



内外分化延续，权益震荡债市调整加深

——鑫元周观点（2026. 08. 24-2026. 08. 30）

一、核心观点

宏观层面，国内工业利润累计读数仍有韧性，1—7月规上工业企业利润同比增长17.6%，但7月当月增速较6月回落3.9个百分点至11.2%，单月利润率下降、产成品存货增速升至10.8%，显示需求不足与被动补库压力仍在；电子、有色等上游与新产业明显强于汽车、钢铁和地产相关行业，盈利改善偏结构性。政策端的增量来自“六网协同”投融资推进与房地产基础制度重构：开发贷款主办银行制、现房销售优先、预售条件收紧及个人住房贷款最长延至40年，意在改善项目融资和交付闭环，而非单纯刺激购房。上周上证指数上涨1.20%，但创业板和恒生科技分别下跌3.42%和3.38%，印证总量韧性与高估值成长波动并存；A股仍可关注AI、算力、先进制造及城市更新的结构机会。海外方面，美国二季度GDP年化增长1.5%、7月实际PCE基本持平，但PCE和核心PCE同比分别为3.7%和3.3%，形成“增长降温、通胀黏性”的组合。沃什弱化前瞻指引、强调政策纪律后，美联储交易将更依赖逐项数据；布油、WTI和COMEX黄金当周分别下跌6.46%、4.16%和3.77%，反映地缘风险溢价回吐，但长期财政与通胀不确定性尚未消失。

权益市场方面，上周A股整体呈现震荡分化格局，指数层面涨跌互现，但市场核心特征仍是缩量背景下的高低切换与快速轮动。上证指数、中证1000和万得全A分别上涨1.20%、1.36%和0.61%，创业板指、科创100和深证成指则分别下跌3.42%、2.03%和1.00%；从上周节奏看，8月24日成长板块明显调整，随后市场缩量修复，8月27日上证指数上冲至3957点附近、科创50单日上涨3.77%，基本兑现此前判断的反抽高点，但次日科技板块再度回吐，说明当前反弹更多体现为抛压减轻和存量资金再平衡，尚不足以确认新一轮单边上攻。行业层面，农林牧渔、煤炭、非银金融等防御和周期方向相对占优，通信、电力设备、医药生物表现偏弱，板块轮动速度明显加快；估值方面，电子、通信、建筑材料仍处于历史较高分位，而非银金融、食品饮料、美容护理估值相对偏低，科技板块较高的拥挤度仍需关注。当前两市成交额中枢已由前期2.4—2.5万亿元以上回落至约2万亿元附近，量能不足使得市场更容易表现为结构性轮动而非趋势性突破。资金面上，8月28日融资买入额占A股成交额

比例升至 9.49%，较 8 月 14 日的 9.02% 明显回升，基础化工、电力设备和有色金属获得融资资金较多净流入，显示杠杆资金风险偏好有所修复。我们认为，当前市场仍处于上升波段内部的震荡整理阶段，7 月下旬低点附近仍具有较强支撑，但 3950 点附近反抽高位不宜继续线性追涨；后续重点观察成交额能否重新稳定在 2.2—2.5 万亿元以上，以及 AI 硬件和应用端订单、资本开支和盈利兑现情况，在量能尚未明显恢复前，应以震荡市思维控制单边敞口和拥挤交易风险，并更加重视基本面可验证方向的结构性的机会。

固定收益市场方面，上周债市总体呈现“月末流动性呵护、基本面利空增加、长端回调”的格局。全周央行累计开展 10885 亿元 7 天期逆回购和 8365 亿元隔夜逆回购，扣除 950 亿元 7 天期及 5035 亿元隔夜工具到期后，短期流动性净投放 13265 亿元；MLF 净回笼 1000 亿元。中债 1 年、3 年、5 年、7 年、10 年和 30 年期国债收益率分别为 1.21%、1.26%、1.41%、1.53%、1.69% 和 2.14%，较 8 月 21 日分别上行 1.04bp、0.51bp、1.98bp、1.31bp、1.10bp 和 1.60bp；10Y-1Y 利差微幅走阔至 48.17bp，30Y-10Y 利差走阔至 45.31bp。国债期货主力合约全线下跌，TS、TF、T 和 TL 分别收于 102.572、106.410、109.305 和 115.760，较上上周末分别下跌 0.056、0.155、0.165 和 0.560 点，超长端调整最明显。基本面方面，1—7 月规模以上工业企业利润同比增长 17.6%，7 月单月增长 11.2%，电子和原材料行业贡献较大；美国 7 月 PCE 和核心 PCE 同比仍达 3.7% 和 3.3%，海外通胀黏性延续。整体而言，央行大额短期投放缓解了月末资金压力，但盈利数据偏强、海外利率约束和低收益率下的止盈需求推动债市回调。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国家统计局公布，2026 年 1—7 月全国规模以上工业企业利润总额 45820.6 亿元，同比增长 17.6%；其中 7 月当月利润同比增长 11.2%。同期规模以上工业企业营业收入同比增长 6.5%，营业收入利润率为 5.66%，同比提高 0.54 个百分点，为 2023 年以来同期最高水平。

工业利润改善呈现明显结构分化。1—7 月采矿业、制造业利润分别增长 34.9% 和 18.8%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降 5.8%；计算机、通信和其他电子设备制造业利润增长 1.1 倍，有色金属冶炼和压延加工业增长 91.8%，但汽车制造业下降 20.4%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 51.2%。

从边际走势看，7 月规上工业企业利润同比增长 11.2%，较 6 月的 15.1% 回落 3.9 个百分点，连续第三个月放缓；单月营业利润率由 6 月的 6.2% 降至 5.2%。7 月末产成品存货同比增

速由 9.5% 升至 10.8%，而累计营业收入增速保持 6.5%，存货与营收增速差扩大，反映终端需求不足下的被动补库和后续去库压力。

中国人民银行、国家金融监督管理总局印发《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》，围绕开发、建设、销售、运营全生命周期重构房地产信贷体系。意见建立开发贷款主办银行制度，预售项目开发贷款期限最长 5 年，现房销售及商业地产项目最长 7 年；个人住房贷款期限由最长 30 年延长至 40 年，并强化个人住房贷款与开发贷款衔接。

房地产金融宏观审慎管理框架进一步明确。购房贷款最低首付比例、利率和房地产贷款集中度等工具，由人民银行会同相关部门根据市场形势和金融风险建立逆周期调节机制。新制度兼顾合理融资、项目交付和购房人权益，政策重心由单点需求刺激转向覆盖房地产全链条的基础制度建设。

