仅供内部参考，请勿外传

地缘溢价退潮，政策换挡提质

——宏观周报（8 月 24 日-8 月 30 日）

2026 年 8 月 30 日

- **本周关注：**本周国内经济延续需求韧性犹存、生产结构分化、价格由供给与地缘主导的特征。国内方面，出行链条维持同比增长，地铁客运量、国内外航班均好于去年同期，但汽车消费仍弱。生产端黑色普遍走弱，高炉、焦炉开工及铁水产量同步回落，化工链在前期低位上连续两周修复，石油链仅炼油回升、沥青开工续降，实物工作量改善仍然有限。价格端猪肉温和回升、果蔬价格回落，原油因地缘风险溢价回吐由涨转跌，双焦受供给偏紧支撑领涨，铜铝转为上涨。财政端地方债发行提速，特殊新增专项债进度已近尾声，发力重点或由“加快发行”转向“加快使用”，地方附加税法公开征求意见。货币端央行跨月大额投放、资金利率下行，但 MLF 转为净回笼，国债收益率小幅上移，地产信贷新政延长贷款期限。海外方面，沃什讲话偏鹰，年内加息预期回升推升美债收益率与美元、压制黄金，美国地产与就业偏弱但消费不弱，不确定性上升。

- **国内宏观-需求端：（1）消费：居民出行仍有韧性，国内外航班维持同比增长，汽车消费仍偏弱。**截至 8 月 27 日，地铁客运量较去年 8 月日均水平上升 2.9%。截至 8 月 28 日，国内执行航班数平均 1.5 万架次，较去年 8 月均值上升 4.5%；国际执行航班数平均 1891.1 架次，较去年 8 月均值上升 1.1%。截至 8 月 29 日，电影日均票房收入 19220.3 万元，较去年 8 月均值下降 1.5%。截至 8 月 23 日，8 月乘用车销量 95.6 万辆，同比下降 22.4%，较上月同期下降 3.8%。**（2）外需：干散货运价继续上行，集装箱运价高位趋稳；天气扰动减弱后，港口吞吐量有所反弹。**截至 8 月 28 日，波罗的海干散货指数(BDI)8 月均值 2951.1，环比上升 6.4%，同比增长 47.5%。中国出口集装箱运价指数均值 1835.6，较前月下降 1.9%，同比上涨 54.1%。8 月 23 日当周港口货物吞吐量 27512.6 万吨，环比上升 24.0%，同比上升 2.6%；集装箱吞吐量 701.0 万箱，环比上升 13.0%，同比上升 3.5%。随着台风及强降雨影响消退，前期积压船舶和货物集中恢复作业，推动吞吐量回补。

- **国内宏观-生产端：黑色系延续回落，化工延续修复，石油链涨跌互现。**截至 8 月 28 日，生产高频整体仍呈结构性分化，黑色普遍走弱，化工链在前期低位下连续两周修复，石油链则仅炼油环节回升。黑色系生产边际普遍走弱，高炉开工率环比回落 0.52 个百分点至 82.3%，焦炉生产率回落 4.25pct 至 64.44%；本周日均铁水产量环比下降 0.5%至 236.53 万吨，螺纹钢和热卷产量分别环比下降 4%和 1.4%。**汽车制造继续分化。**半钢胎开工率下降 0.4 个百分点至 65.34%，全钢胎开工率上涨 0.92 个百分点至 63.71%。**化工链条延续修复态势。**PTA 产量环比增加 5.03 万吨至 116.41 万吨，开工率上涨 2.61 个百分点至 60.34%；纯碱开工率继续上涨 2.13 个百分点至 80.44%，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 2.19 个百分点至 53.33%，但石油沥青装置开工率下降 1.9 个百分点至 21.6%，石油链回暖尚未全面扩散。

- **物价表现：（1）CPI：猪肉价格温和回升，蔬菜价格有所回落。**截止 8 月 28 日，猪肉平均批发价周环比上涨 1.06%，生猪期货价格回落 3.1%，本周

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

生猪价格温和回升。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回落 1.25%，6 种重点监测水果平均批发价下跌 2.45%，苹果期货结算价格环比下跌 3.86%。本周蔬菜价格整体呈现回落态势，主要受到前期强降雨对北方蔬菜采摘、运输的扰动消退，秋菜陆续上市，供应宽松压制盘面，后续关注 9 月上旬南方秋菜上市节奏与“双节”备货拉动的对冲关系。本周鸡蛋价格环比上涨 3.2%。

