仅供内部参考，请勿外传

美债风暴，如何应对？

策略周末谈（0823）

证券研究报告

2026 年 08 月 24 日

分析师

曹柳龙 S0800525010001

13817664054

caoliulong@research.xbmail.com.cn

联系人

缪一宁

19921876895

miaoyining@research.xbmail.com.cn

- **核心结论**

1、美债高利率有可能加速 AI 债务泡沫破裂时刻

2000 年 3 月“科网泡沫”破裂主要源于美债高利率+科网过度投资。当前 AI 投资热正在迅速吹大债务泡沫：OpenAI 等效年化资本开支占当前年化收入比超过 400%，如果未来收入不能明显增长，本轮 AI 企业投资/收入比值或将超过科网泡沫时期。如果美债 10 年期利率持续高位，不排除 AI 提前遭遇债务泡沫破裂时刻。

2、美债高利率的重要原因：美军疲弱+美债变现能力不足

（1）美军面对伊朗表现不及预期，会削弱全球投资者对美债的信心。（2）美债的强变现能力是各国央行愿意大量持有美元的前提。7 月美日联合干预汇率，日本可能无法自由出售美债，这会动摇全球央行配置美债的意愿。（3）美国 AI 相关企业有大量融资需求，在资金总量有限的情况下，更多 AI 企业证券吸收了资金，就会挤占美债需求。我们判断：美军疲弱+美债变现能力不足，降低全球投资者对美债的配置需求，是当前美债高利率的重要原因。

3、“强美元叙事”难以维系：加剧美债高利率

上半年美国“内外兼修”，强美元叙事缓和美债高利率。年初美军强行控制委内瑞拉总统并干涉内政，AI 投资驱动美国经济高增长，叠加沃什声称“缩表修复美元信用”，带来美元指数持续走强，全球资本回流美国，避免美债利率失控。

而当前美国“内忧外患”，美元走弱，加剧美债高利率。美军至今无法恢复霍尔木兹海峡自由航行（外患），中国高性价比模型冲击美国 AI 资本开支预期（内忧），7 月 FOMC 会议后市场质疑沃什“名鹰实鸽”，导致美元指数开始走弱，美元资产吸引力下降，加剧美债高利率困境。

4、特朗普“不可能三角”回归：美联储可能不得不 QE

上半年的“强美元叙事”同时维稳“美债-美股-美元”，但随着“强美元叙事”难以维系，特朗普政府将再次直面“不可能三角”——（1）美债是美国的国本，如果放弃维持美债需求，美股和美元都将受冲击；（2）如果美股出现系统性风险，可能对中期选举产生较大不利影响；（3）美债高利率可能会导致美国的债市和股市都出现系统性风险，要支撑美债，特朗普政府可能需要让伊朗放开霍尔木兹海峡，让全球投资者重拾对美债的信心；或者“说服”沃什放开美联储 QE，让美联储购买美债，降低美债利率。

5、美债风暴中的确定性资产：黄金+中国核心资产

当前美债高利率可能加速 AI 债务泡沫破裂时刻，而美联储几乎没有预防式 QE 的先例，大多是美股流动性冲击后才会 QE 救市。在美联储 QE 救市之

仅供内部参考，请勿外传

前，建议寻找美债风暴中的确定性资产——

（1）黄金/有色：9 月如果美联储不加息，可能加大市场对美联储控通胀职责的质疑，黄金有望切换回美元信用裂痕定价，金价有望快速修复前高甚至再创新高，有色股估值也将得到修复；

（2）地产/消费：7 月政治局会议将稳定房地产市场等任务提升到“筑牢安全屏障”的高度，政策托底信号明确，9 月如果美联储不加息，国内居民资产负债表有望迎来修复契机，届时地产和消费股上涨空间有望打开；

（3）港股互联网：全球 AI 叙事从北美迁移到中国/从硬件迁移到软件，国产 AI 链条（国产芯片/半导体设备/港股互联网）都有望得到系统性重估。

风险提示：全球宏观数据超预期变化，海外地缘局势超预期变化，技术进步与应用落地节奏变化等。

仅供内部参考，请勿外传

索引

内容目录

引言 5
一、 美债高利率有可能加速 AI 债务泡沫破裂时刻 5
二、 美债高利率的重要原因：美军疲弱+美债变现能力不足 6
三、 “强美元叙事”难以维系：加剧美债高利率 8
四、 特朗普“不可能三角”回归：美联储可能不得不 QE 9
五、 美债风暴中的确定性资产：黄金+中国核心资产 10
六、 市场复盘及展望 12
七、 风险提示 20