8 月 28 日，住房城乡建设部等部门同步完善商品住房销售制度，提出新出让土地及未取得建设工程规划许可证的项目优先选择现房销售，预售项目原则上须达到单体建筑主体结构封顶等条件。销售制度与信贷管理形成配套，政策目标更侧重项目交付、购房人权益和行业风险释放。

工业和信息化部在 8 月 26 日国新办发布会上介绍“十五五”时期新型工业化部署，提出加快打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济、新型储能、智能机器人等新兴支柱产业，推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、6G 等未来产业形成新增长点。

工信部同时提出推进制造业“智改数转网联”，建设智能工厂和高标准数字园区，加快新一代通信网、算力网规划建设，推动 5G 和工业互联网在重点行业规模化应用，并健全产能监测预警、产能调控、价格治理和行业自律机制，继续综合整治“内卷式”竞争。

8 月 25 日，国家发展改革委召开“六网协同”协调推进工作会，研究水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网和物流网的投融资机制，并分类细化财政、金融、投资和价格支持政策。“六张网”由规划部署进一步转向投融资协调和项目推进。

商务部 8 月 27 日表示，中国与上合组织其他成员国贸易额由 2001 年的 121 亿美元增至 2025 年的 5235 亿美元，占我国外贸总额 8%；2026 年 1—7 月中欧班列开行 1.3 万列，同比增长 17.6%。中瑞自由贸易协定升级谈判已完成，双方最终零关税进口占比均超过 99%，并升级原产地规则和贸易便利化安排。

商务部等 9 部门印发促进航空保税维修高质量发展的意见，提出扩大航空保税维修产品目录、取消区域范围限制、适用出口退免税以及允许部分工序委托维修等措施。目前全国共有 37 个航空保税维修项目，2025 年进出口货值达到 600 亿美元。

（二）海外宏观

美联储主席沃什在杰克逊霍尔全球央行年会发表演讲，释放出明确的鹰派信号。沃什表示，如果美国基础通胀不能清晰且足够快速地向 2% 目标回落，美联储“还有工作要做”。尽管今年夏季 PCE 和 CPI 数据均好于预期，沃什对此仍持谨慎态度。沃什指出，通胀底层趋势已出现实质性改善，价格稳定并不会自动实现，通胀也不一定会自行回归目标。沃什重申，2% 的通胀目标“坚定不移、不容更改”，美联储将确保物价稳定最终实现。

美国劳工统计局初步估算，截至 2026 年 3 月的一年内，非农就业总人数下修约 7.9 万人，远小于 2025 年 86.2 万人的下修幅度，但与市场预计上修 18.3 万人的判断相反。私营部门下修 17.8 万人，政府就业上修。就业市场继续降温，但未现剧烈恶化，整体仍处相对平衡。最终修正值将于 2027 年 2 月公布。

消息称特朗普拒绝重返 6 月与伊朗达成的协议。知情人士透露，特朗普政府已多次告知调停方，无意回归美伊双方 6 月达成的谅解备忘录条款，这为重启外交进程的密集斡旋增添重重阻碍。伊朗最高国家安全委员会秘书雷扎伊表示，伊朗已准备好一份向美国提出的条件清单，目前已允许船只临时通过霍尔木兹海峡中间的特定航道，但未来该海峡通行须以与美国签署的谅解备忘录为准。

特朗普签署行政令，将安大略湖更名为“美国湖”。美国总统特朗普宣布，将安大略湖即日起更名为“美国湖”，并签署相关行政令。特朗普表示，行政令将指示内政部长道格·伯古姆及内政部更新地理名称信息系统。安大略湖是北美洲五大湖之一，位于美国与加拿大交界处，湖区北接加拿大安大略省，南邻美国纽约州。特朗普还考虑对大西洋或太平洋更名。

Anthropic IPO 传关键进展：拟允许老股东“套现”，最快 9 月底上市。知情人士透露，Anthropic 正考虑允许现有股东在 IPO 中出售部分现有股份，与 SpaceX 等大型科技公司 IPO 不允许股东出售股份的做法不同。此举可能让早期投资者、高管和员工兑现部分账面财富。知情人士称，Anthropic 计划在美国劳动节（9 月 7 日）后公开披露 IPO 招股说明书，并预计于 9 月中旬举行面向潜在投资者和研究分析师的投资者日。IPO 最快可能在 9 月底或 10

月初进行，但时间仍可能推迟。

特朗普表示，对于预计伊朗何时重返谈判，他没有时间表，而且不着急。特朗普称，美国正在取得非常大的胜利，伊朗面临严重的通货膨胀，经济正在崩溃。以色列总理内塔尼亚胡宣称，美国与伊朗达成外交协议是不可能的。

美国7月核心PCE物价指数环比上涨0.2%，同比上涨3.3%，两项数据均符合预期；经通胀调整后的实际个人消费支出环比持平，此前5月和6月均录得强劲增长。上述数据与近期一系列经济报告相互印证，表明美国经济在经历初夏的强劲扩张后，于7月出现降温迹象。对于美联储官员而言，这批数据将进一步支持暂停加息的论点，但核心PCE仍远高于美联储2%的政策目标，通胀压力尚未完全消退。

英伟达第二财季营收962亿美元，环比增长18%，同比大增106%。其中，数据中心业务营收890亿美元，同比增长117%，成为业绩核心驱动力。英伟达第二财季通用会计准则与非通用会计准则毛利率均达75%，GAAP摊薄每股收益2.46美元，非GAAP摊薄每股收益2.22美元。展望第三财季，英伟达预计营收中值为1080亿美元，同比增长将近90%。英伟达CEO黄仁勋表示，AI已经迎来产业拐点，全球AI基础设施建设正全速推进。

消息称美国与伊朗已就停火协议条款达成共识。这份网传协议包含霍尔木兹海峡航行自由以及依据伊斯兰堡备忘录重启谈判。美国与伊朗双方均尚未证实该协议。与此同时，有报道称，美国驻中东外交机构可能最早于本周开始让外交官返回，并逐步缩减此前采取的紧急措施。

美伊停火谈判传重大进展，国际油价大跌。中东地缘局势出现缓和信号，市场对原油供应中断的恐慌情绪明显降温，此前油价连续多日上涨后多头获利了结离场，叠加美国API原油库存增加，短期供应预期有所宽松，带动油价下跌。

加拿大政府宣布对价值约200亿美元美国商品征收报复性关税。加拿大政府表示，自9月8日起，将对约700种美国产品征收反制关税，税率分别为15%、25%或50%。加拿大政府还表示，将推出75亿加元援助计划，支持受美国新关税影响的企业和工人。

