

美联储加息预期波动下，资产价格联动的关系

——资产配置周报（2026/08/31-2026/09/04）

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师

陈伟业 S0630526020001

cwy@longone.com.cn

投资要点

- **全球大类资产回顾。**9月4日当周，全球股市普遍收跌，纳指、恒生指数小幅收红；主要商品期货中原油大幅反弹，铜、铝上涨，黄金下跌；美元指数小幅下跌，人民币、欧元、日元升值。1) 权益方面：纳指>恒生指数>标普500>英国富时100>道指>上证指数>恒生科技指数>沪深300指数>法国CAC40>德国DAX30>日经225>深证成指>创业板指>科创50。2) 长端国债收益率继续维持高位，压制金价表现；美伊局势继续形成扰动，供给担忧引发油价明显反弹。3) 工业品期货：南华工业品价格指数上涨，螺纹钢、炼焦煤上涨，水泥、混凝土小幅下跌；高炉开工率环比小幅上涨；乘用车截至8月31日当周销量5.25万辆，环比26.24%，同比-19.00%；BDI环比上涨13.87%。4) 国内利率债收益率涨跌不一，全周中债1Y国债收益率上涨2.05BP至1.2337%，10Y国债收益率下跌1.45BP收至1.6804%。5) 2Y美债收益率当周上涨3BP至4.37%，10Y美债收益率上涨5BP至4.78%；10Y日债收益率上行3.6BP至2.9660%。6) 美元指数收于99.15，周下跌0.53%；日元对美元升值2.42%。
- **国内权益市场。**9月4日当周，风格方面，金融>消费>周期>成长，日均成交额为19513亿元（前值19774亿元）。申万一级行业中，共有14个行业上涨，17个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为传媒（+6.03%）、银行（+4.03%）、农林牧渔（+3.34%）；跌幅靠前的行业为电子（-5.36%）、有色金属（-5.01%）、建筑材料（-4.26%）。
- **美联储加息预期波动下，资产价格联动的逻辑。**美联储加息预期反复，先是8月末美联储主席在Jackson Hole的偏鹰表态引发黄金、美债价格大幅下跌；随后ADP报告显示，美国私营企业在8月份增加就业岗位低于预期，加之美联储理事对加息预期缓和的言论，资产价格反弹；至周五强劲的非农数据，引发黄金价格下跌、美债收益率上升。目前，包括原油、粮食等大宗商品价格上涨，通胀压力短期难以消除；2026年8月FAO粮食价格指数上涨，达到2022年11月以来的最高水平；9月4日当周，原油价格涨幅超过9%，创下7月中旬以来的最大单周涨幅。由于欧美财政压力较大、政府借贷成本居高、通胀压力加大、国债收益率高企，势必影响政府支出以及居民的消费预期。从资产配置角度，市场对于美联储加息预期仍将在美联储的鹰派表态与政府债务之间平衡，海外债券收益率仍偏高，黄金短期受美元指数和实际利率波动影响，但是长期因美国债务规模扩大，仍将上涨以保护购买力。原油供应仍然紧张，海外炼油价差扩大，关注具有海外炼油资源和受益于成品油出口的标的。长期而言，对于AI算力的投入和新的AI应用革命仍是投资主线，半导体的设备国产化进程确定，模型成本下降带来使用量的上升，关注需求量增长的确定性和价格的持续性。对于与商品价格关联度较高的标的，如农业、有色等，建议资源属性优先，叠加价格弹性。
- **利率与汇率。**资金面价格不紧，公开市场大额净回笼主要是跨月投放到期后的自然回收，DR仍低于政策利率附近。9月上旬3个月买断式逆回购等量续作，说明央行不再延续7、8月加量投放，中期流动性以稳定为主。8月国债买卖小幅净买入规模适中，对中长期流动性有补充，但较为克制。8月PMI改善但仍低于荣枯线，债市基本面支撑没有消失，10年期国债仍按低位震荡处理，票息和配置价值优于追涨。美国非农和服务业数据偏强，美债中长端上行，美元约束仍在；人民币继续偏强，汇率压力整体可控。后续重点看国内通胀、社融和美国CPI。

- **风险提示：**周度基金仓位为预估，存在偏差风险；政策落地不及预期；地缘政治局势超预期；上游成本压力超预期。

正文目录

1. 核心观点：美联储加息预期波动下，资产价格联动的关系	6
1.1. 市场观点与资产配置建议	6
1.2. 全球大类资产回顾	6
1.3. 国内权益市场回顾	8
2. 利率及汇率跟踪	8
2.1. 资金面：平稳跨越，价格偏稳	8
2.2. 利率债：PMI 改善削弱单边下行逻辑，长端仍低位震荡	9
2.3. 美债：就业和服务业偏强，美债压力仍在	9
2.4. 汇率：人民币继续偏强，外部压力可控	10
3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪	10
3.1. 能源跟踪	10
3.2. 黄金跟踪	12
3.3. 金属铜跟踪	14
4. 行业及主题	16
4.1. 行业高频跟踪	16
4.2. 主要指数及行业估值水平	18
5. 重要市场数据及流动性跟踪	19
5.1. 8 月 PMI：短期扰动边际减弱，供需关系有所改善	19
5.2. 美国 8 月非农：技术性因素影响下，非农超预期反弹	20
5.3. 资金及流动性跟踪	22
6. 市场资讯	23
6.1. 海外市场资讯	23
6.2. 国内市场资讯	23
6.3. 政策面	24
7. 财经日历	24
8. 风险提示	25

图表目录

图 1 全球主要大类资产周度表现, %	7
图 2 中债美债周度表现, BP	8
图 3 申万一级行业周度涨跌幅, %	8
图 4 原油价格, 美元/桶	11
图 5 天然气价格, 美元/百万英热	11
图 6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台	11
图 7 美国燃料库存, 百万桶	11
图 8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %	12
图 9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天	12
图 10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶	12
图 11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨	12
图 12 美元指数与伦敦金现, 美元/盎司	13
图 13 VIX 与金价, 美元/盎司	13
图 14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps	13
图 15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps	13
图 16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %	13
图 17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测	13
图 18 2000 年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司	14
图 19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %	14
图 20 金属铜价格, 元/吨, 美元/吨	15
图 21 铜精矿 25%Cu: 远期现货综合指数, 美元/千吨	15
图 22 铜精矿和电解铜库存, 万吨	15
图 23 中国矿产粗铜产量, 万吨	15
图 24 中国矿产粗铜和电解铜产量, 万吨	15
图 25 中国电解铜产能和产能利用率, 万吨, %	15
图 26 中国电解铜和需求缺口, 万吨	16
图 27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量, 手	16
图 28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量, 吨	16
图 29 上海平水铜、升水铜升贴水, 元/吨	16
图 30 247 家钢厂高炉产能利用率, %	16
图 31 乘用车日均零售销量, 辆	16
图 32 BDI 指数	17
图 33 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米	17
图 34 30 城新房成交面积, 万平方米	17
图 35 14 城二手房成交面积, 万平方米	17
图 36 主要行业高频数据	17
图 37 主要指数估值及分位数水平, %	18
图 38 各行业指数估值及分位数水平, %	18
图 39 制造业 PMI 各分项, %, %	20
图 40 生产-新订单指数, %	20
图 41 非制造业 PMI 各分项, %, %	20
图 42 建筑业、服务业 PMI, %	20
图 43 新增非农就业结构	22
图 44 两融余额, 亿元, 亿元	22
图 45 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %	22
图 46 DR007、7 天期 OMO 利率, %	23

图 47 SHIBOR 3M, % 23

图 48 财经日历 24

1.核心观点：美联储加息预期波动下，资产价格联动的关系

1.1.市场观点与资产配置建议

1) 美联储加息预期波动下，资产价格联动的关系。美联储加息预期反复，先是8月末美联储主席在 Jackson Hole 的偏鹰表态引发黄金、美债价格大幅下跌；随后 ADP 报告显示，美国私营企业在8月份增加就业岗位低于预期，加之美联储理事对加息预期缓和的言论，资产价格反弹；至周五强劲的非农数据，引发黄金价格下跌、美债收益率上升。目前，包括原油、粮食等大宗商品价格上涨，通胀压力短期难以消除；2026年8月FAO粮食价格指数上涨，达到2022年11月以来的最高水平；9月4日当周，原油价格涨幅超过9%，创下7月中旬以来的最大单周涨幅。由于欧美财政压力较大、政府借贷成本居高、通胀压力加大、国债收益率高企，势必影响政府支出以及居民的消费预期。从资产配置角度，市场对于美联储加息预期仍将在美联储的鹰派表态与政府债务之间平衡，海外债券收益率仍偏高，黄金短期受美元指数和实际利率波动影响，但是长期因美国债务规模扩大，仍将上涨以保护购买力。原油供应仍然紧张，海外炼油价差扩大，关注具有海外炼油资源和受益于成品油出口的标的。长期而言，对于AI算力的投入和新的AI应用革命仍是投资主线，半导体的设备国产化进程确定，模型成本下降带来使用量的上升，关注需求量增长的确定性和价格的持续性。对于与商品价格关联度较高的标的，如农业、有色等，建议资源属性优先，叠加价格弹性。

2) 利率与汇率。资金面价格不紧，公开市场大额净回笼主要是跨月投放到期后的自然回收，DR 仍低于政策利率附近。9月上旬3个月买断式逆回购等量续作，说明央行不再延续7、8月加量投放，中期流动性以稳定为主。8月国债买卖小幅净买入规模适中，对中长期流动性有补充，但较为克制。8月PMI改善但仍低于荣枯线，债市基本面支撑没有消失，10年期国债仍按低位震荡处理，票息和配置价值优于追涨。美国非农和服务业数据偏强，美债中长端上行，美元约束仍在；人民币继续偏强，汇率压力整体可控。后续重点看国内通胀、社融和美国CPI。

