

弱数据强化政策托底，权益回调不改上行结构

——鑫元周观点（2026.08.17-2026.08.21）

一、核心观点

宏观方面， 7月国内经济数据明显走弱，规模以上工业增加值同比增长4.5%、社零增长0.6%，1—7月固定资产投资下降6.7%、房地产开发投资下降19.2%，内需偏弱。政策应对并未转向单纯降息，而是通过8000亿元新型政策性金融工具、贷款贴息扩容和地方地产政策加快修复企业投资与居民需求，8月LPR仍维持1年期3.0%、5年期以上3.5%。海外方面，美国40万亿美元债务压力与长债回购扩容共同推高财政可持续性争议，叠加美联储7月会议纪要偏鹰、伊朗局势抬升油价，市场同时交易“高利率”和“美元信用折价”，黄金强于美债的逻辑进一步强化。

权益市场方面， 本轮调整是新上升波段的组成部分，很难跌破7月下旬低点。本轮回撤的性质是“超跌反弹动能衰减 + 前期领涨的科技/双创拥挤度释放 + 外部利率与情绪扰动”，而非产业趋势或上升结构的破坏。因此：7月下旬低点大概率构成本轮调整的强支撑，向下空间有限；此前按纪律已在高点附近减仓者可保持定力、观望为主；此前未减仓者也不必过于担忧，无需在急跌中恐慌性斩仓。未来仍需关注8月28日Warsh杰克逊霍尔讲话、美债长端收益率与财政部回购、美元指数、AI基本面验证与美国8月非农/CPI数据。

固收市场方面， 上周债市总体呈现“数据偏弱、超长端领涨、冲高后整理”的格局。周一债市整体窄幅波动，央行在税期继续开展隔夜逆回购，资金面保持平稳；上周二市场集中消化7月经济数据，工业增加值同比增长4.5%，社会消费品零售总额同比仅增长0.6%，1—7月固定资产投资同比下降6.7%、房地产开发投资下降19.2%，内需偏弱推动国债期货全线上涨，30年期品种表现最强。上周三至上周五，随着公开市场连续净回笼、短端资金价格回升以及交易盘止盈，债市转入偏弱整理，但全周长端仍录得上涨。截至8月21日，中债1年、3年、5年、7年、10年和30年期国债收益率分别为1.20%、1.25%、1.39%、1.52%、1.68%和2.13%，较8月14日分别下行约0.37bp、0.58bp、0.14bp、0.07bp、1.25bp和3.24bp；10Y-1Y利差收窄约0.88bp至48.11bp，30Y-10Y利差收窄约1.99bp至44.81bp，收益率曲线进一步走平。政策方面，8月LPR继续维持1年期3.0%、5年期以上3.5%不变，符合市场预期。

整体而言，弱数据和配置需求仍支撑长债，但低收益率、资金边际收紧及止盈压力使行情由单边下行转向震荡，超长端的相对强势与曲线压平是上周最主要特征。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国务院总理李强主持召开国务院常务会议，听取新一代通信网建设情况汇报，部署进一步清理拖欠企业账款工作，研究持续改善空气质量有关工作。会议指出，要积极顺应新一轮科技革命和产业变革趋势，牢牢把握新一代通信网建设的机遇，坚持应用牵引、适度超前，统筹推进基础网络、空间网络、国际网络、融合网络建设，巩固提升我国信息通信业竞争优势。

财政部有关负责人介绍，今年下半年，财政政策将重点在加快资金使用、加力扩大内需、加强财政改革管理等方面继续发力提效。根据宏观经济运行情况，将及时谋划出台务实管用的增量政策，为实现经济质的有效提升和量的合理增长提供有力支撑。

今年新型政策性金融工具相关实施方案已于近期印发到地方，各地将据此进行项目申报。与去年不同的是，今年财政对符合条件的新型政策性金融工具资金给予贴息；投向布局上，突出强调对于民间投资、产业类项目的重点支持。今年我国继续发行新型政策性金融工具，资金规模达 8000 亿元，较去年增加 3000 亿元。

我国财政金融协同促内需一揽子政策扩容。符合条件的中小微民营企业的新发放流动资金贷款，信用卡专项分期、消费分期、预借现金分期等新发生信用卡各类分期业务，均被纳入财政贴息政策支持范围。同时，三项贷款贴息政策的贷款上限也进一步提高。

商务部等部门联合印发《关于进一步激发下沉市场活力 活跃县域消费的意见》，聚焦县域地区和线下消费，从优化商业环境、丰富消费供给等方面推出多项具体举措。

中国 8 月 LPR 报价出炉，1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%，均与 7 月持平，已连续 15 个月维持不变。东方金诚首席宏观分析师王青认为，后期央行有可能实施政策性降息，将带动 LPR 报价跟进下调，三季度末或有降准降息可能。

中国 7 月各线城市房价同比降幅总体继续收窄。中国 70 个大中城市最新房价数据出炉。7 月份，一线城市商品住宅销售价格环比总体上涨，二三线城市环比下降，一二三线城市同比降幅总体继续收窄。新房价格环比上涨或持平城市有 23 个，比 6 月增加 2 个；二手房环比上涨或持平城市有 8 个，比 6 月减少 2 个。一线城市二手房环比上涨 0.2%，涨幅回落 0.1 个

百分点，连续 5 个月环比上涨，新房价格则环比持平。

国务院发布《关于修改〈住房公积金管理条例〉的决定》，将自 2026 年 9 月 20 日起施行。《条例》对提取住房公积金支付房租，不再设置门槛限制；新增装修自住住房、支付自住住房物业费等可以提取住房公积金的情形。住房公积金的存、贷利率由国务院决定。《条例》要求实现公积金缴存记录等全国范围内互信互认，明确个体工商户、非全日制从业人员以及其他灵活就业人员可以自愿缴存住房公积金，享受相应政策支持。

上海优化房地产政策措施，主要包括优化住房公积金提取、优化个人住房信贷、实施“以旧换新”购房补贴、推行房票安置以及推进收购二手住房等 5 个方面 8 项政策措施。调整后，首套房商贷最低首付比例统一为 15%；二套房外环内最低首付比例不低于 25%，外环外不低于 15%（含宝山、嘉定区全域）；可以提取公积金交契税、买车位等；“以旧换新”最高补贴 8 万元。

恒大集团、恒大地产、许家印等案一审宣判。深圳市中级人民法院对恒大集团数罪并罚，判处罚金 88.2 亿元；对恒大地产判处罚金 70 亿元；对许家印数罪并罚，判处无期徒刑，剥夺政治权利终身，并处没收个人全部财产。另外，就恒大集团相关涉案人员非法吸收公众存款、集资诈骗、违法运用资金等案，法院依法对许腾鹤、许智健等 56 人判处有期徒刑，并处罚金或没收财产。

