17% 分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

4、权益市场资金

9 月 4 日，两融资金占比为 10.31%，8 月 29 日为 11.33%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至 9 月 5 日，本周融资净买入的前三行业为电力设备、非银金融、有色金属。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

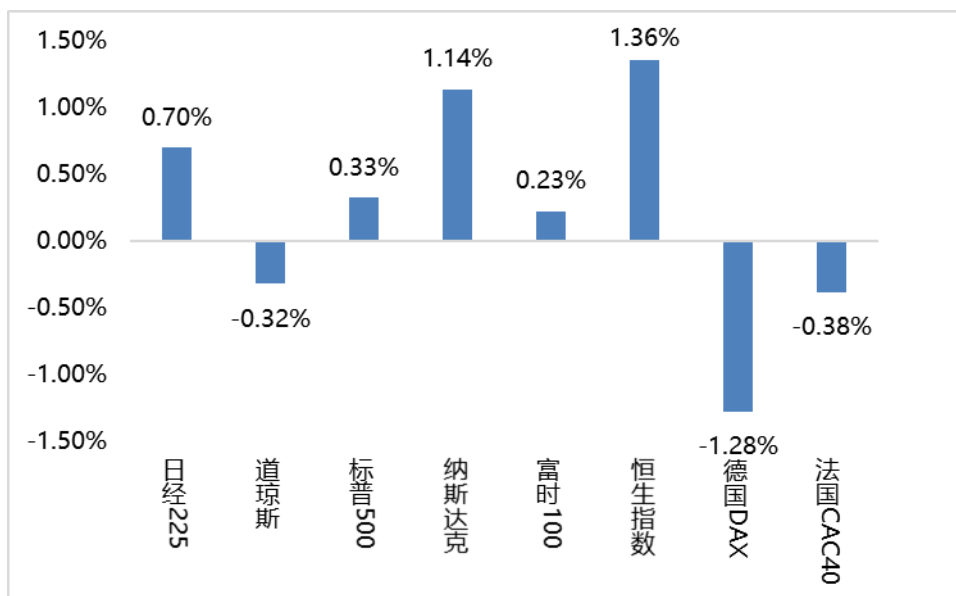


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

本周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指下跌 0.32%，标普 500 上涨 0.33%，纳指上涨 1.14%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 0.23%，德国下跌 1.28%，法国下跌 0.38%；亚太股市方面，日经指数上涨 0.70%，恒生指数上涨 1.36%。

图：上周海外主要指数涨跌

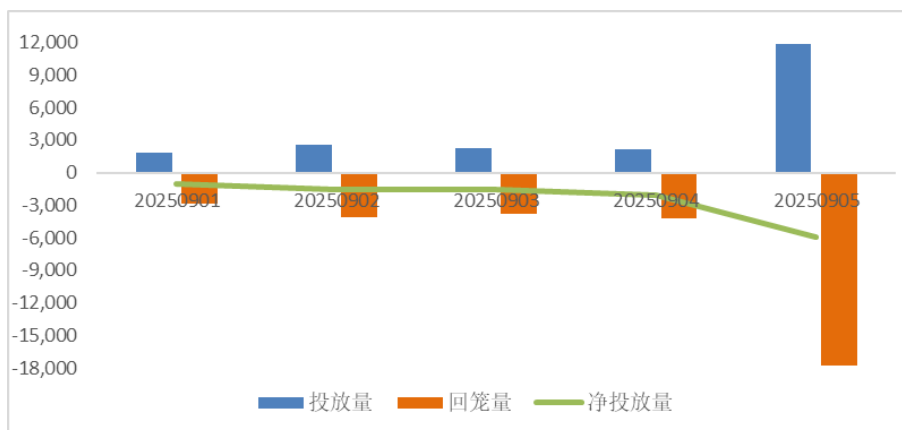


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：本周央行共开展 10684 亿元 7 天期逆回购操作和 10000 亿元买断式逆回购操作，因有 22731 亿元 7 天期逆回购及 10000 亿元买断式逆回购到期，整体实现净回笼 12047 亿元。

