

2026 年 08 月 22 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

蓄势待变——警惕月末扰动，静待 9 月反攻

报告摘要

核心观点：

- ◆ 近期，多国长期国债收益率同步升至多年高位。其根本原因在于，主要经济体财政状况同步恶化、长债供给持续放量，而美联储、欧央行和日本央行相继缩表或推进货币政策正常化，不再充当长债的稳定买家，边际定价权逐渐转向价格敏感型机构，同样规模的债券供给需要以更高收益率才能出清。以十年期美债为例，近期收益率走高主要是期限溢价持续提升主导。
- ◆ 短期催化层面，是三个边际因素共同作用的结果，一是供给端面临财政与 AI 发债的双重冲击。二是日债外溢与全球长债形成共振。三是美联储货币政策不确定性抬升了投资者持有长债所要求的风险补偿。
- ◆ 长期国债触及历史高位下，本周美国财政部宣布扩大对长期国债的回购规模。往后看，短期美债收益率若在政策干预下回落，则可能削弱美元资产的利差优势，而财政可持续性担忧亦会影响美元信心，美元短期或维持偏弱走势。
- ◆ 另一方面，我们预计全球大宗商品或将进入新一轮“超级周期”，重点看好黄金和农产品。黄金，全球多国财政赤字高企、债务扩张及美元信用担忧，短期价格或有波动，但长期支撑逻辑较强；农产品的强驱动在天气，新一轮强厄尔尼诺或对全球农产品供给造成明显扰动。
- ◆ 筛选 2010 年以来创业板指近 30 交易日区间内最大回撤幅度超过 18% 的情形，视作一次“大幅急跌”，观测第一次底部后 3 个月的走势。

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书：S0640520030001	
联系电话：010-59219572	
邮箱：liuqd@avicsec.com	
庞晨	分析师
SAC 执业证书：S0640526040001	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	分析师
SAC 执业证书：S0640525100001	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
杨子萌	分析师
SAC 执业证书：S0640526060001	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《修复行情将迎来业绩密集期的检验》

中航策略周报：《结构性修复行情持续》

中航策略周报：《全球去杠杆或已临近尾声，A 股科技修复行情宜徐徐图之》

中航策略周报：《“黄金坑”底部区间或逐渐清晰》

中航策略周报：《静待波动率回落，或在构建“黄金坑”》

中航策略周报：《抱团行情松动有哪些特征》

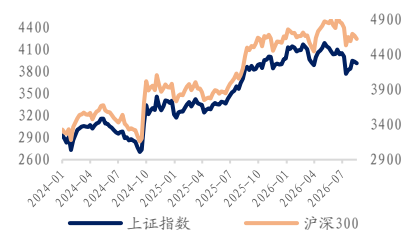
股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

市场走势：



- ◆ 复盘过去 16 轮“大幅急跌”第一次底部后的三个月内，创业板指短期反弹及反弹后续的走势，共出现三种情形：二次探底、横盘震荡、延续上行。总结来看，二次探底占比较大，达 62.50%，或由于边际利空并未明显改善，或未有宏观或产业等托底政策，资金在避险情绪下选择在反弹时落袋为安。延续上行占比其次，达 31.25%，横盘震荡占比较少，为 6.25%。
- ◆ 触底初步反弹后，能否延续上行并不取决于股价是否处于高位，而往往需要宏观政策托底的同时，外部不利因素出现改善或产业趋势进一步走强。

投资建议：

- ◆ 往后看，美伊局势持续僵持，市场对通胀与美债信用担忧再起。下周美国将公布多项经济数据，美东时间 8 月 28 日沃什将在全球央行年会演讲，同时 A 股将进入财报密集期，月末或仍存在扰动。但短期扰动结束后，9 月外部环境有望改善，国内政策或将成为市场关注点之一，市场有望迎来反攻。中期看，下半年国内经济基本面和流动性均有望较二季度改善，近期波动或为中期较好的布局机会，建议布局 AI 科技、黄金、农产品以及高股息板块。