中国 7 月经济“成绩单”公布，新动能贡献持续提升。受高温多雨、国际地缘政治冲突持续等因素影响，7 月份多项经济指标数据出现回落，但我国经济保持总体平稳、向新向优发展态势，新动能贡献率持续提升。国家统计局公布数据显示，7 月份全国规模以上工业增加值同比增长 4.5%，社会消费品零售总额增长 0.6%，服务业生产指数增长 4.3%。7 月全国城镇调查失业率为 5.2%，环比上升 0.2 个百分点。1-7 月份，全国固定资产投资同比下降 6.7%，其中，房地产开发投资下降 19.2%，高技术产业投资增长 5%。

8 月 19 日，朱雀三号遥二运载火箭在东风商业航天创新试验区发射升空，火箭一子级完成我国首次着陆腿方式陆地可控回收，标志着我国在重复使用火箭关键技术上取得的又一重大突破。专家认为，这次发射意义重大，意味着中国航天发射的成本有望降低 70%以上。

（二）海外宏观

上周，美国联邦政府债务总额已突破 40 万亿美元。在此背景下，美国财政部在 19 日宣布，正在将针对较长期限名义付息国债（10 年至 20 年期区间及 20 年至 30 年期区间）的流动性支持回购操作规模至少扩大一倍。目前每次操作的最高规模为 20 亿美元，调整后至少

提高至每次操作 40 亿美元。相关调整将自 2026 年 9 月 9 日起生效，并将适用于本轮再融资季度的剩余期间（至 2026 年 11 月 4 日）。美国财政部将在 2026 年 11 月 4 日举行的下一次季度再融资会议上提供有关未来回购规模的更多信息。不过，在美国财政部宣布消息后，市场反弹仅维持了不到 24 小时。美国财长贝森特在当地时间 20 日再次放风，表示“我们有一个庞大的工具箱。”

关于市场高度关注的美国国债抛售潮，美国总统特朗普在最新的讲话中表示，美国经济增长将自行化解国债问题。他还说道，没有指示财政部长贝森特干预美国债券市场，是贝森特自行决定采取行动。

继贝森特宣布扩大美国长债回购之后，美债收益率短暂下挫后重返高位，但却彻底点燃“货币贬值交易”——黄金创三月新高、比特币单周暴涨超 25%。市场对美元公信力的担忧不断升温，但也有分析指出，货币创造是美联储的权利，认为本轮贬值交易能否持续存疑。

桥水基金创始人达利欧发文指出，美国今年收支缺口高达 2 万亿美元，且还有约 10 万亿美元债务亟待再融资，若不改变现有轨道，债务危机“在三年内，上下误差两年”便可能到来。他建议投资者减持债券，将黄金配置提升至组合的 10%至 15%，并持有少量比特币对冲风险。

美国对部分加拿大商品加征 50%关税的措施，于美东时间 8 月 22 日凌晨 00:01 正式生效。当地时间 8 月 21 日午夜，加拿大总理卡尼表示，已决定暂停与美国的贸易谈判。卡尼称，在美国对加拿大商品征收 50%关税的同时，加拿大将等额征收关税。

美国总统特朗普表示，美国将在未来 90 天内允许免关税进口最多 30 万吨碎牛肉，以降低国内消费价格。目前，物价上涨是特朗普政府在中期选举前应对的一个关键问题。

由于与伊朗谈判停滞，美国总统特朗普宣布对伊朗实施“毁灭性经济行动”。特朗普宣称，对伊朗实施最严厉经济行动，这将是一场前所未有的经济战和孤立行动。任何允许其金融机构、企业、机场或政府实体向伊朗提供支持的国家，都将面临“巨大的经济后果”。伊朗外长阿拉格齐对此表示，美国此举意在转移国内对财政问题的关注，包括高额债务和利息支出上升等。

美联储表示，主席沃什将于 8 月 28 日美东时间 10:00（北京时间 22:00）在堪萨斯城联储举办的 2026 年杰克逊霍尔经济政策研讨会上发表主旨演讲。圣路易斯联储主席穆萨莱姆重申，他原本希望美联储在 7 月会议上加息，以遏制仍然高企的通胀。他认为，如果不提高利率，通胀在 18 个月内无法回落至美联储 2%目标的可能性上升。

美联储 7 月会议纪要显示，许多与会者评估，若通胀未能回落，则可能需要进一步加息。

部分官员称立即加息有助于避免后续更大幅度的加息。部分与会者表示，当前金融环境紧缩力度或许不足以将通胀拉回 2% 目标。美联储还探讨过将年度政策会议缩减至 6 场，以便有更多时间积累经济数据，但并未作出决议。

美国总统特朗普在社交媒体再度发文，敦促国会参议院尽快表决通过全年采用夏令时的《阳光保护法案》。特朗普说，参议院“必须尽快投票”，并“把它办成”。此前，美国众议院已于 7 月 14 日通过上述法案。

欧元区 8 月标普全球制造业 PMI 初值升至 52.8，创 2022 年 5 月以来新高；服务业 PMI 持平于 51.7；综合 PMI 初值升至 52.1，创 9 个月新高。德国制造业扩张进一步加快，法国制造业重回扩张区间，但服务业均意外进一步萎缩。

日本第二季度实际 GDP 环比增长 0.3%，年化增速为 1.1%，远不及市场预期的 2%。个人消费环比减少 0.02%，八个季度以来首次出现回落。企业设备投资下降 1.2%，连续两个季度减少。

日本总务省公布数据显示，日本 7 月核心 CPI 同比上涨 1.8%，较 6 月的 1.6% 涨幅进一步扩大，已连续 59 个月同比上涨。能源价格由 6 月同比下降 0.4% 转为 7 月上涨 0.6%，是核心 CPI 涨幅扩大的主要原因。

知情人士透露，在近期与潜在投资者沟通时，Anthropic 的投行团队表示计划在首次公开募股中募资超 1000 亿美元。上述消息人士称，本次 IPO 对应的企业估值有望达到 2 万亿美元。Anthropic 已经提前向潜在投资者开展路演，介绍自身经营状况与增长前景，同时摸底市场对其股票的认购意愿。倘若顺利落地，这家仅成立五年的企业将完成史上规模最大的 IPO。

