



内需仍待托底，科技调整债市震荡

——鑫元周观点（2026.09.21-2026.09.27）

一、核心观点

宏观层面，中美经贸关系趋于稳定，是本周国内资产的重要利好。对等降税与既有经贸安排延期共识降低政策反复的风险，有助于稳定出口订单预期，改善 A 股风险偏好。央行三季度例会延续适度宽松，并将“六张网”建设纳入金融支持范围，政策继续通过改善项目融资推动投资需求。国内市场的配置线索由此更加清晰：经贸缓和支撑风险偏好修复，结构性政策支持产业订单形成。海外方面，美国 9 月综合 PMI 初值升至 58.4，经济扩张与能源成本上升共同强化加息预期，全球资产仍面临融资成本抬升的约束。AI 应用进展推动市场上修科技产业收入预期，美股上涨的持续性将更多依靠盈利兑现。

权益市场方面，上周 A 股各宽基指数多数下跌。上周美国 9 月制造业 PMI 超预期、10 月联储加息概率跳升，10 年美债收益率上行突破 5.2%，叠加节前缩量效应，A 股风险偏好回落，各宽基指数普遍回调，创业板指跌幅最为明显，下跌 2.48%，中证 500 下跌 2.25%，科创 50 下跌 1.86%，中证 1000 下跌 1.53%，万得全 A 下跌 1.21%。上周的波折证明了两件事——美债新高是一次压力测试、而非方向逆转；A 股自 7 月下旬低点以来的上升结构并未被破坏。历史上美债收益率上行并不必然带来权益调整，上周 10 年美债+16bp 的同时纳指逆势上涨+2.06%，融资买入占 A 股成交额比例亦小幅上行至 9.03%，杠杆资金加仓意愿增强。上周的煎熬已过，一段更大幅度的上涨即将展开；低位方向的轮动（房地产、美容护理、医药生物等涨幅居前）只是阶段现象，科技的回调恰是加仓窗口，反弹能否顺利展开还需跟踪美债 5.2% 一带的边际变化、节后量能能否回升至 2 万亿上方，以及海外科技财报季与 9-11 月大厂大会的产业指引；油价扰动只会影响反弹进度、不会改变方向，中美元首会晤达成八点共识、外部环境底部抬升。科技是当下唯一的主线，科技硬件的反弹可能仍是短期收益的主要来源——AI 科技资产是全球权益中景气度最好的方向、产业订单未证伪、海外大厂资本开支指引未砍，防御性资产与红利资产已基本完成均值回归、难以成为反弹驱动。优先关注经深度调整的算力/光模块/光通信/PCB/液冷、半导体设备材料、存储，以及 AI 应用中业绩可验证环节；回调分批加仓，不追高蔓枝与纯题材。

固定收益市场方面，上周债市在“宽货币预期升温+双节前流动性呵护+机构欠配”三重逻辑共振下，交易重心明显转向超长久期抢跑。其主线并非节前简单持券，而是提前定价政策利率下行与资金面友好环境，最终推动超长端独立走强、收益率曲线进一步平坦化。从驱动因素看，一是流动性与政策预期构成做多基础。央行通过 MLF 大额净投放、7 天逆回购呵护，并将隔夜逆回购操作上限提高至 1 万亿元，释放出明确的跨节资金面维稳信号；叠加政策利率下调预期，流动性友好预期进一步强化。二是资产荒与欠配压力未解，机构更倾向早参与、持券过节。三是地产、权益及中美谈判等消息面虽有扰动，但未改变债市主线，风险偏好回落时反而强化避险配置。截至 9 月 24 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 1.23%、1.29%、1.41%、1.50%、1.67% 和 2.08%。1 年和 3 年期分别上行 0.30bp 和 2.34bp，5 年、10 年和 30 年期分别下行 0.12bp、0.82bp 和 4.40bp；30Y-10Y 利差由 44.40bp 收窄至 40.82bp，压缩 3.58bp，超长端相对强势更为突出。整体看，跨节前流动性保持可控，配置需求支撑长债，但超长端快速上涨也压缩了后续追涨空间。

二、宏观动态

（一）国内宏观

当地时间 9 月 23 日至 25 日，中国国家主席习近平对美国进行国事访问。其间，两国元首就中美建设性战略稳定关系及重大国际地区问题深入交换意见，达成八点成果共识，包括：一、双方同意构建“基于尊重、公平、对等的中美建设性战略稳定关系”。二、双方同意相互支持对方办好亚太经合组织（APEC）领导人非正式会议和二十国集团（G20）领导人峰会。两国元首有意出席对方主办的会议。三、两国元首同意伊朗应履行不发展核武器的承诺，任何国家或机构都不得对国际水道征收通行费。四、两国元首忆及中国和美国是二战盟友，并肩作战赢得战争胜利。五、两国元首认可中美经贸磋商机制积极作用和双方经贸团队磋商成果，包括建立并推进贸易理事会等机制，达成“300 亿美元”对等降税安排，延期吉隆坡经贸磋商成果等，并指示予以落实。六、中美禁毒执法部门合作取得可视化成果。近期，双方密切合作，联合破获多起涉新精神活性物质及前体化学品案件，在两国抓获数十名相关犯罪嫌疑人。七、双方同意建立中美人工智能对话，交流人工智能相关风险和惠益。下次对话将于今年 11 月举行。双方同意建立人工智能事件的沟通渠道。八、美方欢迎中方租借给美国亚特兰大动物园的一对大熊猫抵美。此外，中美两军还同意尽快签署加强危机沟通与预防的谅解备忘录，继续合作搜寻在华美军失踪人员遗骸。

当地时间 9 月 25 日下午，国家主席习近平结束对美国的国事访问返回北京。习近平在

美国总统特朗普举行的欢迎宴会上表示，中美关系又站在新的历史起点上。特朗普总统提出让美国再次伟大，带领美国人民取得了重要发展成就。中国正致力于实现中华民族伟大复兴，中国式现代化建设不断开创了新局面。这两个目标都很宏伟，完全可以相互成就。我们应当展现大国担当，顺应人民期盼和时代大势，探索一条大国正确相处的新路。

国家主席习近平和夫人彭丽媛同美国总统特朗普和夫人梅拉尼娅在白宫举行茶叙。两国元首同意进一步丰富中美关系定位的内涵，共同构建“基于尊重、公平、对等的建设性战略稳定关系”。

国务院总理李强在上海调研时强调，要坚持智能化、绿色化、融合化方向，推进科技创新和产业创新深度融合，大力发展新一代智能制造，加快培育壮大新兴产业和未来产业，持续做大做强先进制造业。纵深推进“人工智能+制造”，推动人工智能更好赋能先进制造业发展，促进研发、生产、管理等全流程智能升级。

商务部部长王文涛会见德国汽车工业协会主席穆勒，并与欧洲汽车工业协会主席康林松举行视频通话，就中欧经贸关系及汽车产业合作等问题交换意见。王文涛指出，中国政府欢迎欧洲车企扩大对华投资，支持中国车企赴欧投资。