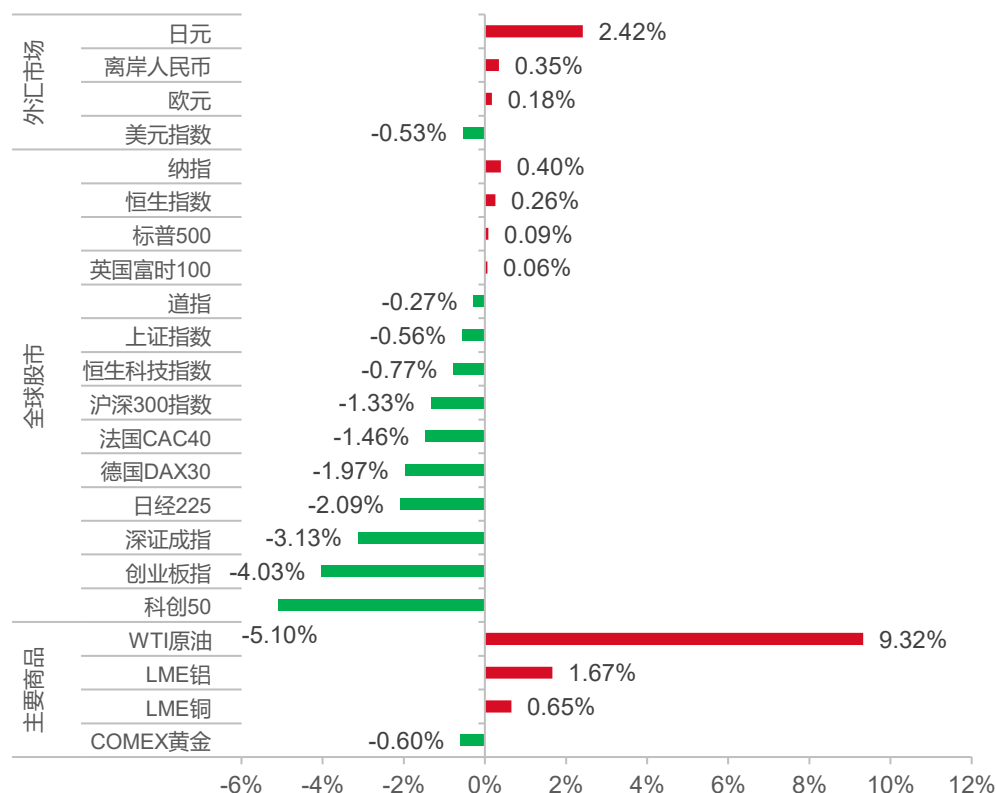
3) 新的一周主要经济数据与展望。新的一周，市场将重点关注美联储在9月加息决定之前的最后一次重要数据发布：美国8月份通胀数据，市场预期美国8月份CPI和PPI均较7月份有所上涨。美国其他数据包括密歇根大学9月份消费者信心指数、成屋销售、消费者通胀预期、NFIB商业指数、批发库存和政府月度预算报表等，与此同时，关注美国财政部回购票据和债券以遏制长期国债收益率上升的情况。在欧洲，关注央行货币政策，市场普遍预计将把利率提高25个基点，使基准存款利率达到2.5%。欧元区第二季度GDP以及第二季度的最终就业数据也将公布。在中国，将关注8月份的贸易和通胀数据，预计贸易顺差将扩大，此外CPI涨幅预计加速。日本将发布一系列经济报告，包括修正后的第二季度GDP、7月工资和经常账户数据，以及8月PPI、最新的外汇储备、银行贷款、机床订单和商业调查指数等。韩国将公布修正后的第二季度GDP数据。

1.2.全球大类资产回顾

9月4日当周，全球股市普遍收跌，纳指、恒生指数小幅收红；主要商品期货中原油大幅反弹，铜、铝上涨，黄金下跌；美元指数小幅下跌，人民币、欧元、日元升值。1) 权益方面：纳指>恒生指数>标普500>英国富时100>道指>上证指数>恒生科技指数>沪深300指数>法国CAC40>德国DAX30>日经225>深证成指>创业板指>科创50。国内来看，8月制造业PMI及供需指数回升，验证此前7月明显回落是受到短期扰动的判断。但制造业PMI本身仍低于荣枯线，天气等短期扰动可能仍然存在，同时供给侧受这一扰动的影响通常更大，

故单月需求回升幅度快于供给也同样得以验证。建筑业仍然受到影响从而拖累非制造业 PMI。往后看，短期因素的扰动将进一步减弱，但内需修复的持续性以及斜率仍有待财政节奏的提速，国开行官网显示新型政策性金融工具已开始落地使用。海外来看，美国 8 月非农大超预期，但地方政府部门及休闲住宿业的技术性反弹是主要贡献，CME 显示 9 月加息概率并未大幅上行，当前就业市场并非美联储加息与否的主要考量，下周公布的 8 月通胀数据更为关键。2) 长端国债收益率继续维持高位，压制金价表现；美伊局势继续形成扰动，供给担忧引发油价明显反弹。3) 工业品期货：南华工业品价格指数上涨，螺纹钢、炼焦煤上涨，水泥、混凝土小幅下跌；高炉开工率环比小幅上涨；乘用车截至 8 月 31 日当周销量 5.25 万辆，环比 26.24%，同比-19.00%；BDI 环比上涨 13.87%。4) 国内利率债收益率涨跌不一，全周中债 1Y 国债收益率上涨 2.05BP 至 1.2337%，10Y 国债收益率下跌 1.45BP 收至 1.6804%。5) 2Y 美债收益率当周上涨 3BP 至 4.37%，10Y 美债收益率上涨 5BP 至 4.78%；10Y 日债收益率上行 3.6BP 至 2.9660%。6) 美元指数收于 99.15，周下跌 0.53%；离岸人民币对美元升值 0.35%；日元对美元升值 2.42%。

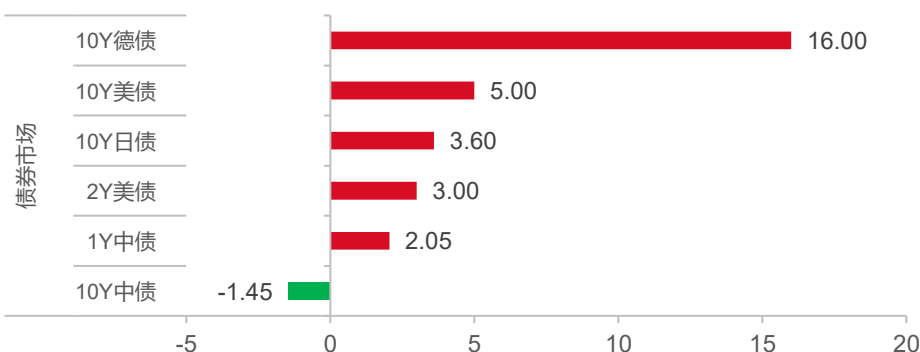
图1 全球主要大类资产周度表现，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

备注：美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升值。

图2 中债美债周度表现，BP

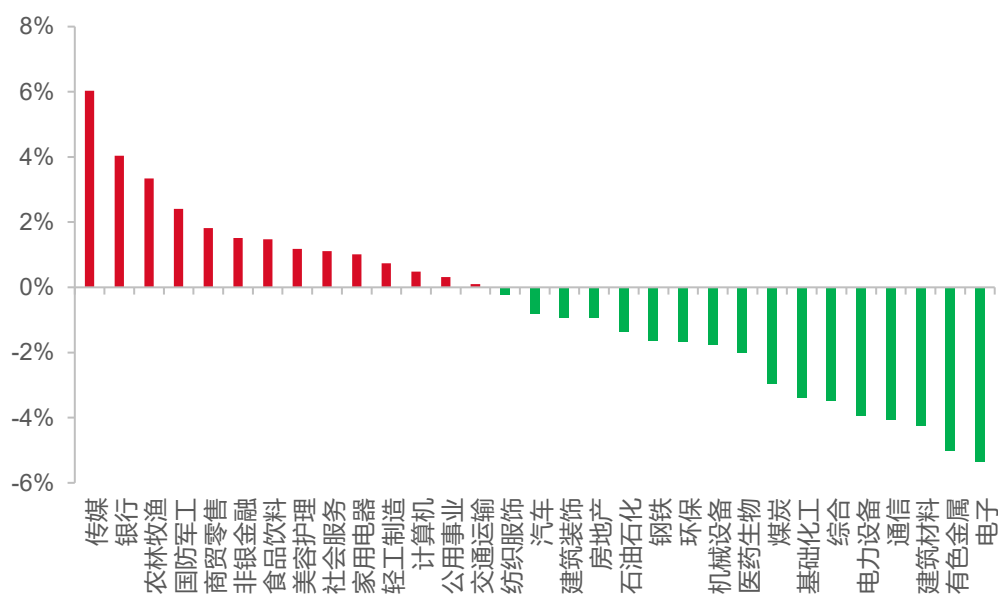


资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至9月4日当周，风格方面，金融>消费>周期>成长，日均成交额为19513亿元（前值19774亿元）。申万一级行业中，共有14个行业上涨，17个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为传媒（+6.03%）、银行（+4.03%）、农林牧渔（+3.34%）；跌幅靠前的行业为电子（-5.36%）、有色金属（-5.01%）、建筑材料（-4.26%）。

图3 申万一级行业周度涨跌幅，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所，8/31-9/4

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：平稳跨越，价格偏稳

8月31日至9月4日，公开市场全口径净回笼约14115亿元，短端口径同样净回笼约14115亿元。节奏上，8月31日仍有7天逆回购和隔夜逆回购投放，9月1日至4日到期规模较大，央行操作转为小量或0元，属于跨月临时投放到期后的自然回收。9月4日，

DR001、DR007 分别为 1.36%、1.37%，较 8 月 28 日分别上行约 2bp、下行约 1bp，仍低于 1.40% 的 7 天逆回购政策利率附近，资金价格没有明显压力。

中期工具的信号更重要。人民银行公告 9 月 7 日开展 5000 亿元 3 个月买断式逆回购，9 月该期限到期量也是 5000 亿元，对应等量续作。7 月、8 月 3 个月买断式逆回购均净投放约 2000 亿元，9 月上旬转为等量续作，说明央行看到月初资金价格偏松后，不再追加中期流动性。8 月国债买卖净买入 500 亿元，规模适中，体现对中长期流动性较为克制的呵护。

同业存单利率也支持这一判断。9 月 4 日，1M、3M、6M、1Y AAA 同业存单收益率分别为 1.40%、1.44%、1.46%、1.48%，较 8 月 28 日整体变化不大，1M 小幅上行、1Y 小幅下行。资金面当前是“价格稳定、总量回收、中期不加码”的组合，短端大幅上行风险有限，但继续交易资金利率下破的空间也有限。后续重点看 9 月中旬 6 个月买断式逆回购、月内 MLF，以及政府债发行与存单到期是否重新推高银行负债成本。

2.2.利率债：PMI 改善削弱单边下行逻辑，长端仍低位震荡

利率债小幅下行，期限分化不大。9 月 4 日，1M、3M、6M、1Y 国债收益率分别约为 1.12%、1.21%、1.24%、1.23%，较 8 月 28 日分别变化约-2bp、+1bp、0bp、+2bp；5Y、10Y、30Y 分别约为 1.40%、1.68%、2.13%，较 8 月 28 日分别下行约 1bp、1bp、1bp。短端没有因为公开市场净回笼明显上行，说明资金价格稳定；长端小幅下行但仍在前期低位附近，趋势突破仍犹豫。

政府债供给压力较前期高峰缓和。8 月 31 日至 9 月 4 日，政府债发行约 3548 亿元、偿还约 1557 亿元、净融资约 1990 亿元；其中 9 月 1 日至 4 日净融资约 1827 亿元，国债净融资约 833 亿元，地方政府债净融资约 994 亿元。供给仍为正，但比 8 月下旬明显降温，对资金面和利率债的压力下降。8 月国债买卖净买入 500 亿元，对中长期资金面有边际补充，但不足以改变债市低位震荡的主线。

