K 型分化延续，政策蓄势加力

——宏观周报（8 月 17 日-8 月 23 日）

2026 年 8 月 23 日

- **本周关注：**国内方面，7 月经济动能有所放缓，工业生产、消费和投资均较前期走弱，房地产投资降幅进一步扩大，内需不足仍是当前经济运行的主要约束；与此同时，高技术制造业和出口保持较快增长，经济 K 型分化延续。政策层面，8 月 21 日财政部明确表示，将根据经济形势“及时谋划、适时推出增量政策”，并正在研究新的财政金融协同政策和举措，于下半年推出。海外方面，美联储 7 月会议纪要仍释放偏鹰信号，叠加财政压力推动美债长端收益率维持高位，全球金融条件仍然偏紧；与此同时，美伊局势再度升温推升国际油价和通胀预期，利率与地缘风险共振之下，全球风险资产仍面临一定调整压力。

- **国内宏观-需求端：（1）消费：暑期出行和电影消费延续改善，汽车消费仍偏弱。**截至 8 月 21 日，地铁客运量较去年 8 月日均水平上升 1.7%。截至 8 月 21 日，国内执行航班数平均 1.5 万架次，较去年 8 月均值上升 5.2%；国际执行航班数平均 1894.3 架次，较去年 8 月均值上升 1.3%。截至 8 月 22 日，电影日均票房收入 20768.2 万元，较去年 8 月均值上升 6.4%。截至 8 月 16 日，8 月乘用车销量 62.8 万辆，同比下降 22.9%，较上月同期下降 3.1%。**（2）外需：运价仍处高位；受台风及强降雨扰动，港口吞吐量连续两周回落。**截至 8 月 21 日，波罗的海干散货指数(BDI)8 月均值 2924.3，环比上升 5.5%，同比增长 46.1%。中国出口集装箱运价指数均值 1836.1，较前月下降 1.8%，同比上涨 54.1%。8 月 16 日当周港口货物吞吐量 22184.2 万吨，环比下降 5.7%，同比下降 15.1%；集装箱吞吐量 620.3 万箱，同比下降 8.1%。台风“白海豚”8 月 8 日至 12 日影响长三角港航，14 日至 16 日残余环流又带来强降雨，港口停复航和装卸节奏受到扰动，因此本轮回落更偏向短期天气因素。

- **国内宏观-生产端：黑色多数回落、化工强劲修复、石油链涨跌互现。**截至 8 月 23 日，生产高频整体仍呈结构性分化，黑色系除高炉外普遍走弱，化工链在前期低位上明显恢复，石油链则仅炼油环节回升。黑色系生产边际转弱，长短流程分化加大。高炉开工率环比上涨 0.16 个百分点至 82.82%；但线材开工率下降 2.37 个百分点至 43.00%，电炉开工率下降 0.64 个百分点至 61.54%，产能利用率下降 1.02 个百分点至 53.81%，焦炉开工率更下降 1.53 个百分点至 68.69%，钢铁生产韧性仍主要集中于高炉，短流程、焦化及成材端均有承压。**汽车制造继续分化。**半钢胎开工率上涨 1.42 个百分点至 65.74%，全钢胎开工率小幅下降 0.22 个百分点至 62.79%。**化工链条本周修复最为明显。**PTA 产量环比大幅增加 17.90 万吨至 111.38 万吨，开工率上涨 9.34 个百分点至 57.73%；纯碱开工率上涨 2.16 个百分点至 78.31%，显示前期减产后供给集中恢复。**石油链内部涨跌互现。**炼油厂开工率上涨 1.25 个百分点至 51.36%，但石油制乙二醇下降 0.46 个百分点至 54.35%，石油沥青装置开工率下降 0.70 个百分点至 23.50%，石油链回暖尚未全面扩散。

- **物价表现：（1）CPI：猪肉价格震荡回升，蔬菜价格延续反弹。**截止 8 月 22 日，猪肉平均批发价周环比上涨 1.99%，生猪期货价格上涨 1.87%。本