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：下周国债计划发行 4910 亿元，地方政府债计划发行 3017 亿元，整体净缴款 3138 亿元。

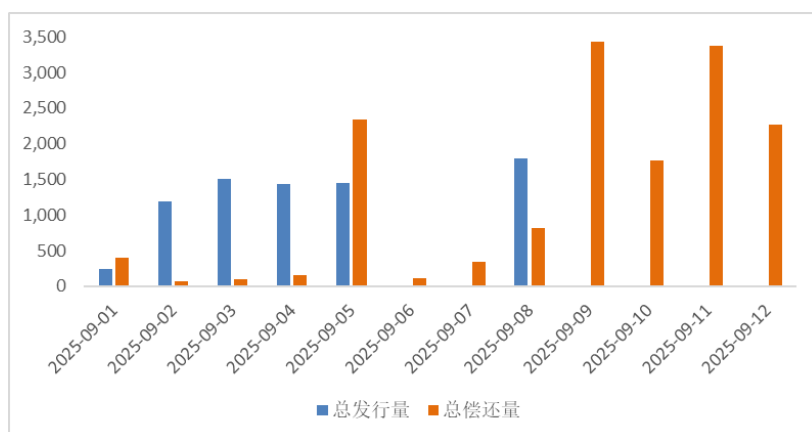
图：9 月 8 日-9 月 12 日政府债发行缴款

单位：亿元

	9 月 8 日		9 月 9 日		9 月 10 日		9 月 11 日		9 月 12 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	1556	0	0	1840	0	0	870	3070	590
到期	1191.7	1.25	202.6	214.34	350	255.6	955.2	394.83	0	31.9
缴款	2390	79	0	1556	0	0	1840	0	0	870
净缴款	1276		1139		-605.6		490		839	

同业存单发行：本周（9 月 8-12 日）存单到期 12098 亿元，到期压力升至年内次高点（最高点为 6 月 9-13 日的 12125 亿元）。后续一周存单到期量也将维持在 8000+亿元的相对高位。

图：同业存单到期与发行

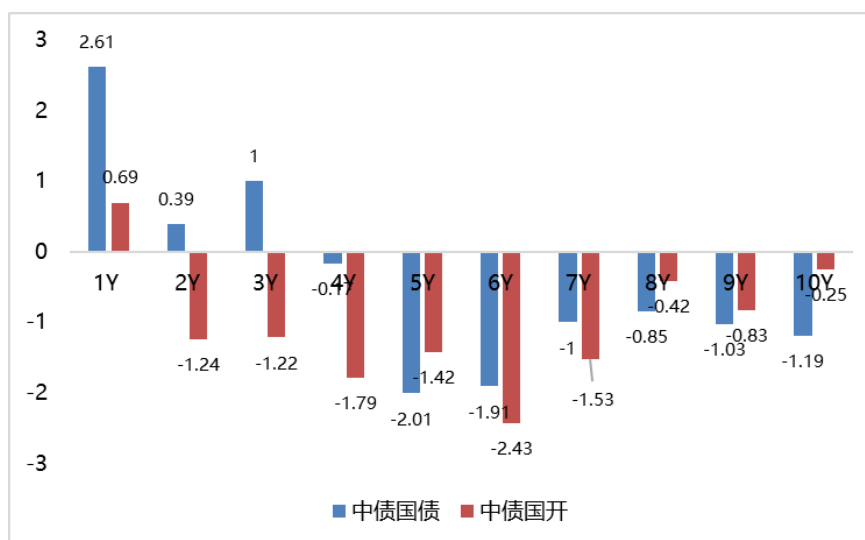


回购市场：本周流动性季节性转松，尽管央行连续五日缩量续作逆回购，累计净回笼 1.20 万亿元，但资金利率依旧维持低位。9 月 1 日，资金利率快速修复至跨月前水平，隔夜利率重回 OMO 利率下方，R001、DR001 较 8 月 29 日分别下行 6、2bp，至 1.36%、1.31%，随后四个交易日维持在该水平附近，单日波幅均未超过 1bp。7 天资金利率走势与之类似，R007、DR007 月初首日同步回落，其后基本围绕 1.46%、1.44% 中枢水平窄幅波动。此外，周四尾盘央行发布 3 个月买断式回购招标公告，9 月续作规模与到期量相等，均为 1 万亿元，及时且大额等量的续作，体现出央行态度整体偏呵护。

