

策略周报

外部扰动未消，聚焦业绩验证

美债扰动未消，AI 产业景气逻辑持续验证，地产政策托底长效机制，市场正从全面 β 转向业绩验证的结构性行情。

- **美债利率高位波动压制风险偏好。**本轮美债利率上行受多重因素共振推动：财政部发债叠加 AI 大厂融资需求增加供给压力，美政策与治理不确定性使得美债需求降低，供需错配压力下长端利率持续走高。贝森特上周宣布将长期美债回购规模“至少翻倍”，试图压制持续攀升的长端收益率。而周五美联储主席沃什在 Jackson Hole 会议上的讲话释放偏鹰信号。当前来看，9 月通胀数据明朗前，市场或仍面临加息预期的升温，但 9 月加息的实质性落地仍面临数据不确定性与中期选举前夕政策选择的制约，沃什的鹰派表述或为策略性预期管理，重在重建市场对美联储抗击通胀的信任，实质加息仍需等待 9 月通胀数据的进一步验证。美债利率风险仍是当前 A 股最大的外部不确定性来源。
- **龙头财报验证 AI 景气延续。**英伟达二季度财报数据及 2028 财年营收增速指引表现亮眼。除此之外，北美四大云厂商二季度资本开支加速扩张。海外龙头厂商的财报再度验证 AI 需求端未见拐点信号，但市场资金关注重心正转向营收增速的边际斜率、毛利率的运行轨迹、客户资本回报效率及企业融资质量等更深层次验证维度。映射至 A 股市场，AI 板块由叙事驱动的系统性估值扩张阶段已基本结束，但盈利增长驱动的上行趋势并未逆转。中期 AI 产业景气逻辑下科技板块仍具备相对收益优势，但在当下美债利率高位震荡的压力下，配置思路需从全面 β 转向精选 α ，更聚焦于具备订单可见性与利润兑现能力的细分环节。
- **房地产政策“组合拳”落地，制度重构筑长效机制。**传统经济领域，8 月 28 日，住建部、央行、金融监管总局、证监会等多部委联合打出政策“组合拳”，围绕商品住房销售制度、房地产信贷管理、资本市场支持及融资业务等维度密集发布新政，标志着房地产政策框架从“防风险”向“筑屏障”全面升级。对 A 股而言，本轮政策为顶层设计层面的长效机制构建，而非简单的需求侧刺激。政策落地短期对行业的直接影响或有限，但其超预期的制度重构力度显著提振了市场对房地产中长期健康发展的信心，行业格局将从高杠杆、快周转的粗放模式向现房兜底的稳健运营切换，具备资金实力和项目运营能力的头部房企有望受益于集中度提升，同时信贷条件优化将改善房企融资环境，并对建材、家电等上下游产业链形成渐进式传导。此前长期处于低位的地产链消费行业有望得到一定的估值修复机会。
- **当前 A 股处于外部扰动与内部托底并行的阶段。**美债利率上行和美联储鹰派立场是最大的外部不确定性，但国内政策端持续释放积极信号。市场短期以震荡整固为主，配置上继续聚焦业绩与产业趋势共振的硬科技核心资产，重点关注 PCB、CPO、液冷、半导体等 AI 基础设施及自主可控方向；同时看好弱美元与商品回暖驱动的有色贵金属方向，以及景气持续验证的创新药、AI 制药等。
- **风险提示：**政策落地不及预期，宏观经济波动超预期；市场波动风险；海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