商务部新闻发言人何亚东表示，近日中美两国经贸团队在美国举行第八轮经贸磋商。双方以两国元首重要共识为引领，秉持相互尊重、和平共处、合作共赢的原则，围绕落实已有经贸磋商共识、对等降税安排、建立贸易理事会和投资理事会、吉隆坡经贸磋商联合安排延期等双方共同关注的经贸问题，进行了坦诚、深入、富有建设性的交流，达成多项共识。何立峰副总理与贝森特财长作为中美各自牵头人在中美经贸磋商机制下就人工智能进行了首次对话。下一步，中方将与美方在中美经贸磋商机制下，就后续工作保持密切沟通。

中国人民银行货币政策委员会召开三季度例会，研究了下一阶段货币政策主要思路，建议发挥增量政策和存量政策集成效应，增强政策前瞻性灵活性针对性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机。会议首次提出加强对“六张网”建设的金融支持。

有消息称将有全国性房贷贴息政策落地，整体贴息力度最高可达 100BP，推动首套房贷款利率降至 2% 的水平。更有传闻称贴息将在近期落地，总额度 1000 亿元、贴息 20BP，针对首套房。对此传闻，多个券商房地产行业分析师认为可能性不大。

香港交易所宣布，旗下全资附属公司及场内衍生产品结算所香港期货结算公司及香港联交所期权结算所，将由 2026 年 11 月起接纳透过债券通持有的中国国债及政策性金融债，以

及中国财政部发行的境外发售的债券，作为合资格非现金抵押品，以履行保证金要求，惟须待监管机构批准。香港交易所首席营运总监刘碧茵表示，落实今次优化将可增加中国国债在香港市场的使用场景，并推动香港定息及人民币生态圈持续发展。

9月21日，人民币对美元中间价连续九个交易日调升，为2023年以来最长连涨天数。回顾近一周行情，人民币中间价呈现波动调升态势，9月18日离岸、在岸人民币对美元汇率一度触及6.70关口。业内专家认为，人民币近期走强，是国内经济基本面向好、出口增强等因素的共同结果，未来仍将以双向波动为主，在合理均衡水平上保持基本稳定。

中国人民银行召开外资金金融机构座谈会，听取外资金金融机构意见建议，研究进一步优化营商环境、推动金融业高水平对外开放有关工作。央行行长潘功胜表示，将继续推动金融高水平开放，持续完善政策供给，稳步扩大金融市场双向开放，不断优化跨境支付服务，更加便利人民币国际使用。

国家发改委：根据现行价格机制计算，自9月24日24时起，国内汽、柴油（标准品）价格每吨分别应上调830元、800元，调控后实际上调395元、385元。

阿里巴巴 CEO 吴泳铭在云栖大会上表示，当前客户 AI 需求非常强劲，将全力投入 AI 基础设施建设，目标到2032年阿里云运营的全球数据中心规模超过20GW。吴泳铭透露，阿里计划训练参数规模达5至10万亿美元的新一代AI模型。与此同时，阿里平头哥发布新一代AI芯片真武V900，算力较前代M890提升3倍，预计平头哥AI芯片年出货量将大幅提升。移动端AI解决方案Qwen Intelligence及系列企业级AI Agent产品同步亮相。

（二）海外宏观

AI Agent 浪潮与美债利率上行的对峙，正将美股撕裂成两个截然不同的世界。本周Meta发布旗下Agentic AI模型Muse，单周市值暴增2200亿美元，推动纳斯达克100指数成为表现最强的主要股指。但与此同时，美债收益率持续走高，标普500指数在7700点附近反复拉锯，始终无法实现有效突破。高盛全球对冲基金业务负责人Tony Pasquariello建议，若坚持持有股票多头，需同步做空美债以对冲利率风险。

卡塔尔媒体称，美伊谈判已超越初步外交接触、进入具体技术性磋商，伊朗技术专家已赴纽约加入谈判。但伊朗媒体指出，该媒体关于美伊新谈判的报道“不属实”，西方媒体为影响市场和油价“制造新闻”。伊朗总统佩泽希齐扬表示，支持恢复伊美谅解备忘录，将为实质性谈判创造条件。伊朗外长阿拉格齐称，伊朗向美国递交新的谈判草案，若美方接受条

件，时间表可启动，七天后将重开海峡，同时双方恢复更广泛的和谈。

特斯拉近几个月将 Optimus 人形机器人产量提高约十倍，但公司仍在努力实现大规模可靠生产。据熟悉项目的人士透露，其生产线正面临机器人复杂手部、自动化设备和供应商限制等问题。8 月特斯拉每周生产了几百台机器人。

国际货币基金组织（IMF）发布最新年度报告指出，今年由私人部门主导的全球人工智能（AI）投资规模可能突破 2 万亿美元，成为近年来推动经济增长的最强劲动力之一。但随着相关基建及项目规模持续扩大，部分高成本投资越来越依赖债务融资。一旦未来回报未能达到预期，恐会引发资产估值显著调整、财富缩水及企业裁员等连锁效应。

美联储正在制定一项计划，拟提高触发对大型银行实施更严格监管的资产门槛，此举将使部分贷款机构免于承担昂贵的额外监管成本，并可能推动行业整合。知情人士称，美联储预计将很快提议重新调整银行需接受资产负债表压力测试、流动性、资本及其他更严格监管规则的门槛，以反映通胀和经济增长因素。

美联储多位官员近日密集表态，警告通胀持续高企，当前政策立场可能仍不足以将物价压回 2% 目标，市场对 10 月加息的预期随之大幅升温。仅周五当天，就有三位联储官员释放鹰派信号，就通胀风险发出警告。据 CME “美联储观察”，目前美联储 10 月会议加息 25 个基点的概率为 64.2%。

全球债市抛售潮加剧。周四美国财政部发行 440 亿美元 7 年期国债，中标收益率为 5.085%，创 2009 年该期限债券重新发行以来新高。30 年期美债收益率盘中一度上行 7 个基点至 5.47%，创 2004 年以来新高；5 年、10 年期美债收益率刷新逾 19 年新高；20 年期美债收益率升至 5.533%，再创 2020 年重新发行以来新高。日本 2 年、10 年期国债收益率均创逾 30 年新高，5 年期创历史新高。德国 10 年期国债收益率创 2009 年以来新高。全球政府债务平均收益率已接近 4%，为 2007 年以来最高水平。

消息人士透露，美国和伊朗谈判代表正在探讨一条分阶段结束战争的路径，其中包括伊朗重新开放霍尔木兹海峡、美国解除对伊朗经济封锁，伊朗还可能获得部分被冻结资产。这意味着，霍尔木兹海峡重新开放，可能成为美伊谈判中一项关键的交换条件。