图表目录

图 1：美国 10 年期和 30 年期国债收益率来到历史高位 5
图 2：7 月以来美国“股债汇三杀”频率提高 5
图 3：当前 AI 过度投资或更甚于“科网泡沫”破裂时刻 6
图 4：科网泡沫时期美联储加息加速泡沫破裂 6
图 5：油价反弹推高通胀预期，并制约短期名义利率预期回落 6
图 6：美债实际利率维持高位，期限溢价明显抬升 6
图 7：5 月日本财政部抛售美债干预汇率随即美日财长进行会谈 7
图 8：截至今年 6 月外国投资者持有美债仍有 9.3 万亿美元 7
图 9：短期流动性压力尚未显现，但持续扩张的美债在消耗资金 7
图 10：四大云厂商表外承诺约为表内债务的 4 倍 7
图 11：今年 2 月-7 月黄金回归实际利率框架 8
图 12：2022 年以来证券市场外资加速净流入对冲了美联储缩表 8
图 13：美伊协议实际失效后海峡通行量保持低位 9
图 14：中美模型间的性能差距逐渐缩小 9
图 15：云厂商债券融资期限平均在 14-20 年间 9
图 16：美债发行结构中短债占比处于高位 9
图 17：美债净利息支出占财政总支出比约 18% 10
图 18：2024 年以来的降息没有带来长端利率的下降 10
图 19：行业配置建议关注 AI+涨价的【牛市杠铃】 11
图 20：市场复盘 18
图 21：市场展望 19

表 1：市场回顾 13



仅供内部参考，请勿外传

表 2：本周估值概览 15
表 3：经济数据 16

仅供内部参考，请勿外传

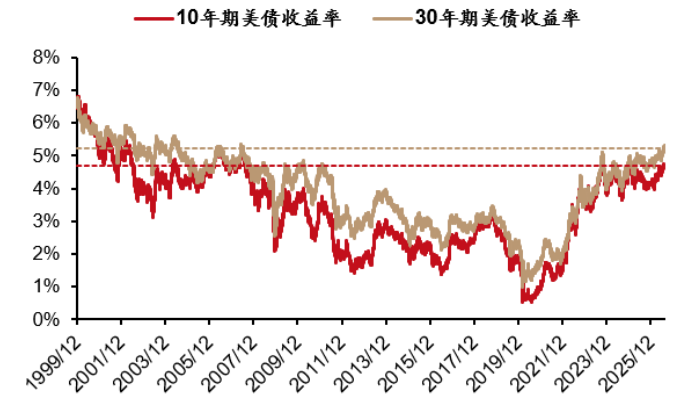
引言

本周美债利率再次站上 4.7%，但这次强美元叙事难以维系，黄金&中国核心资产有望成为对抗美债风暴的确定性资产。长期来看，美债-美股-美元“不可能三角”可能导致美联储不得不 QE，而美联储 QE 救市大多在美股流动性冲击之后，届时 A 股有望回归“核心资产牛”。

一、美债高利率有可能加速AI债务泡沫破裂时刻

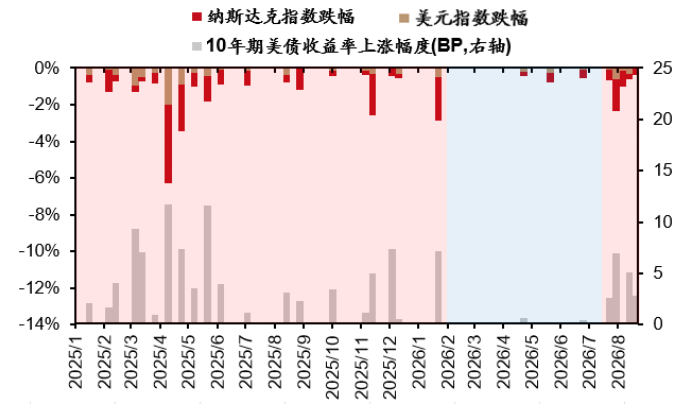
我们在今年 6.22《达摩克里斯之剑》中指出：美伊和平协议或无法缓和美债高利率，全球流动性收紧依然是“达摩克里斯之剑”。既 7 月美债利率冲高、全球科技股调整之后，近期 30 年美债收益率最高达到 5.3%，10 年期美债收益率在 4.7%附近震荡，美国再次出现“股债汇三杀”。