SK 海力士宣布将实施约 40 万亿韩元（约 286 亿美元）的股票回购计划，并计划回购后注销股份。该计划执行时间为 8 月 20 日至 11 月 19 日，规模约占流通股的 3.3%，成为韩国上市公司历史上规模最大的回购计划之一。

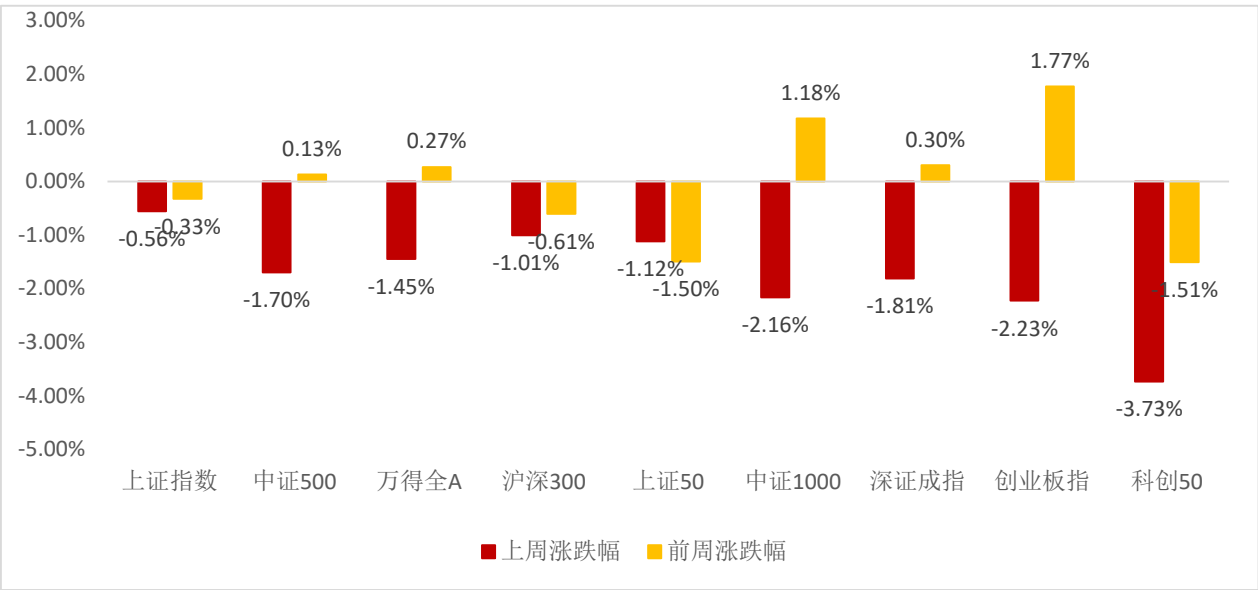
三星电子计划最终确定并公布一项总额超过 100 万亿韩元的股东回报计划。公司拟将 50% 的自由现金流用于股东回报，具体举措预计将主要集中于现金分红。此外，三星还将根据现金流及盈利状况，继续考量追加股东回报措施。

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

上周 A 股各宽基指数呈现“冲高回落、震荡分化”格局，主要股指普遍收跌。其中，科创 50 下跌 3.73%，创业板指下跌 2.23%，中证 1000 下跌 2.16%，深证成指下跌 1.81%，万得全 A 下跌 1.45%，沪深 300 下跌 1.01%，上证指数下跌 0.56%。行业层面，资源品与防御板块相对占优，科技成长回调明显，**石油石化、有色金属、银行**等涨幅居前；而**计算机、传媒、国防军工**等跌幅居前。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2026/8/2 1	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	16.4	↓ 0.26	53.2	↓ 4.32	87.5%	89.4%	86.1%
深证成指	33.1	↓ 0.73	79.1	↓ 2.53	89.2%	92.4%	90.0%
上证 50	11.3	↓ 0.16	52.8	↓ 3.29	76.1%	74.6%	67.0%
沪深 300	14.1	↓ 0.17	62.9	↓ 4.54	81.1%	80.3%	74.3%
中证 500	35.8	↓ 1.02	66.5	↓ 1.35	78.2%	94.0%	92.2%
中证 1000	44.0	↓ 1.91	59.7	↓ 2.33	59.7%	79.5%	75.5%

创业板指	41.8	↓ 2.62	37.2	↓ 8.19	35.4%	46.5%	48.9%
科创 50	166.9	↓ 19.49	92.0	↓ 4.78	92.0%	92.0%	91.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

数据来源：Wind、鑫元基金

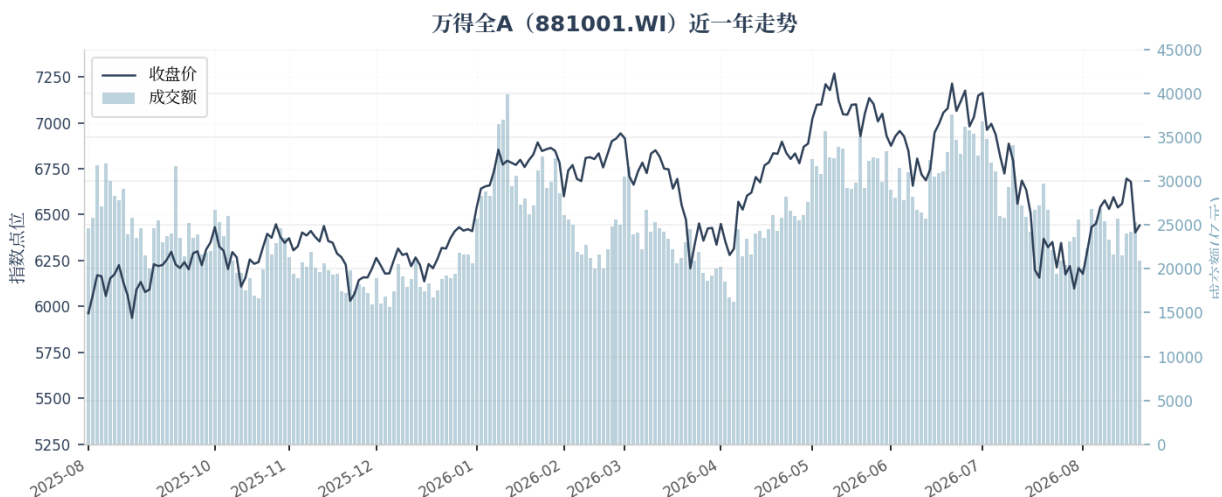
	2026/ 8/21	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位 数	5 年分位 数	3 年分位 数
农林牧渔(申万)	40.1	↑ 0.56	53.51%	↑ 0.82	53.5%	65.4%	62.0%
基础化工(申万)	29.3	↓ 0.01	64.28%	↓ 0.08	64.3%	83.0%	77.7%
钢铁(申万)	29.0	↓ 0.10	62.73%	↓ 0.27	62.7%	83.9%	78.9%
有色金属(申万)	22.1	↑ 0.59	24.36%	↑ 1.74	24.4%	38.9%	50.6%
电子(申万)	80.6	↓ 2.25	97.12%	↓ 0.82	97.1%	97.8%	97.1%
家用电器(申万)	14.8	↑ 0.04	40.98%	↑ 0.81	41.0%	46.3%	50.3%
食品饮料(申万)	19.8	↓ 0.77	13.02%	↓ 4.01	13.0%	4.8%	6.2%
纺织服饰(申万)	24.3	↓ 0.17	43.43%	↓ 1.43	43.4%	54.2%	49.1%
轻工制造(申万)	31.6	↑ 0.13	59.57%	↑ 0.46	59.6%	90.1%	87.1%
医药生物(申万)	34.2	↓ 0.88	37.10%	↓ 5.30	37.1%	58.3%	59.4%
公用事业(申万)	20.6	↓ 0.46	50.98%	↓ 3.76	51.0%	57.0%	55.8%
交通运输(申万)	16.8	↑ 0.28	46.86%	↑ 3.75	46.9%	57.4%	63.9%
房地产(申万)	19.6	↓ 0.35	71.77%	↓ 0.80	71.8%	78.8%	72.3%
商贸零售(申万)	33.8	↓ 0.33	62.75%	↓ 1.15	62.7%	70.7%	61.6%
社会服务(申万)	39.1	↓ 0.21	26.76%	↓ 0.56	26.8%	35.2%	17.8%
综合(申万)	94.4	↓ 3.91	96.63%	↓ 0.82	96.6%	96.4%	95.3%
建筑材料(申万)	35.2	↓ 1.17	85.98%	↓ 1.51	86.0%	96.1%	94.8%