特朗普政府正在考虑一项旨在推广在海外使用美元计价稳定币的计划，以巩固美元作为全球储备资产的地位，并提振对美国国债的需求。

纽约联储主席威廉姆斯表示，今年再度加息是一个“合理”预期，美联储依靠明确前瞻指引的时代已经“结束”。费城联储主席保尔森称，若经济走势符合预期，美联储可能需要

进一步加息以推动通胀回归目标水平。克利夫兰联储主席哈玛克表示，美国经济正面临一系列供应冲击，加剧了通胀心态固化的风险。

美国 9 月标普全球制造业 PMI 升至 57，创 52 个月新高；服务业 PMI 升至 58.7，创 59 个月新高；综合 PMI 初值攀升至 58.4，创 2021 年 7 月以来新高。美联储 10 月加息预期升温，美债收益率大幅上扬，多个期限品种涨近 20bp，3 年、5 年、7 年、10 年期美债收益率均再次突破 5%。美国财政部宣布，周四将购买至多 60 亿美元的长期美债。美联储理事巴尔表示，可能需要进一步加息以确保通胀回归目标水平。

伊朗总统佩泽希齐扬赴美国出席联合国大会，并预计将于 9 月 23 日在联合国大会上发表讲话。伊朗外长阿拉格齐与美国总统特使威特科夫于纽约举行会晤。伊朗提出，重新开放霍尔木兹海峡的条件包括：美国立即解除海上封锁，立即解冻所有伊朗资产以及结束在地区各战线战争。美国总统特朗普表示，美国官员与伊朗代表团进行了三个小时会晤，非常富有成效，将在不久的将来安排另一次会谈。

Meta 旗下 AI 个人智能体应用 Muse 上线不足两周，已在下载量和日活用户数两项关键指标上超越 ChatGPT 同期表现，引发市场对 AI Agent 能否真正走向大众的强烈期待。资本市场将腾讯视为“中国版 Muse”的最优解，周二腾讯控股股价大涨 5%。瑞银表示，随着前沿智能体进一步引爆 AI 算力需求，算力产业链高景气度将进一步延伸至 2028 年。

9 月 21 日，美国柴油零售价突破 6.5 美元/加仑，再创历史新高。中东供应受扰、俄罗斯炼厂遇袭叠加出口限制，全球成品油供应持续收紧，北美和加勒比地区可出租柴油储罐容量升至四年来高位，但因“无油可存”，炼厂和贸易商减少续租，供应短缺或将持续数月。柴油涨价正推高运输、农业和取暖成本，加大美国通胀压力。

美伊冲突打乱全球石油运输原有路线，油轮绕行成本增加，叠加油轮供给处于历史低位，全球油运价格年内不断上涨。截至 9 月 24 日，全球原油运输指数（BDTI）已飙升至 5250 点，较 2025 年初的约 850 点上涨超过 5 倍。油运价格大涨背景下，中远海能、招商轮船等相关 A 股上市公司业绩、股价均大幅上涨。多家头部机构认为，短期运费仍存在进一步上涨的韧性，高景气持续性有望超预期。

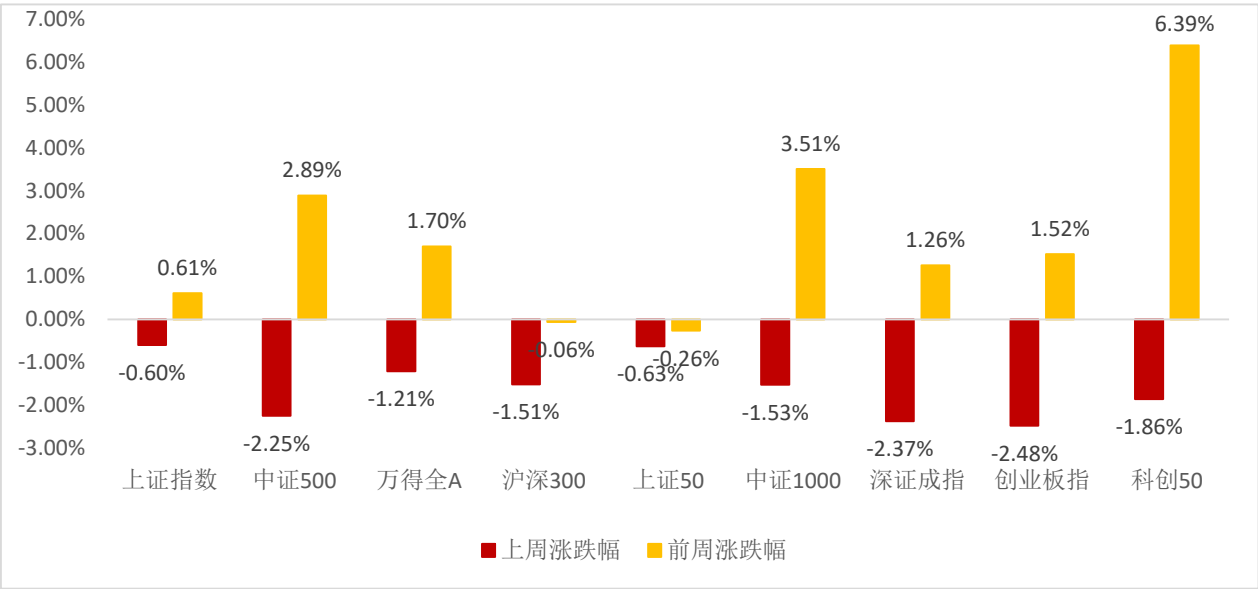
美国上周初请失业金人数 19.7 万人，预期 20.1 万人，前值由 19.6 万人修正为 19.8 万人；续请失业金人数 171.9 万人，预期 174.5 万人，前值由 173 万人修正为 171.7 万人；初请失业金人数四周均值 20.225 万人，前值由 20.325 万人修正为 20.4 万人。

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 股宽基指数回落。美国 9 月制造业 PMI 超预期，10 月联储加息概率跳升，美债收益率上行，A 股风险偏好回落，宽基指数多数下跌。其中，创业板指下跌 2.48%，中证 500 下跌 2.25%，科创 50 下跌 1.86%，中证 1000 下跌 1.53%，万得全 A 下跌 1.21%。行业层面，**房地产、美容护理、医药生物**等涨幅居前；而**有色金属、建筑材料、农林牧渔**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）

	2026/9/24	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	15.7	↓0.07	47.4	↓1.28	77.0%	83.0%	77.8%
深证成指	29.5	↓0.69	68.0	↓3.35	72.4%	77.3%	70.4%
上证 50	10.7	↑0.01	43.5	↑0.32	61.5%	57.6%	46.5%
沪深 300	13.3	↓0.09	50.8	↓1.73	67.1%	68.2%	60.1%
中证 500	32.6	↓0.71	58.6	↓2.43	68.9%	87.2%	83.3%
中证 1000	43.4	↓0.66	59.0	↓0.98	59.0%	78.3%	74.2%
创业板指	37.4	↓0.99	24.8	↓1.99	22.9%	35.7%	38.0%
科创 50	133.3	↓2.48	79.6	↓0.56	79.6%	79.6%	79.0%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