图 1：美国 10 年期和 30 年期国债收益率来到历史高位



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：7 月以来美国“股债汇三杀”频率提高



资料来源：Wind，西部证券研发中心

美债高利率有可能加速 AI 债务泡沫破裂时刻。我们在今年 8.17《AI+创新药：“大应用”时代渐近》参考佩雷斯框架将科技革命分为“大基建→大调整→大应用”3 个阶段，本轮 AI 科技革命，在下游应用需求尚未明朗时，美国大厂们进行了大规模 AI 硬件投资，我们判断价格回落、泡沫破裂的“大调整”不可避免。参考科网泡沫时期，泡沫破裂主要源于美债高利率+科网过度投资——

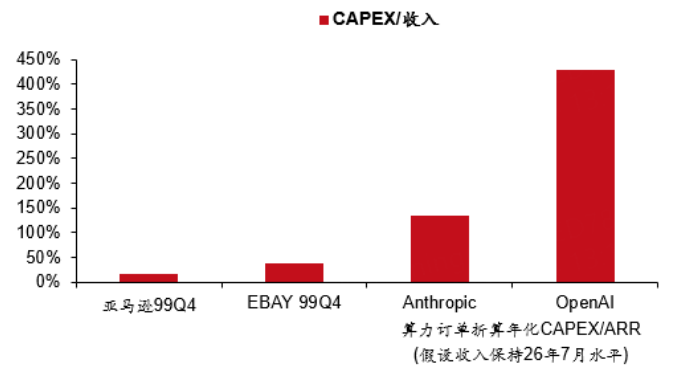
（1）当前 AI 投资热正在迅速吹大债务泡沫：Anthropic 和 OpenAI 两家头部模型公司最新披露年化收入（ARR）合计约 1050 亿美元，而承诺的算力订单（等效资本开支）平均每年已达到 2500 亿美元以上，若将未来订单按期限折算，等效年化 CAPEX/当前 ARR 分别为 134%和 428%，如果未来收入不能明显增长，本轮 AI 企业投资/收入比值或将超过科网泡沫时期（科网时期亚马逊和 EBAY CAPEX/收入高点为 50%）；

（2）当前美债利率同样处于高位：科网泡沫时期美联储累计加息 175BP，推升美债收益率，刺破泡沫，当前美联储虽然未加息，但如果美债 10 年期利率持续高位，不排除 AI

仅供内部参考，请勿外传

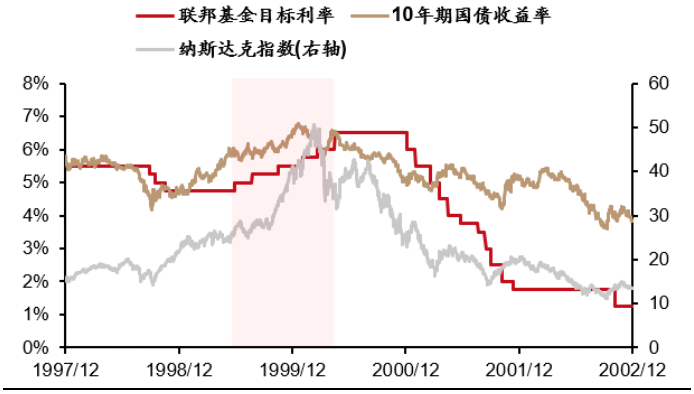
提前遭遇债务泡沫破裂时刻。

图 3：当前 AI 过度投资或更甚于“科网泡沫”破裂时刻



资料来源：Bloomberg，TechCrunch，Tomtunguz，Reuters，MindStudio，西部证券研发中心 注：科网泡沫时期数据为财报 CAPEX/收入，当前数据为算力订单等效年化 CAPEX/ARR，口径存在差异