建筑装饰(申万)	13.2	↓	0.13	69.55%	↓ 0.74	69.5%	91.3%	91.2%
电力设备(申万)	32.7	↓	0.53	34.39%	↓ 2.40	34.4%	54.0%	46.1%
国防军工(申万)	58.3	↓	2.33	29.81%	↓ 5.37	29.8%	41.3%	44.1%
计算机(申万)	66.6	↓	3.43	68.72%	↓ 5.17	68.7%	65.5%	56.2%
传媒(申万)	34.6	↓	2.08	29.86%	↓ 8.48	29.9%	46.2%	38.0%
通信(申万)	58.9	↓	0.88	87.65%	↓ 1.15	87.7%	96.5%	95.5%
银行(申万)	6.2	↑	0.14	44.22%	↑ 6.31	44.2%	50.9%	64.9%
非银金融(申万)	11.1	↓	0.08	0.70%	↓ 0.08	0.7%	0.8%	1.0%
汽车(申万)	24.7	↓	0.37	56.46%	↓ 1.71	56.5%	37.9%	18.6%
机械设备(申万)	43.1	↓	0.78	72.92%	↓ 0.97	72.9%	95.7%	94.6%
煤炭(申万)	21.7	↑	0.41	79.53%	↑ 1.08	79.5%	97.8%	97.1%
石油石化(申万)	20.7	↑	1.06	68.36%	↑ 7.69	68.4%	88.1%	91.8%
环保(申万)	25.7	↓	0.47	53.60%	↓ 0.88	53.6%	85.0%	84.6%
美容护理(申万)	29.5	↓	0.69	17.98%	↓ 2.88	18.0%	17.5%	9.5%

上周 A 股各宽基指数和各行业估值多数下行。从行业板块看，上周石油石化、有色金属、农林牧渔估值上行最多，计算机、电子、传媒估值下行最多。当前**电子、通信、建筑材料**板块估值处于历史较高水平；**非银金融、食品饮料、美容护理**板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场情绪

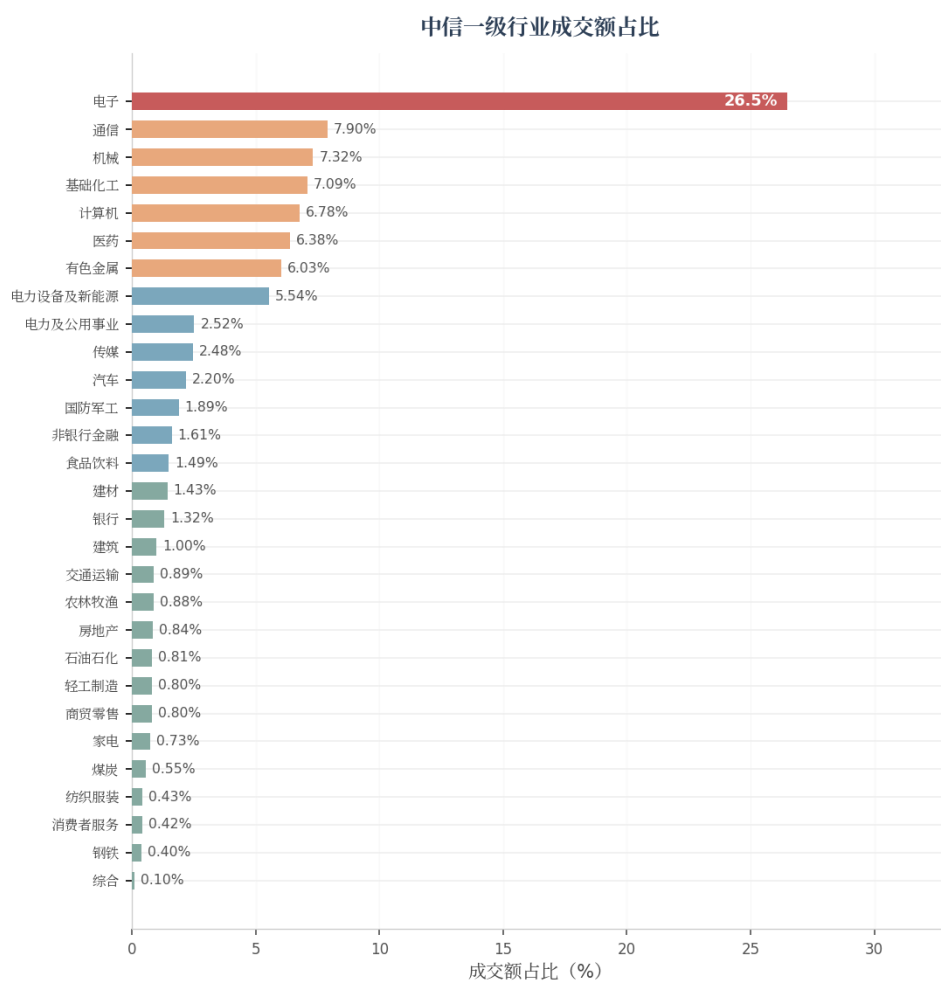
图：全市场成交金额



数据来源：Wind

近一周万得全A指数震荡调整，累计下跌1.49%。从成交额来看，市场交投活跃度维持在较高水平，上周内日均成交额约2.32万亿元。截至2026年8月20日，万得全A收于6441.96点，近一年累计上涨8.03%。