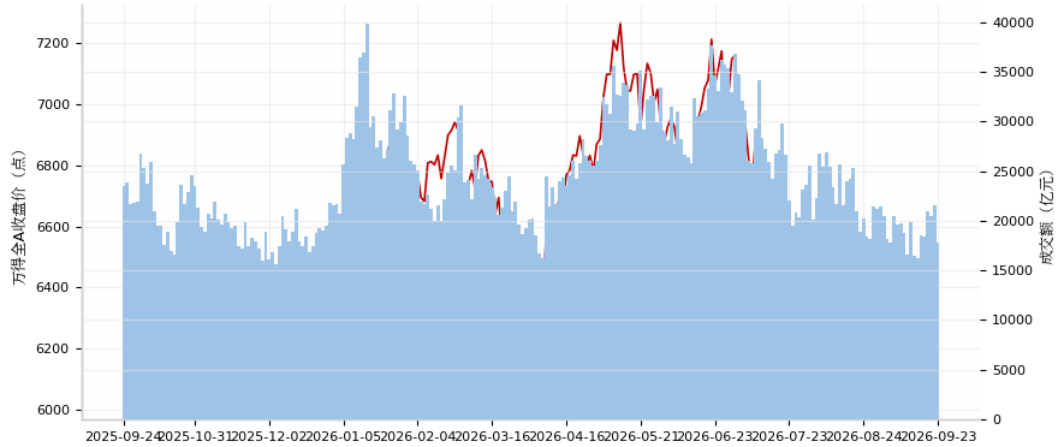
	2026/9/24	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	80.7	↓1.27	90.02%	↓0.29	90.0%	87.6%	83.8%
基础化工(申万)	25.9	↓0.16	48.18%	↓0.42	48.2%	74.1%	66.3%
钢铁(申万)	29.8	↓0.47	63.96%	↓1.39	64.0%	85.0%	80.4%
有色金属(申万)	16.9	↓0.73	11.24%	↓0.70	11.2%	17.9%	23.3%
电子(申万)	62.5	↓1.05	79.53%	↓1.51	79.5%	88.1%	84.4%
家用电器(申万)	14.9	↓0.07	44.22%	↓1.39	44.2%	50.4%	55.1%
食品饮料(申万)	20.4	↓0.14	16.50%	↓0.58	16.5%	9.0%	11.7%
纺织服饰(申万)	24.5	↑0.05	45.23%	↑0.42	45.2%	56.5%	51.6%
轻工制造(申万)	34.3	↑0.11	66.58%	↑0.38	66.6%	96.4%	95.3%
医药生物(申万)	32.9	↑0.48	32.31%	↑1.48	32.3%	51.3%	53.0%
公用事业(申万)	21.5	↓0.33	57.63%	↓2.80	57.6%	64.6%	62.2%
交通运输(申万)	16.7	↓0.18	45.32%	↓2.10	45.3%	55.0%	62.1%
房地产(申万)	17.0	↑0.37	65.54%	↑0.83	65.5%	74.5%	66.7%
商贸零售(申万)	33.0	↓0.57	59.11%	↓2.23	59.1%	66.9%	56.8%
社会服务(申万)	42.9	↑0.48	37.97%	↑1.74	38.0%	43.2%	26.0%
综合(申万)	79.5	↓0.79	90.19%	↓1.05	90.2%	94.7%	93.1%
建筑材料(申万)	38.6	↓0.57	89.98%	↓1.40	90.0%	97.4%	96.6%
建筑装饰(申万)	14.7	↓0.17	73.65%	↓0.90	73.6%	96.4%	95.8%
电力设备(申万)	27.9	↓0.72	17.64%	↓1.65	17.6%	28.0%	25.9%
国防军工(申万)	59.4	↓1.08	32.36%	↓2.89	32.4%	45.1%	46.6%
计算机(申万)	61.3	↓0.31	59.52%	↓0.82	59.5%	54.9%	44.2%
传媒(申万)	34.5	↓0.27	29.59%	↓1.03	29.6%	45.7%	37.4%
通信(申万)	52.9	↓1.66	83.68%	↓1.58	83.7%	94.1%	92.3%
银行(申万)	6.3	↑0.01	49.38%	↑0.37	49.4%	57.3%	70.3%
非银金融(申万)	9.1	↓0.08	0.03%	↓0.06	0.0%	0.0%	0.1%
汽车(申万)	25.5	↓0.07	60.42%	↓0.29	60.4%	43.1%	25.6%
机械设备(申万)	43.0	↓0.89	72.64%	↓1.26	72.6%	95.1%	93.8%
煤炭(申万)	18.5	↑0.38	73.85%	↑0.72	73.9%	91.2%	88.5%
石油石化(申万)	16.4	↑0.18	41.44%	↑1.59	41.4%	63.6%	65.3%
环保(申万)	25.4	↓0.12	52.84%	↓0.45	52.8%	83.8%	83.3%
美容护理(申万)	28.6	↑0.50	13.09%	↑2.24	13.1%	11.8%	6.4%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数估值多数下行，各行业估值多数下行。从行业板块看，上周美容护理、社会服务、医药生物估值上行最多，通信、农林牧渔、国防军工估值下行最多。当前**农林牧渔、通信、建筑材料**板块估值处于历史较高水平；**非银金融、有色金属、美容护理**板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场情绪