图 4：科网泡沫时期美联储加息加速泡沫破裂



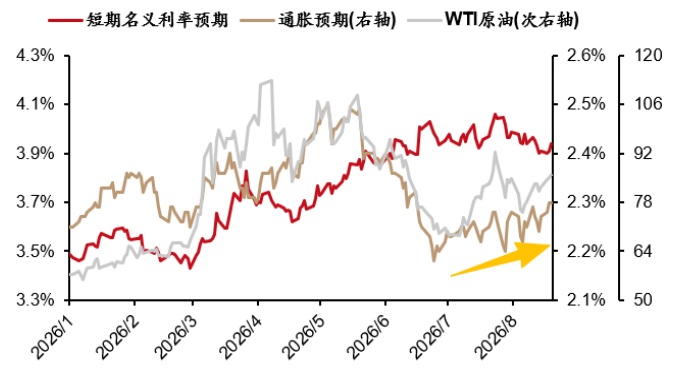
资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、美债高利率的重要原因：美军疲弱+美债变现能力不足

我们判断：美军疲弱+美债变现能力不足，降低全球投资者对美债的配置需求，是当前美债高利率的重要原因。

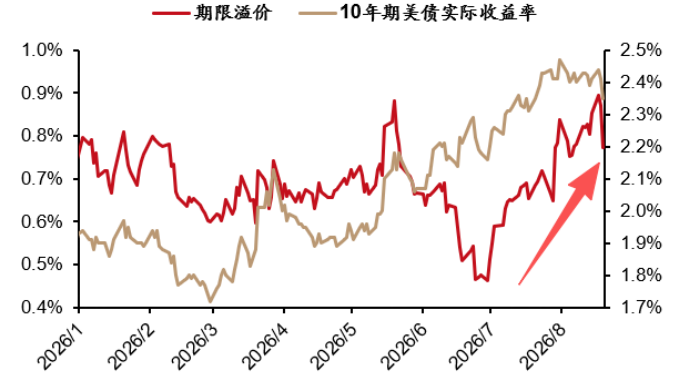
（1）地缘局势的紧张对美债冲击明显：美国与伊朗的 60 天谅解备忘录过期未续，一方面导致油价上升、通胀预期走高，制约了美联储政策宽松预期，另一方面期限溢价走高，体现出投资者对美债信心的下降。我们在今年 3.19《美伊冲突：“石油美元”黄昏》中指出“石油美元”体系是美国通过对石油出口国提供军事保护，换取石油贸易美元结算的地缘秩序，美国军事能力是美债安全性的重要保障，美军面对伊朗表现不及预期，动摇了“石油美元”的基础，削弱全球投资者对美元/美债的信心。