消息称，美国财政部正考虑动用规模接近万亿美元的财政部一般账户（TGA），为扩大国债回购计划提供资金支持。TGA已被视为可用资金来源，目前余额已积累至约9500亿美元，远高于拜登政府时期5500亿至6000亿美元的目标水平。这一举措若付诸实施，将大幅改变市场对美国财政部干预长端利率能力的判断。

美债长端利率的冲击波已从华尔街蔓延至全球。8月24日，一场席卷亚太、欧洲与美洲

的科技股抛售潮同步上演，MSCI 亚太股票指数下跌 1%，三星电子和阿里巴巴成为主要拖累。港股市场一改连日来的反弹，恒生科技指数大跌 3.61%；A 股市场则延续颓势。更需要警惕的是，G7 国家超长端利率正在共振上行，这是一场全球性的主权债务风险溢价重估。

美国总统特朗普宣布，自 2027 年 1 月 1 日起，美国将把对加拿大所有汽车、卡车、汽车零部件和钢铁征收的关税提高至 50%。在美国生产相关产品则“零关税”。特朗普表示，美国“不需要加拿大，加拿大需要美国”，并表示加拿大 95% 的生意都与美国有关，而美国情况“恰恰相反”。

美国财长贝森特公布多项针对伊朗的经济制裁措施，以进一步加大对伊朗施压。美国将扩大对与伊朗有商业往来的国家实施次级制裁的范围，并敦促相关国家作出选择。贝森特称，已针对伊朗政权用以支撑经济的五大领域——数字资产、技术、黄金、航空和航运发布相关制裁决定，还将对全球范围内 60 多个实体、个人及船只实施制裁。

伊朗最高国家安全委员会秘书雷扎伊表示，如果美国对伊朗继续发动经济战，将没有石油会通过霍尔木兹海峡乃至波斯湾地区。伊朗将任何国家参与或支持美国对伊朗人民发动的经济战视为战争行为。美国总统特朗普此前宣布对伊朗采取“针对任何国家实施过的最严厉经济行动”，称这将是一场规模空前的“经济战和经济孤立”。

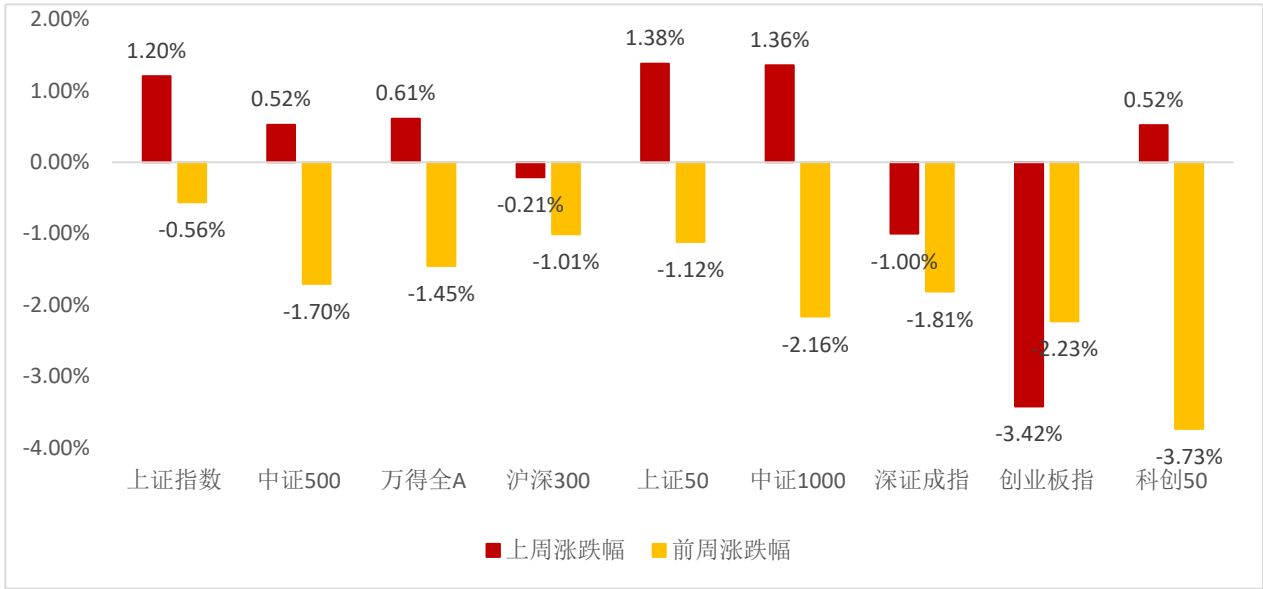
美联储票委卡什卡利淡化市场对美国国债收益率上升担忧，称市场运作良好，近期飙升不太可能影响货币政策讨论。卡什卡利指出，种种迹象表明，美国国债市场运作正常，交易正常进行，市场流动性充足，因此可以将联邦基金利率作为降低通胀的主要政策工具。

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“震荡分化”格局，主要股指涨跌互现。其中，创业板指下跌 3.42%，科创 100 下跌 2.03%，深证成指下跌 1.00%，沪深 300 下跌 0.21%，科创 50 上涨 0.52%，中证 500 上涨 0.52%，上证指数上涨 1.20%，中证 1000 上涨 1.36%，万得全 A 上涨 0.61%。行业层面，防御与周期板块相对占优，科技成长承压明显，农林牧渔、煤炭、非银金融等涨幅居前；而通信、电力设备、医药生物等跌幅居前。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2026/8/28	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	16.1	↓0.32	50.1	↓5.30	82.2%	86.0%	81.7%
深证成指	31.5	↓1.58	75.2	↓6.19	83.0%	86.4%	82.2%
上证 50	10.9	↓0.33	48.7	↓6.19	69.9%	66.8%	57.2%
沪深 300	13.8	↓0.35	57.7	↓6.09	75.0%	74.2%	66.5%
中证 500	34.1	↓1.64	63.2	↓3.42	74.8%	91.2%	88.4%
中证 1000	44.2	↑0.19	59.8	↑0.10	59.8%	79.6%	75.5%
创业板指	39.3	↓2.44	29.8	↓8.04	27.3%	39.6%	42.0%
科创 50	148.6	↓18.24	85.0	↓6.98	85.0%	85.0%	84.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