本周市场回顾：

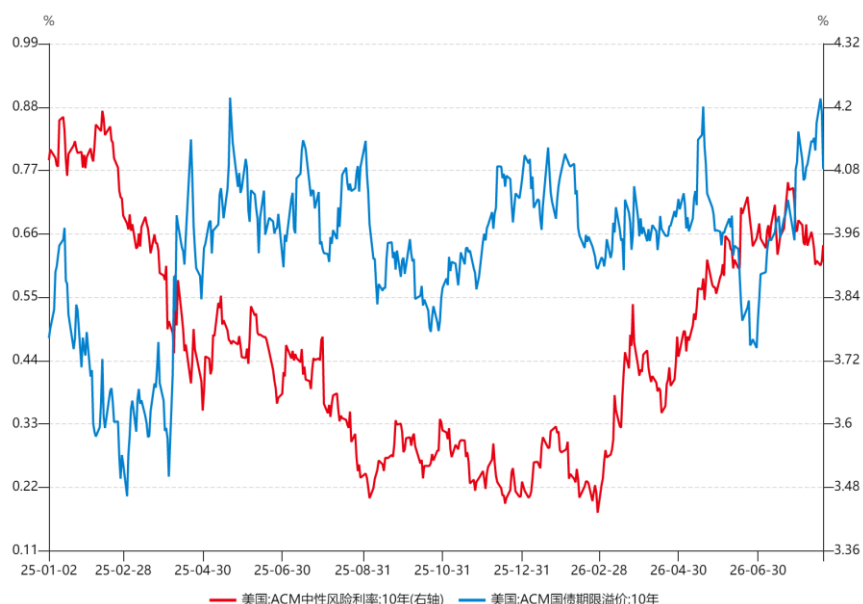
根据同花顺数据，本周市场整体下跌，上证指数（-0.56%）、深证成指（-1.81%）、沪深300（-1.01%）、科创50（-3.73%）、创业板指（-2.23%）、中证500（-1.70%）、中证1000（-2.16%），均表现较弱。行业风格上，周期风格表现较强，上涨 0.83%；成长风格表现较弱，下跌 2.78%。分行业来看，申万一级行业中石油石化、有色金属、银行表现较强，分别上涨 5.44%、2.50%、2.40%；传媒、计算机、综合表现较弱，分别下跌 5.54%、4.95%、3.97%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 22676.93 亿元，较上周减少 855.11 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 22.82 倍，较上周下跌 1.93%。

正文：

近期，多国长期国债收益率同步升至多年高位。其根本原因在于，主要经济体财政状况同步恶化、长债供给持续放量，而美联储、欧央行和日本央行相继缩表或推进货币政策正常化，不再充当长债的稳定买家，边际定价权逐渐转向价格敏感型机构，同样规模的债券供给需要以更高收益率才能出清。以十年期美债为例，近期收益率走高主要是期限溢价持续提升主导。

从市场表现看，近期美国经济数据走弱、加息预期降温，本应推动美债收益率整体下行，但实际呈现“短端下、长端上”的背离：2 年期收益率随政策预期回落，10 年期和 30 年期收益率则继续走高。这表明短端仍由政策利率预期主导，而长端越来越由供需格局和风险补偿主导。将美债收益率拆分为未来短期利率预期和期限溢价的纽约联储 ACM 模型显示，近期 10 年期美债期限溢价明显抬升，而反映未来短期利率预期的风险中性利率未同步上行，表明本轮长端名义收益率走高主要由期限溢价推动。