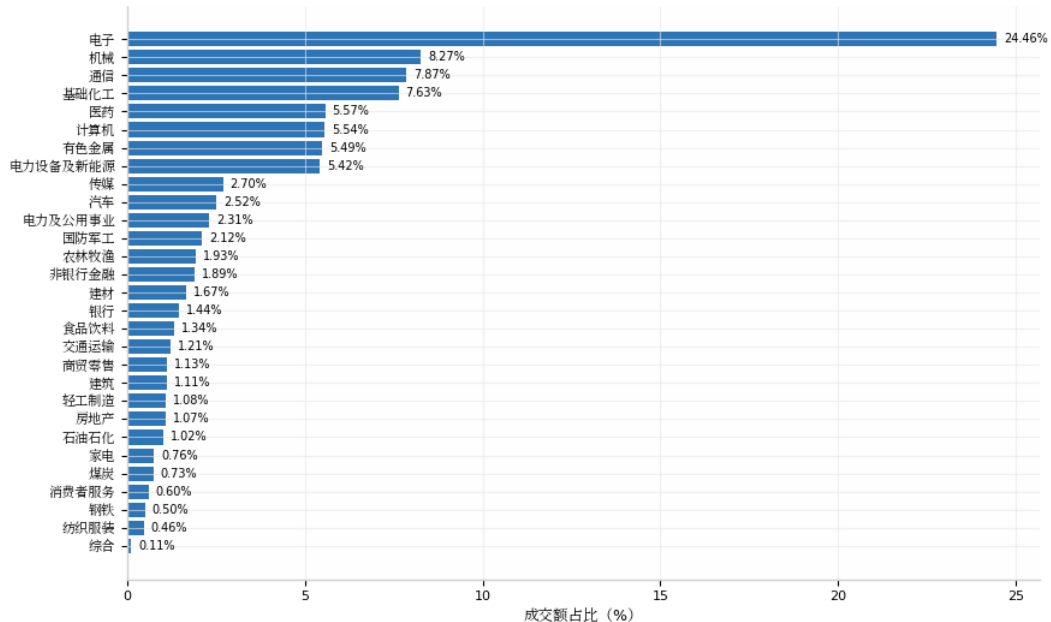
图：万得全 A（881001.WI）近一年价量走势



数据来源：Wind、鑫元基金

近一周万得全 A 指数震荡上行，累计上涨 1.82%。从成交额来看，市场交投活跃度有所回升，周内日均成交额约 1.98 万亿元。截至 2026 年 9 月 23 日，万得全 A 收于 6468.90 点，近一年累计上涨 2.85%。

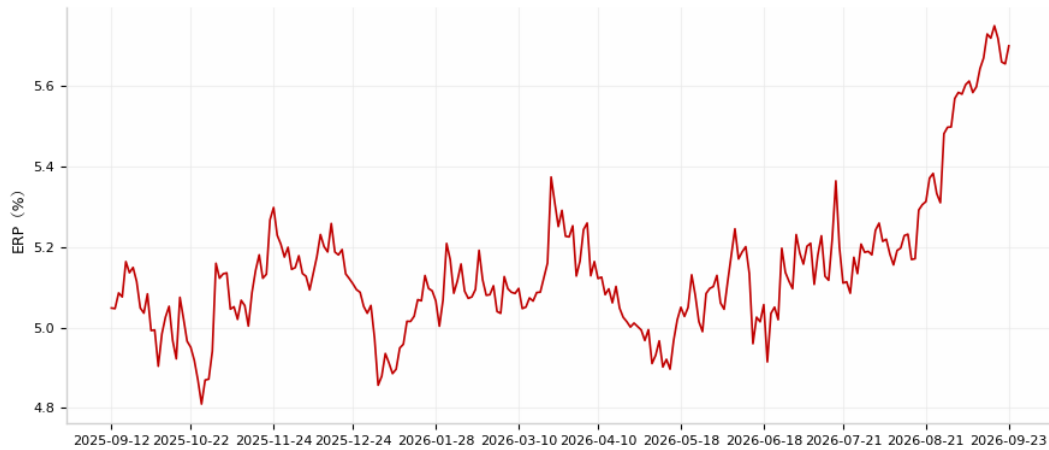
图：中信一级行业成交额



数据来源：Wind、鑫元基金

从行业成交额占比来看，电子行业以 24.46% 的占比位居首位，显著高于其他行业，显示资金高度集中。机械（8.27%）、通信（7.87%）、基础化工（7.63%）和医药（5.57%）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



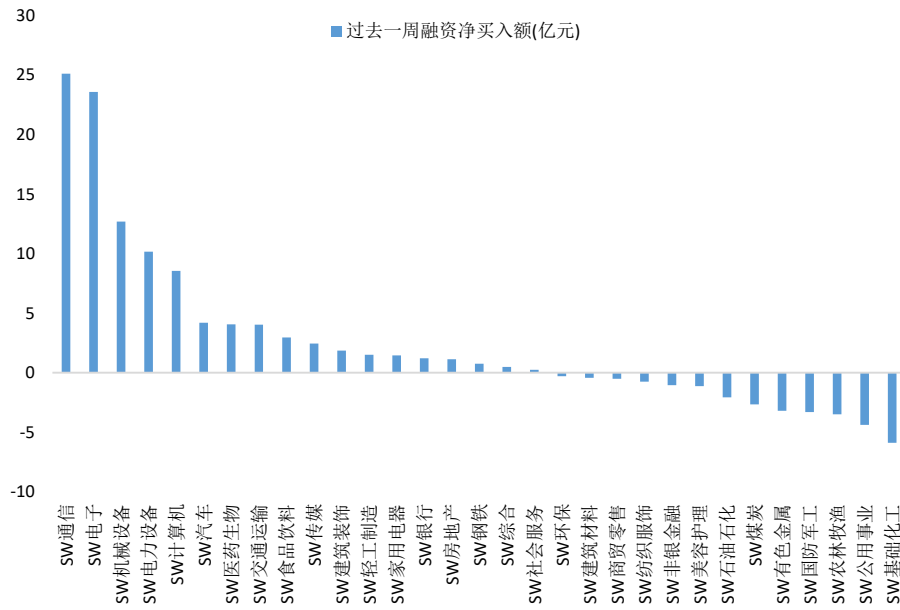
数据来源：Wind、鑫元基金

当前 ERP 值为 5.70%，处于 2016 年以来 75.93%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 近一年自 5%下方持续上行，近一周由 5.75%小幅回落至 5.70%，整体仍维持在近一年高位区间。

4、权益市场资金

9月24日，融资买入额占A股成交额比例为9.03%，较9月18日的8.99%小幅上行，反映出杠杆资金加仓意愿小幅增强。截至9月24日，上周融资净买入的前三行业为通信、电子、机械设备。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

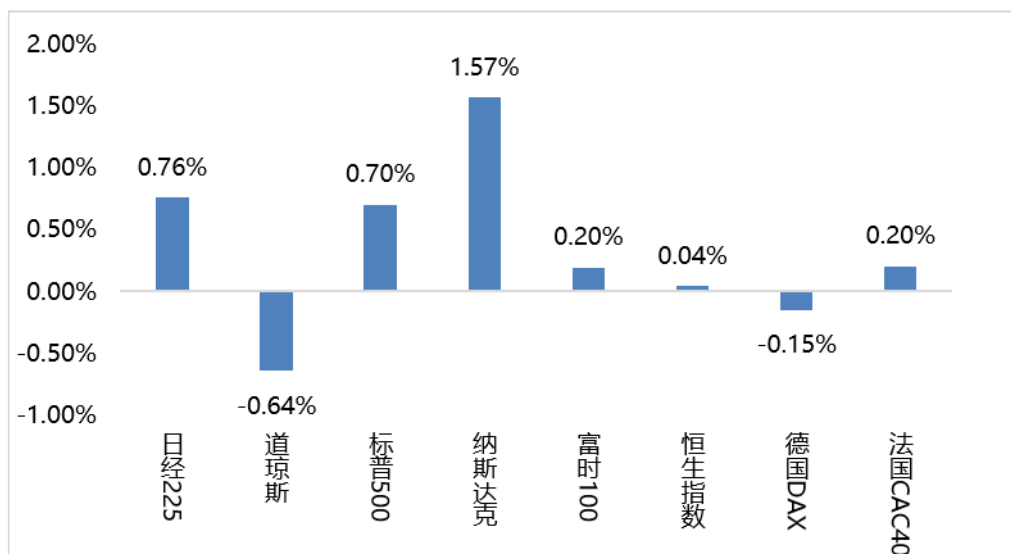


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌互现。美国股市方面，道琼斯下跌 0.64%，标普 500 上涨 0.70%，纳斯达克上涨 1.57%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 0.20%，德国 DAX 下跌 0.15%，法国 CAC40 上涨 0.20%；亚洲股市方面，日经 225 上涨 0.76%，恒生指数上涨 0.04%。主要市场表现分化。