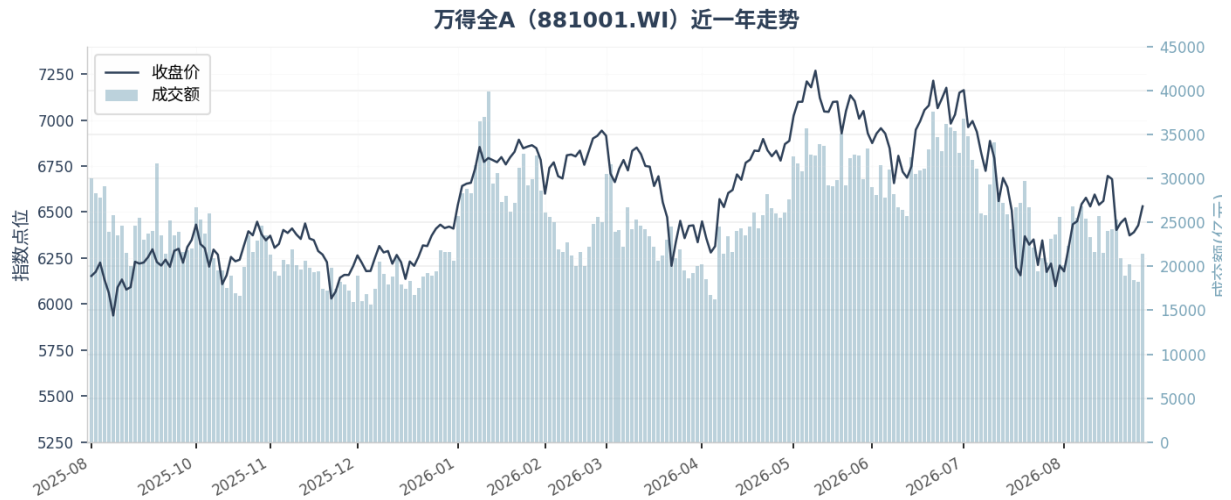
	2026/8/28	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	42.7	↑2.60	58.09%	↑4.58	58.1%	69.2%	66.2%
基础化工(申万)	30.2	↑0.97	68.46%	↑4.18	68.5%	87.0%	83.0%
钢铁(申万)	29.9	↑0.89	64.58%	↑1.85	64.6%	85.9%	81.5%
有色金属(申万)	22.5	↑0.38	25.50%	↑1.14	25.5%	40.6%	52.5%
电子(申万)	80.5	↓0.13	96.97%	↓0.15	97.0%	97.6%	96.8%
家用电器(申万)	14.9	↑0.10	43.44%	↑2.46	43.4%	49.5%	54.0%
食品饮料(申万)	20.0	↑0.22	14.38%	↑1.36	14.4%	6.6%	8.6%
纺织服饰(申万)	24.9	↑0.61	48.29%	↑4.86	48.3%	60.8%	56.0%
轻工制造(申万)	32.5	↑0.86	61.96%	↑2.39	62.0%	93.2%	91.1%
医药生物(申万)	33.8	↓0.45	34.87%	↓2.23	34.9%	55.3%	56.9%
公用事业(申万)	21.0	↑0.37	54.21%	↑3.23	54.2%	60.8%	59.0%
交通运输(申万)	17.1	↑0.27	49.33%	↑2.47	49.3%	61.1%	67.1%
房地产(申万)	20.1	↑0.51	72.85%	↑1.08	72.9%	79.7%	73.4%
商贸零售(申万)	35.0	↑1.15	66.61%	↑3.87	66.6%	74.7%	66.8%
社会服务(申万)	40.4	↑1.27	30.12%	↑3.35	30.1%	37.6%	19.5%
综合(申万)	93.7	↓0.66	96.57%	↓0.06	96.6%	96.3%	95.2%
建筑材料(申万)	36.0	↑0.86	87.12%	↑1.14	87.1%	96.4%	95.3%
建筑装饰(申万)	13.4	↑0.23	70.91%	↑1.36	70.9%	92.9%	92.3%
电力设备(申万)	31.8	↓0.96	29.05%	↓5.34	29.0%	46.2%	40.2%
国防军工(申万)	59.7	↑1.43	32.76%	↑2.95	32.8%	45.8%	47.1%
计算机(申万)	67.7	↑1.01	70.54%	↑1.82	70.5%	67.7%	58.8%
传媒(申万)	34.7	↑0.10	30.28%	↑0.43	30.3%	46.8%	38.6%
通信(申万)	57.0	↓1.89	86.48%	↓1.17	86.5%	95.9%	94.6%
银行(申万)	6.2	0.00	44.17%	↓0.05	44.2%	50.8%	64.7%
非银金融(申万)	11.6	↑0.44	2.63%	↑1.93	2.6%	3.3%	4.3%
汽车(申万)	25.0	↑0.31	58.00%	↑1.53	58.0%	39.6%	20.9%
机械设备(申万)	43.6	↑0.52	73.45%	↑0.53	73.4%	96.1%	95.2%
煤炭(申万)	22.8	↑1.11	80.92%	↑1.39	80.9%	99.3%	99.1%
石油石化(申万)	21.4	↑0.67	71.42%	↑3.06	71.4%	89.9%	93.3%
环保(申万)	26.3	↑0.65	54.91%	↑1.31	54.9%	86.7%	86.2%
美容护理(申万)	30.4	↑0.90	21.92%	↑3.93	21.9%	22.0%	13.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数和各行业估值涨跌互现。从行业板块看，上周农林牧渔、国防军工、社会服务估值上行最多，通信、电力设备、医药生物估值下行最多。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