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

从行业成交额占比来看，电子行业以 26.50% 的占比位居首位，显著高于其他行业，显示资金高度集中。通信（7.90%）、机械（7.32%）、基础化工（7.09%）和计算机（6.78%）分列二至五位，成交额分布呈现明显的头部集中特征。

图：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



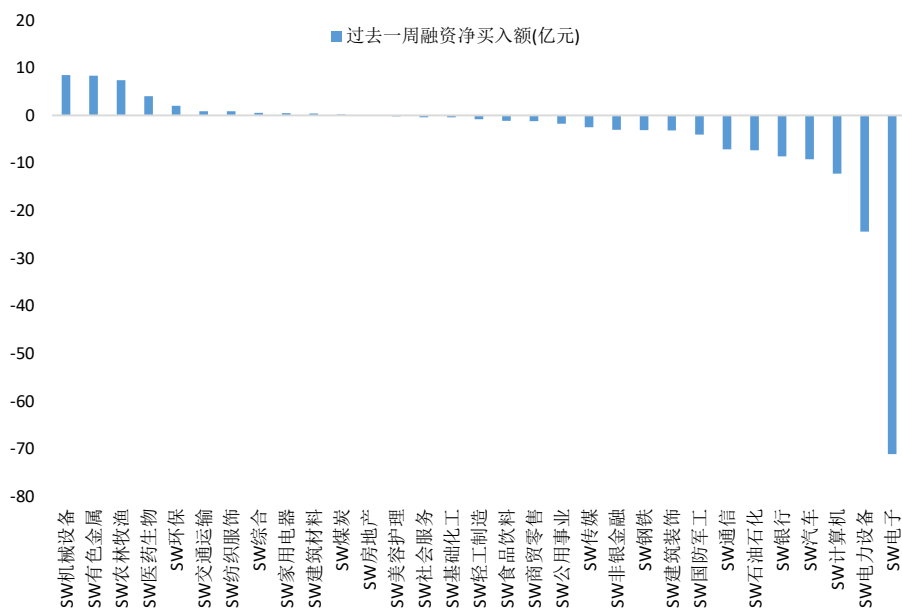
数据来源：Wind

当前 ERP 值为 5.31%，处于 2016 年以来 66.1% 的分位水平，权益资产相对于债券资产的性价比处于中等偏上水平。从走势来看，ERP 近一年围绕 5% 上方震荡，近一周受权益市场调整影响由 5.23% 上行至 5.31%。

4、权益市场资金

8 月 21 日，融资买入额占 A 股成交额比例为 9.02%，较 8 月 14 日的 9.43% 有所下行，反映出杠杆资金加仓意愿减弱。截至 8 月 21 日，上周融资净买入的前三行业为机械设备、有色金属、农林牧渔。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

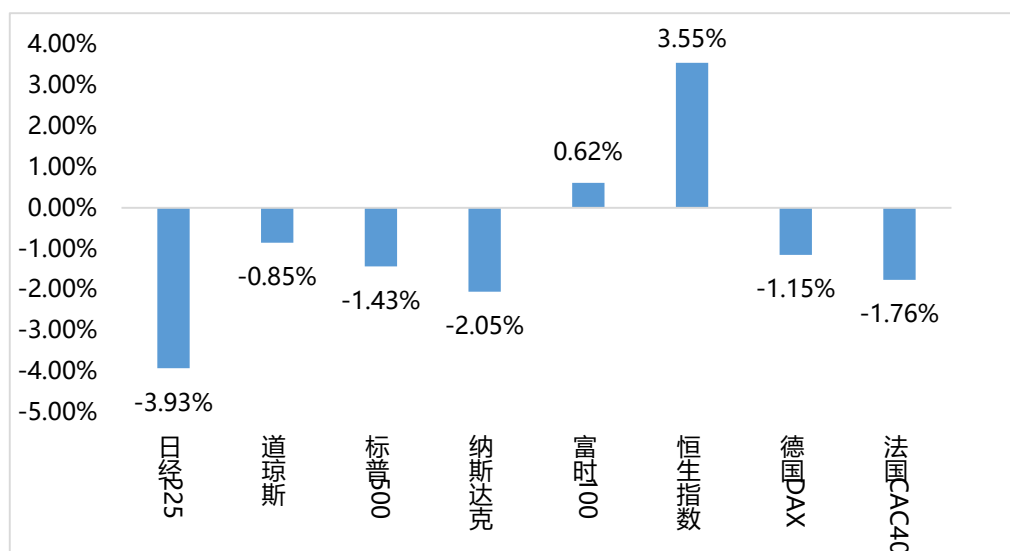


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指下跌 0.85%，标普 500 下跌 1.43%，纳指下跌 2.05%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 0.62%，德国下跌 1.15%，法国下跌 1.76%；亚太股市方面，日经指数下跌 3.93%，恒生指数上涨 3.55%。