票据利率：本周转贴市场上，需求方面，月初时点，买盘持观望态度，主要大行操作多以托收票和跨年票为主，中小城农亦谨慎跟随。供给方面，一级市场票源供给跌至低位后缓步爬升，卖盘出票能力提升有限。供需相互博弈下，票据利率在月初前半周小幅调整后，陷入区间震荡，分期限来看，年内票价有所上行，跨年票则小幅下行。

（三）债券市场

图：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差（2025 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	9.17	12.45	21.39	36.94
环比	-1.61	-3.01	0.82	4.86
年初以来	-11.81	1.38	5.87	6.54
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	25.32	15.30	18.41	46.93
2016 年以来分位数	12.26%	29.84%	73.01%	36.07%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2025 年 9 月 5 日）

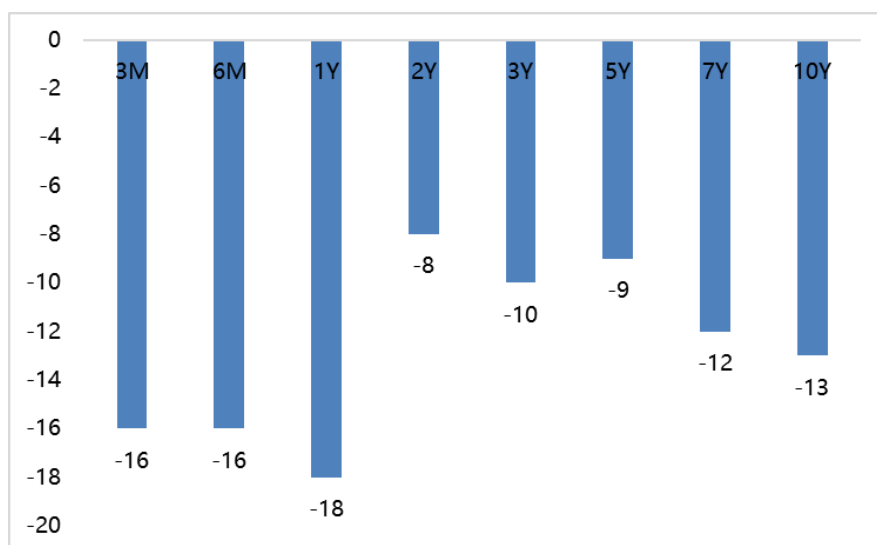
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	16.37	17.19	21.83	25.91	28.51
环比	0.42	-1.00	-1.42	0.59	0.94
年初以来	-15.97	-18.04	-15.43	-7.73	-16.61
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	44.19	35.54	37.96	42.10	43.54
2016 年以来分位数	0.41%	1.69%	8.58%	7.88%	11.47%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债收益率短期上行，长期下行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 2.61BP 至 1.3959，3 年期上行 1BP 至 1.4876，5 年期下行 2.01BP 至 1.6121，10 年期下行 1.19BP 至 1.826。

长期限高等级票据信用利差窄阔不一。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.42BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.00BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.42BP。

图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

本周美债各期限收益率集体下行。本周 10 年期美债收益率下行 13BP，10 年期国债收益率下行 1.19BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率下行 18BP，3 年期美债收益率下行 10BP，10 年期美债收益率下行 13BP。