分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

詹璐

☎：0755-8345-3719

✉：zhanlu @chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

吕雷

☎：010-8092-7780

✉：lvlei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080002

于金潼

☎：186-5320-7096

✉：yujintong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080003

赵红蕾

☎：010-8092-7606

✉：zhaohonglei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060005

铁伟奥

☎：136-8324-0373

✉：tieweiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060002

研究助理：薄一程

周生猪价格整体偏强运行。供给端，前期规模场出栏进度偏慢、肥标价差走扩，养殖端惜售情绪增强，阶段性收紧市场供给；需求端，立秋后气温回落叠加开学备货，终端消费边际改善，屠宰量有所回升。果蔬方面，28 种重点监测蔬菜平均批发价格环比上涨 3.19%，6 种重点监测水果平均批发价下跌 0.58%，苹果期货结算价格环比上涨 0.05%。本周蔬菜价格整体呈现回升态势，主要受到前期高温、强降雨等不利天气扰动，部分产区采收和运输受阻，同时高温高湿加大损耗，阶段性收紧市场供应。随着北方产区逐步进入夏秋换茬期，部分品种供应存在季节性衔接偏紧，也对价格形成一定支撑。此外，本周鸡蛋价格环比上涨 5.06%。

（2）PPI：原油价格延续反弹，双焦价格显著上行。截止 8 月 22 日，WTI 原油环比上涨 4.10%，布伦特原油环比上涨 4.64%。本周国际油价延续上涨，地缘供给风险仍是核心驱动。停火安排到期后谈判未能重启，叠加美国预告进一步收紧对伊制裁，市场继续计入中东原油断供及航运受限溢价；与此同时，美国原油库存连续累积对油价形成一定压制。短期油价仍将主要取决于对伊制裁落地强度及霍尔木兹海峡通行情况，地缘风险溢价或维持高位。黑色系商品方面。焦煤、焦炭、铁矿石、螺纹钢价格环比分别上涨 13.16%、上涨 5.78%、上涨 2.60%、上涨 2.27%。本周双焦价格继续走强，焦煤现货涨幅进一步扩大，核心仍在于国内煤矿复产偏慢、蒙煤通关下降以及库存持续去化，供给约束推动部分紧缺煤种价格加速上涨。焦炭方面，焦煤成本快速抬升推动焦企提涨，但钢厂盈利偏弱、铁水产量小幅回落，下游对高价原料的承接能力有所下降。短期双焦仍有供给偏紧支撑，但随着现货价格进入高位，后续涨幅或逐步受到终端需求和钢厂利润约束。有色等工业产品方面，本周铜、铝价格环比下跌 1.03%、下跌 1.37%。本周铜铝价格整体承压回落，主要受到美债长端收益率上行压制风险偏好影响。不过矿端偏紧、国内库存去化等基本面因素仍对价格形成一定支撑。

- **国内宏观-财政：本周政府债发行加快、资金加速落地，叠加国新办加快存量落地信号，稳增长支撑有望进一步增强。**本周发行一般国债 3721.2 亿元，发行进度 66.5%（环比提升 2.7pct）；发行超长期特别国债 240.0 亿元，发行进度 60.8%（环比提升 1.5pct）；发行地方新增一般债 324.5 亿元，发行进度 64.4%（环比提升 4.1pct）；发行地方政府新增专项债 1031.64 亿元，发行进度 61.7%（环比提升 2.3pct）；发行特殊新增专项债 544.80 亿元，发行进度 98.8%（环比提升 6.8pct，前值 5.8pct）。整体看，财政政策仍在持续发力，随着专项债和特别国债资金加速落地，财政对稳增长和扩大内需的支撑作用有望进一步增强。8 月 21 日财政部发布 1-7 月财政收支数据，一本账收入稳步上行、税收回暖，支出进度仍快于去年同期；二本账收支两端均有修复。同日国新办举行“开局起步‘十五五’”主题新闻发布会，财政部表示正研究制定财政金融协同新政策举措、预计下半年推出，并强调加快存量债券资金使用进度，财政金融协同新政策的酝酿则有助于增强对扩大内需、投资于人及债务化解等领域的政策空间预期。当前新增专项债、超长期特别国债仍有较大剩余空间，加快落地是三季度稳增长关键，未来在扩大内需、投资于人及债务化解等领域协同发力空间值得关注。