目录

市场热点思考	4
一周数据集锦	6
风险提示	9

图表目录

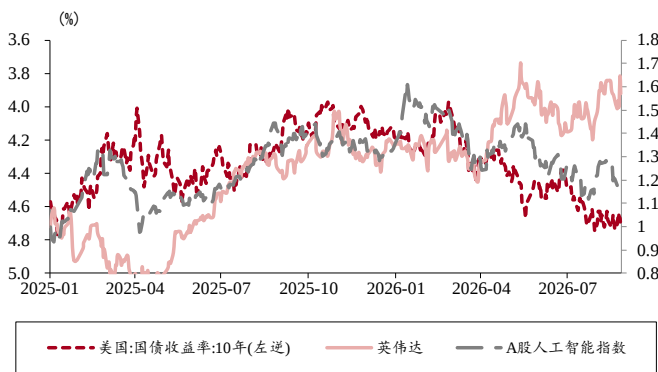
图表 1. 本轮 A 股 AI 行情与 10Y 美债利率高度相关.....	4
图表 2. Jackson Hole 会议后市场加息预期升温	4
图表 3. 四大云厂商资本开支维持高增	5
图表 4. 年内资本开支指引进一步上调.....	5
图表 5. 当前以及行业盈利预期及估值情况	5
图表 6. 本周全球资产表现	6
图表 7. 当前金油比 50.83，自本轮低点回升 59.3%	6
图表 8. 本周小盘价值风格表现相对占优	7
图表 9. 当前 BOCI 情绪指数	7
图表 10. 本周主力资金重回净流入	8
图表 11. 本周股票型 ETF 转为净申购	8
图表 12. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）	8

市场热点思考

本周 A 股在美债长端高企、英伟达财报重燃 AI 叙事、周五地产一揽子政策落地三大变量交织下呈现典型的缩量震荡、风格再平衡格局。

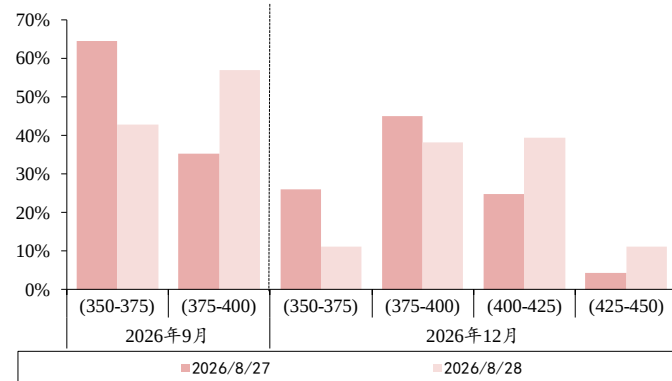
美债利率高位波动压制风险偏好。本轮美债利率上行受多重因素共振推动：财政部发债叠加 AI 大厂融资需求增加供给压力，美政策与治理不确定性使得美债需求降低，供需错配压力下长端利率持续走高。贝森特上周宣布将长期美债回购规模“至少翻倍”，试图压制持续攀升的长端收益率。而周五美联储主席沃什在 Jackson Hole 会议上的讲话释放偏鹰信号：他表示通胀“令人担忧”，美联储当前的首要焦点应当放在物价上，若基本通胀趋势不能以“足够的速度”回落至目标，“我们还有工作要做”。讲话公布后，2 年期美债收益率跳升约 7 个基点，与此同时，9 月加息概率从演讲前的约 30% 攀升至 50% 以上。当前来看，美债利率短期仍有高位波动甚至进一步冲高的可能。美国财政部扩大长债回购能够缓解短期流动性压力，但难以扭转中长期矛盾。9 月通胀数据明朗前，市场或仍面临加息预期的升温，但 9 月加息的实质性落地仍面临数据不确定性与中期选举前夕政策选择的制约，沃什的鹰派表述或为策略性预期管理，重在重建市场对美联储抗击通胀的信任，实质加息仍需等待 9 月通胀数据的进一步验证。美债利率风险仍是当前 A 股最大的外部不确定性来源。

图表 1. 本轮 A 股 AI 行情与 10Y 美债利率高度相关



资料来源: Wind, 中银证券 (注: 英伟达及指数收盘价归一化处理)