基本面信号不支持长端单边下行。8 月制造业 PMI 回升至 49.8%，生产和新订单回到扩张区间，新出口订单也回到 50 以上；非制造业商务活动指数持平于 49.0%，综合 PMI 产出指数小幅回升至 49.5%。这组数据说明经济景气仍低于荣枯线，但边际改善，弱现实没有进一步加深。当前判断是利率债维持低位震荡，票息和配置仍有支撑，但 10 年期国债靠近 1.68% 后，继续下行需要社融信贷、通胀或经济数据重新给出更弱证据。后续重点看 8 月物价、进出口和金融数据。

2.3.美债：就业和服务业偏强，美债压力仍在

美债收益率整体上行，中长端更明显。9 月 4 日，1M、3M、6M、1Y 美债收益率分别约为 3.79%、3.91%、3.98%、4.13%，较 8 月 28 日分别变化约-5bp、+1bp、-4bp、-2bp；5Y、10Y、30Y 分别约为 4.54%、4.78%、5.24%，较 8 月 28 日分别上行约 6bp、5bp、2bp。短端仍受 9 月加息预期影响，中长端则继续反映通胀粘性、油价和期限溢价。

美国 8 月非农就业明显高于市场预期，失业率维持 4.1%，6 月和 7 月就业合计明显上修。工资同比增速放缓，但就业总量和修正方向削弱了劳动力市场快速转弱的叙事。ISM 制造业 PMI 仍处扩张；服务业 PMI 显示商业活动和新订单较强，价格指数仍高。综合而言，美国经济数据仍支持美联储保持偏紧姿态，短端美债很难快速回到宽松交易。

当前判断是美债压力没有解除，交易重点从单一就业数据转向“就业韧性、服务需求和通胀”的组合验证。9月10日PPI、9月11日CPI是下一个关键节点，通胀读数会直接影响9月议息会议前的利率定价。

2.4. 汇率：人民币继续偏强，外部压力可控

人民币继续偏强。9月4日，离岸人民币约为6.7079，较8月28日升值约236点；美元指数约为99.1550，较8月28日回落约0.5281。美国非农公布后美元短线走强，但从周内收盘看，人民币仍维持强势，美元指数没有重新站上100。

人民币偏强主要来自美元回落、结汇力量和人民币资产预期稳定。国内资金价格平稳、政府债发行顺利、债市没有出现无序调整，也有助于维持人民币资产吸引力。美债和美国就业数据会抬高美元利率约束，但目前没有形成持续贬值压力。当前判断是人民币处在强势区间，后续美元指数和国内金融数据会决定升值斜率，方向上仍以震荡偏强为主。

3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1. 能源跟踪

截至9月4日当周，WTI油价周内震荡上行，于周五收于91.48美元/桶，较上周同期上涨9.7%。截至2026年8月28日当周，美国原油产量为1386.2万桶/天，同比增长43.9万桶/天。美国炼厂吞吐量为1749.6万桶/天，开工率98%。美国工作钻机数量或实现走势反转，2026年9月4日当周，美国钻机数588台，较去年同期增长51台；其中采油钻机数449，较去年同期增长35台。

俄罗斯8月海运原油出口环比下降12%至383.7万桶/日，同比仍增12%。黑海装船量从7月84.99万桶/日降至38.03万桶/日，降幅55%；对印度交付环比下降59%至81万桶/日，对中国交付增9%至98万桶/日，对埃及转运激增319%至93.5万桶/日。同期成品油出口环比增14%至122.9万桶/日，但同比降42%。无人机袭击扰动新罗西斯克港及炼厂运行，Urals原油9月2日FOB普里莫尔斯克报75.63美元/桶，较Dated Brent贴水22.86美元/桶；俄油流向正从印度转向中国和埃及，黑海供应受限进一步抬高运输与合规成本。

中东冲突与霍尔木兹海峡运输中断推动东北亚LNG基准JKM升至2022年12月以来最高。普氏9月2日评估10月JKM为25.908美元/百万英热单位；8月经海峡通行的LNG船仅3艘，7月为18艘，且8月17日后再无LNG船通过。卡塔尔供应缺口迫使亚洲与欧洲争夺美国货源，欧洲冬储需求增强使其出价更具竞争力，流向亚洲的美国LNG减少。台湾已采购至少3船10—11月货，关西电力采购4船2026年11月至2027年3月货，韩国和南亚买需也在增加；跨盆地套利窗口关闭，亚洲现货价格需继续上升才能吸引替代供应。

全球最大甲醇生产商Methanex计划于2027年一季度无限期停运新西兰甲醇设施，并出售自2027年一季度起至2030年末绝大部分剩余天然气合同权益。公司将决定归因于新西兰国内天然气供应快速下降，且缺乏可见的大规模新增气源；过去数年其已按可获得气量调整装置负荷，并在合适时将合同气转售国内能源市场。停运前数月将用于安全停车并保存设施，使未来气源条件改善后仍具重启选择权。交易金额和气权买方未披露。该安排把工业用气释放给当地市场，但也反映上游供给收缩已使连续甲醇生产失去经济可持续性，并将削弱新西兰长期天然气需求。

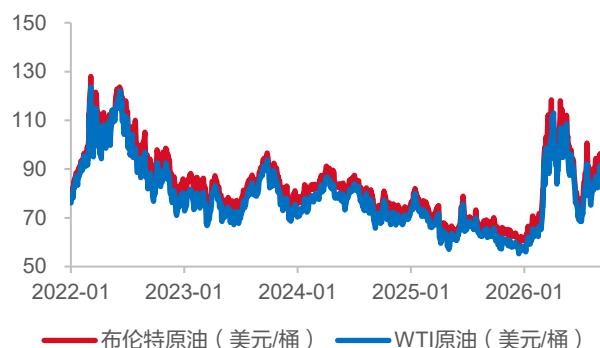
埃尼与委内瑞拉国家石油公司9月2日签署新合同，由埃尼负责奥里诺科重油带Junin 5油田的技术、财务和商业管理。该油田认证原始地质储量350亿桶，目前产量约1.2万桶

/日；原 Petrojunin 合资结构为埃尼 40%、PDVSA 60%。同日雪佛龙宣布未来投入 70 亿美元，计划到 2031 年将委内瑞拉原油产量翻倍至近 60 万桶/日，并获得 Carabobo-1 及 Carabobo-2-South-A 等新增区块，估计总生产成本低于 20 美元/桶。其三家合资企业年内产量已增 15%。多项新运营权与财政、商业条款正吸引外资重返委内瑞拉，上游扩张将增加面向美国的重质原油供应，并继续压低区域同类重油贴水。

油价判断：红海海域航运再次受阻，油价高位震荡。短期俄乌方面地缘政治因素影响边际减弱，欧美加强对俄罗斯制裁，美国工作钻机数或实现反转，预计短期布伦特原油将在 70~110 美元/桶区间震荡运行，短期内需关注降息预期、特朗普政府突发政策变动、美伊冲突持续时间引起的油价波动风险。目前，油价下行预期较大，建议关注大炼化利润修复相关如恒力石化、桐昆股份等。下游方面建议关注整体产能较新，乙烯成本具备比较优势的卫星化学、万华化学，上游资源标的中国石油、广汇能源。

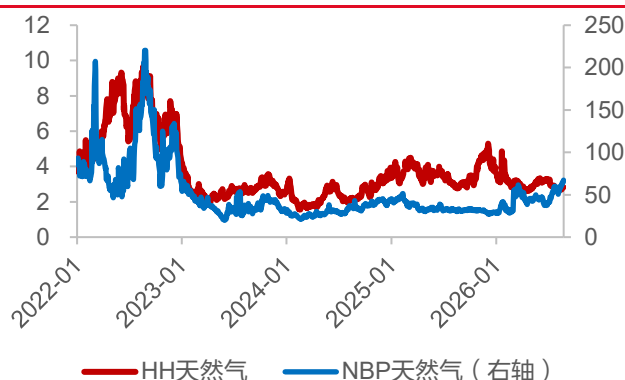
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图4 原油价格，美元/桶



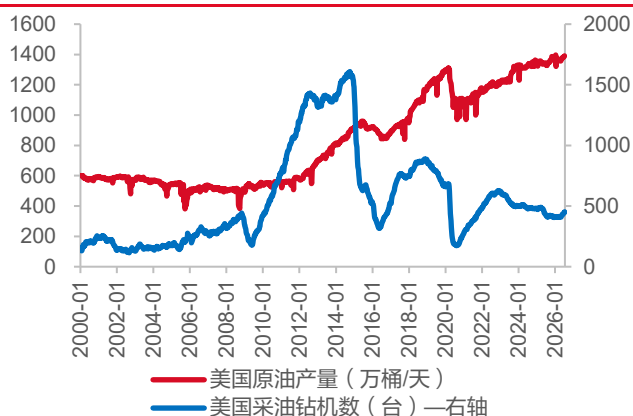
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 天然气价格，美元/百万英热



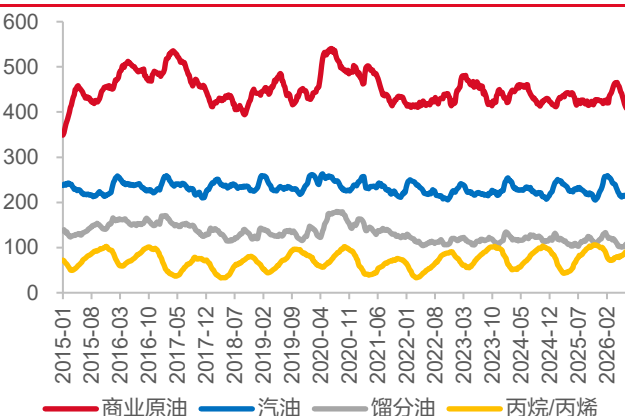
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数，万桶/天，台



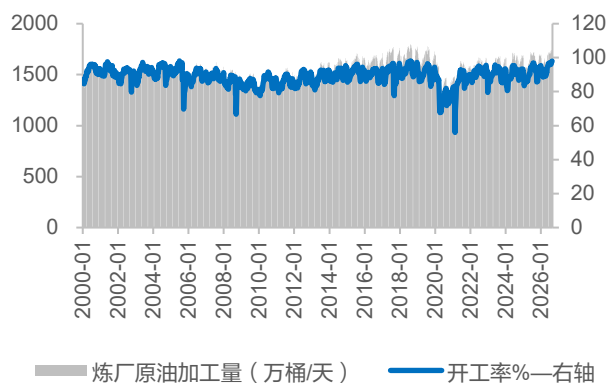
资料来源：EIA，东海证券研究所

图7 美国燃料库存，百万桶



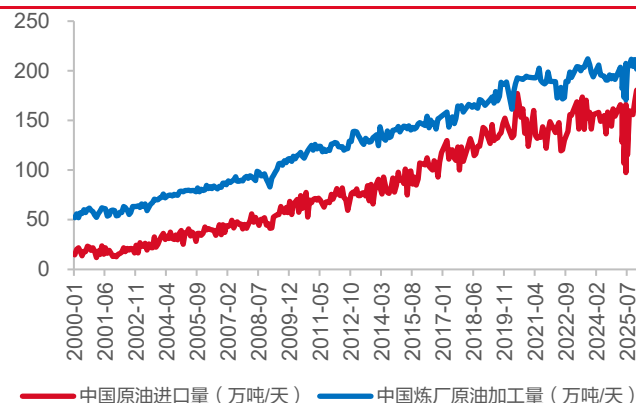
资料来源：EIA，东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率，万桶/天，%