图1 ACM 模型十年美债收益率拆分（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

短期催化层面，是三个边际因素共同作用的结果，一是供给端面临财政与 AI 发债的双重冲击。美国财政部上调三季度借款预估，市场对 2027 年起长债放量的预期升温；与此同时，科技巨头年内发债规模已超过 2000 亿美元且集中于长久期，直接分流了长债需求。二是日债外溢与全球长债形成共振。日本超长期国债收益率升破 4%，国内债券对日本资金的吸引力上升，削弱了美债的边际需求，并通过全球长债比价和跨境资金流动向其他国家传导。三是美联储货币政策不确定性抬升了投资者持有长债所要求的风险补偿。美联储弱化前瞻指引，7 月会议出现三张支持加息的反对票，政策路径的可预期性下降。

长期国债触及历史高位下，本周美国财政部宣布扩大对长期国债的回购规模。8 月 19 日，美国财政部表示，对长期国债的流动性支持回购规模将“至少扩大一倍”，由 20 亿美元提高至 40 亿美元，回购对象涵盖 10 年期至 30 年期债券。消息发布后，长债市场短暂修复，但持续性较差。10 年期、30 年期美国国债收益率在消息发布后出现明显下降，美元指数走低，但政策作用持续性较差，尽管美国财政部长贝森特周四透露可能进一步扩大美债回购力度，但 10 年期美债收益率小幅回落后便再度走高，此前美国财政部紧急宣布“救市”后出现的收益率跌幅已基本被收复。

此次回购通过发新换旧的方式，实际并未带来美联储资产负债表扩张，或更多为美国财政部对长端市场的流动性呵护，而非美联储量化宽松或扩表，其作用或更多是为长期国债提供阶段性买盘、改善市场交易状况，但美国财政赤字高企、长期债券承接力量不足等矛盾并未消除，因而难以从根本上扭转长端收益率偏高的趋势。

往后看，短期美债收益率若在政策干预下回落，则可能削弱美元资产的利差优势，而财政可持续性担忧亦会影响美元信心，美元短期或维持偏弱走势。

另一方面，我们预计全球大宗商品或将进入新一轮“超级周期”，重点看好黄金和农产品。黄金，全球多国财政赤字高企、债务扩张及美元信用担忧，短期价格或有波动，但长期支撑逻辑较强；农产品的强驱动在天气，新一轮强厄尔尼诺或对全球农产品供给造成明显扰动。

筛选 2010 年以来创业板指近 30 交易日区间内最大回撤幅度超过 18% 的情形，视作一次“大幅急跌”，观测第一次底部后 3 个月的走势。共筛选得到 18 次“大幅急跌”，其中将 2021 年 12 月 23 日-2022 年 2 月 11 日合并至 2022 年 3 月 21 日-2022 年 4 月 25 日，视为同一轮。包含本轮自 2026 年 6 月 25 日以来，共得到 17 次“大幅急跌”。

复盘过去 16 轮“大幅急跌”第一次底部后的三个月内，创业板指短期反弹及反弹后续

的走势，共出现三种情形：二次探底、横盘震荡、延续上行。其中第 3 轮“大幅急跌”，2011 年 4 月 13 日至 2011 年 5 月 26 日，虽然截至第一次底部后三个月内为横盘震荡，但三个月临界后迅速探底，因此将本轮归类为二次探底。总结来看，二次探底占比较大，达 62.50%，或由于边际利空并未明显改善，或未有宏观或产业等托底政策，资金在避险情绪下选择在反弹时落袋为安。延续上行占比其次，达 31.25%，横盘震荡占比较少，为 6.25%。

触底初步反弹后，能否延续上行并不取决于股价是否处于高位。观测符合“大幅急跌”区间的首个交易日，以 PETTM 名次分位和收盘价分位数作为进一步观察的条件，最大回撤起始日收盘价低位或估值低位不是反弹后延续上行的必要条件，反而 5 次上行有 3 次出现在收盘价高位，1 次在中间位置即 50%分位左右。