图 16：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（四）外汇市场

本周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率贬值。本周美元指数下跌 0.11%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.05%，即期汇率贬值 0.07%，离岸人民币汇率贬值 0.06%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币： 中间价	美元兑人民币：即期 汇率	美元兑人民币： 离岸
选定日期	97.7357	7.1064	7.1378	7.1263
对照日期	97.8477	7.103	7.133	7.1221
涨跌	-0.11%	-0.05%	-0.07%	-0.06%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，阅兵在“新域新质战力”与完整核三位一体集中亮相下，强化“安全—科技—产业”一体化叙事与长期战略定力；资本市场与地产端继续围绕“降成本、稳预期”发力——公募费改第三阶段落地、深圳进一步优化限购与信贷公积金规则，同时财政部与央行联合研判国债买卖与发行机制，政策协同取向更为明确。海外方面，美国 8 月非农显著走弱，9 月降息定价抬升，贵金属创新高；白宫携手科企巨头强化 AI 与本土投资路线，特朗普公布美联储主席“三人候选”，政策与产业预期同向，但央行独立性与关税路径的不确定性仍是后续波动源。总体看，国内“稳增长—畅传导”的政策合力与外部“弱增长—宽货币”共振，有利于风险偏好与流动性斜率的边际修复。

国内方面，9·3 阅兵首次成体系展示核三位一体与高超声、无人集群、激光等新型力量，各国政要高规格出席强化大国战略沟通与安全预期锚。公募基金第三阶段费改拟年化让利约 300 亿元、下调申购/销售服务等环节费率，客观上降低持有成本、引导长期资金配置，叠加 FISP 平台推进，利于权益市场“低费率—长期资金—产品生态”良性循环。深圳进一步松绑限购并优化房贷、公积金规则，政策意在稳交易与稳预期，配合金融端“降成本”共同缓释地产对信用的拖累。财政部与央行联合工作组再度会商，市场对央行适时开展国债买卖与完善发行机制的预期升温，若落地将通过利率期限结构与二级流动性改善，促进“宽货币—宽

信用”传导。

国际方面，美国 8 月非农仅+2.2 万，失业率升至 4.3%，强化 9 月启动降息的基线情形；黄金在“增长降温+宽松预期+避险需求”共振下再创历史高位。特朗普在白宫设宴科技巨头，围绕 AI 与本土投资作出多项中长期投入承诺，产业资本开支周期的“政策推动—企业兑现”逻辑被再强化；其同时点名哈塞特、沃什与沃勒为美联储主席候选，配合沃勒公开表态“应自 9 月起降息、节奏视数据”，政策不确定性与央行独立性讨论升温。

（二）权益市场展望和策略

8 月低于市场预期的美国非农就业数据，验证了鲍威尔在全球央行行长会议的讲话：降息的首要目标是呵护就业市场，暂时性忽视通胀上行风险。短期偏弱的就业数据更多体现为强化降息预期（美债的反馈），从而支持风险资产的表现。因此，在美联储呵护的决心下，海外流动性宽松和风险资产受益的趋势不会改变。继续维持 9 月和 11 月年内两次降息的预测。国内流动性继续放松，内部股债存在切换：股债跷跷板效应下，部分居民赎回理财、增加权益资产，权益市场流动性充裕。权益市场中长期向好趋势不变。国内稳增长政策储备充足。

本周权益策略建议：仓位方面，维持中高仓位。非农数据走弱进一步增强了海外降息预期，叠加国内股债再平衡加速下的分母结构性宽松，权益市场流动性充裕，且负债端稳定，中长期牛市并未结束。大方向上仍然看多做多。但短期明显看到市场资金在向包括海外算力 CPO+PCB 等结构性方向在内的龙头品种集中，后排扩散品种持续出现掉队的现象。8 月初以来的泛科技加速上涨，大概率已结束，后续关注成交额降至 2 万亿元附近的机会。配置策略上仍建议哑铃策略。行业选择方面，1）稳定类红利资产（含 H 股）配置可以开始逐步增加，转向银行、保险以及传统消费行业。2）外需景气逻辑受益的 CPO+PCB、创新药、CXO、储能等结构性方向，在高波动之后，可能慢慢趋弱，建议逐渐减持此类高弹性的持仓品种。3）在美联储降息的大背景下，继续配置有色金属行业，包括黄金、铜铝锡等大宗工业金属，以及钴锂等为主的能源金属。