（2）PPI：原油价格由涨转跌，双焦价格继续上行。截止 8 月 28 日，WTI 原油环比回落 2.94%，布伦特原油环比下跌 3.05%。本周国际油价由涨转跌，地缘风险溢价回吐是主导变量。伊朗与阿曼就霍尔木兹海峡建立临时通航通道的谈判传出进展，叠加美方对伊施压弱于市场预期，交易盘提前定价断供风险缓和并触发多头平仓；美联储高层偏鹰信号推升美元，进一步压制以美元计价的原油。短期油价仍将主要取决于美伊通航协议落地强度及海峡实际通行量，地缘溢价或高位回落但难以出清。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 6.98%、6.63%、1.41%和 2.02%。本周双焦价格再度领涨黑色系，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，第二轮提涨全面落地、第三轮已定于 8 月 31 日执行，成本传导顺畅，但焦企日产下降，提涨更多源于原料被动推升而非需求拉动。短期双焦供给偏紧格局难改，但钢价上行高度将受制于旺季需求能否兑现。有色等工业产品方面，本周铜铝价格由跌转涨，铜、铝价格环比上涨 1.36%和 0.27%。

- **国内宏观-财政：本周地方债发行提速，特殊新增专项债全年发行近乎尾声。**本周发行一般国债 3,200.7 亿元，净融资进度 55.3%（环比提升 6.3pct，前值 6.7pct）；本周未发行特别国债，累计净融资进度 74.8%；发行地方新增一般债 372.5 亿元，发行进度 69.1%（环比提升 4.7pct，前值 4.1pct）；发行地方政府新增专项债 1,865.14 亿元，发行进度 65.9%（环比提升 4.2pct，前值 2.3pct）；发行特殊新增专项债 717.73 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，地方政府债发行节奏加快，后续财政发力重点或逐步由“加快发行”转向“加快使用、提升资金效益”。8 月 28 日，财政部会同税务总局就《中华人民共和国地方附加税法（征求意见稿）》向社会公开征求意见。征求意见稿总体遵循税费平移思路，拟将现行城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加合并为地方附加税，地方附加税税制要素保持基本稳定，实行 11%至 13%的幅度税率，税负水平保持总体稳定。同日，国家发展改革委召开全国投资工作推进会议，提出加大“两重”建设和中央预算内投资项目调度督促力度，加快推进“十五五”规划重大工程项目实施，抓好地方政府专项债券全流程投融资管理，并推出一批吸引民营企业参与的重大项目，支持民营企业参与基础设施 REITs 发行和 PPP 新机制项目建设运营。

- **货币和流动性：国债收益率曲线上移。**本周中国人民银行、国家金融监督管理总局印发《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》的通知，中国人民银行有关部门负责人就相关问题回答了记者提问。为更好满足房地产合理信贷需求，该意见重点对开发贷款和个人住房贷款两项核心制度进行了优化，涉及供给端和需求端两个方面。其中将个人住房贷款期限由最长 30 年延长至最长 40 年，将减轻个人购房者的月供压力，有利于释放购房需求。近期房地产的优化政策较为密集的出台，我们认为一

方面进入新一轮“因城施策”的地产政策放松周期，另一方面本次意见的出台标志着中央层面的相关政策亦在推出。

本周央行公布为保持银行体系流动性充裕，将开展 5000 亿元 1 年期 MLF 操作，本月到期量为 6000 亿元，该工具本月净回笼 1000 亿元，打破了连续 3 个月的净投放。综合考虑本月 2 个期限的买断式逆回购合计净投放 2000 亿，现阶段央行呵护流动性充裕，与财政政策协同发力的政策意图未变。

本周公开市场逆回购操作合计净投放 13265 亿元，月末央行季节性加大资金投放。主要货币市场利率环比上周明显下行，其中 SHIBOR007 收于 1.3870%（-4BP）、DR007 收于 1.3859%（-5BP）、DR001 收于 1.3378%（-10BP）。银行间质押式回购日均成交量 6.03 万亿元（前值 6.60 万亿元），环比上周明显下降。国债收益率曲线上移。30 年期国债收益率收于 2.1480%（+2BP），10 年期收于 1.6949%（+1BP），1 年期收于 1.2132%（+1BP）。1 年期国有银行同业存单发行利率收于 1.49%（+2BP），环比上周上行。