延续上行往往需要宏观政策托底的同时，外部不利因素出现改善或产业趋势进一步走强。复盘来看，第一次触底初步反弹后延续上升为 2012 年末的反弹，宏观政策 12 月 4 日政治局会议要求“着力扩大国内需求”“促进投资稳定增长和结构优化”，并提出“积极稳妥推进城镇化”；移动互联产业趋势助力创业板上升行情。第二次延续上升，2020 年 3 月 23 日，美联储宣布无限量 QE，全球金融条件逆转。第三次延续上升为产业趋势主导，白酒领衔的消费行情抱团瓦解，2021 年 3 月新能源车渗透率斜率抬升，产业趋势进一步强化。第四次延续上升为宏观政策托底及外部扰动消退，2022 年 4 月 26 日盘后发布，习近平总书记主持召开中央财经委员会第十一次会议，全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系。同时，公共卫生问题逐步缓和，解决路径逐渐清晰。第五次受到中美关税摩擦冲击的“大幅急跌”，短期反弹后延续上升受益于宏观政策托底并瓦解外部风险，2025 年 4 月 7 日央行表态坚定支持中央汇金增持 ETF，并在必要时提供充足的再贷款支持，随后 5 月 10 日至 11 日中美日内瓦经贸会谈后关税风险大幅缓和。

表1: 创业板指超跌反弹及后续走势复盘

次数	最大回撤区间日期	最大回撤区间首日 PETTM 名次分位 (%)	最大回撤区间首日 收盘价分位数 (%)	反弹前第一个底	反弹后情形
1	20100611-20100629	5.26	8.91	2010 年 7 月 5 日	探底
2	20101217-20110124	46.28	76.45	2011 年 1 月 25 日	探底
3	20110413-20110526	39.42	96.27	2011 年 6 月 22 日	探底
4	20111115-20111215	30.20	44.90	2012 年 1 月 18 日	探底
5	20121022-20121203	7.02	48.76	2012 年 12 月 3 日	上行
6	20150603-20150625	100.00	100.00	2015 年 7 月 7 日	探底
7	20151125-20160107	47.13	84.84	2016 年 1 月 28 日	探底
8	20180522-20180621	100.00	86.48	2018 年 6 月 21 日	探底
9	20180827-20181016	10.25	4.92	2018 年 10 月 18 日	探底
10	20200225-20200323	94.65	100.00	2020 年 3 月 23 日	上行
11	20210210-20210308	92.77	100.00	2021 年 3 月 9 日	上行
12	20220321-20220425	6.20	6.20	2022 年 4 月 26 日	上行

13	20220823-20221010	31.82	44.21	2022 年 10 月 10 日	探底
14	20231229-20240202	8.64	7.82	2024 年 2 月 2 日	震荡
15	20241008-20241015	100.00	100.00	2024 年 10 月 17 日	探底
16	20250221-20250407	95.45	96.28	2025 年 4 月 7 日	上行
17	20260625-20260717	100.00	100.00	2026 年 7 月 30 日	本轮, 尚未结束

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 均以收盘价计, 分位数均为近 1 年分位数; 2011 年 5 月创业板指不满一年之前, 分位数均为万得全 A; 绿色阴影为反弹后探底, 蓝色阴影为反弹后震荡, 橙色阴影为反弹后上行)

投资建议:

往后看, 美伊局势或再次升温, 美国消费出现疲软迹象, 市场对通胀与美债信用担忧再起。下周美国将公布多项经济数据, 美东时间 8 月 28 日沃什将在全球央行年会演讲, 同时 A 股将进入财报密集期, 月末或仍存在扰动。但短期扰动结束后, 9 月外部环境有望改善, 国内政策或将成为市场关注点之一, 市场有望迎来反攻。中期看, 下半年国内经济基本面和流动性均有望较二季度改善, 近期波动或为中期较好的布局机会, 建议布局 AI 科技、黄金、农产品以及高股息板块。

风险提示:

- 1.国内政策推行不及预期;
- 2.地缘政治事件超预期;
- 3.海外流动性宽松不及预期。

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，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。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用，未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637