- **货币和流动性：国债收益率曲线下移。**本周国家外汇管理局公布了 7 月银行结售汇和银行代客涉外收付款数据。7 月境内银行代客涉外收付款差额为 598 亿美元，其中货物贸易为 1187 亿美元，是历史第二高的数值，近次于 2025 年 12 月的 1259 亿美元，主要受到出口增速保持高位的影响；证券投资的差额为-206 亿美元，连续两个月在负值区间。7 月银行代客结售汇顺差为 252 亿美元，季节性环比走弱，其中货物贸易为 607 亿美元，依然保持较为强劲的顺差；直接投资、证券投资、收益和经常转移项的结售汇逆差则环比有所扩大，部分受到中概股海外分红的季节性影响。国家外汇管理局

在答记者问中强调“企业根据实际需求和市场变化理性开展结售汇交易，外汇市场供求基本平衡”。

本周公开市场逆回购操作合计净回笼 2720 亿元。主要货币市场利率环比上周明显上行，其中 SHIBOR007 收于 1.4256%（+4BP）、DR007 收于 1.4314%（+5BP）、DR001 收于 1.4385%（+8BP）。银行间质押式回购日均成交量 6.60 万亿元（前值 6.85 万亿元），环比上周下降 2448 亿元。国债收益率曲线下移。30 年期国债收益率收于 2.1320%（-3BP），10 年期收于 1.6839%（-1BP），1 年期收于 1.2028%（-0BP）。1 年期国有银行同业存单发行利率收于 1.47%（-2BP），环比上周下行。

- **海外宏观：美国财政部国债回购收效甚微，收益率走高同时美元却弱化，市场风险仍在积累。政策与事件：（1）美国财政部加大长端美债回购规模，但油价反弹和其他因素使财政部干预收效甚微：**财政部 8 月 19 日公告称“将增加对 10 年-20 年和 20 年-30 年期限国债的流动性支持回购操作规模，增幅至少为一倍；即在 26 年 9 月 9 日至 11 月 4 日的生效期间，每笔的操作将至少从当前的 20 亿美元提高至 40 亿美元。虽然干预当日取得成效，但随着油价回升以及其他不确定性和逆风的持续，10Y 美债收益率重新增至 4.732%，30Y 高达 5.271%；与此同时，**市场可能预期了未来美债可能需要流动性支持，美元反而走弱。**财长贝森特称未来或进一步扩大回购规模。**（2）美伊谈判并无进展，美国威胁加大对伊朗的经济制裁：**本周美国排除了延长此前与伊朗达成的临时停火协议的可能。不过，考虑到导弹库存不足以及武力控制霍尔木兹海峡的难度，美国似乎希望通过加大经济制裁伊朗的力度。美方威胁将对伊朗实施“史上最严厉的制裁”，并暗示这主要会通过经济手段。目前来看，霍尔木兹海峡陷入僵局，美国的经济制裁可能意味着军事手段不会加码。**（3）美联储部分官员继续对通胀表示担忧，并否认货币政策受到财政影响：**7 月 FOMC 会议纪要显示，“许多”官员表示，如果通胀不能向 2%的目标水平回落，则有必要加息。此外，圣路易斯联储主席穆萨莱姆和旧金山联储主席戴利均表示财政政策和债市并没有影响货币政策或提供太多信号。不过，弱化的美元似乎暗示市场仍将美联储救助债市作为一种可能性。**（4）美加贸易协定可能降低汽车和铝钢关税：**尽管磋商仍在进行，消息称新美加协议可能将针对加拿大的汽车关税从 25%降至 15%，将加拿大铝钢产品关税减半至 25%。