- **海外宏观：沃什提供鹰派引导提升年内加息可能，美债收益率走高压制黄金和风险偏好。政策与事件：（1）沃什 Jackson Hole 讲话鹰派以回应市场预期，美债收益率因年内加息预期回升而显著走高。**7 月被打上“口头鹰派，内心鸽派”标签的沃什，在本次讲话中加强了其鹰派姿态；他强调了经济有韧性、金融条件可能不够具有限制性、双重目标中就业达标而需要紧盯通胀、并暗示如果对通胀趋势回到目标的信心不足，就会加息。**我们仍倾向于从经济内生动力和 27 年潜在通胀的角度看，年内没有加息的必要，但从市场给沃什的压力考虑，26 年出现 1 次 25bp“预防性”加息的概率在提升。如果未来通胀降速不够快，美联储很可能加息表明态度，但 9 月加息门槛仍较高。**市场感受到美联储的鹰派态度，短端收益率抬升幅度大于长端并缩小期限溢价，美元回升而黄金下跌，风险偏好短期承压。**（2）美国升级与加拿大贸易战，寻求对半导体加征新关税，禁止电网使用部分外国设备。**美加贸易谈判破裂后，特朗普威胁称自 2027 年起，对所有来自加拿大的车辆和零部件征收 50%的关税，加拿大考虑反制。此外，有消息称特朗普政府考虑实施新一轮半导体关税，不仅针对芯片本身，可能还包含电脑、数据中心服务器等。同时，特朗普以国家紧急状态禁止电网使用部分外国（中国）制造的设备。**（3）伊朗与阿曼继续沟通航道，卡塔尔也尝试重启谈判，但美伊并未有效接触。**伊朗与阿曼划定航道和收入分配的细节仍在沟通，但伊朗称两方已经达成一致；同时伊朗表示如果美国不满足其 6 月停火协定中的条件，将不会重开霍尔木兹海峡。**（4）欧日央行 9 月可能加息。**欧央行公布的纪要显示，官员们认为为应对伊朗战争造成的影响，可能需要再加息一次，最早可能在 9 月。日央行方面，大量经济学家认为，为了防止日元贬值以及控制通胀，日央行 9 月将再次加息，利率达到 1.25%。

- **海外数据方面，美国经济数据好坏参半，地产、就业偏弱但私人需求仍不弱：（1）美国 7 月 PCE 通胀和消费略强于预期。**7 月核心 PCE 通胀同比 3.3%并符合预期，但 PCE 通胀同比 3.7%，环比 0.2%，稍强。此外，7 月个人消费者支出环比 0.2%，同样略强于预期，居民消费并未弱化。虽然 Q2 美国 GDP 环比折年率修正值仍为 1.5%，但其中消费小幅上修至 3.4%。**（2）美国 7 月新房销售年化总数降低至 60.7 万户，低于 62 万户的预期。**新房销售继续低迷意味着高库存难以消化，地产开工投资增长困难。6 月 FHFA 房价指数同比 2.3%，标普 20 座大中城市房价指数同比 2.4%。**（3）美国消费者信心低位，通胀预期下行。**8 月密歇根大学消费者信心指数终值 51.7%，8 月一年期通胀终值从 4.3%回落至 4.0%并低于预期，长期通胀预期保持 3.3%。**（4）美国非农就业再度下修。**截至 2026 年 3 月的非农修订的一年中，非农就业下修 7.9 万个岗位，预计