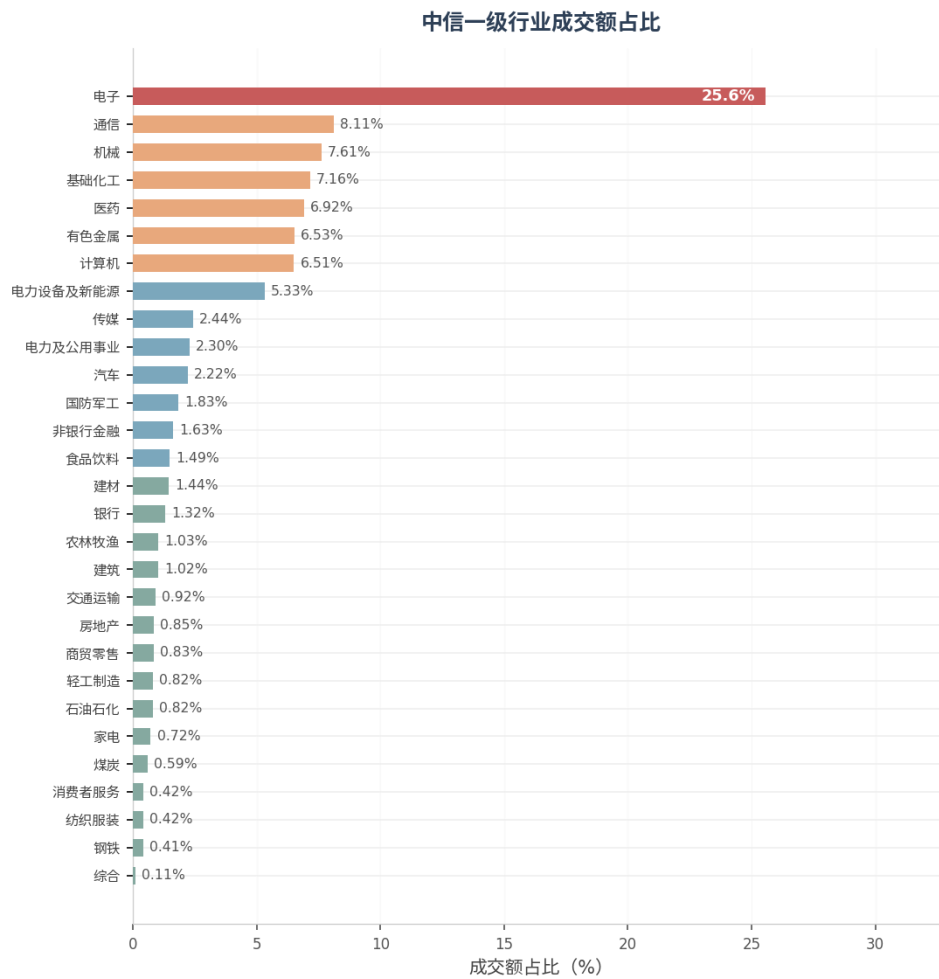
图：万得全 A（881001.WI）近一年价量走势



数据来源：Wind、鑫元基金

近一周万得全 A 指数小幅上涨，累计涨幅 1.39%。从成交额来看，市场交投活跃度有所回落，上周内日均成交额约 1.94 万亿元。截至 2026 年 8 月 27 日，万得全 A 收于 6531.25 点，近一年累计上涨 6.15%。

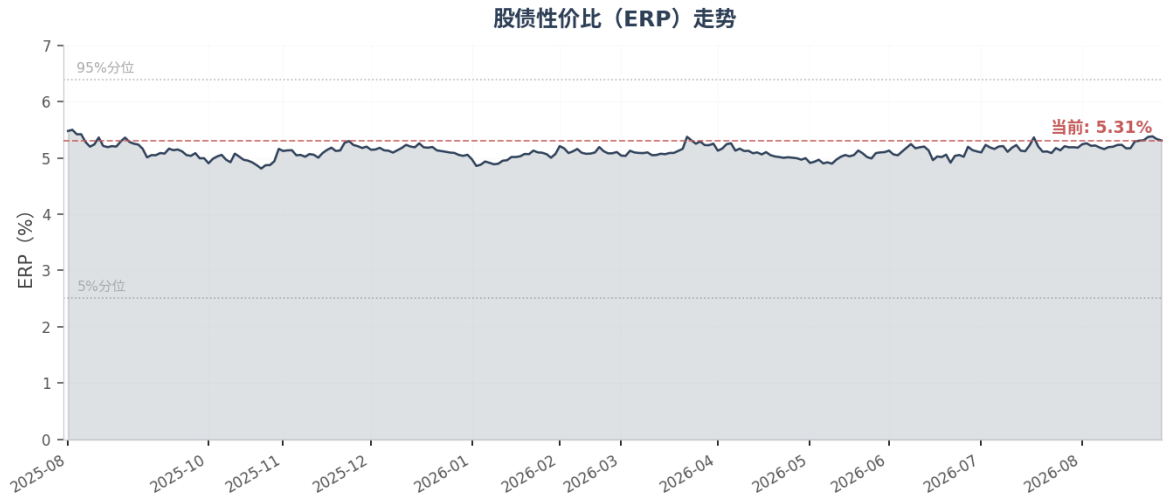
图：中信一级行业成交额



数据来源：Wind、鑫元基金

从行业成交额占比来看，电子行业以 25.56% 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（8.11%）、机械（7.61%）、基础化工（7.16%）和医药（6.92%）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（ERP）走势



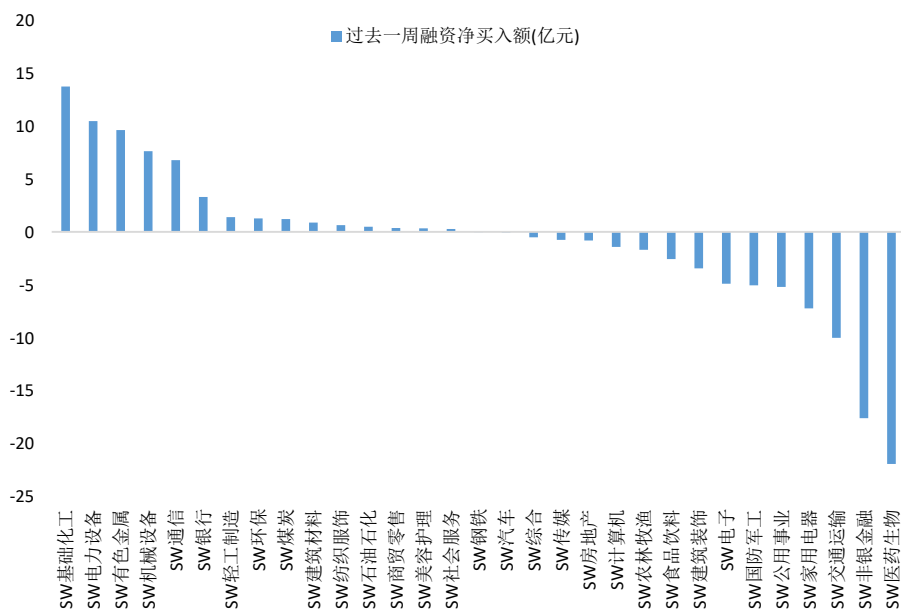
数据来源：Wind、鑫元基金

当前 ERP 值为 5.31%，处于 2016 年以来 66.09%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，近一周基本持平于 5.31%。

4、权益市场资金

8 月 28 日，融资买入额占 A 股成交额比例为 9.49%，较 8 月 14 日的 9.02%显著回升，反映出杠杆资金加仓意愿增强。截至 8 月 28 日，上周融资净买入的前三行业为基础化工、电力设备、有色金属。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