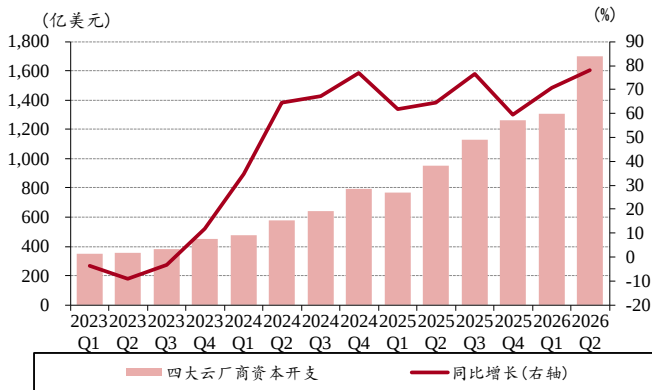
图表 2. Jackson Hole 会议后市场加息预期升温



资料来源: CME, 中银证券

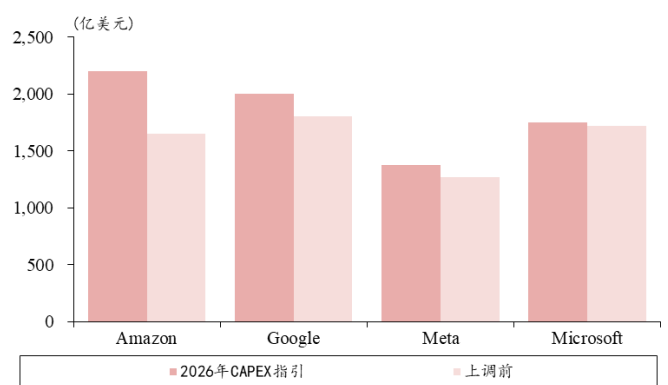
龙头财报验证 AI 景气延续。英伟达二季度财报表现亮眼：二季度营收 962 亿美元（同比+106%）、数据中心收入 890 亿美元（同比+117%）；不仅如此，公司对于 2028 财年营收增速的指引也高于此前市场预期。除此之外，北美四大云厂商二季度资本开支也持续扩张，截至最新，四大云厂商 2026 年资本开支指引合计约 7300 亿美元。海外龙头厂商的财报再度验证 AI 需求端未见拐点信号，但市场资金关注重心正转向营收增速的边际斜率、毛利率的运行轨迹、客户资本回报效率及企业融资质量等更深层次验证维度。映射至 A 股市场，AI 板块由叙事驱动的系统性估值扩张阶段已基本结束，但盈利增长驱动的上行趋势并未逆转。中期 AI 产业景气逻辑下科技板块仍具备相对收益优势，但在当下美债利率高位震荡的压力下，配置思路需从全面 β 转向精选 α ，更聚焦于具备订单可见性与利润兑现能力的细分环节。