图 6：上周海外主要指数涨跌

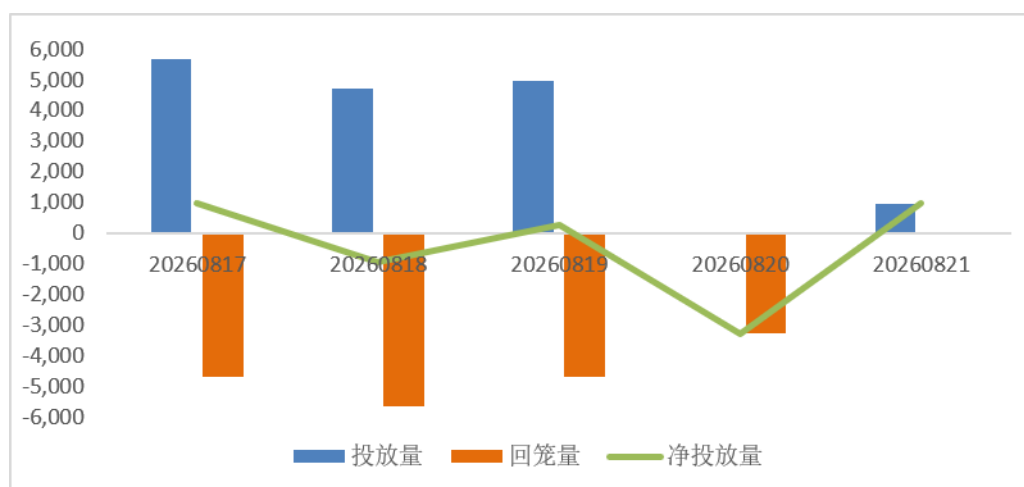


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 14576 亿元逆回购和 1700 亿元国库现金定存操作，因有 17296 亿元逆回购和 1000 亿元国库现金定存到期，整体上实现净回笼 2020 亿元。

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 3200 亿元，地方政府债计划发行 3392 亿元，整体净缴款 7986 亿元。

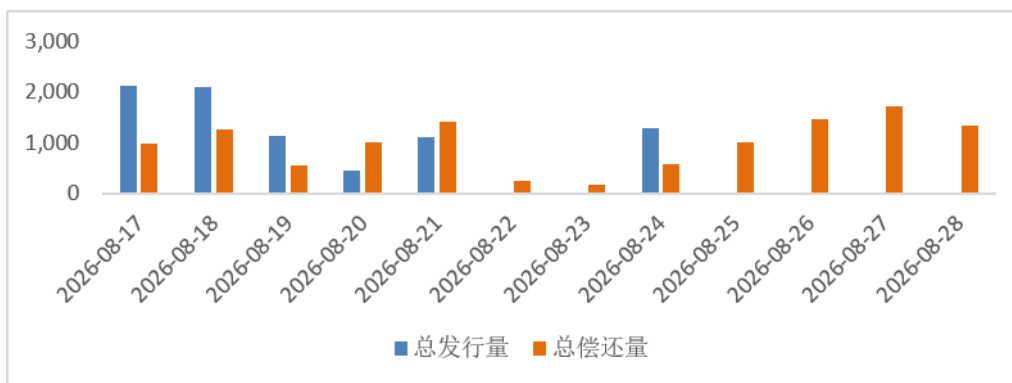
图：8 月 24-8 月 28 日政府债发行缴款

单位：亿元

	8 月 24 日		8 月 25 日		8 月 26 日		8 月 27 日		8 月 28 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	2300	454	0	1779	900	发行	2300	454	0	1779
到期	0	1110	0	408	0	到期	0	1110	0	408
缴款	2819	997	2300	454	0	缴款	2819	997	2300	454
净缴款	2706		2346		1545		955		434	

同业存单发行：本周（8 月 24-28 日）存单到期 6481 亿元，较前一周的 5211 亿元有所提升，到期压力略低于历史中枢。

图：同业存单到期与发行

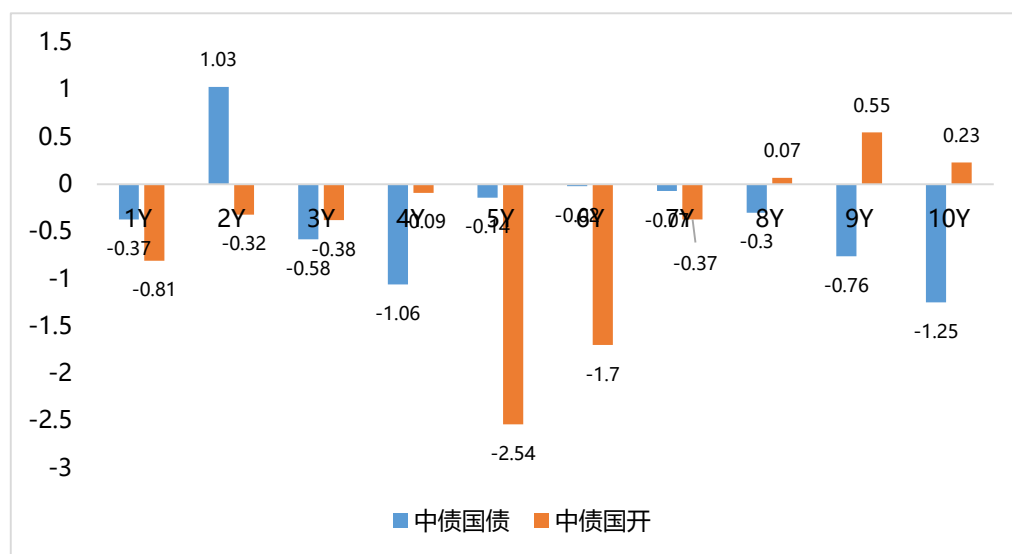


回购市场：上周资金面整体呈现"先平稳、后边际收敛"的走势。上半周处于税期，央行通过隔夜逆回购操作呵护流动性，资金面维持均衡偏松格局，资金利率保持稳定。上周四税期结束后，隔夜逆回购集中到期，叠加 7 天期逆回购持续零投放，资金面边际收紧；上周五央行虽开展 7 天期逆回购操作，但投放规模有限，资金面进一步趋紧。截至上周五，R001 较前一周上行 3BP 至 1.44%，R007 较前一周上行约 8BP 至 1.46%。

票据利率：票据利率延续横盘格局，大行和中小行收票积极，而卖盘供给不足，供需博弈下，各期限利率稳定在监管底线 0.5%。

(三) 债券市场

图 9：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 4：中债国债期限利差（2026 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	5.21	13.72	29.18	24.19
环比	-0.21	0.44	-1.11	-4.26
年初以来	0.63	-11.07	7.54	55.05
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	23.94	15.40	19.07	45.49
2016 年以来分位数	8.16%	36.88%	89.66%	22.74%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 5：中债中短期票据信用利差（2026 年 8 月 23 日）