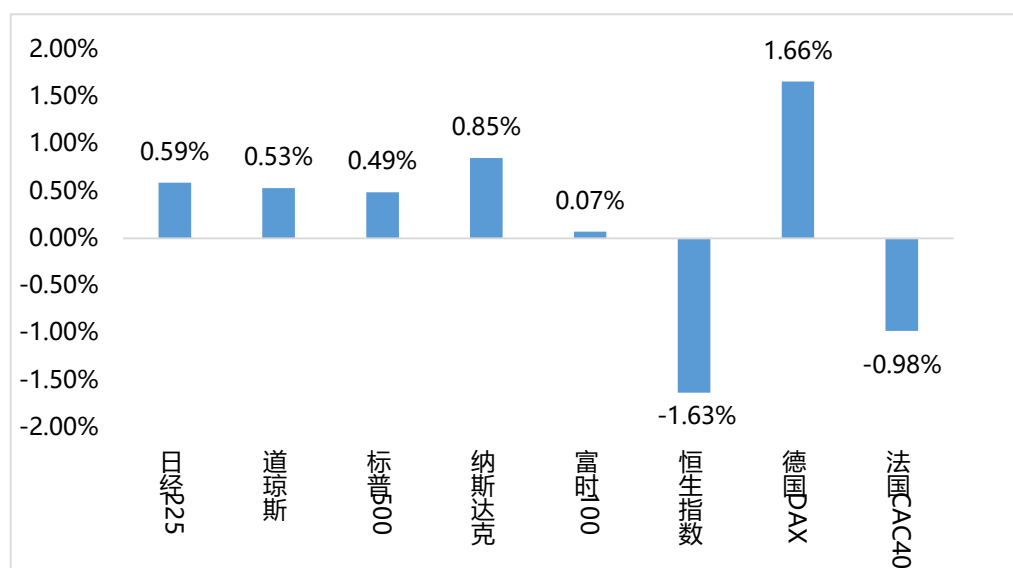


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌互现。美国股市方面，道琼斯上涨 0.53%，标普 500 上涨 0.49%，纳斯达克上涨 0.85%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 0.07%，德国 DAX 上涨 1.66%，法国 CAC40 下跌 0.98%；亚洲股市方面，日经 225 上涨 0.59%，恒生指数下跌 1.63%。主要市场表现分化。

图：上周海外主要指数涨跌

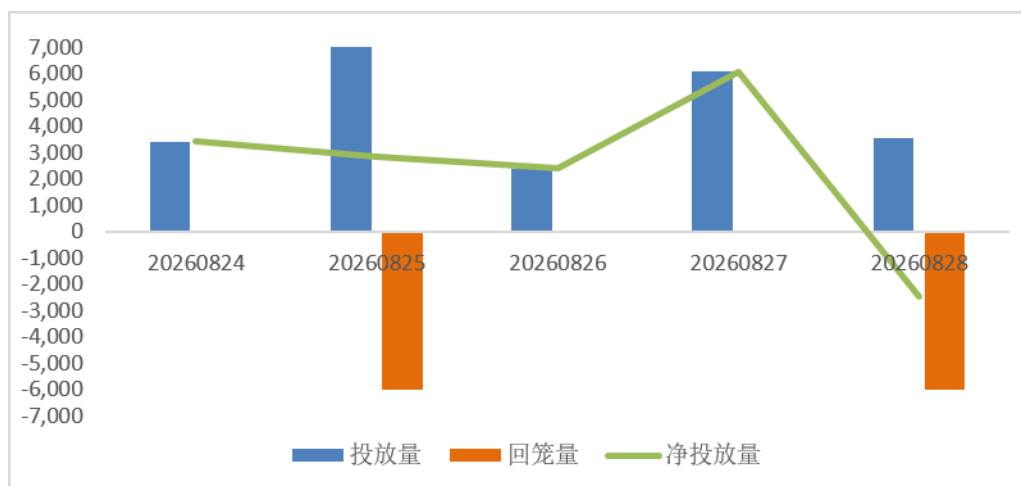


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 19250 亿元逆回购和 5000 亿元 MLF 操作，因有 5985 亿元逆回购和 6000 亿元 MLF 到期，整体上实现净投放 12265 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 2870 亿元，地方政府债计划发行 1490 亿元，整体净缴款 951 亿元。

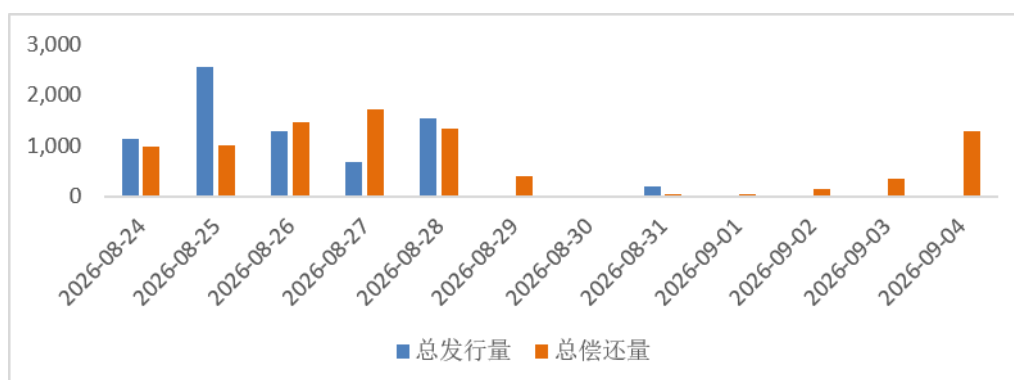
图：8 月 31-9 月 4 日政府债发行缴款

单位：亿元

	8 月 31 日		9 月 1 日		9 月 2 日		9 月 3 日		9 月 4 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	801	0	147	1330	0	0	419	1540	123
到期	0	880	0	219	0	197	850	25	0	2
缴款	0	427	0	801	0	147	1330	0	0	419
净缴款	-453		582		-50		455		417	