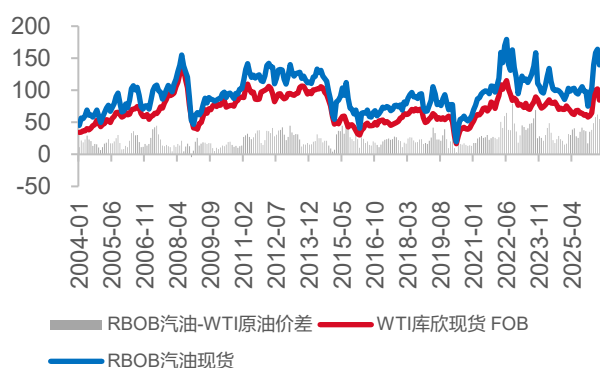
资料来源：EIA，东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量，万吨/天



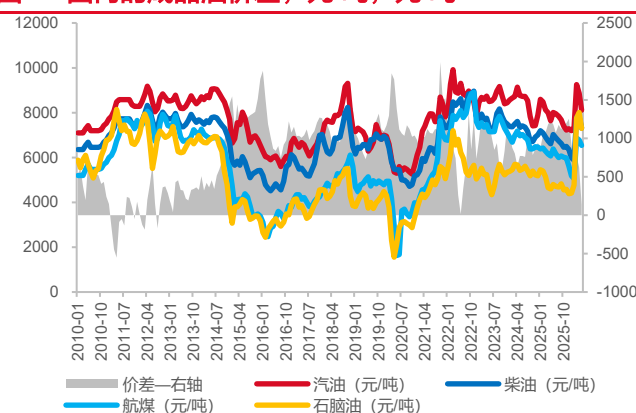
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 美国汽油与原油现货价差，美元/桶



资料来源：EIA，东海证券研究所

图11 国内的成品油价差，元/吨，元/吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

注：价差 = $0.2 \times \text{石脑油} + 0.3 \times \text{柴油} + 0.2 \times \text{汽油} + 0.1 \times \text{航空煤油} - \text{原油}$
 $\times \text{VAT} \times \text{汇率}$ （未考虑副产品和除增值税外各项税）

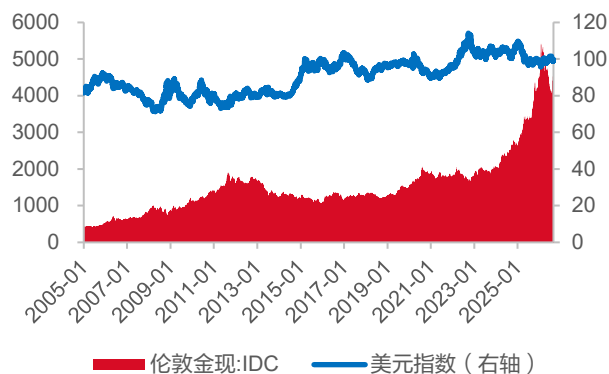
3.2. 黄金跟踪

非农人数远超预期，金价周内宽幅震荡。截至2026年9月4日当周，伦敦黄金现货在周五收于4415.4美元/盎司，较上周同期下跌3.23%。美国三大股指周内水平震荡，美元指数维持在100点下方。7月我国央行继续增持黄金储备64万盎司。美国8月季调后非农就业人口新增16.2万人，创3月以来新高，远超市场预期的5.6万人。美国总统特朗普再次呼吁美联储降低利率。黄金SPDR持有量略有反弹，中日矛盾、美国贸易协定、俄乌冲突等仍存在较大不确定性。长期来看，美元及美债的避险属性被削弱，黄金避险需求凸显，美元长期贬值预期较强，黄金长期投资价值仍然坚挺。

美债利率微跌，中债利率反向微涨。截至9月4日，10Y美债利率较上周同期上行5bp收于4.78%，截至9月4日10Y中美利差倒挂值走阔至309.96bp。9月4日中国10Y国债利率本周最终报收1.6804%较上周同期下行1.45bp。8月，我国制造业PMI为49.8%，较前值改善0.6个百分点；美国8月制造业PMI为54.6%，继续维持景气。

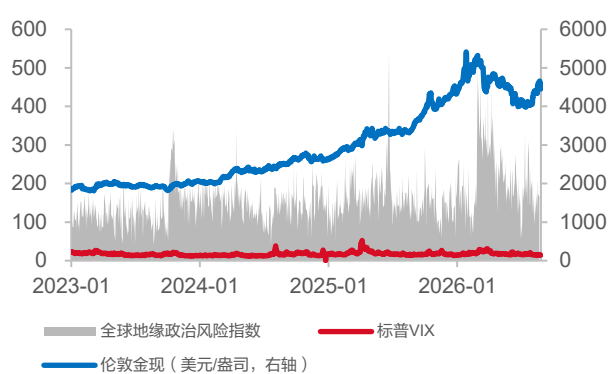
金价判断：以原油为首的工业大宗商品价格维持高位，美伊冲突持续进行。虽然美联储加息预期仍然较强，修改统计口径后的美国通胀数据显示通胀趋于温和，为黄金价格提供支撑。美国持续挑起全球贸易争端但中美贸易摩擦预期缓和，俄乌冲突预计边际缓和，美国化债不利，押注美元指数未来走低，建议逢低买入。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



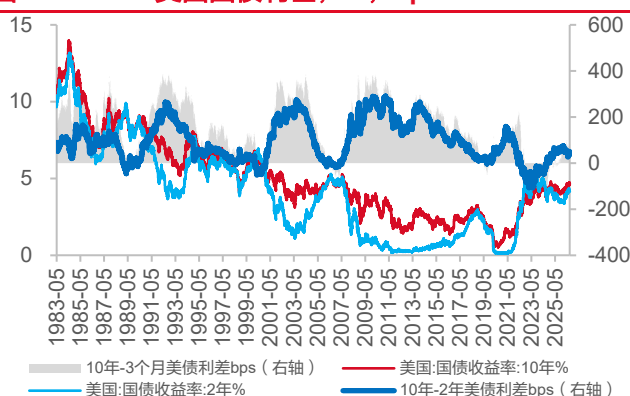
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 VIX与金价，美元/盎司



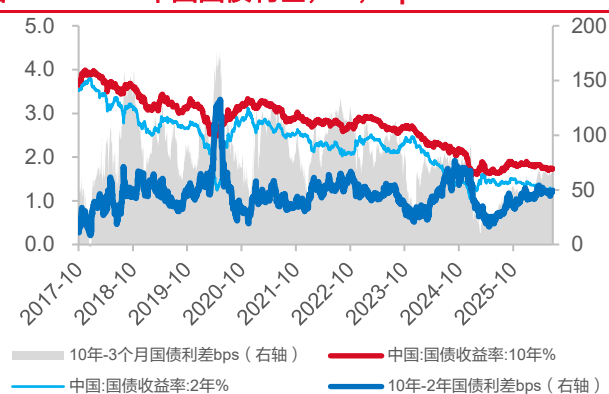
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 10Y-2Y 美国国债利差，%，bps



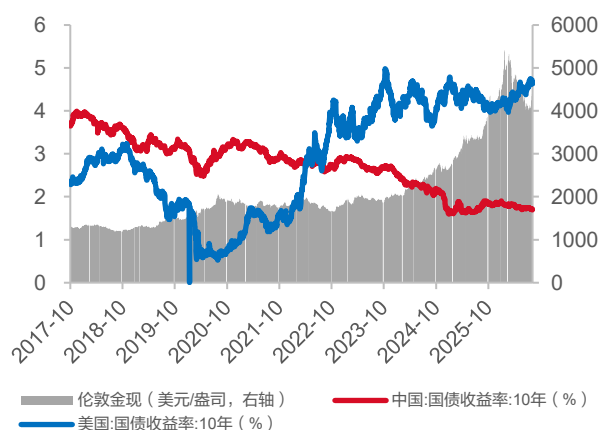
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 10Y-2Y 中国国债利差，%，bps



资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 中美国债收益率与金价，美元/盎司，%



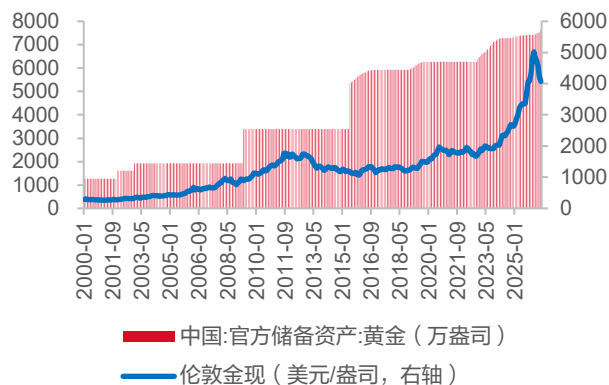
资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.0%	40.6%	59.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	29.8%	54.4%	15.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	14.0%	41.4%	36.3%	8.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	10.8%	35.1%	37.4%	14.8%	1.9%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	6.6%	25.6%	36.5%	23.6%	6.9%	0.8%	0.0%
2027/4/28	0.0%	5.6%	22.7%	34.9%	25.6%	9.4%	1.7%	0.1%
2027/6/9	0.0%	4.4%	19.0%	32.3%	27.6%	12.9%	3.4%	0.5%
2027/7/28	0.0%	4.2%	18.4%	31.7%	27.8%	13.6%	3.8%	0.6%
2027/9/15	0.0%	4.0%	17.8%	31.1%	27.9%	14.2%	4.2%	0.7%
2027/10/27	0.1%	4.3%	18.1%	31.0%	27.6%	13.9%	4.1%	0.7%
2027/12/8	0.4%	5.4%	19.1%	30.8%	26.5%	13.2%	3.8%	0.6%

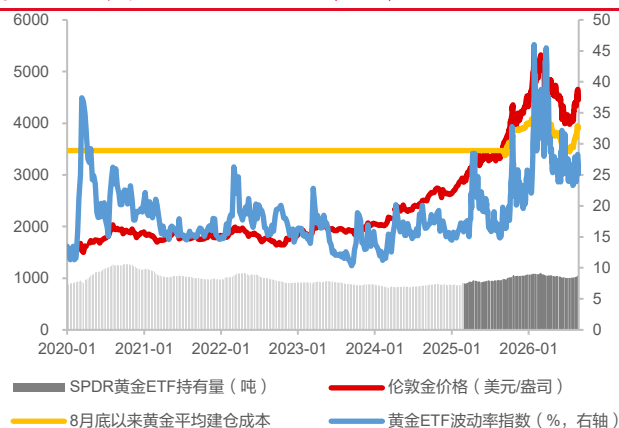
资料来源：CME，东海证券研究所

图18 2000年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图19 全球黄金ETF总持仓量, 吨, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.3.金属铜跟踪