图 5：油价反弹推高通胀预期，并制约短期名义利率预期回落



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：美债实际利率维持高位，期限溢价明显抬升

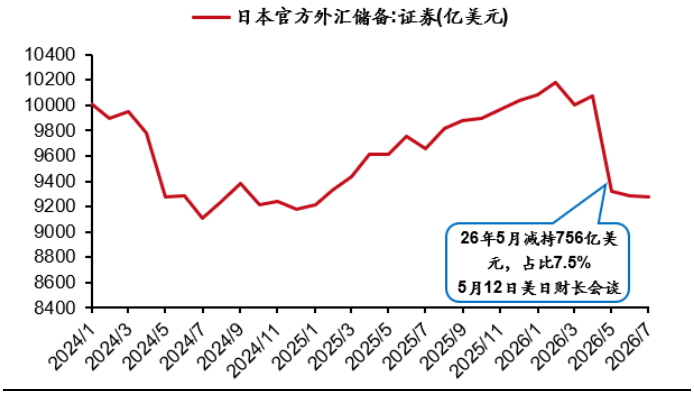


资料来源：Wind，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

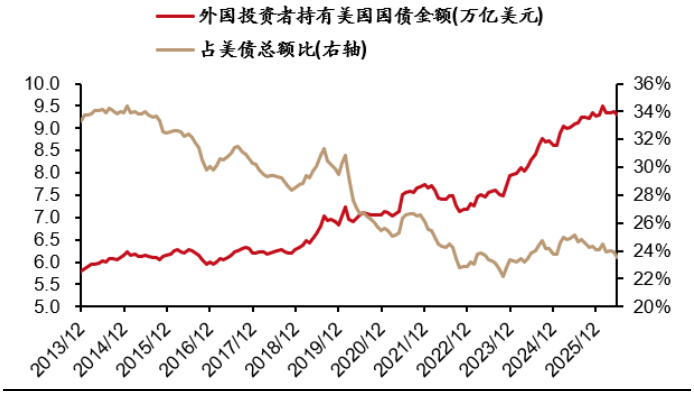
（2）美日联合干预汇率看似缓解了美债抛售风险，但美债变现能力不足导致市场要求更高的收益补偿。美债的强变现能力是各国央行愿意大量持有美元的前提，今年 7 月底美日联合干预汇率后，日本宣布未来将使用 FIMA 工具抵押美债换取美元，给出了美债可能无法自由出售的信号，这会动摇全球央行配置美债的意愿。

图 7：5 月日本财政部抛售美债干预汇率随即美日财长进行会谈



资料来源：Wind，中新经纬，西部证券研发中心

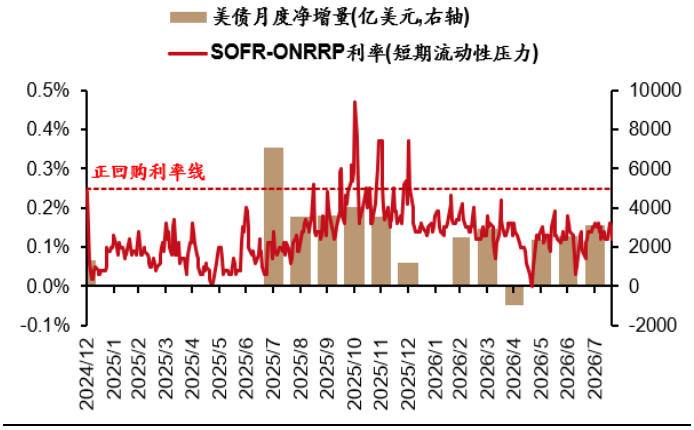
图 8：截至今年 6 月外国投资者持有美债仍有 9.3 万亿美元



资料来源：Wind，西部证券研发中心

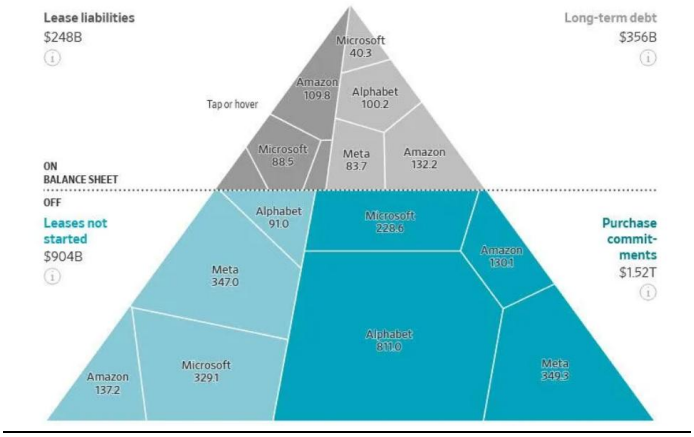
（3）此外，美国当前资金面虽然整体未出现明显压力，但存在收紧预期。一方面，美联储将截至 9 月 14 日的一个月内准备金管理购债 RMP 规模降到 0；另一方面，美国国债仍在以月均超 2000 亿美元的规模扩张，同时 AI 资本开支的潜在融资需求也可能对流动性形成挤占。根据华尔街日报测算，四大云厂商表外的隐性债务（包括未开始租约和采购承诺）达到 2.4 万亿美元，为表内债务（租赁负债和长期债务）的 4 倍，这意味着光看表内债务可能显著低估 AI 融资需求，这些隐性债务需要未来通过股权/债券/私募信贷等方式承接，在资金总量有限的情况下，更多 AI 企业证券吸收了资金，就会挤占美债需求。