同业存单发行：本周（8 月 31 日-9 月 4 日）存单到期 2257 亿元，较前一周的 6481 亿元大幅回落，到期压力降至相对低位。

图：同业存单到期与发行

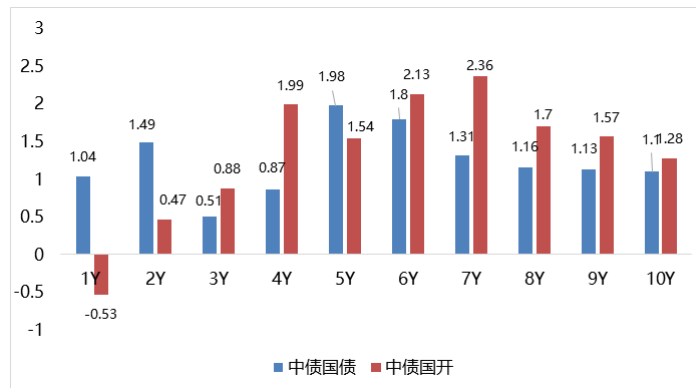


回购市场：上周资金面整体呈“先紧后松”的运行格局。上周一、上周二政府债券净缴款合计超 5000 亿元，叠加 6000 亿元 MLF 到期回笼，尽管央行通过公开市场净投放予以呵护，资金面仍维持均衡偏收敛态势。上周三起，随着政府债券净缴款规模回落，加之央行延续净投放操作，资金面逐步转松；上周四隔夜逆回购重启，流动性进一步改善，资金利率随之走低。截至上周五，R001 较前一周下行约 10BP 至 1.36%，R007 下行 3BP 至 1.41%。

票据利率：票据利率延续横盘格局，买盘需求旺盛，而票源供给仍显不足，各期限利率稳定在监管底线 0.5%。

（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：中债国债期限利差（2026 年 8 月 30 日）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	4.68	15.19	28.3	28.72
环比	-0.53	1.47	-0.88	4.53
年初以来	0.1	-9.6	6.66	59.58
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	23.90	15.39	19.09	45.46
2016 年以来分位数	7.20%	49.04%	87.80%	27.84%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表：中债中短期票据信用利差（2026 年 8 月 30 日）

项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	12.42	16.61	18.6	19.72	19.81
环比	1.00	0.70	0.26	-0.42	-1.82
年初以来	-4.19	0.91	-0.81	-3.61	-0.02
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	41.26	33.68	36.10	40.27	41.67
2016 年以来分位数	5.07%	8.07%	10.17%	4.65%	4.35%

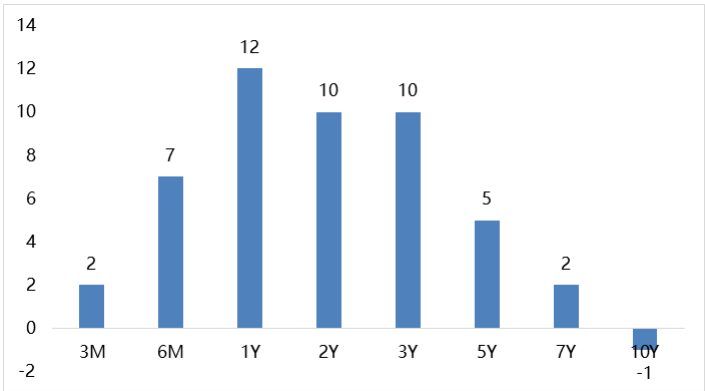
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率均上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 1.04BP 至 1.2132，3 年期上行 0.51BP 至 1.2600，5 年期上行 1.98BP 至 1.4119，10 年期上行 1.10BP 至 1.6949。

短期限高等级票据信用利差均走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.00BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.70BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据

信用利差走阔 0.26BP。

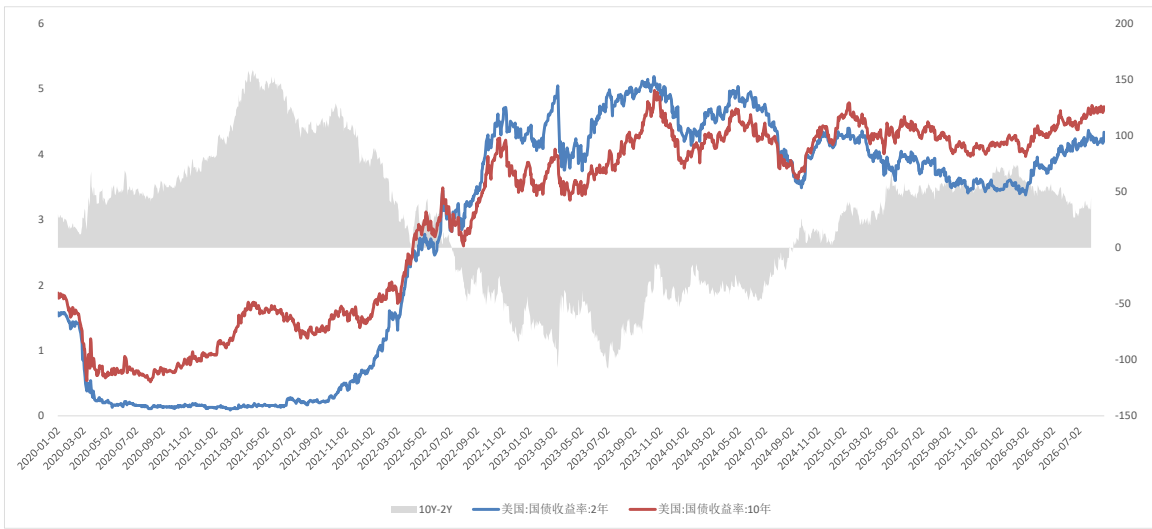
图：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率涨跌不一。1 年期美债收益率上涨 12BP，3 年期美债收益率上涨 10BP，10 年期美债收益率下跌 1BP。

图：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

上周美元指数小幅上行，在岸和离岸人民币汇率涨跌互现。上周美元指数上涨 0.85%；人民币兑美元中间价升值 0.01%，即期汇率升值 0.00%，离岸人民币汇率贬值 0.15%。

表：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	99.6831	6.7811	6.7204	6.7314
对照日期	98.8461	6.7817	6.7205	6.7212

涨跌	0.85%	0.01%	0.00%	-0.15%
----	-------	-------	-------	--------

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

国内方面，上周的边际变化是工业利润累计韧性 with 单月放缓同时得到确认，且地产政策由地方需求端放松上升为销售制度与信贷制度的全国性调整。1—7 月规上工业企业利润增长 17.6%，但 7 月当月增速由 15.1% 降至 11.2%，单月利润率由 6.2% 降至 5.2%，产成品存货同比增速升至 10.8%，说明价格改善和 AI 需求支撑部分行业现金流，但终端需求与去库压力仍未消失。房地产新规以开发贷款主办银行制强化资金闭环，现房销售优先和预售项目主体结构封顶要求降低交付风险，个人房贷最长 40 年则提高借贷双方期限灵活性。这些安排更有利于项目交付、优质房企融资和风险释放，但对总量销售的推动仍取决于居民收入和房价预期。8 月 25 日“六网协同”会议进一步研究投融资机制，结合工信部对 AI、算力、智能制造和 6G 的部署，权益市场仍以科技制造、算力基础设施和城市更新等结构方向占优；若相关投资形成实物工作量，长端债券利率下行空间将受到约束。