图表 3. 四大云厂商资本开支维持高增



资料来源：彭博，中银证券

图表 4. 年内资本开支指引进一步上调

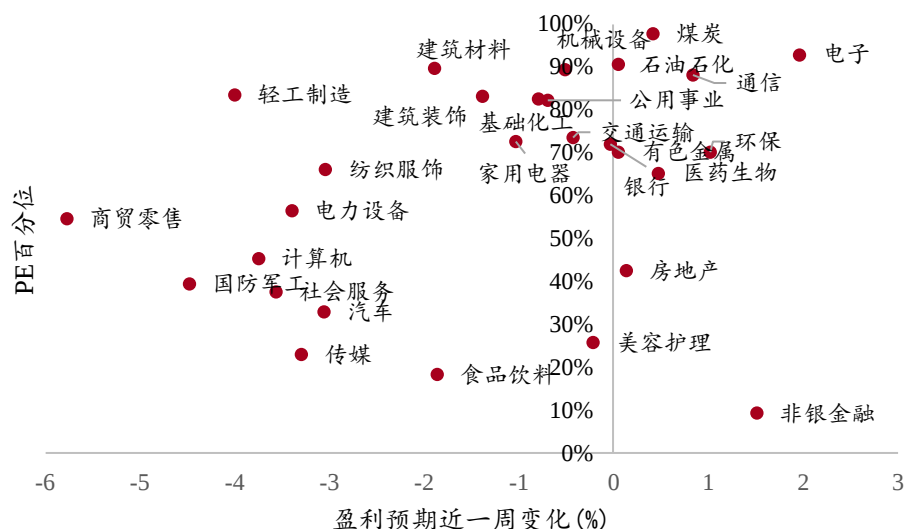


资料来源：公司财报，中银证券

房地产政策“组合拳”落地，制度重构筑长效机制。传统经济领域，8 月 28 日，住建部、央行、金融监管总局、证监会等多部委联合打出政策“组合拳”，围绕商品住房销售制度、房地产信贷管理、资本市场支持及融资业务等维度密集发布新政，标志着房地产政策框架从“防风险”向“筑屏障”全面升级：核心亮点在于信贷制度将个人住房贷款最长期限延至 40 年且预售新建住房贷款发放时点后移至竣工备案之后，销售制度要求预售项目主体结构封顶并有序推行现房销售，融资制度则依托“白名单”机制以项目为中心实行资金封闭管理。对 A 股而言，本轮政策为顶层设计层面的长效机制构建，而非简单的需求侧刺激。政策落地短期对行业的直接影响或有限，但其超预期的制度重构力度显著提振了市场对房地产中长期健康发展的信心，行业格局将从高杠杆、快周转的粗放模式向现房兜底的稳健运营切换，具备资金实力和项目运营能力的头部房企有望受益于集中度提升，同时信贷条件优化将改善房企融资环境，并对建材、家电等上下游产业链形成渐进式传导。此前长期处于低位的地产链消费行业有望得到一定的估值修复机会。

当前 A 股处于外部扰动与内部托底并行的阶段。美债利率上行和美联储鹰派立场是最大的外部不确定性，但国内政策端（房地产制度性改革、“十五五”产业规划）持续释放积极信号。市场短期以震荡整固为主，配置上继续聚焦业绩与产业趋势共振的硬科技核心资产，重点关注 PCB、CPO、液冷、半导体等 AI 基础设施及自主可控方向；同时看好弱美元与商品回暖驱动的有色金属方向，以及景气持续验证的创新药、AI 制药等。

图表 5. 当前以及行业盈利预期及估值情况



资料来源：万得，中银证券（注：截至 2026 年 8 月 28 日）

一周数据集锦

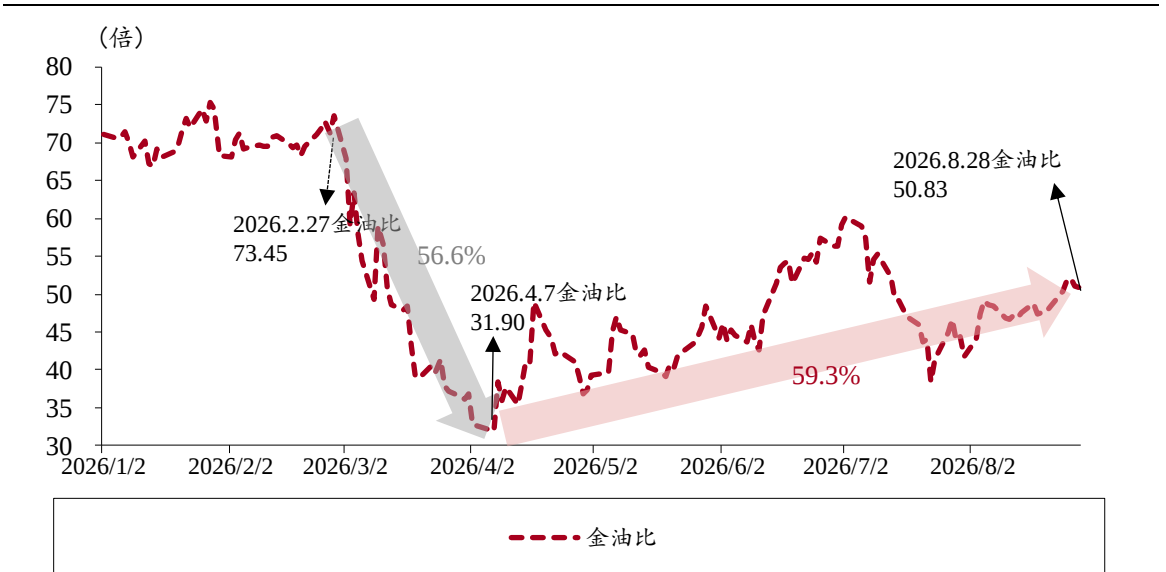
本周全球主要股指震荡分化。当前金油比 50.83，自本轮高点回落 30.8%，自 4 月 7 日本轮低点修复 59.3%。本周 BOCI 情绪指数慢线下行至年内新低，快线自周初低点有所修复。