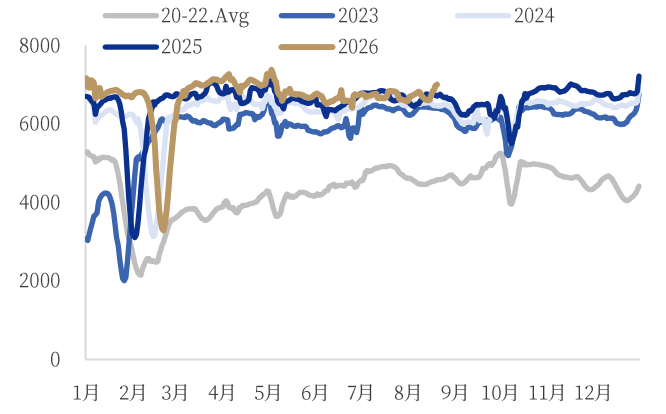
- **海外数据方面，本周关键数据有限，美国生产和失业情况仍表现较好，地产整体持续弱化；欧洲 PMI 改善。（1）美国 PMI 表现仍有韧性，8 月标普制造业 PMI 为 53.2，服务业加速至 56.8。**虽然制造业略弱于 53.9 的预期，但服务业出现了明显回升；同时，制造业和服务业的价格指数均出现明显回落。此外，美国 8 月费城联储制造业指数为 47.4、纽约联储制造业指数 20.6，均加速并好于预期。不过，实际经济强度未必有软数据表达的一样乐观，消费数据未来可能出现弱化。**（2）美国地产依然偏弱，7 月新屋开工年化低至 123.9 万户，7 月成屋签约销售月率为-2.3%，均弱化。**虽然营建许可数据略改善可能带动开工小幅提升，但地产在高借贷成本和低需求下整体疲弱，短期并无明确的改善路径。**（3）美国至 8 月 15 日当周失业金初请为 20.6 万人，略低于预期。**劳动市场从失业率角度来看预计保持稳固，需要注意的依然是总劳动人口和全职就业的下滑导致的总薪资收入放缓，这不利于消费，但便于从需求侧压低通胀。**（4）欧元区 8 月制造业 PMI 为 52.8，好于 51.8 的预期；服务业为 51.7。**其中德国制造业 PMI 为 54.1，法国为 51.5，均稳定扩张且好于预期；服务业方面，德国 8 月为 48.5，法国为 48.4，相对较弱。整体上，欧元区的 PMI 显示经济出现一定改善。

- **综合来看，本周美国市场更加“纠结”，一方面权益市场并未在长端美债收益率维持高位以及财政部干预效果有限之下出现大跌，另一方面，美元的弱**

化似乎反映市场对于未来的流动性预期加强。由于围绕长端美债的逆风和不确定性短期难以解决，长债收益率回落缺乏动力，美股面临的逆风也在持续积累，短期需要保持警惕。下周关注沃什在杰克森霍尔的讲话和英伟达财报对流动性和科技形成的预期组合。