（三）债券市场展望和策略

看股做债是当前国内债市的主线，背后反映的是居民资产配置再平衡的过程，那么风险偏好何时趋势回落是后续债市回归稳定的关键变量。权益市场自 8 月以来走出了估值持续拉升的上涨行情，背后反映的是市场预期的变化。简单回顾股市上涨的原因，首先离不开政策的支持，8 月以来政策层不断落实反内卷、提振消费的举措提振了居民部门对于资本市场的预期，而其中最为关键的是政策层对股市的托底表态，相较于下跌更害怕错过的心态使得市

场持股意愿普遍增强，其次是中美双宽松预期下宏观流动性的改善，9 月份联储降息以及国内存款利率的不断调降驱动全球资产风险偏好的改善，最后是以新消费、创新药、AI 为代表的新的产业线索不断涌现，市场对于成长逻辑的追逐将相关板块的估值水平抬升到了极致的水平。因此总结看，这轮市场的上涨并非真正意义上的纯靠流动性抬升的行情，而是政策+流动性+产业趋势共振的牛市。

展望来看，通过抬升股市实现居民部门财产性收入是弥补工资性收入不足的重要途径，“924”活跃资本市场的大方向并没有发生根本性变化。从居民部门存款余额与 A 股流通市值占比及两融余额占比的角度看，当下权益市场似乎也并没有达到“过热”的状态，居民部门资金流入股市也才刚刚开始，我们认为当前政策层下场干预的概率偏低。后续美联储降息的确定性以及即将落地的大美丽法案推动全球需求向上脉冲，唯一需要担心的可能是关税带来的通胀带来的降息预期摇摆。后续 9 月份政治局会议、12 月的中央经济工作会议可能提及反内卷都会接力市场情绪，而十五五规划又会为市场提供新的产业线索，短期股市讲预期的利好催化因素明显较多。

居民部门预期向好推动股市回暖进而作用于基本面，基本面再反馈到居民部门预期好转的螺旋式自我强化过程易拉长趋势行情，那么如同过去几年长债的表现一样，权益市场现阶段可能难言见顶。当股债同时处在政策市的环境中时，重点关注央行的表态及动作、政策层对于股市的定调等，具体领先指标可参考两融、居民新增存款变动情况，这往往是政策层开始关注并干预市场的先行指标。

重回国内基本面方面，7 月社融和经济数据都指向弱内需的现状并没有改变，经济的内生性动能依然低迷。金融数据表明私人部门信贷萎缩明显，M2 的核心驱动力量还是在于政府发债。经济数据整体也是弱于预期，首先地产总体延续疲软表现，其次消费数据下滑超预期，今年居民收入大方向依然承压，内生性消费动能适中没有被激活，一旦国补阶段性退坡，社零整体会跟随回落。我们预计近期会看到出口及信贷冲量的见顶回落，但目前市场并不关心现实，重要的是预期的故事能否延续。

策略方面，首先要明确的是在弱现实的环境中债市并没有反转基础，从股市到房价再到信贷的传导本身需要 1-2 年时间，如果股市走快牛+慢熊的逻辑，债市在风险偏好下行阶段依然有不错的资本利得收益，资金再平衡本身也是一个动态的过程，缺乏业绩支撑的股市在牛市后期会不断驱动股市资金重新流回债市。但如果股市走慢牛的逻辑，债市的利率中枢可能会不断往上至一个新的股债平衡点位。从机构行为角度来看，规模增长最快的固收+产品也离

不开资产配置的大部分需要投向债市。保险长端 2%利率上方可能是当前机构投资者心中配置盘的锚点，在市场巨幅波动时存在抄底机会。当然去抄底博反弹的风险远高于顺势而为，无论股市走慢牛还是快牛+慢牛的逻辑都意味着债市资金会面临风险偏好改善下的不断抽血，考虑到短期市场扰动因素过多且难以预测，建议以防守心态寻找风险偏好转弱的时点或央行下场表态时点。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。