图表 6.本周全球资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	8月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	0.33	2.85	12.54
	MSCI新兴市场	0.01	3.38	22.63
	标普500	0.49	2.96	12.65
	日经指数	0.59	3.18	31.92
	斯托克指数	0.33	1.69	11.27
	韩国综指	(1.79)	2.93	61.10
	万得全A	0.61	4.75	1.47
	恒生指数	(1.63)	(1.16)	(0.18)
汇	美元指数	0.85	(0.10)	1.44
	美元兑人民币	(0.01)	(0.12)	(3.52)
	美元兑日元	0.71	1.66	2.19
	欧元兑美元	(0.81)	0.46	(1.40)
商	CRB商品	0.03	5.52	36.01
	LME铜	0.49	3.58	14.99
	布伦特原油	(5.05)	(7.06)	42.72
	伦敦金现	(0.42)	13.32	5.91
债	10Y美债收益率(Bps)	(1.00)	(2.00)	55.00
	10Y国债收益率(Bps)	1.10	(1.92)	(19.56)

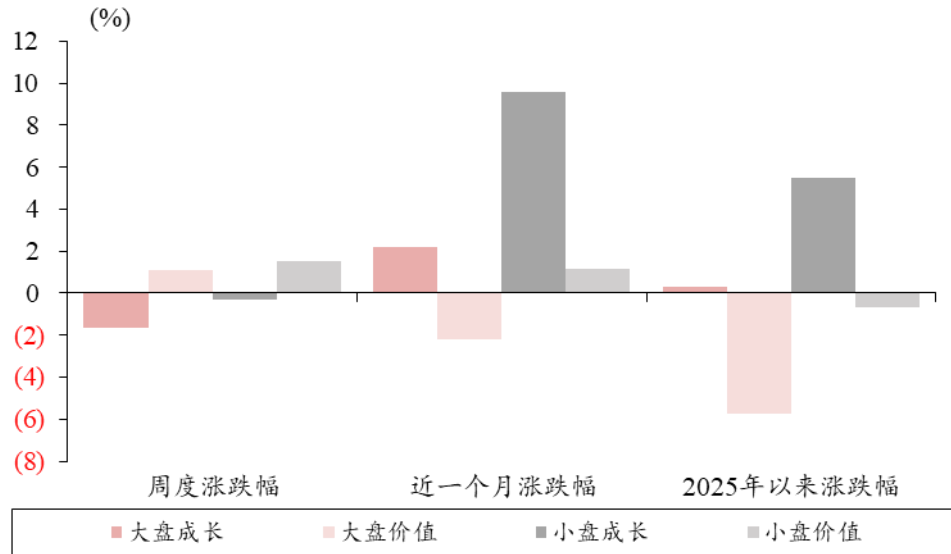
资料来源：万得，中银证券（注：截至 2026 年 8 月 28 日）

图表 7. 当前金油比 50.83，自本轮低点回升 59.3%



资料来源：万得，中银证券（注：截至 2026 年 8 月 28 日）

图表 8. 本周小盘价值风格表现相对占优



资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年8月28日）

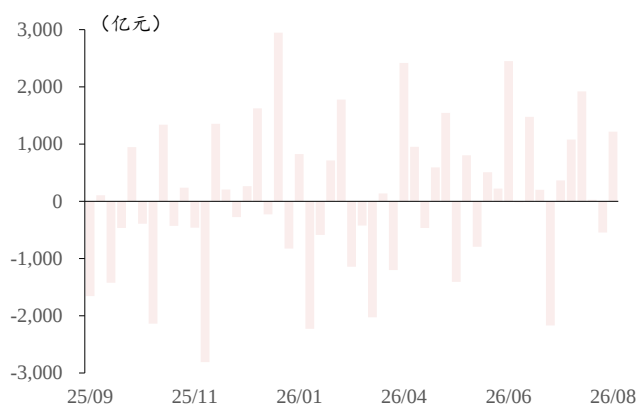
图表 9. 当前 BOCI 情绪指数



资料来源：万得，中银证券

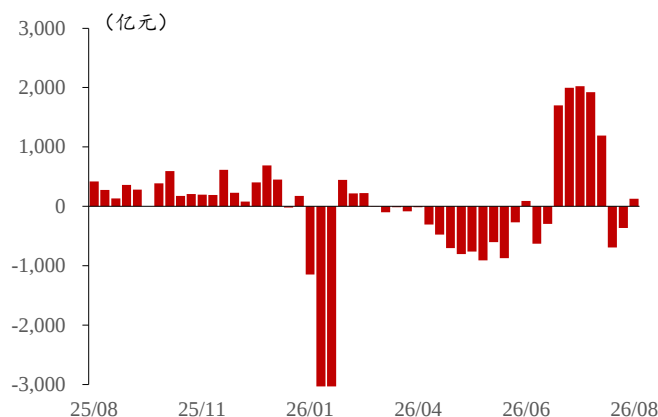
本周 A 股市场主力资金净买入 1216.99 亿元，单周净买入规模创 3 周以来最大。具体行业上，本周市场资金倾向性最高的行业是电子，资金净流入规模达 194.41 亿元；基础化工、有色金属分列二、三，资金净流入规模分别是 170.83 亿元和 119.48 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是电力设备、银行和医药生物。本周股票型 ETF 场内净申购金额 21.16 亿元，为连续第 2 周净申购，当周净申购较前周减少 109.44 亿元，其中，份额增加最多的五只 ETF 分别是南方上证科创板芯片 ETF、南方中证 500ETF、易方达创业板 ETF、华夏上证科创板 50 成份 ETF、南方中证申万有色金属 ETF；减少最多的五只 ETF 分别是国泰中证全指证券公司 ETF、永赢中证沪深港黄金产业股票 ETF、华夏上证 50ETF、华宝中证全指证券公司 ETF、广发中证香港创新药 ETF(QDII)。