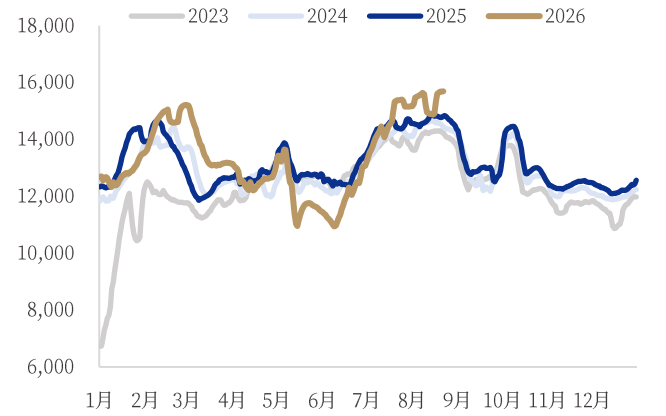
- **风险提示：**政策落地不及预期的风险；消费者信心恢复不及预期的风险。

图1：地铁客运量（万人次）



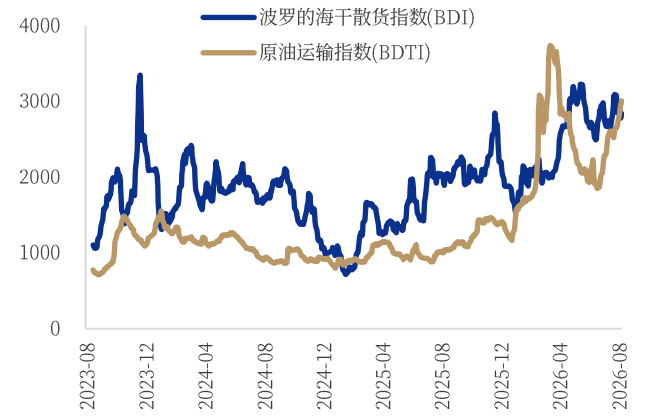
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：国内航班执行航班数（架次）



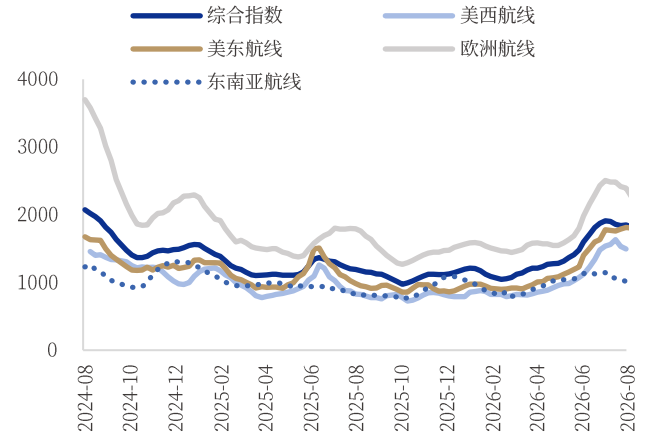
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：波罗的海干散货指数(BDI)及原油运输指数（BDTI）



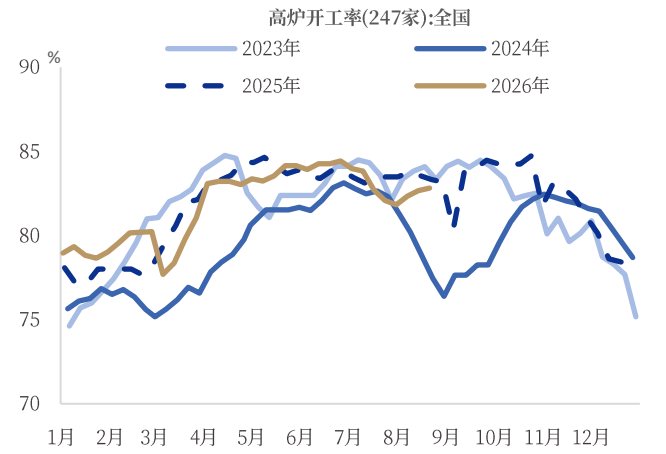
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：中国出口集装箱运价综合指数(CCFI)1998 年 1 月 1 日=1000



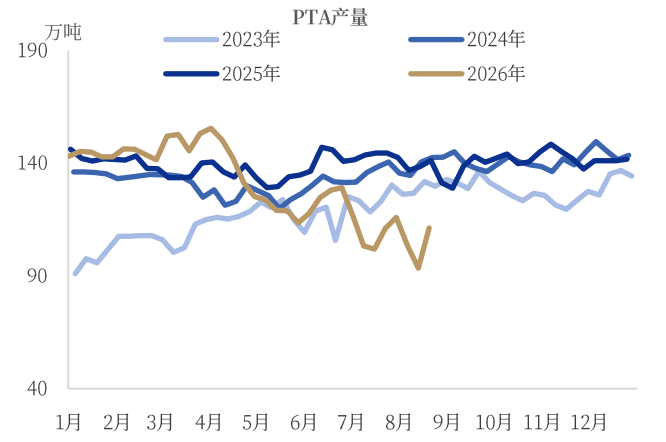
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：高炉开工率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：PTA 开工率