图：上周海外主要指数涨跌

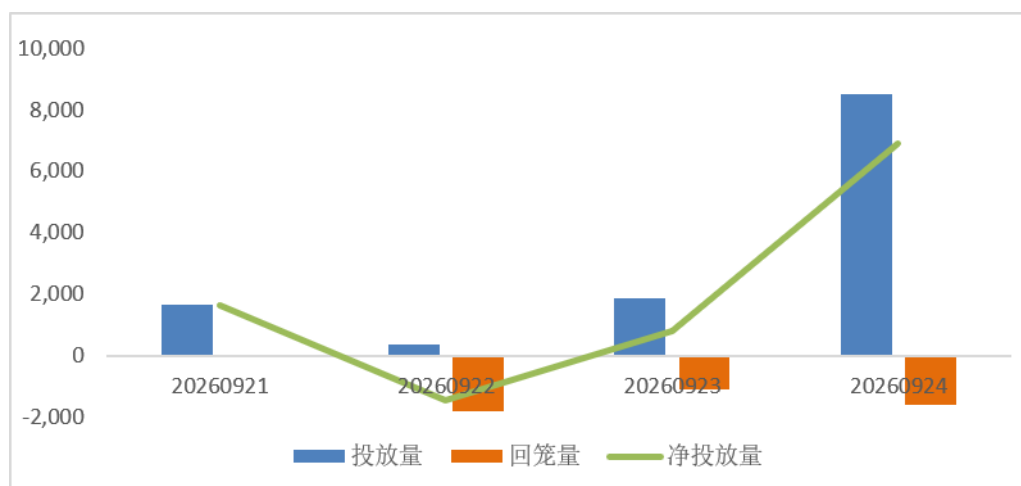


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 2595 亿元逆回购、8000 亿 MLF 和 1800 亿国库现金定存操作，因有 2720 亿元逆回购和 1800 亿国库现金定存到期，整体上实现净投放 7875 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 0 亿元，地方政府债计划发行 2757 亿元，整体净缴款-1192 亿元。

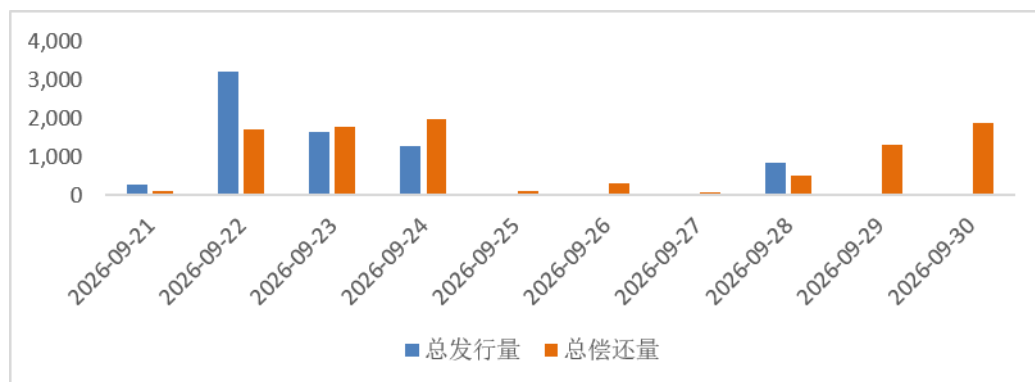
图：9 月 28-9 月 30 日政府债发行缴款

单位：亿元

	9 月 28 日		9 月 29 日		9 月 30 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	1159	0	782	0	816
到期	3474	112	0	78	0	0
缴款	0	532	0	1159	0	782
净缴款	-3054		1082		782	

同业存单发行：本周（9 月 28-30 日）存单到期 4133 亿元，较前一周的 5545 亿元有所回落。

图：同业存单到期与发行

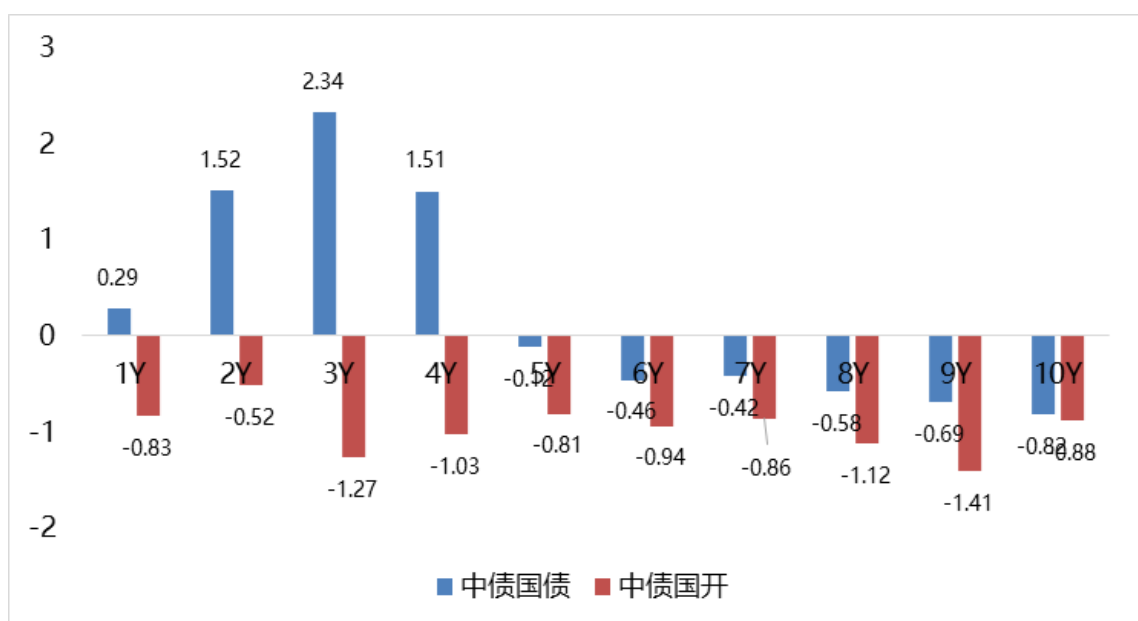


回购市场：上周资金面整体均衡偏松。尽管当周政府债券净缴款规模超过 5000 亿元，形成一定资金回笼压力，但随着税期扰动消退，大行净融出规模持续回升，自上周五 2.78 万亿元攀升至周四 4.2 万亿元，有效对冲了缴款带来的流动性缺口；周三尾盘，央行预告隔夜逆回购上限上调至 10000 亿元，并超量续作 2000 亿元 MLF，政策信号释放后，周四资金面明显转松，资金利率随之回落，截至周四，R001 及 R007 分别收于 1.38% 和 1.43%，较前一周五分别下行 5BP 和 4BP。