图 9：短期流动性压力尚未显现，但持续扩张的美债在消耗资金



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 10：四大云厂商表外承诺约为表内债务的 4 倍



资料来源：华尔街见闻，西部证券研发中心 注：四大云厂商指谷歌/微软/亚马逊/META，表外承诺指未开始租约&采购承诺，表内债务指租赁负债&长期债务

WESTERN SECURITIES 西部证券

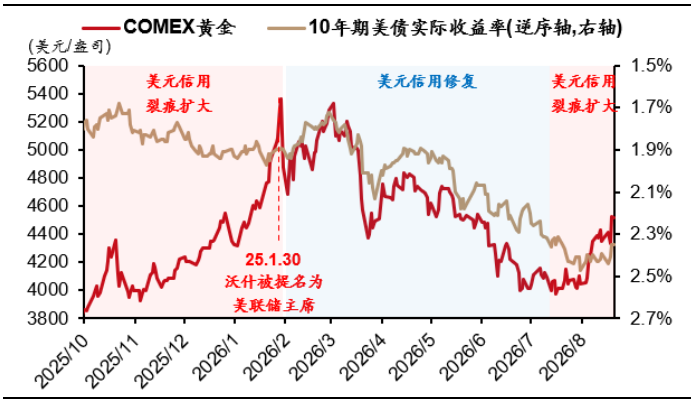
仅供内部参考，请勿外传

三、“强美元叙事”难以维系：加剧美债高利率

自从年初被提名以来，沃什缩表的主张引发市场关注，如果沃什能够落地缩表，不仅能打消市场对美联储独立性的质疑，还有望改善 2008 年金融危机以来美元信用脱锚的问题，修复美元信用。今年 2 月-7 月黄金定价阶段性回归实际利率框架，而没有继续定价美元信用裂痕扩大，就是体现出市场对于沃什修复美元信用的预期。

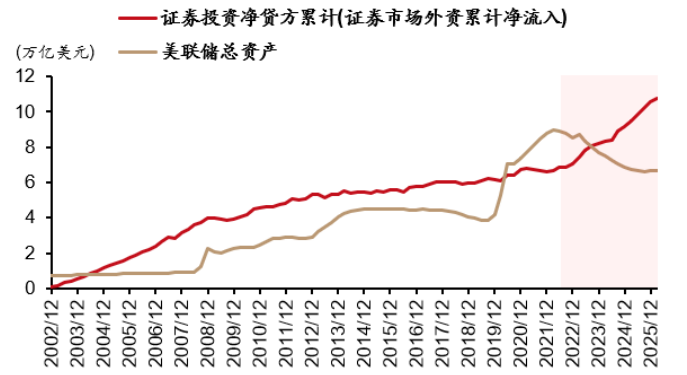
我们在今年 2.3《沃什冲击，结束了吗？》中质疑缩表的可落地性，理由是美国存在流动性压力，反映剩余流动性的隔夜逆回购规模基本归零、准备金规模从充裕水平回落、不断扩大的美债承接需求、时常发生的流动性冲击都是证据。但如果强美元吸引外资流入，有望增加美债等证券的承接能力，对冲美联储缩表影响，类似于 2022 年到 2025 年美联储缩表过程（“美国例外论”）。

图 11：今年 2 月-7 月黄金回归实际利率框架



资料来源：Wind，新民晚报，西部证券研发中心

图 12：2022 年以来证券市场外资加速净流入对冲了美联储缩表



资料来源：Wind，BEA，西部证券研发中心

然而回顾 2022-2025 年的“美国例外论”叙事，我们判断除了高利率外，美元资产对外资的吸引力还有两个更重要的来源：（1）长期以来的美元信用，由于其超级大国地位，市场相信美元更具有抗风险属性；（2）美国 AI 优势带来美股特别是科技股的高收益。

上半年美国“内外兼修”，强美元叙事缓和美债高利率。年初美军强行控制委内瑞拉总统并干涉内政，AI 投资驱动美国经济高增长，叠加沃什声称“缩表修复美元信用”，带来美元指数持续走强，全球资本回流美国，避免美债利率失控。

而当前美国“内忧外患”，美元走弱，加剧美债高利率。美军至今无法恢复霍尔木兹海峡自由航行（外患），中国高性价比模型冲击美国 AI 资本开支预期（内忧），在美国军事和科技力量对比发生变化的情况下，“强美元叙事”难以维系，7 月 FOMC 会议后市场质疑沃什“名鹰实鸽”，导致美元指数开始走弱，美元资产吸引力下降，加剧美债高利率困境。