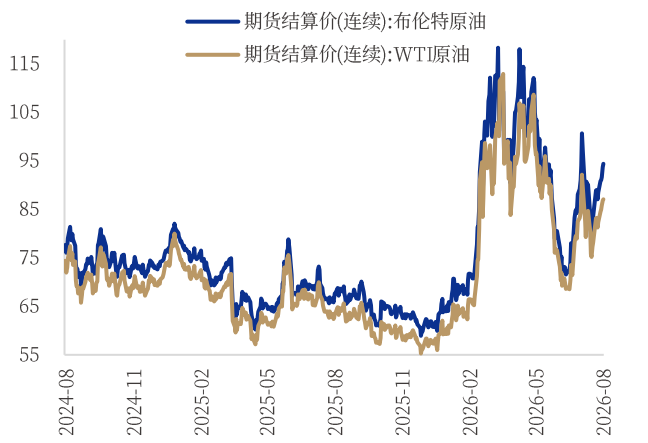
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：苹果期货价（元/吨）及果蔬现价（元/公斤）走势



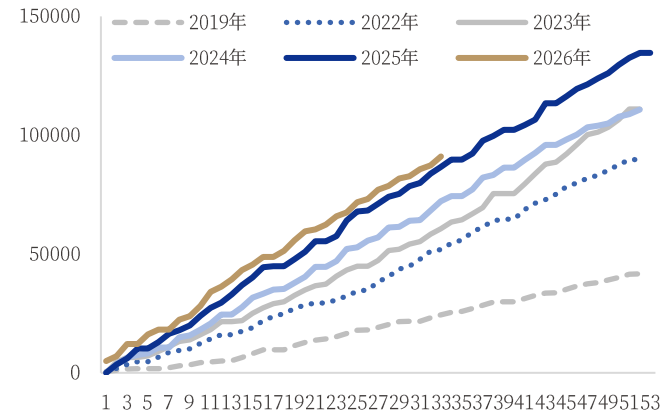
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：布伦特和 WTI 原油期货结算价（美元/桶）



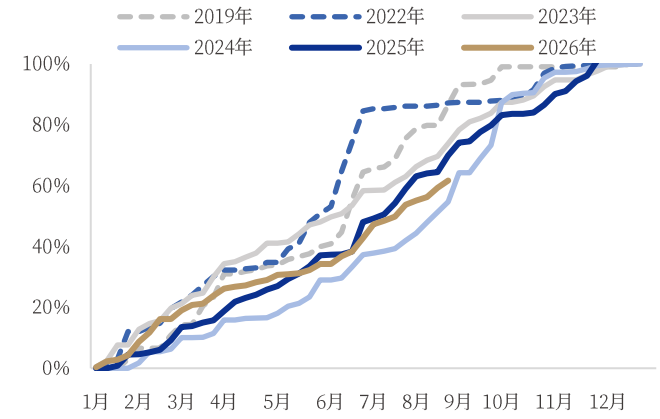
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：一般国债发行周进度（亿元）



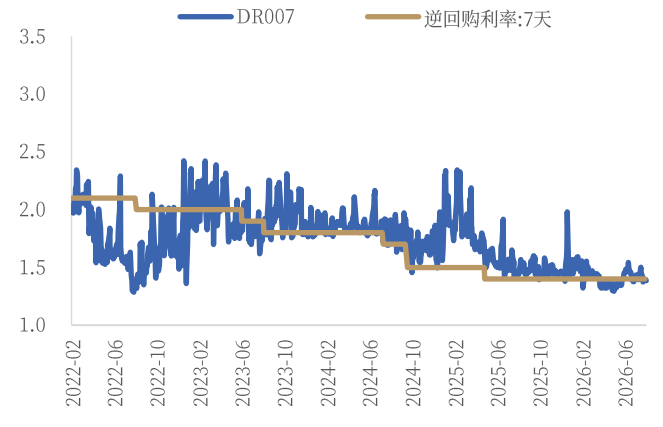
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图10：专项债发行周进度（%）