票据利率：票据利率整体涨后震荡。周初，卖盘短票出票积极，短期涨幅显著。周中，随着短期上涨，买方对短票需求增加，规模调整影响，卖盘积极出票，中长期开始上涨。周四票价上涨下买方需求升温，票价涨后略有回调。

（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）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	5.66	11.65	26.8	24.75
环比	2.05	-2.46	-0.70	3.47
年初以来	1.08	-13.14	5.16	55.61
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	23.74	15.39	19.15	45.31
2016 年以来分位数	9.72%	23.69%	84.47%	23.13%

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 9 月 27 日）

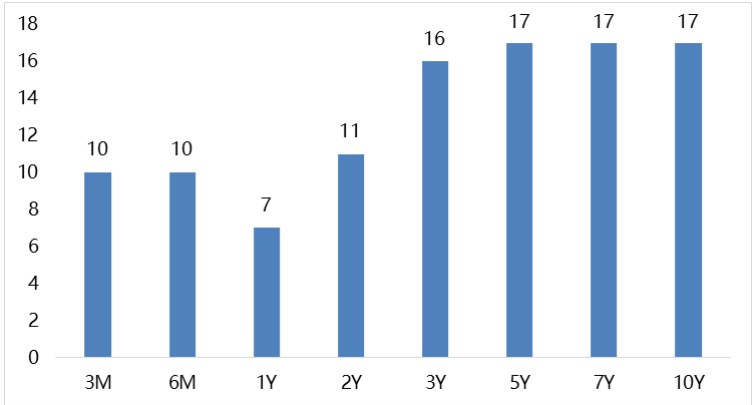
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	11.98	15.27	16.82	18.56	16.72
环比	0.22	-0.30	0.21	-0.48	-1.74
年初以来	-4.63	-0.43	-2.59	-4.77	-3.11
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	41.05	33.55	35.96	40.11	41.50
2016 年以来分位数	4.84%	5.44%	5.14%	2.94%	1.27%

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涨跌不一。其中，中债国债 1 年期收益率上行 0.29BP 至 1.2327，3 年期上行 2.34BP 至 1.2893，5 年期下行 0.12BP 至 1.4058，10 年期下行 0.82BP 至 1.6738。

短期限高等级票据信用利差涨跌不一。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.22BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.30BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.21BP。

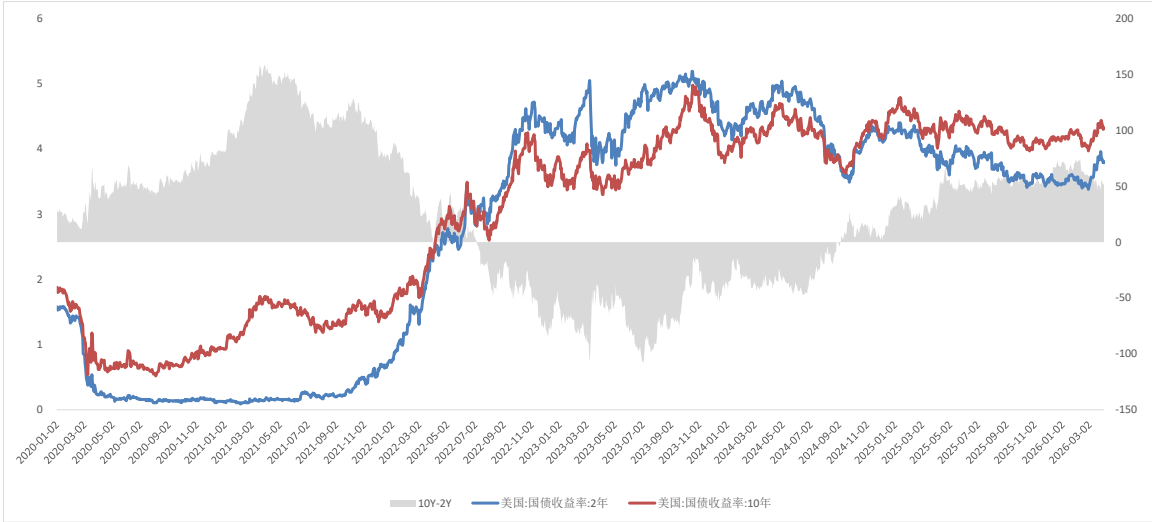
图：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率均上涨。1 年期美债收益率上涨 7BP，3 年期美债收益率上涨 16BP，10 年期美债收益率上涨 17BP。

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 1.02%；人民币兑美元中间价升值 0.05%，即期汇率贬值 0.24%，离岸人民币汇率贬值 0.31%。

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	101.2437	6.7489	6.7131	6.7161
对照日期	100.2167	6.7521	6.6973	6.6951
涨跌	1.02%	0.05%	-0.24%	-0.31%

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，中美经贸关系趋于稳定，是本周国内资产的重要利好。对等降税与既有经贸安排延期共识降低政策反复的风险，有助于稳定出口订单预期，改善 A 股风险偏好。央行三季度例会延续适度宽松，并将“六张网”建设纳入金融支持范围，政策继续通过改善项目融资推动投资需求。国内市场的配置线索由此更加清晰：经贸缓和支持风险偏好修复，结构性政策支持产业订单形成。海外方面，美国 9 月综合 PMI 初值升至 58.4，经济扩张与能源成本

上升共同强化加息预期，全球资产仍面临融资成本抬升的约束。AI 应用进展推动市场上修科技产业收入预期，美股上涨的持续性将更多依靠盈利兑现。

国内方面，中美经贸磋商首先改善的是企业经营的可预期性。既有安排延期共识降低关税重新抬升的风险，使海外客户更容易安排采购，也让出口企业能够据此组织生产和投资；对等降税落地后，还可通过降低进口环节成本改善产品竞争力。这轮变化对资产价格的传导顺序，是风险折价收窄先行，订单和利润改善随后验证，后续观察重点应落在降税覆盖范围与实际执行进度。央行三季度例会强调加大逆周期调节力度，将“六张网”纳入结构性金融支持，政策着力点进一步落到项目融资。配套资金可得性提高，有助于推动工程开工和设备采购；财政资金到位、项目具备稳定回款，是这条传导链有效运转的关键。国内成品油价格调控则承担缓冲外部成本冲击的作用，汽、柴油每吨实际上调 395 元、385 元，低于机制测算的 830 元、800 元，减少居民出行与企业物流成本的增量负担。国内政策组合由此形成较明确的方向：通过项目融资支持需求，通过价格调控减轻成本冲击，为企业盈利修复争取空间。