2026 年, 金属精炼铜价格震荡上行, 9 月 4 日当周, SHFE 电解铜连续合约结算平均价格为 109260 元/吨, 较上一周环比增长 0.6%, 价格与去年同比增长 36.7%; LME 伦铜 3 个月合约结算价为 14239 美元/吨。9 月 4 日当周, 我国铜精矿干净料 (25%Cu) 远期现货综合价格指数约为 4022 美元/干吨。上海和伦敦电解铜均价、铜精矿 (干净料 25%Cu) 远期现货综合指数均较上周上涨, 主要受到供应偏紧预期和市场情绪改善的共同推动。海外铜矿供应仍偏紧, 铜精矿 TC/RC 持续处于低位, 冶炼厂原料采购成本压力较大, 精矿现货价格因此得到支撑; 同时, 海外库存偏低、美国关税政策带来的区域性供应分流仍在影响市场, 增强了对铜供应紧张的担忧。

2026 年 9 月 4 日当周, 电解铜现货库存为 10.71 万吨, 较上周环比下跌 13.7%, 铜精矿港口库存约为 58.1 万吨, 环比下降 7%。国内铜精矿港口库存与电解铜现货库存同步回落。矿端海外发运节奏偏慢, 港口铜矿到港补给有限, 国内冶炼厂为维持生产持续从港口提货, 带动铜精矿港口库存下行; 电解铜方面, 冶炼端产出增量有限, 进口货源补充不足, 临近传统旺季下游逢低刚需拿货, 市场出库量高于到货量, 推动电解铜现货库存继续去库。

2026 年 7 月, 我国电解铜产量约为 113.88 万吨, 环比下降 0.6%, 同比下降 4.7%。2026 年 7 月, 我国电解铜年化平均产能为 1698 万吨, 产能利用率为 78.5%。2026 年 7 月我国电解铜产量和需求缺口约为 29.64 万吨。我国电解精炼铜需求缺口扩大。

2026 年 9 月 4 日当周, 我国 SHFE 电解铜持仓量为 213691.6 手, 环比上升 7.5%; 成交量为 179829.4 手, 环比下降 4%, 当周, 当周 SHFE 电解铜单边持仓量均较上周增加, 主要是铜价持续走强, 市场对供应偏紧的预期升温, 资金参与意愿有所增强。随着价格上涨和市场波动增加, 多空资金进场交易更加积极, 带动成交量和持仓量同步回升。

当周, 铜价延续偏强走势, 短期来看, 矿端供应偏紧、铜精矿加工费持续低位以及海外库存偏低仍是支撑铜价的主要因素, 同时美国降息预期升温也改善了市场情绪。当前铜价处于较高水平, 下游对高价的接受度有限, 需求释放仍需观察, 因此预计短期铜价仍以高位震荡偏强为主, 继续上行需要需求进一步改善或供应端出现新的扰动, 若宏观情绪转弱或高价抑制消费, 铜价也存在阶段性回调压力。美伊冲突仍存在较大不确定性, 注意关注我国进口依存度较大品种, 如硼、锑、铬等。

图20 金属铜价格，元/吨，美元/吨



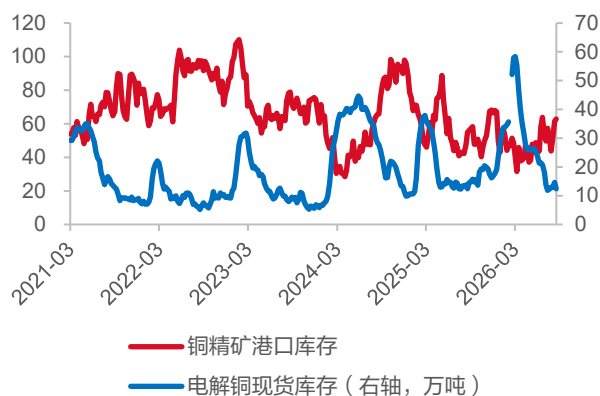
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 铜精矿 25%Cu：远期现货综合指数，美元/干吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿和电解铜库存，万吨



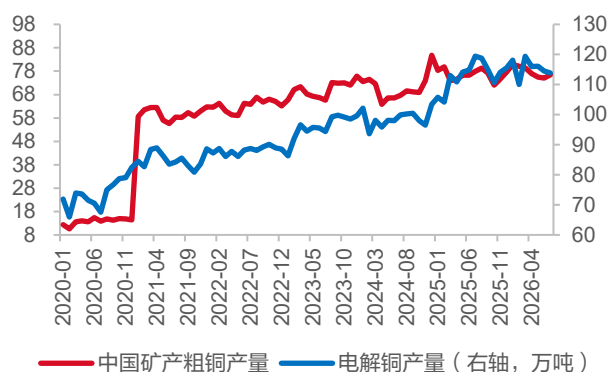
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图23 中国矿产粗铜产量，万吨



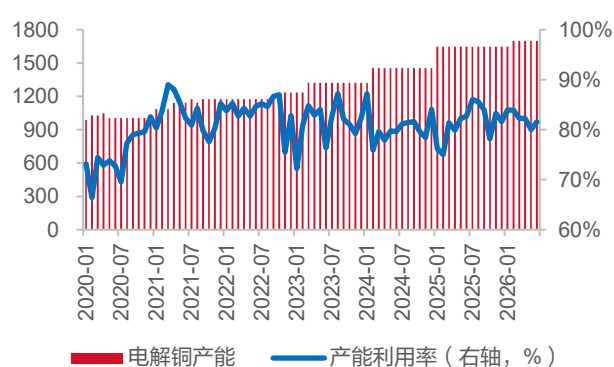
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图24 中国矿产粗铜和电解铜产量，万吨



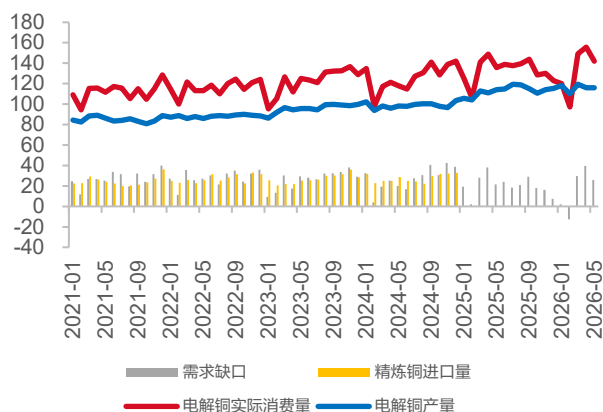
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%



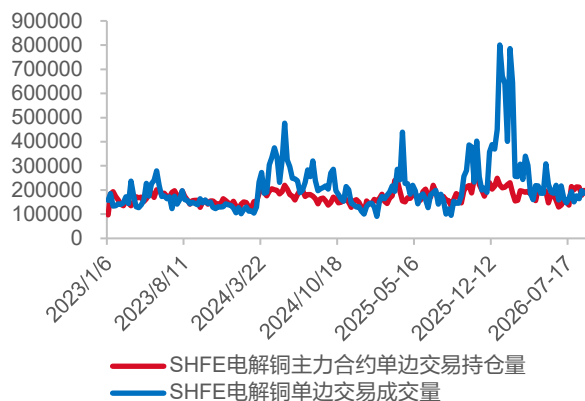
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口，万吨



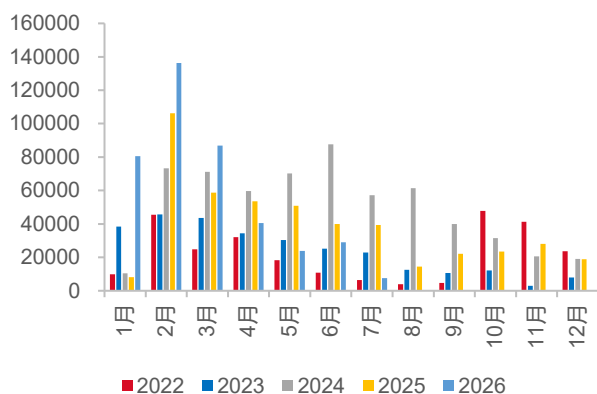
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



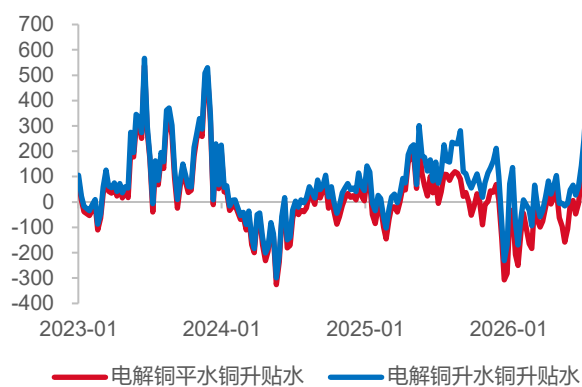
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量，吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图29 上海平水铜、升水铜升贴水，元/吨

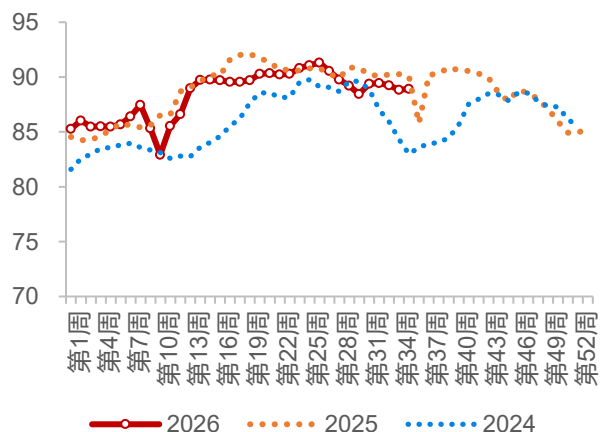


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

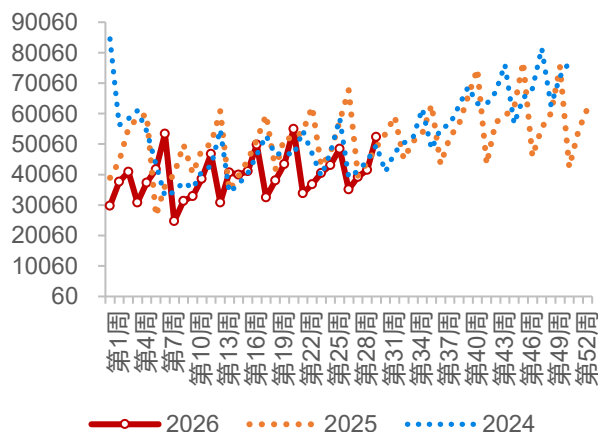
4.1.行业高频跟踪

图30 247家钢厂高炉产能利用率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图31 乘用车日均零售销量，辆



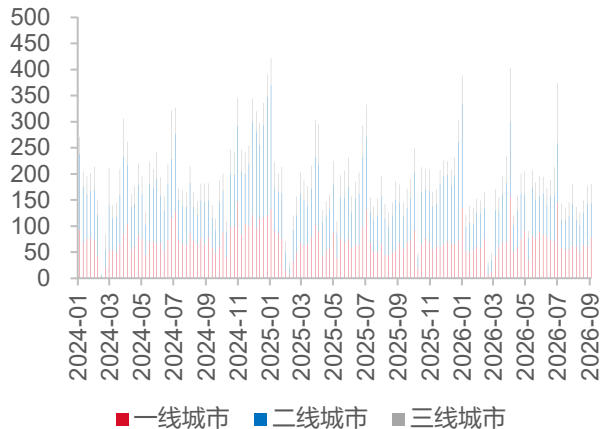
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 BDI 指数