国际方面，美国经济进入增长放缓但通胀尚未充分回落的阶段。二季度实际 GDP 年化增长 1.5%，较一季度 2.1% 下降；7 月实际个人消费支出环比基本持平，而 PCE 和核心 PCE 同比分别上涨 3.7% 和 3.3%。这使美联储既缺乏继续大幅收紧的增长基础，也缺乏迅速转松的通胀条件。沃什在杰克逊霍尔强调限制常态化前瞻指引，并主张以尽可能未经扭曲的国债、汇率、信用及大宗商品等市场信号辅助判断近期经济、通胀和金融条件；他同时表示，美联储必须确信基础通胀正在明确且以足够快的速度向目标水平靠拢，否则仍有工作要做。当周美股温和上涨，美国 10 年期国债收益率小幅下行约 1 个基点，而油价和黄金同步回落，说明风险资产尚未交易衰退，但地缘风险溢价明显降温。短期不宜单边押注长久期美债；科技股仍受 AI 生产率预期支撑，但对实际利率变化更加敏感。黄金的短期价格可能受风险溢价回吐压制，但中长期仍可承担政策不确定性和美元信用风险对冲。

（二）权益市场展望和策略

海外方面，美联储政策预期仍处于反复博弈阶段，沃什近期表态偏鹰，但尚未通过实际加息行动兑现，市场对 9 月政策路径仍缺乏一致预期，美债短端和美元定价因此较为敏感，

海外分母端的不确定性继续压制全球风险资产形成单边趋势。国内方面，上周 A 股延续震荡分化格局，上证指数、中证 1000 和万得全 A 分别上涨 1.20%、1.36% 和 0.61%，创业板指、科创 100 和深证成指则分别下跌 3.42%、2.03% 和 1.00%，成长板块波动显著高于大盘指数。从上周节奏看，8 月 24 日创业板和科创板明显调整，随后市场逐步修复，8 月 27 日上证指数上冲至 3957 点附近，科技和中小盘同步反弹，但次日成长板块再度回吐，显示此前预期的反抽高点已基本兑现，当前市场尚不具备线性向上突破的条件。核心制约仍在量能，近期 A 股成交额由前期 2.4—2.5 万亿元以上回落至 1.8—2.1 万亿元附近，存量资金主导下板块切换速度明显加快，农林牧渔、煤炭、非银金融等防御和周期方向相对占优，而通信、电力设备、医药生物表现偏弱，反映市场正在科技成长、周期涨价与低位防御之间快速轮动。估值方面，电子、通信等板块仍处于较高历史分位，拥挤度压力尚未完全消化，而非银金融、食品饮料、美容护理等板块估值相对较低，结构性分化依然明显。资金面上，8 月 28 日融资买入额占 A 股成交额比例升至 9.49%，较 8 月 14 日的 9.02% 有所回升，基础化工、电力设备和有色金属融资净买入居前，表明杠杆资金风险偏好边际修复。我们认为，当前 A 股仍处于 7 月下旬以来上升波段内部的震荡整理阶段，前期低点附近仍具有较强支撑，但在成交额尚未重新稳定至 2.2—2.5 万亿元以上之前，反抽更可能表现为存量博弈而非新一轮趋势上攻。后续应继续以震荡市思维控制单边敞口和拥挤题材暴露，同时重点跟踪 9 月非农、通胀数据及 FOMC 政策信号，以及 AI 硬件和应用端订单、资本开支与收入兑现情况；若量能和基本面能够同步改善，科技主线仍有望由轮动重新升级为趋势行情。

（三）债券市场展望和策略

展望本周，债市预计维持区间震荡，核心变量将转向“8 月 PMI、跨月资金回落速度以及政策预期再定价”。8 月官方制造业和非制造业 PMI 将检验三季度经济修复斜率：若制造业景气继续低于临界点、内需分项偏弱，宽松预期仍可支撑中长端；若生产、新订单和价格指数同步改善，叠加上周工业利润高增，收益率可能继续上探。资金面方面，本将有 10885 亿元 7 天期逆回购和 3330 亿元隔夜逆回购到期，央行已安排隔夜操作窗口延续至 9 月 1 日，预计跨月总体平稳，但到期量较大使公开市场续作节奏仍是短端定价关键。

其次，政府债供给、风险偏好和海外利率仍会限制长端下行空间。进入 9 月后，地方债与特别国债发行、缴款节奏若保持较快，银行承接和久期消化压力可能继续存在；权益市场若延续活跃，也会强化股债跷跷板效应。海外方面，市场将消化杰克逊霍尔会议释放的政策信号，并迎来美国 8 月非农就业和 ISM 数据；在 7 月 PCE 同比仍高的背景下，若就业与景气

数据偏强，美债收益率和美元可能继续上行，通过汇率与风险偏好约束国内债市。综合基本面、流动性和供给因素，本周 10 年期国债收益率可重点观察 1.67%—1.73% 区间，30 年期国债关注 2.11%—2.20% 区间；接近区间下沿时不宜追涨，数据、资金或供给扰动带来的回升更适合分批配置。

策略方面，建议维持中性久期，以票息底仓配合区间交易，控制杠杆与超长端仓位。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跨月流动性。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 1.72%—1.73% 附近可分批增配，靠近 1.67%—1.68% 则宜兑现部分收益。30 年期现券与 TL 本周回调较大，赔率较前期有所修复，但工业利润偏强、海外利率及供给压力尚未消退，不宜急于抄底；若 30 年期收益率回升至 2.19%—2.20% 可小仓位参与，若下探 2.11%—2.13% 则应控制久期和回撤。曲线策略上，可保留 10 年期核心仓位，等待 30Y-10Y 利差进一步走阔后的相对价值机会。信用债方面，低利差环境下仍应坚持高等级、强流动性，避免过度信用下沉，并可利用国债期货动态对冲 PMI、政府债供给和美国非农带来的久期波动。

整体而言，上周央行通过 7 天期、隔夜逆回购和 MLF 组合操作稳定月末流动性，但工业企业利润高增、海外通胀黏性和止盈盘推动国债收益率整体上行，国债期货全线收跌，超长端调整最明显。本周 8 月 PMI、短期工具集中到期、政府债供给以及美国非农将共同决定债市方向。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。