国际方面，美国经济仍处于需求扩张阶段。9 月制造业、服务业 PMI 初值分别达到 57、58.7，初请失业金人数为 19.7 万人，经济活动走强与裁员压力有限相互印证。需求韧性增强企业转嫁成本的能力，能源和运输涨价更容易向终端价格扩散，美联储进一步紧缩的压力随之增加。9 月 24 日 30 年期美债收益率升至 5.47%，长端利率上行同时压低债券价格和成长股远期盈利现值，是当前跨资产配置的共同约束。美伊谈判的核心观察点是霍尔木兹海峡实际通航，而非谈判措辞变化。七天重开海峡的提议附有解除封锁等前置条件，协议达成和运输恢复之间也存在时间差，能源供给偏紧仍应纳入短期通胀判断。AI 应用扩张为科技产业带来新的收入来源，高利率则提高了这些收入需要跨越的投资回报门槛。因此，科技配置应进一步重视商业化收入、资本开支和融资成本之间的匹配程度，能够用经营现金流支持持续投入的企业，更有条件消化利率上升带来的压力。

（二）权益市场展望和策略

上周核心结论有三。一是当前 A 股宽基指数持续运行在 7 月下旬开启的全新上升波段中，上周市场出现的短期波折不会改变整体上行趋势。上周调整的性质是“海外利率脉冲（美债破 5.2%）+节前缩量效应”的共振：指数自 7 月下旬低点以来的上升结构未被破坏；历史上国庆前后 A 股日历效应明显，节后主要指数上涨概率抬升。我们维持判断：站在当下时点，策略上应该更为乐观地看待 A 股，一段更大幅度的上涨即将展开。二是海外美债收益率的上行，

并不会必然导致权益资产出现调整。17-18 年、22 年以来的两个阶段，我们都看到了美国 10 年国债收益率与纳指的同步上行；日本已经从负利率之后加息五次，日经 225 指数更是屡创新高。只要基本面的业绩增长强劲到足以对冲流动性的紧缩，加息或是收益率上行都不会必然导致权益资产的下跌。上周即是又一例证：10 年美债+16bp、纳指+2.06%。三是科技是有且唯一的主线。当下全球权益资产中景气度最好的方向就是 AI 科技资产，因此，只有 AI 科技资产才能带领市场向上突破。其他蔓枝末节的方向无法取代科技的主线地位。上周房地产、煤炭等低位方向轮动只是阶段现象，科技的回调恰是加仓窗口。四是油价对通胀预期带来的扰动，影响了反弹的进度，但不会改变反弹的方向。中美两国元首会面成果丰硕，包括同意伊朗应履行不发展核武器的承诺，任何国家或机构都不得对国际水道征收通行费；对双方经贸团队的磋商机制及结果的认可。双方达成了八点共识，有利于整体宏观环境的稳定，以及市场风偏的回升。五是未来海外科技公司将进入新一轮财报季，为明年产业预期提供更加清晰的指引。9-11 月也是北美大厂召开年度大会的传统密集窗口（含 10/13-14 SEMICON West 等），各家将集中展示最新成果与进展，对于 AI 新应用、新场景的打开，均是重要观察窗口。AI 的基本面将得以新的边际改善。防御性资产和红利资产已基本完成了均值回归，难以成为反弹的驱动方向。因此，建议在回调中继续加仓科技，迎接上涨。

具体操作层面，建议加仓方向：算力、光模块/光通信、PCB、液冷、半导体设备材料、存储、AI 应用中业绩可验证环节；回调分批加仓，不追高蔓枝与纯题材。建议跟踪：①10 年美债 5.2%一带与 30 年期利率的边际变化（是否继续失控上行）；②油价与美伊谈判（霍尔木兹复航进度）；③节后（9/28 起）量能能否回升至 2 万亿上方；④海外科技财报季指引与 9-11 月大厂大会。

综合来看，美债新高是一次压力测试、而非方向逆转——纳指与 10 年美债同向上行；A 股的波折源于外部利率脉冲与节前效应。中美元首会晤与经贸机制抬升了外部环境底部，油价扰动不改方向。科技是唯一主线——回调中继续加仓科技，迎接上涨。

（三）债券市场展望和策略

展望本周，债市预计仍以低位震荡为主，重点关注跨季资金与经济数据。国家统计局计划于 9 月 28 日公布 8 月规模以上工业企业利润、9 月 30 日公布 9 月采购经理指数。若盈利和新订单继续偏弱，市场对基本面修复的预期可能降温，利率债仍有支撑；若数据连续改善，长端收益率则可能回升。9 月 25 日至 27 日为中秋假期，国庆假期又将从 10 月 1 日开始，本周实际只有三个交易日，节前头寸与流动性管理的重要性高于常态周。

资金面方面，本周有 7033 亿元逆回购到期，其中 9 月 28 日集中到期 6603 亿元；当日另有 6000 亿元 1 年期 MLF 到期。已开展的 MLF 操作有助于对冲中期资金到期，但能否平抑跨季和长假前备付需求，仍需观察逆回购续做、政府债缴款及 DR007 走势。若央行及时平滑逆回购集中到期，短端利率有望保持稳定；若续作不足，资金价格可能阶段性上行。海外利率与汇率波动仍可能扰动长债情绪；若国内资金价格稳定且经济数据偏弱，利率下行有望延续，若资金上行或数据超预期改善，长端或面临止盈。结合本周期末估值，下周暂以 10 年期国债 1.64%—1.71%、30 年期 2.05%—2.14% 作为情景观察区间，需随实际数据和央行操作及时调整。

策略方面，建议保持中性久期和充足流动性，以高等级票息底仓配合利率债波段操作，降低节前加杠杆和追逐超长端的意愿。底仓可在投资授权与信用审查范围内配置 1—3 年高等级信用债、同业存单及中短久期利率债，比较持有收益与实际融资成本，并预留跨季备付空间。5—10 年利率债仍是主要交易品种；若 10 年期收益率向 1.70%—1.71% 回升、同时 DR007 保持平稳，可考虑分批增配，若接近 1.64%—1.65% 且缺少新增宽松催化，则适度兑现交易收益。30 年期国债上周下行 4.40bp、30Y-10Y 利差压缩 3.58bp，短期性价比有所下降；若收益率回升至 2.12%—2.14%，再评估小仓位配置机会，若靠近 2.05%—2.06% 则控制追涨与组合回撤。信用债继续坚持主体资质和二级流动性约束，不宜以明显信用下沉弥补低票息；如使用国债期货对冲，应匹配组合 DV01，并关注基差和假期持仓风险。

整体而言，上周国债收益率曲线走平，超长端受益于配置需求而明显走强，短端则基本稳定。本周仅有三个交易日，工业企业利润、PMI 与跨季资金将共同决定节前交易方向。操作上以“票息打底、回升配置、低位不追涨”为主，区分逆回购与 MLF 的不同期限和统计口径，控制杠杆及超长久期风险，留足国庆假期前的流动性。

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。