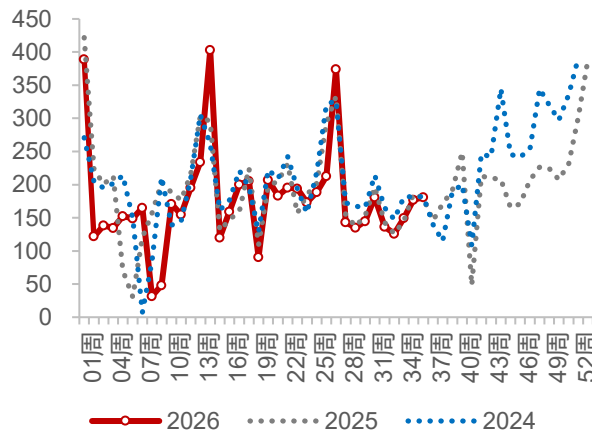
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



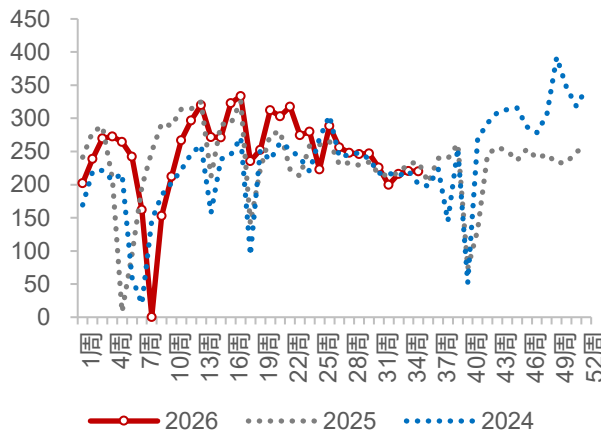
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图34 30 城新房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图35 14 城二手房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图36 主要行业高频数据

大类	指标名称	环比(%)/ 环比变化(pct)	同比(%)/ 同比变化(pct)	单位	9/4	8/28	8/21	8/14	8/7	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	2.16	0.88	万平方米	181	177	150	126	137	
	一线城市	25.30	15.89	万平方米	78	62	64	50	61	
	二线城市	-17.88	-14.05	万平方米	66	81	62	52	51	
	三线城市	7.50	5.06	万平方米	37	34	24	24	25	
消费出行	国内航班执飞	-9.20	3.55	架次	96426	106192	109758	104239	109130	
	国际航班执飞	-2.50	4.18	架次	12871	13201	13363	12947	13478	
	电影票房	-40.79	-9.82	万元	67893	114659	167857	126070	141765	
	观影人次	-41.19	-11.29	万人次	1771	3012	4431	3391	3777	
外需	BDI指数	13.87	83.32	/	3628	3186	2841	2863	3089	
	CCFI指数	0.16	59.86	/	1837	1834	1822	1847	1840	
物价	南华工业品价格指数	3.31	13.69	/	4107	3975	3953	3862	3788	
	螺纹钢	1.64	1.09	元/吨	3160	3109	3038	3019	3010	
	水泥价格指数	-0.27	-10.29	/	91.56	91.81	91.73	91.96	92.16	
	南华农产品价格指数	0.20	-1.16	/	1087	1085	1080	1065	1051	
	猪价	0.62	-17.59	元/公斤	16.35	16.25	16.18	15.77	15.80	
	7种重点水果	1.98	-3.31	元/公斤	6.71	6.58	6.79	7.01	6.93	
	鸡蛋	-0.82	40.10	元/公斤	10.83	10.92	10.68	10.21	9.89	
	28种重点蔬菜	2.19	-8.97	元/公斤	4.67	4.57	4.66	4.58	4.45	
生产开工率	PTA	4.29	-4.85	%	64.63	60.34	57.73	48.39	53.79	
	纯碱	-4.97	-10.75	%	75.47	80.44	78.31	76.15	78.37	
	浮法玻璃	-0.05	-8.82	%	67.19	67.24	66.85	66.55	66.21	
	江浙织机	0.18	-10.31	%	52.11	51.93	51.78	50.87	49.92	
	半钢胎	-0.24	-2.37	%	65.10	65.34	65.74	64.32	64.39	
	全钢胎	0.21	4.14	%	63.92	63.71	62.79	63.01	62.90	

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.2.主要指数及行业估值水平

主要指数估值 (PE) 分位数水平: 创业板 50<创业板指<中证 1000<中证 500<上证 50<上证 180<沪深 300<科创 50。

图37 主要指数估值及分位数水平, %

指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
创业板 50	19.16	31.90	53.94	6.03
创业板指	23.70	37.74	61.92	5.53
中证 1000	51.29	43.13	38.63	2.37
中证 500	66.43	32.83	60.22	2.37
上证 50	68.71	10.94	50.13	1.25
上证 180	68.83	11.66	36.13	1.23
沪深 300	71.68	13.64	42.09	1.44
科创 50	78.47	136.78	87.66	7.42

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

主要行业估值 (PE) 分位数水平: 周期: 有色金属<交通运输<环保。消费: 农林牧渔=商贸零售<美容护理。高端制造: 电力设备<国防军工<家用电器。科技: 通信<传媒<电子。金融 (PB): 房地产<非银金融<银行。

图38 各行业指数估值及分位数水平, %

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
周期	有色金属	11.20	18.33	68.87	3.30
	交通运输	40.52	18.68	11.11	1.30
	环保	41.99	31.69	14.70	1.61
	公用事业	42.95	21.44	29.98	1.73
	石油石化	43.92	13.35	68.44	1.36
	建筑装饰	71.96	15.66	1.33	0.71
	基础化工	72.72	31.07	70.03	2.30
	钢铁	83.26	82.08	35.59	0.96
	煤炭	84.98	19.45	80.03	1.82
	建筑材料	98.98	162.60	23.30	1.59
消费	农林牧渔	0.00	-140.75	10.91	2.47
	商贸零售	0.00	-97.87	28.81	1.74
	美容护理	10.39	32.46	1.88	2.45
	食品饮料	17.85	22.20	7.51	3.57
	纺织服饰	32.16	27.82	12.04	1.75
	社会服务	57.98	57.21	4.47	2.59
	医药生物	72.54	44.52	9.20	2.77
	轻工制造	93.03	69.35	18.37	2.04
高端制造	电力设备	34.07	47.07	39.68	2.84
	国防军工	50.81	76.79	73.49	3.76
	家用电器	53.46	18.45	24.46	2.42

科技	汽车	65.71	29.89	26.75	2.03
	机械设备	77.83	51.96	80.83	3.34
	通信	27.81	30.98	65.57	2.79
	传媒	53.68	51.54	23.18	2.36
	电子	69.07	64.51	98.11	7.30
	计算机	77.49	119.77	34.40	3.90
金融地产	房地产	0.00	-5.00	12.46	0.87
	非银金融	1.17	8.14	10.18	1.26
	银行	93.96	7.36	28.82	0.70

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

5.重要市场数据及流动性跟踪

5.1.8 月 PMI：短期扰动边际减弱，供需关系有所改善

8 月 31 日，国家统计局公布 8 月官方 PMI 数据。8 月，制造业 PMI 为 49.8%，前值 49.2%；非制造业 PMI 为 49.0%，前值 49.0%。

短期扰动仍存，但边际影响减弱，制造业 PMI 回升超季节性。8 月制造业 PMI 仍位于荣枯线以下，天气等短期因素的扰动可能仍然存在。但环比+0.6pct，近 5 年同期均值为+0.06pct，一方面超季节性的表现有 7 月低基数的影响（PMI 本就为环比的概念，7-8 月平均环比-0.25pct，近 5 年同期均值-0.16pct），另一方面需求端的修复节奏在短期扰动后要快于生产，对 PMI 形成支撑。

8 月需求恢复好于供给，出口韧性仍强。8 月，生产指数（50.4%，+0.5pct）、新订单指数（50.6%，+2.1pct）、新出口订单指数（50.1%，+0.5pct）均受到短期偏低的基数影响出现明显反弹，单月来看需求恢复要好于供给。采购量指数（50.5%，+1.1pct）也修复至荣枯线以上。若以 7-8 月合并来看，生产指数、新订单指数、新出口订单指数平均环比为-0.50pct、-0.30pct、+0.00pct，反映出口受到的影响可能相对更小，也更有韧性。

价格指数回升，但价格的传导能力仍有待提升。8 月，主要原材料购进价格指数（56.6%，+3.4pct）以及出厂价格指数（50.4%，+2.6pct）均有所反弹，这也是供需关系改善的信号，不过持续性仍有待观察。原材料价格减出厂价格之差扩大至 6.2 个百分点，仍处于相对偏高水平，价格传导能力不强仍是下游需求偏弱的反映。

高技术及装备制造形成支撑，消费品及高耗能行业在低基数下有所回升。受天气影响扰动相对较小的高技术制造业 PMI 回落 0.4pct 至 52.9%，仍处于相对高位，也明显高于整体 PMI。装备制造业 PMI 51.4%，持平于前值；消费品制造 PMI（49.0%，+1.2pct）以及高耗能行业 PMI（47.9%，+0.9pct）均有所回升，但可能主要受到低基数的影响，两者仍位于荣枯线以下，反映景气水平仍有待提升。

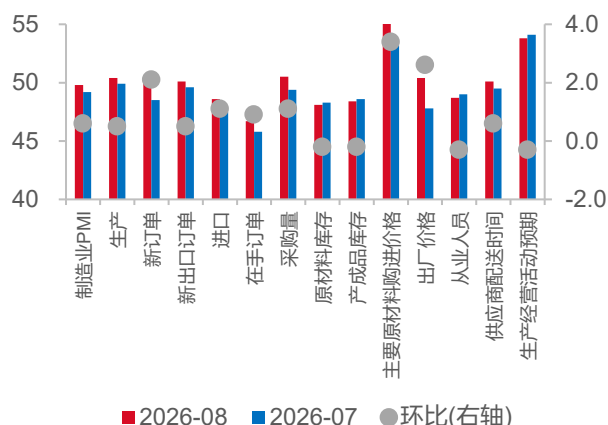
非制造业 PMI 表现不强。8 月非制造业 PMI 49.0%，持平于前值，剔除 2021 年异常值后 2020-2025 年同期均值-0.08pct，进一步考虑 7 月的低基数（-1.2pct），8 月非制造业表现不强。

服务业表现相对平稳。8 月服务业 PMI 49.3%，持平于前值，剔除 2021 年异常值后 2020-2025 年同期均值+0.0pct。行业上，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数均高于 55.0%，但批发、零售、资本市场服务等行业商务活动指数低于荣枯线。