仅供内部参考，请勿外传

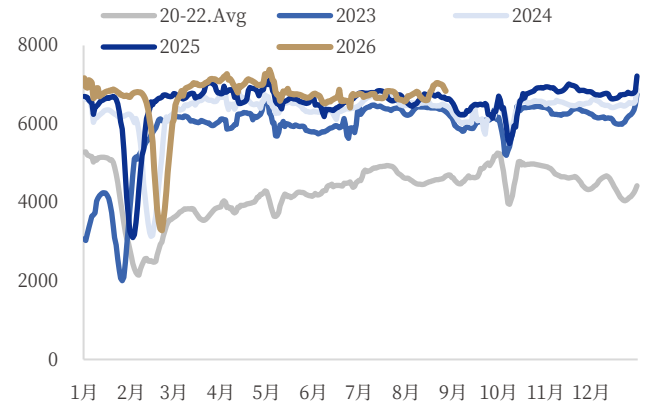
增加 18.3 万个。虽然沃什认为供给减少后，新增就业弱化实属正常，但不能否认的是就业市场并没有二季度初市场预想的那么强。

- **虽然部分投资者仍认为沃什本周的沟通仍不够清晰，但从资产价格来看，市场认可了沃什的信号，出现典型的鹰派交易**。美债收益率曲线有所平坦化，美元反弹，金价受压制。虽然如此，目前加息预期计入相对充分，长端的实际利率具有吸引力，不论是从票息还是后续收益率潜在的回落空间，我们认为长端美债都有一定性价比；长端 TIPS 较高的实际利率从持有角度值得推荐；同时，长端的期限溢价预计出现压缩。此外，对调整后的黄金价格也不悲观。

- **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。

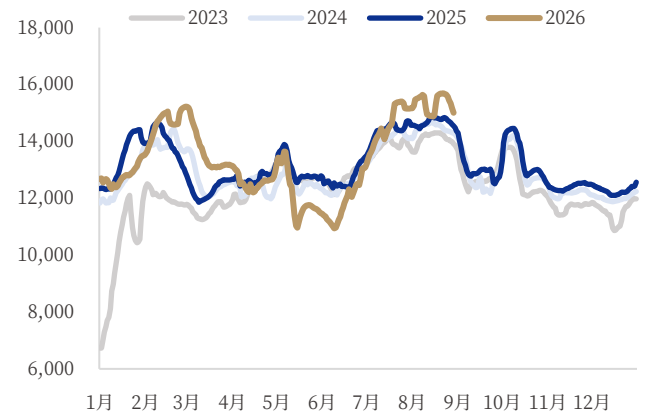
仅供内部参考，请勿外传

图1：地铁客运量（万人次）



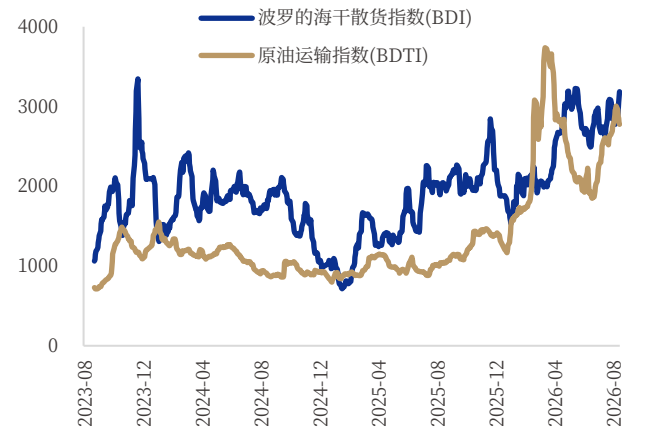
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：国内航班执行航班数（架次）



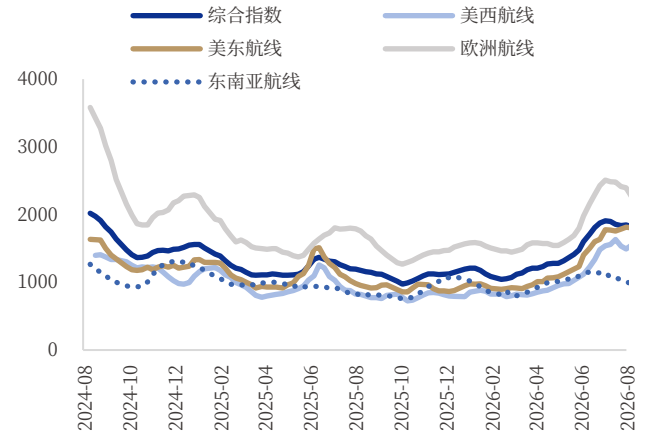
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：波罗的海干散货指数(BDI)及原油运输指数（BDTI）