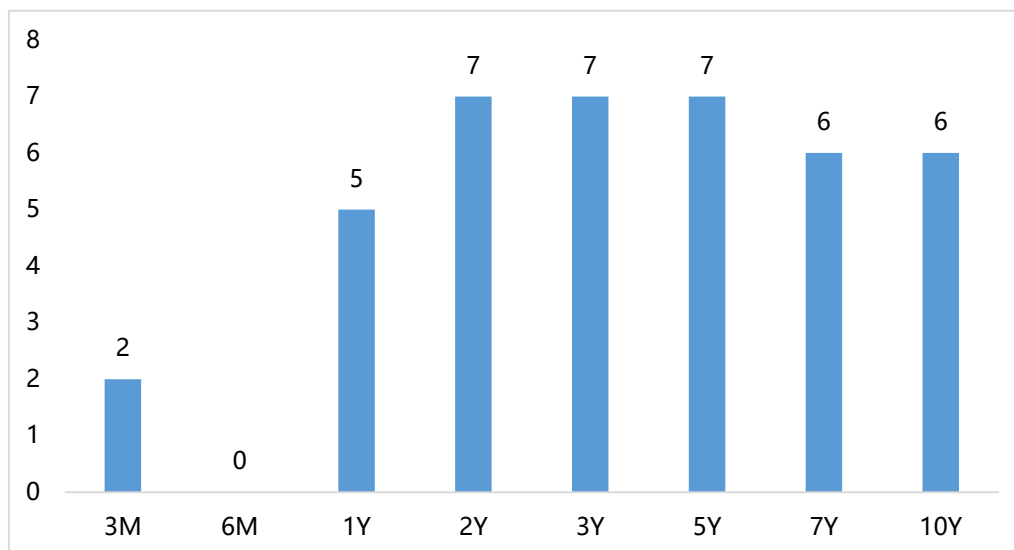
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	11.42	15.91	18.34	20.14	21.63
环比	0.93	-0.45	0.67	-1.90	1.63
年初以来	-5.19	0.21	-1.07	-3.19	1.8
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	41.32	33.72	36.13	40.31	41.71
2016 年以来分位数	3.98%	6.50%	9.02%	5.49%	7.41%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 0.37BP 至 1.2028，3 年期下降 0.58BP 至 1.2549，5 年期下行 0.14BP 至 1.3921，10 年期下行 1.25BP 至 1.6839。

长限高等级票据信用利差波动。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.93BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.45BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.67BP。

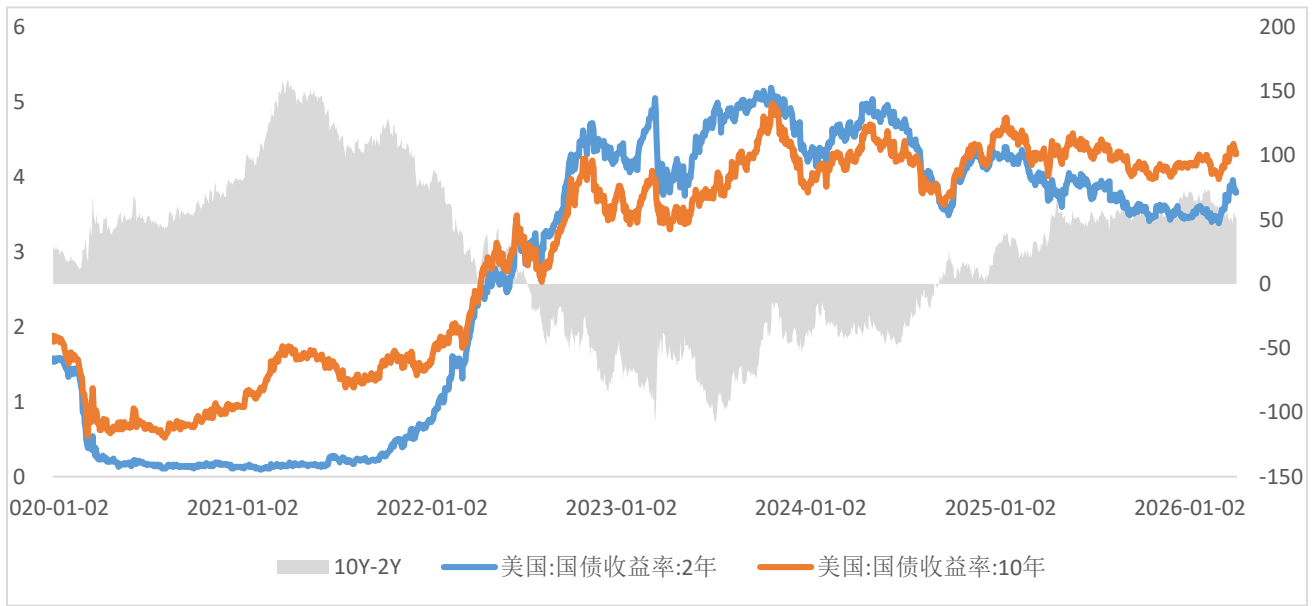
图 10：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率整体上行。1 年期美债收益率上涨 5BP，3 年期美债收益率上涨 7BP，10 年期美债收益率上涨 6BP。

图 11：10 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

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率升值。上周美元指数下跌 0.80%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，即期汇率升值 0.32%，离岸人民币汇率升值 0.35%，中间价升值 0.09%。

表 6：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	98.8461	6.7817	6.7205	6.7212
对照日期	99.6391	6.7878	6.7421	6.7445
涨跌	-0.80%	0.09%	0.32%	0.35%

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，7 月国内经济数据明显走弱，规模以上工业增加值同比增长 4.5%、社零增长 0.6%，1—7 月固定资产投资下降 6.7%、房地产开发投资下降 19.2%，内需偏弱。政策应对并未转向单纯降息，而是通过 8000 亿元新型政策性金融工具、贷款贴息扩容和地方地产政策加快修复企业投资与居民需求，8 月 LPR 仍维持 1 年期 3.0%、5 年期以上 3.5%。海外方面，美

国 40 万亿美元债务压力与长债回购扩容共同推高财政可持续性争议，叠加美联储 7 月会议纪要偏鹰、伊朗局势抬升油价，市场同时交易“高利率”和“美元信用折价”，黄金强于美债的逻辑进一步强化。

国内方面，7 月经济的核心矛盾是需求端继续收缩：工业增加值同比仍增 4.5%，高技术制造业增 16.9%，但社零仅增 0.6%，1—7 月固定资产投资下降 6.7%，民间投资下降 9.4%，房地产开发投资下降 19.2%。政策更强调降低融资门槛和补足资本金，而非依赖总量利率刺激。8000 亿元新型政策性金融工具较去年增加 3000 亿元，主要补充项目资本金，并对民间投资和产业项目倾斜；财政贴息又扩围至中小微民企流动资金贷款和信用卡分期，企业贴息贷款上限由 5000 万元提高至 7500 万元，实质上是在需求偏弱、银行风险偏好有限时，用财政资金提高信用扩张效率。LPR 连续 15 个月不变，则反映政策利率锚未动、银行息差仍需保护。地产端，一线城市 7 月二手房环比上涨 0.2%，但二、三线仍分别下降 0.3%和 0.4%；上海把外环外二套房首付降至 15%、以旧换新补贴最高 8 万元，有助于打通置换链条。