天气因素对建筑业仍有扰动。8月建筑业 PMI 46.9%，环比-0.1pct，在低基数上进一步回落，或仍是受到短期天气因素影响对建筑施工的扰动。近期稳定投资方面可能已在加快部署，8月19日发改委召开“六张网”重大项目协调调度机制会，8月28日召开全国投资工作推进会议，实物工作量形成后续可能提速。

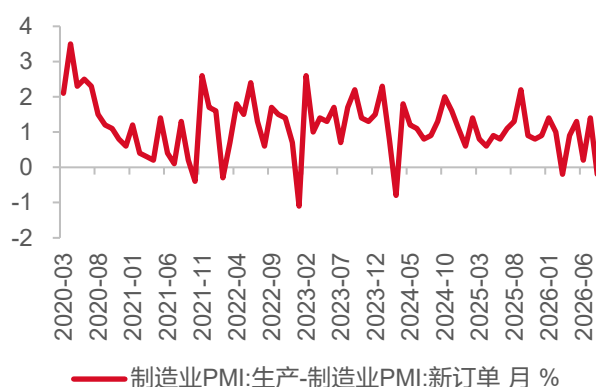
8月制造业 PMI 及供需指数回升，验证此前7月明显回落是受到短期扰动的判断。但制造业 PMI 本身仍低于荣枯线，天气等短期扰动可能仍然存在，同时供给侧受这一扰动的影响通常更大，故单月需求回升幅度快于供给也同样得以验证。建筑业仍然受到影响从而拖累非制造业 PMI。往后看，短期因素的扰动将进一步减弱，但内需修复的持续性以及斜率仍有待财政节奏的提速。

图39 制造业 PMI 各分项，%， %



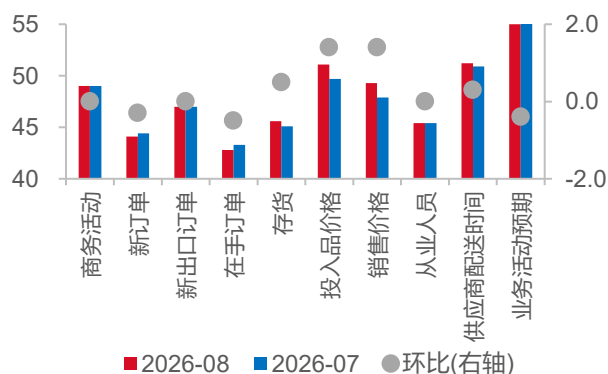
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图40 生产-新订单指数， %



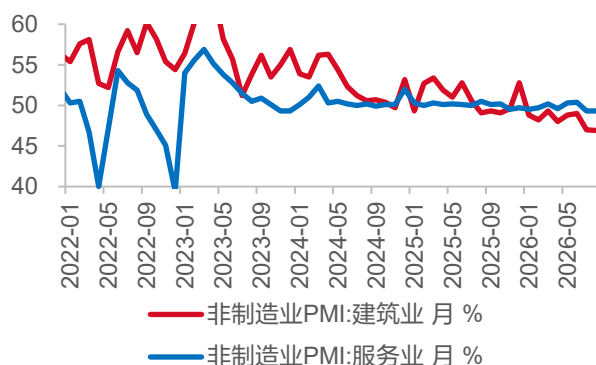
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图41 非制造业 PMI 各分项，%， %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图42 建筑业、服务业 PMI， %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.2.美国 8 月非农：技术性因素影响下，非农超预期反弹

当地时间9月5日，美国劳工局公布2026年8月美国非农就业数据。美国8月季调后非农就业人口新增16.2万人，预期增5.6万人，前值自减少2.3万人上修至新增2.1万人；失业率4.1%，预期4.1%，前值4.1%。

非农更多的是技术性反弹。8月非农就业明显超市场预期，私人部门下的生产及服务新增就业均有贡献，政府部门新增就业也有所反弹。但需要注意的是，服务部门中的休闲和住宿业以及地方政府部门在7月合计减少8.3万人（修正后），而8月合计新增11.2万人，季

节性波动的影响可能较大。若剔除这两项,8月非农就业新增5.0万人,5-7月分别新增2.1、7.5、10.4万人。

AI基建继续带动生产部门。生产部门就业新增4.1万人,前值上修至2.9万人。其中AI基建相关的非住宅建筑施工、非住宅专业承包商、重型和土木工程合计新增就业1.0万人,依然是生产部门的主要支撑。制造业新增就业1.6万人,耐用品制造新增就业1.5万人,与8月ISM制造业PMI指数以及就业指数仍然表现强劲。

休闲和住宿业新增就业波动较大。服务部门8月就业新增8.6万人,前值由新增0.5万人上修至4.2万人。其中休闲和住宿业新增就业6.2万人,占到当月整体新增非农的38.3%,是最主要的贡献项。由于世界杯的影响,导致休闲和住宿业月度之间的波动较大,且该行业本身兼职率较高,而8月的大幅反弹一方面可能有低基数上的因素,另一方面旅游旺季对该行业也有一定支撑,两者均偏短期。休闲和住宿业3MMA仍只有-4.33万人,修匀后的趋势表现不强。此外,教育和保健就业新增2.9万人,依然稳健;金融活动以及信息咨询分别减少1.1万人和2.3万人,AI对就业的结构性影响仍存。

新学年开始,支撑地方政府就业回弹。此前7月地方政府就业减少6.2万人,主要与学年结束后的季节性影响有关,而随着新学年开始,8月这些岗位出现了集中性的回归,当月地方政府新增就业5.0万人,是政府部门就业的主要贡献项。

薪资增速小幅反弹。8月私人部门时薪环比0.3%,较前值回升0.1pct。生产部门时薪增速环比小幅回落0.1pct至0.2%,其中建筑业薪资增速环比0.4%,处于偏高水平。耐用品制造业就业新增表现较好,但时薪增速环比回落0.3pct至0.1%。服务部门时薪增速环比回升0.2pct至0.3%,金融活动在低基数下反弹明显,8月环比升至0.8%。除公用事业、信息咨询外,多数服务业薪资增速环比有所反弹。

失业率维持低位。8月U3失业率维持在4.1%低位,劳动参与率回升0.2pct至61.6%,为去年9月以来首次回升,劳动力人口当月新增了68.3万人。但失业人口仅新增1.2万人,自愿性失业人数增加,当月新增12.1万人,但非自愿性失业及新生劳动力人口分别减少6.4和5.9万人。

8月通胀数据或成为加息与否的关键因素。数据公布后,美股低开,美债收益率、美元指数跳升后回落,黄金回落降幅收窄。CME显示9月加息概率并未大幅上行,市场也认识到8月非农数据可能只是技术性反弹,当然劳动力市场目前来看仍然维持平衡。9月加息与否,下周公布的8月通胀数据可能是关键因素。

图43 新增非农就业结构

	新增就业（环比，千人）						趋势	时薪增速（环比，%）					
	2026年3月	2026年4月	2026年5月	2026年6月	2026年7月	2026年8月		2026年3月	2026年4月	2026年5月	2026年6月	2026年7月	2026年8月
新增非农就业人数	214.0	148.0	63.0	31.0	21.0	162.0							
私人部门	202.0	150.0	61.0	26.0	71.0	127.0		0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3
生产	33.0	6.0	3.0	14.0	29.0	41.0		0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2
采矿伐木	3.0	4.0	3.0	-2.0	-3.0	3.0		1.0	0.5	0.9	0.6	0.1	-0.2
建筑	15.0	3.0	2.0	3.0	18.0	22.0		0.5	0.2	0.5	0.4	0.3	0.4
制造	15.0	-1.0	-2.0	13.0	14.0	16.0		0.4	0.3	0.2	0.1	0.3	0.2
制造：耐用品	13.0	1.0	14.0	13.0	24.0	15.0		0.4	0.3	0.1	0.0	0.4	0.1
计算机电子设备	1.7	3.1	1.3	0.9	2.4	1.3							
运输设备	7.3	-5.4	4.7	2.6	13.1	-1.0							
服务	169.0	144.0	58.0	12.0	42.0	86.0		0.2	0.2	0.2	0.3	0.1	0.3
贸易运输和公用事业	32.0	65.0	9.0	4.0	34.0	16.0		0.3	0.1	0.0	0.3	0.2	0.3
批发	-1.7	0.6	2.5	4.6	5.3	7.8		0.4	0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.3
零售	9.6	23.5	5.0	9.6	13.2	1.4		0.3	0.0	0.0	0.4	0.0	0.3
运输和仓储	25.1	39.4	0.8	-10.3	13.8	5.0		0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.4
公用事业	-0.5	1.0	0.8	0.2	1.4	2.5		0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	-0.1
信息咨询	1.0	-6.0	-5.0	-19.0	5.0	-23.0		0.5	0.5	0.3	0.5	0.6	-0.3
金融活动	-17.0	-6.0	-20.0	2.0	-11.0	-11.0		0.3	0.3	0.4	0.6	-0.2	0.8
房地产和租赁	-3.1	-0.8	-1.9	-2.5	1.5	-3.2							
专业和商业	28.0	20.0	6.0	36.0	15.0	10.0		0.1	0.3	0.3	0.2	0.0	0.1
专业技术	-14.4	13.3	6.9	17.8	3.7	5.0							
教育和保健	95.0	67.0	24.0	50.0	12.0	29.0		-0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2
休闲和住宿	44.0	-7.0	42.0	-54.0	-21.0	62.0		0.3	0.2	0.3	0.3	0.0	0.4
住宿和餐饮	42.1	-7.4	39.0	-29.1	-8.5	67.8							
艺术和娱乐	1.5	0.5	2.4	-24.6	-12.0	-6.3							
其他	-14.0	11.0	2.0	-7.0	8.0	3.0		-0.6	0.2	0.5	0.4	0.1	0.3
政府部门	12.0	-2.0	2.0	5.0	-50.0	35.0							
联邦	-7.0	-1.0	4.0	0.0	-6.0	-5.0							
州政府	-4.0	0.0	-2.0	-5.0	18.0	-10.0							
地方政府	23.0	-1.0	0.0	10.0	-62.0	50.0							

资料来源：BLS，东海证券研究所

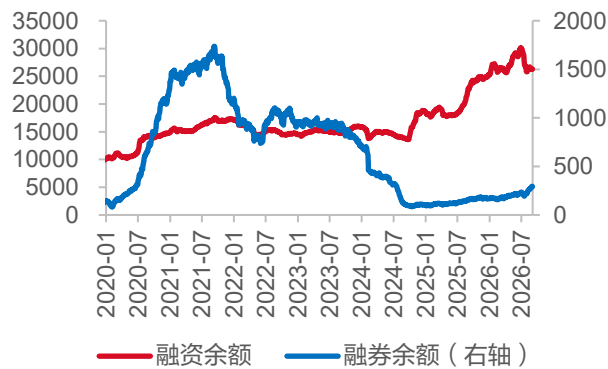
5.3.资金及流动性跟踪

融资余额减少。9月3日，融资余额 26275.15 亿元，较上周末减少 27.07 亿元。

普通股票型基金仓位环比上升，偏股混合型基金仓位环比下降。9月4日当周，据同花顺数据，普通股票型基金平均仓位为 82.48%，较上周上升 1.34%，偏股混合型基金平均仓位为 75.14%，较上周下降 1.51%。