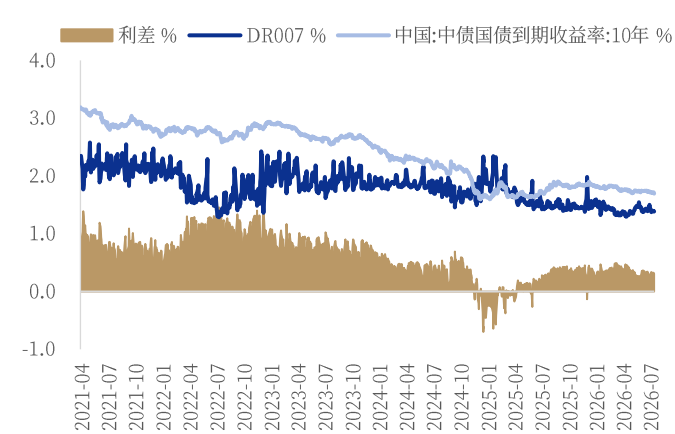
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图11：DR007 与 7 天逆回购利率（%）



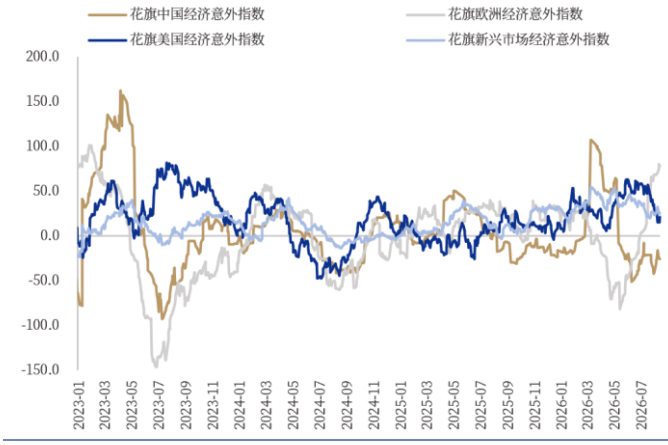
资料来源：Wind,中国银河证券研究院

图12：10 年期国债收益率与 DR007



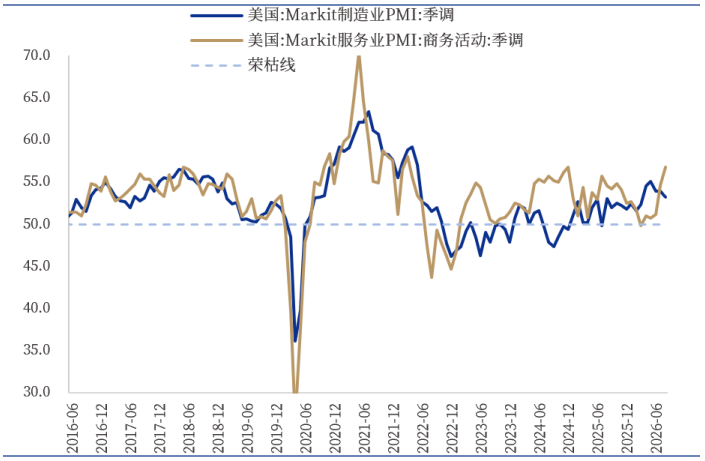
资料来源：Wind,中国银河证券研究院

图13：美国数据企稳，欧洲继续改善，中国保持偏弱



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：美国 8 月 PMI 中服务业明显改善，制造业略有缓和(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

风险提示

政策落地不及预期的风险；消费者信心恢复不及预期的风险。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：宏观经济分析师。詹璐：宏观经济分析师。吕雷：宏观经济分析师。于金潼：宏观经济分析师。赵红蕾：宏观经济分析师。铁伟奥：宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程　曦　0755-83471683　chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘　0755-83479312　suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林　程　021-60387901　lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋　021-20252671　liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田　薇　010-80927721　tianwei@chinastock.com.cn

褚　颖　010-80927755　chuying_yj@chinastock.com.cn