海外方面，美国资产定价的矛盾进一步集中到财政约束与通胀约束的叠加。美国财政部将 10—30 年期国债流动性回购单次上限由 20 亿美元至少提高至 40 亿美元，但回购属于流动性管理而非美联储式货币创造，且规模相对庞大的国债市场仍小，因而难以从根本上压低期限溢价；市场反而担忧美债管理向收益率干预倾斜，美元走弱、黄金升至三个月高位，比特币单周涨幅接近 20%。与此同时，7 月 FOMC 以 9 比 3 维持联邦基金利率 3.5%—3.75%，多名与会者支持立即加息，说明能源等供给冲击下美联储对通胀黏性的容忍度下降。美伊谈判停滞，美国强化对伊朗及其贸易伙伴的经济施压，布伦特原油上周五升至 94.39 美元/桶，能源通胀再次成为压制降息预期的变量。欧元区 8 月综合 PMI 升至 52.1、制造业升至 52.8，而日本二季度实际 GDP 仅环比增长 0.3%、7 月核心 CPI 升至 1.8%，主要经济体政策路径继续分化；多资产上宜降低对长久期美债的单边押注，并保留黄金作为财政与地缘风险对冲。

（二）权益市场展望和策略

核心结论有三。其一，A 股当前调整是新上升波段的组成部分，很难跌破 7 月下旬低点。本轮回撤性质是超跌反弹动能衰减叠加科技拥挤度释放，而非趋势反转；此前未减仓者不必过于担忧，7 月下旬低点大概率构成本轮调整的强支撑。其二，美债收益率高企不利于持续发行，中期不应过度看空美债。上周 10 年、30 年拍卖收益率分别创 2007 年、2001 年以来新高，财政部被迫翻倍长端回购托底，说明高利率正推高再融资成本、反噬发行本身；而加息还是降息在“通胀粘性未消 vs 增长与债务承压”之间依旧两难——7 月 FOMC 以 9:3 维持不

变、三名委员主张加息，Warsh 大概率在 8/28 杰克逊霍尔延续"少说、不给前瞻指引"的模糊沟通。在两难格局下，"不选择"或许就是当前最好的选择，中期对美债不宜过度看空。其三，黄金逻辑重回"美元黄昏"叙事，但美元黄昏本身是波动的，不必急于做宏大叙事。上周金价上涨主要由美元走弱 + 美债供给/债务担忧 + 技术突破 200 日均线共同驱动。但需清醒认识：若真的相信黄金已开启一轮长期上涨，就应同时看空 AI 与美国经济，而现实并未给出这样的答案——美股仅温和回撤、经济与 AI 资本开支叙事尚未证伪。因此现阶段更应持续观察美债、美元、AI 三者的相互进展，现在还不是图穷匕见、押注宏大叙事的时候。。

操作上，A 股延续前期思路，短期已减仓者保持定力、观望为主，不急于抄底；未减仓者持有为主、不必恐慌，7 月下旬低点为强支撑参考位。待情绪与止损盘出清后，仍可在月底附近把握第二次择时窗口，配置继续锚定科技主线（算力、光模块、PCB、液冷、半导体等硬件核心链）。黄金逻辑重回"美元黄昏"，但不追高、不做单边宏大叙事押注；关注 4400 美元附近的支撑有效性作为观察窗口。美债中期不宜过度看空，长端利率进一步大幅上行空间受供需约束。

（三）债券市场展望和策略

展望本周，债市预计延续低位震荡，基本面偏弱与配置需求仍构成支撑，但收益率进一步下行需要货币政策或数据层面的新增催化。国内将重点关注 7 月规模以上工业企业利润，若工业生产放缓、价格涨幅回落带动盈利增速明显降温，将进一步强化宽松预期；若企业利润保持较高增长，则可能缓和市场对经济下行的定价。随着 LPR 保持不变，短期政策观察重点将转向公开市场操作、增量政策落地以及财政支出形成实物工作量的速度。

其次，月末资金面、政府债供给与海外利率仍是主要扰动。上周仅上周五投放的 950 亿元 7 天期逆回购将在本周到期，但临近月末，机构备付需求上升，央行是否恢复常态化 7 天期操作将影响杠杆和短端定价。8 月地方债发行节奏已明显加快，剩余额度继续落地可能增加银行承接与缴款压力。海外方面，美国将公布 7 月 PCE 价格数据，杰克逊霍尔全球央行年会于 8 月 27 日至 29 日举行，若通胀偏强或美联储释放更偏鹰信号，美债收益率和美元上行可能通过汇率与风险偏好约束国内长端。综合基本面、资金和供给因素，下周 10 年期国债收益率可重点观察 1.65%—1.71% 区间，30 年期国债关注 2.08%—2.18% 区间；接近区间下沿时不宜追涨，资金或供给扰动带来的回升更适合分批配置。

策略方面，建议维持中性略积极久期，以票息底仓配合区间交易，但降低超长端追涨和杠杆意愿。组合底仓可继续配置 1—3 年高评级信用债、同业存单及中短久期利率债，获取相

对稳定的票息收益并保留流动性。5—10 年利率债仍是主要交易品种，10 年期国债收益率回升至 1.70%—1.71%附近可分批增配，靠近 1.65%—1.66%则宜兑现部分收益。30 年期品种本周明显跑赢，30Y-10Y 利差快速压缩，短期赔率有所下降；若 30 年期收益率回升至 2.16%—2.18%可小仓位参与，若下探 2.08%—2.10%则应控制久期和回撤。曲线策略上，可保留 10 年期核心仓位，并适度等待 30 年期利差回摆后的机会。信用债方面，摊余成本法债基预期对 5 年附近高等级品种形成配置支撑，但抢跑交易已压低收益率，建议坚持高等级、强流动性，避免在利差保护不足时过度下沉；可利用国债期货动态对冲月末资金、供给和海外事件带来的久期波动。

整体而言，上周 7 月经济数据偏弱推动中长端收益率下行，超长端表现最强，但资金边际收紧和止盈盘令后半周转入整理。本周工业企业利润、公开市场操作、地方债供给、美国 PCE 和杰克逊霍尔会议将共同决定低位波动方向。操作上建议坚持“票息打底、逢调整配置、低位不追涨”，控制杠杆与超长久期仓位，把握 10 年期和 30 年期收益率回升后的配置机会。

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。