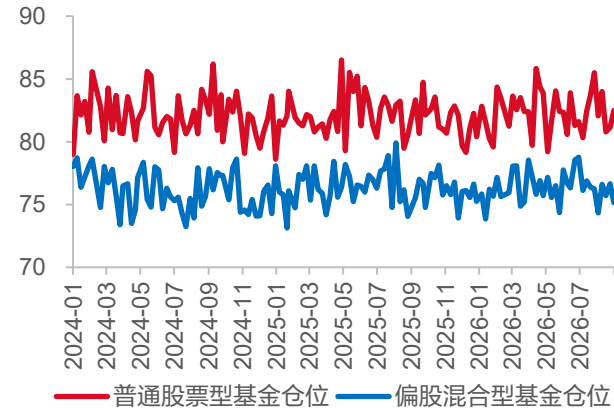
资金利率回落。9月4日当周，DR007 周均为 1.3838%，较上周环比下降 3.54 个 BP。

图44 两融余额，亿元，亿元



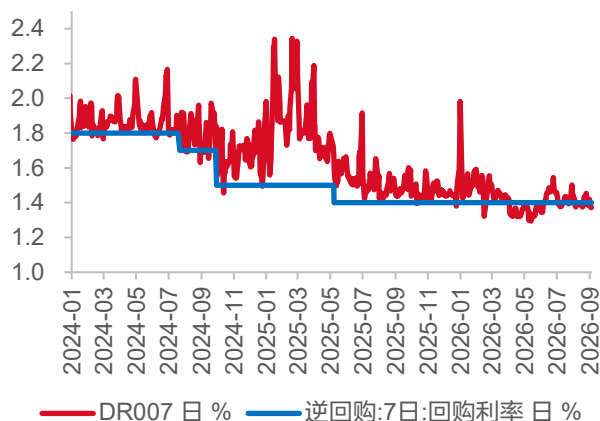
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图45 普通股票型、偏股混合型基金仓位，%



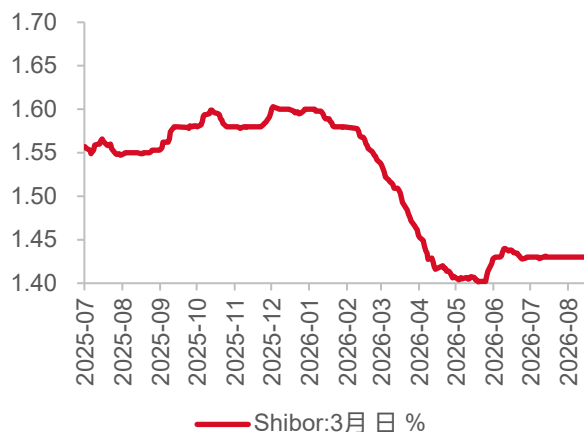
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图46 DR007、7 天期 OMO 利率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图47 SHIBOR 3M，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

6.市场资讯

6.1.海外市场资讯

1) 美国 8 月 ISM 制造业 PMI 为 54.6, 预期 55.2, 但仍连续第八个月扩张, 前值 55.6。新订单指数回落至 53.7, 为 3 月份以来最弱; 工厂就业人数连续第二个月增加, 不过增速放缓; 价格指数持平于 2 月份以来的最低水平。

2) 美国 8 月 ADP 新增就业人数 3.8 万人, 创今年 1 月以来新低, 预期增 4.8 万人, 前值由 4.4 万人上修至 4.6 万人。8 月跳槽员工的薪资同比增速降至 7.3%, 较上月有所回落; 在职员工薪资同比涨幅维持在 4.4% 不变。

3) 美联储理事沃勒释放鸽派信号。若后续数据显示通胀回落, 他倾向于下一次会议维持利率不变, 但不排除加息可能; 倘若通胀数据偏高, 则支持 9 月议息会议加息。他认为当前政策利率对总需求约束有限, 通胀稍有反弹就可能转向收紧。受其偏鸽表态及失业金数据影响, 市场下调美联储加息预期。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.2.国内市场资讯

1) 9 月 1 日下午, 国务院总理李强在北京会见美中贸易全国委员会董事会主席麦凯恩率领的访华团。李强肯定美中贸委会积极作用, 指出要落实两国元首会晤共识, 加强沟通、拓展合作、管控分歧, 构建中美建设性战略稳定关系。他表示中美经贸本质互利共赢, 中国市场潜力巨大, 欢迎美企深耕中国。双方应理性看待摩擦, 中方将维护公平营商环境, 也希望美方相向而行, 期待贸委会助力中美关系健康发展。

2) 8 月 31 日国务院总理李强主持国务院常务会议: 一是部署城市地下管网建设, 统筹规划各类管网, 建管并重, 严守质量安全, 消除城市安全隐患; 二是推进招商引资高质量发展, 划定招商行为边界, 规范地方政府招商行为, 聚焦营商环境与产业生态建设, 帮扶企业纾困解难, 夯实全国统一大市场建设基础。

3) 中国人民银行行长潘功胜出席二十国集团财长和央行行长会议。他表示, 解决全球经济失衡, 各国应推进结构性改革, 逆差国降低财政赤字、提升储蓄率, 顺差国扩大消费投

资，坚持多边主义，落实中长期政策。中方不刻意追求贸易顺差，持续扩大内需与对外开放。我国实行有管理的浮动汇率制度，无意借汇率贬值博取出口优势，外贸对汇率敏感性明显下降。央行将推进货币政策框架转型，实施适度宽松货币政策，保障经济金融稳定。

4) 商务部等 7 部门出台意见推动商品消费扩容升级，目标到 2030 年社零总额约 60 万亿元，培育绿色、智能、健康等十万亿级消费市场；汽车、家电等万亿级品类规模稳步增长，维持全球领先。

5) 8 月，中期借贷便利 (MLF) 净投放-1000 亿元，常备借贷便利 (SLF) 净投放 0 亿元，其他结构性货币政策工具净投放 650 亿元。公开市场操作方面，8 月，公开市场国债买卖净投放 500 亿元，中央国库现金管理净投放 700 亿元，其他期限逆回购净投放 2000 亿元。

6) 9 月 7 日，中国人民银行将开展 5000 亿元买断式逆回购操作，当月 3 个月期买断式逆回购为等量续作。

7) 新一轮新型政策性金融工具开始投放。国开行已于 9 月 2 日实现 2026 年新型政策性金融工具对首批 3 个民间投资和民间资本参与项目 4.6 亿元投放。

(信息来源：同花顺、Wind、央视新闻)

6.3.政策面

1) 《促进中小企业发展“十五五”规划》印发。锚定基本实现新型工业化目标，激发中小企业创新活力，推动专精特新发展。明确“十五五”目标：到 2030 年中小企业量质齐升，效益、研发能力提升，壮大专精特新企业与产业集群，提升数智化绿色化水平，完善服务体系，拓宽融资渠道，健全防拖欠账款长效机制。

2) 《人工智能中小企业创业支持计划(2026-2028 年)》印发。其中提出，未来三年，将聚焦人工智能重点领域培育优质市场主体，新增创新型中小企业超 1 万家、专精特新“小巨人”企业超 2000 家，孵化一批瞪羚、独角兽企业。同时布局建设一批科创孵化器、公共服务平台与国家级特色产业集群，持续激发人工智能领域中小企业创新活力，初步形成 AI 赋能企业高质量发展格局。

(信息来源：同花顺、Wind、央视新闻)

7.财经日历

图48 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预测值
09-07	待定	中国	8 月外汇储备(亿美元)	34187.76	34395.67
09-07	待定	中国	8 月黄金储备(万金衡盎司)	7608	
09-07	17:00	欧盟	第二季度欧元区:实际 GDP:季调:同比(终值)(%)	0.5	
09-07	17:00	欧盟	第二季度欧元区:实际 GDP:季调:环比(终值)(%)	0	
09-08	待定	中国	8 月出口金额:当月同比(%)	23.9	21.75
09-08	待定	中国	8 月进口金额:当月同比(%)	27.6	27.87

09-08	待定	中国	8月贸易差额(亿美元)	1123.37	1058.69
09-08	07:50	日本	第二季度不变价 GDP:同比(修正)(%)	0.5	
09-09	09:30	中国	8月 PPI:同比(%)	3.5	3.59
09-09	09:30	中国	8月 CPI:同比(%)	0.5	0.78
09-10	待定	中国	8月 M2:同比(%)	7.7	7.64
09-10	待定	中国	8月新增人民币贷款(亿元)	-3400	3680
09-10	待定	中国	8月 M1:同比(%)	4	3.97
09-10	待定	中国	8月社会融资规模:当月值(亿元)	14017	19850
09-10	待定	中国	8月社会融资规模存量:同比(%)	7.4	7.27
09-10	20:15	欧盟	9月欧洲央行公布利率决议		
09-10	20:15	欧盟	9月欧元区:基准利率(主要再融资利率)(%)	2.4	
09-10	20:15	欧盟	9月欧元区:存款便利利率(隔夜存款利率)(%)	2.25	
09-10	20:15	欧盟	9月欧元区:边际贷款便利利率(隔夜贷款利率)(%)	2.65	
09-10	20:30	美国	8月 PPI 最终需求:季调:同比(%)	4.7	
09-10	20:30	美国	8月核心 PPI 最终需求:季调:同比(%)	4.2	
09-10	20:45	欧盟	9月欧洲央行行长拉加德召开货币政策新闻发布会		
09-11	07:50	日本	8月 PPI:环比(%)	0.15	
09-11	07:50	日本	8月 PPI:同比(%)	7.18	
09-11	20:30	美国	8月 CPI:季调:环比(%)	0.1	
09-11	20:30	美国	8月核心 CPI:季调:环比(%)	0.2	
09-11	20:30	美国	8月 CPI:季调:同比(%)	3.3	
09-11	20:30	美国	8月核心 CPI:季调:同比(%)	2.5	
09-11	22:00	美国	9月密歇根大学消费者现况指数(初值)(1966年2季=100)	51.9	
09-11	22:00	美国	9月密歇根大学消费者预期指数(初值)(1966年2季=100)	51.5	
09-11	22:00	美国	9月密歇根大学1年期通胀率预期(初值)(%)	4	
09-11	22:00	美国	9月密歇根大学5年期通胀率预期(初值)(%)	3.3	

资料来源: Wind, 东海证券研究所

8.风险提示

周度普通股票型基金、偏股混合型基金仓位为预估,可能存在数据计算的结果与实际情况之间存在偏差的风险。

政策落地不及预期,或导致内需压力上升,影响居民消费以及投资需求的信心,对经济形成下行压力。

地缘政治局势超预期,美伊局势仍有可能反复,推升油价中枢位于高位,或导致美国通胀及通胀预期走高,影响美联储收紧货币政策。

上游成本压力超预期，或挤占中下游制造业企业的利润空间，使企业资本开支扩张的意愿较低，进而影响制造业投资需求。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

五、联系方式：

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221956989
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125