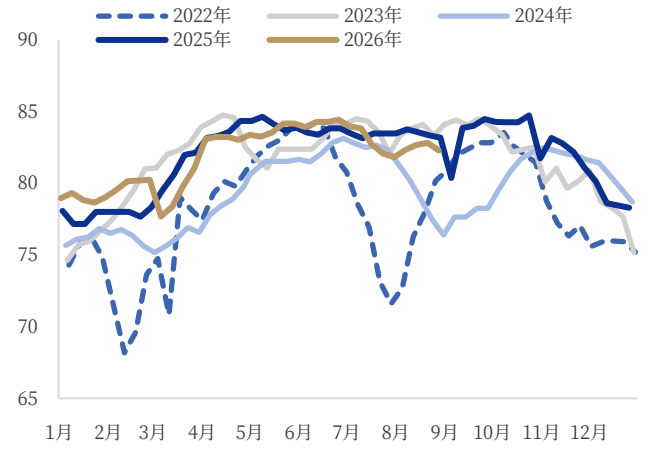
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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



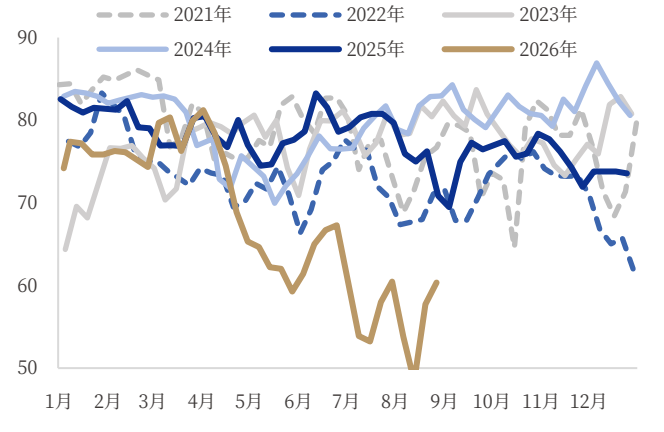
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：高炉开工率（247 家）（%）



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

仅供内部参考，请勿外传

图7：苹果期货价（元/吨）及果蔬现价（元/公斤）走势



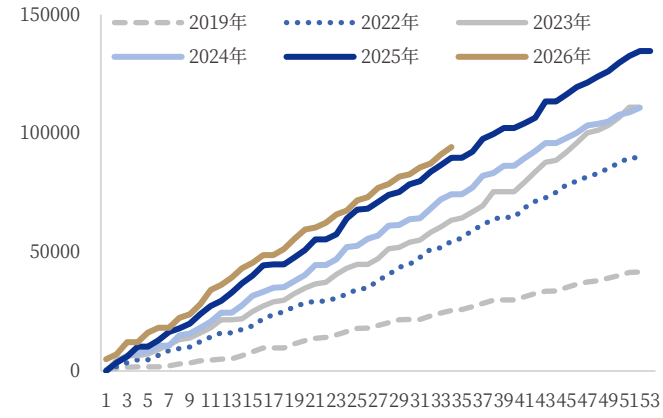
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：布伦特和 WTI 原油期货结算价（美元/桶）



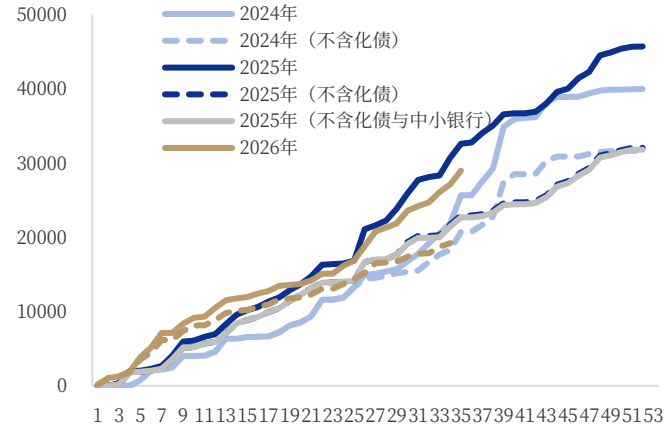
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：一般国债发行周进度（亿元）