图表 10. 本周主力资金重回净流入



资料来源：通联数据，中银证券

图表 11. 本周股票型 ETF 转为净申购



资料来源：通联数据，中银证券

图表 12. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
电子	194.41	992.46	3067.77	7222.01	公用事业	19.14	(141.41)	(649.91)	(217.36)
基础化工	170.83	239.13	754.37	563.59	家用电器	17.74	(1.57)	24.29	(34.96)
有色金属	119.48	434.30	761.60	(522.48)	国防军工	13.96	(33.99)	(35.50)	(729.85)
非银金融	106.03	(170.50)	(247.29)	(1209.54)	钢铁	11.07	(12.17)	(54.96)	(271.94)
机械设备	95.39	291.39	1106.77	1515.84	社会服务	11.06	(0.41)	(25.14)	(173.54)
农林牧渔	94.15	165.21	140.30	(42.42)	交通运输	10.45	(18.30)	(91.28)	(268.32)
通信	82.59	471.29	721.94	1993.20	环保	7.90	11.11	13.51	(38.69)
计算机	74.37	(69.90)	529.58	(335.18)	食品饮料	4.43	(56.93)	(80.23)	(286.59)
汽车	63.26	33.72	132.37	(181.96)	建筑材料	4.42	(33.68)	118.73	229.26
轻工制造	28.69	34.87	82.30	126.27	美容护理	4.13	(6.43)	(4.52)	(40.66)
纺织服饰	28.04	43.64	83.12	55.78	综合	1.20	11.79	42.21	9.15
房地产	26.48	41.52	33.42	35.13	传媒	(5.40)	(128.62)	(144.33)	(890.53)
商贸零售	21.98	(9.85)	(41.93)	(189.36)	医药生物	(9.89)	414.36	673.82	84.79
建筑装饰	20.93	21.80	111.09	(93.07)	银行	(11.88)	(13.06)	133.85	6.28
煤炭	20.51	60.61	56.72	36.29	电力设备	(27.64)	40.15	(462.37)	(507.70)
石油石化	19.15	13.27	(13.78)	(130.42)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2026/8/28

风险提示

- 1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。
- 2) 市场波动风险。
- 3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371