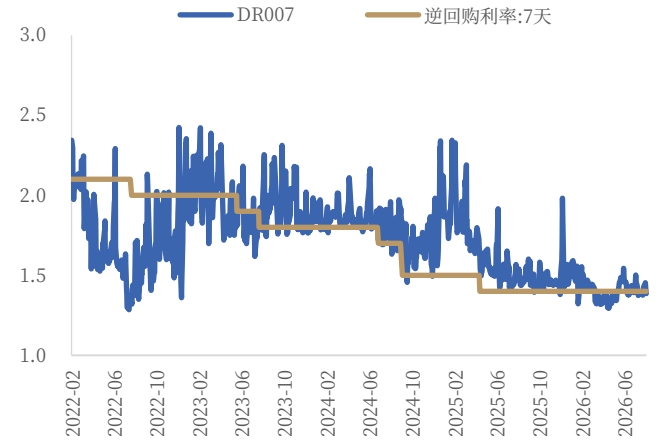
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图10：专项债发行周进度（亿元）



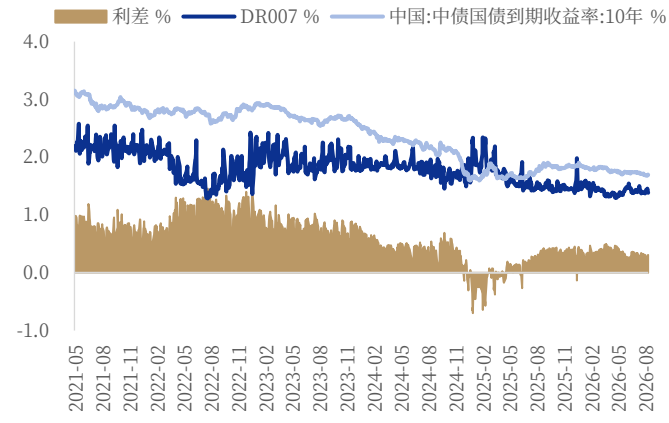
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

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

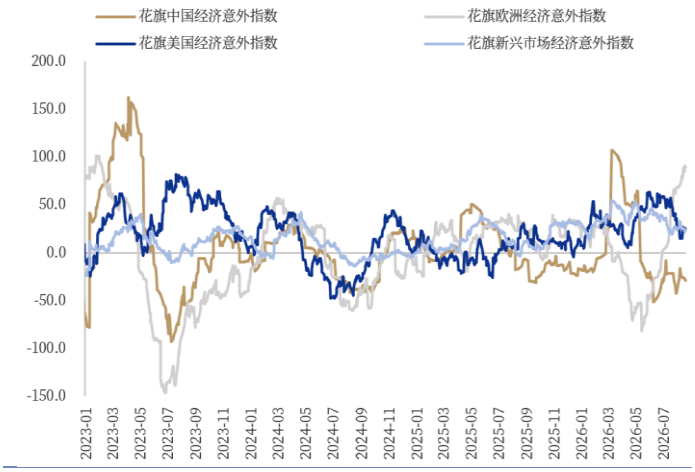
图12：10 年期国债收益率与 DR007



资料来源：Wind,中国银河证券研究院

仅供内部参考，请勿外传

图13：美国数据稳定，欧洲改善，中国继续偏弱



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：美国 9 月加息预期提升

	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%	43.0%	57.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	29.7%	52.7%	17.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	11.1%	38.3%	39.5%	11.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	8.1%	30.8%	39.2%	18.9%	3.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	5.1%	22.4%	36.1%	26.4%	8.9%	1.1%	0.0%
2027/4/28	0.0%	4.4%	20.1%	34.3%	27.7%	11.2%	2.1%	0.1%
2027/6/9	0.0%	3.9%	18.3%	32.6%	28.5%	13.2%	3.2%	0.4%
2027/7/28	0.0%	3.9%	18.3%	32.6%	28.5%	13.2%	3.2%	0.4%
2027/9/15	0.0%	4.1%	18.4%	32.6%	28.3%	13.0%	3.2%	0.4%
2027/10/27	0.3%	5.0%	19.4%	32.3%	27.2%	12.4%	3.0%	0.4%
2027/12/8	0.8%	6.6%	20.8%	31.7%	25.6%	11.4%	2.7%	0.3%

资料来源：CME，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。

仅供内部参考，请勿外传

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：宏观首席经济分析师。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。

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