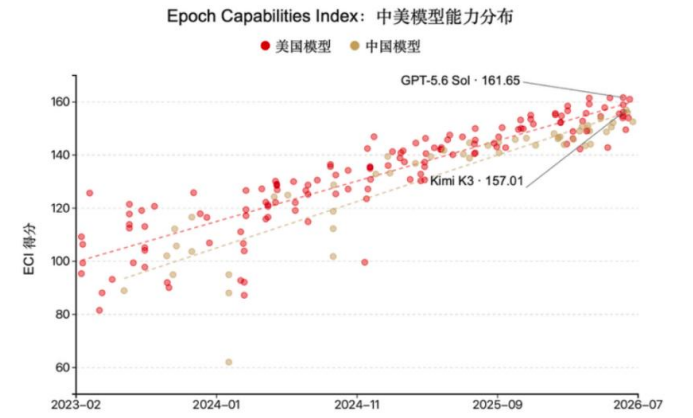
仅供内部参考，请勿外传

图 13：美伊协议实际失效后海峡通行量保持低位



资料来源：Wind，央视新闻，金十数据，西部证券研发中心

图 14：中美模型间的性能差距逐渐缩小



资料来源：epoch.ai，西部证券研发中心

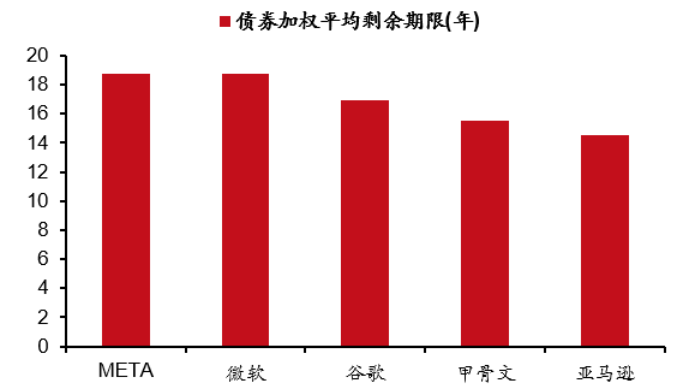
四、特朗普“不可能三角”回归：美联储可能不得不QE

我们在今年 2.8《楼市重启》中提出美债-美股-美元的“不可能三角”，在“美国例外论”难以维系的情况下，同时保住美债-美股-美元成为“不可能三角”。上半年“强美元叙事”同时维稳“美债-美股-美元”，但随着“强美元叙事”难以维系，特朗普政府将再次直面“不可能三角”：——

（1）美债是美国的国本，如果放弃维持美债需求，美股和美元都将受冲击；（2）如果美股出现系统性风险，可能对中期选举产生较大不利影响；（3）美债高利率可能会导致美国的债市和股市都出现系统性风险。

美债下跌会使持有美债的金融机构承受账面浮亏，增加金融系统压力，当前美国科技企业有很强的融资需求，而融资成本对国债利率特别是长期国债利率敏感，美债长端利率走高会冲击 AI 叙事。这也是贝森特需要卖短买长，不能放任曲线陡峭化的重要原因。然而贝森特的调控难以彻底解决问题，当前美债发行结构已经扭曲，过高的短债占比对美联储政策形成制约，并使“不可能三角”更加难解。

图 15：云厂商债券融资期限平均在 14-20 年间



资料来源：Trading View，西部证券研发中心

图 16：美债发行结构中短债占比处于高位



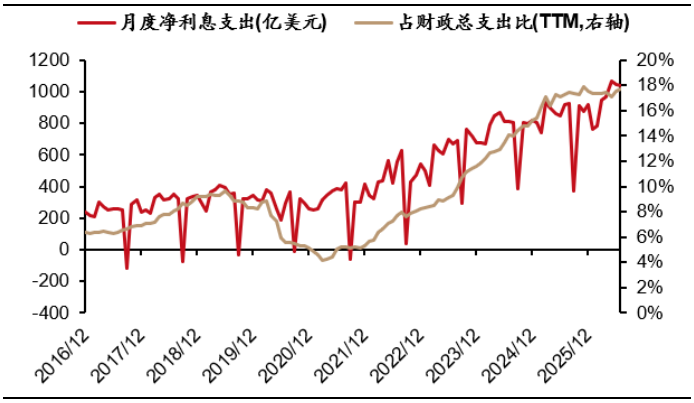
资料来源：Wind，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

要支撑美债，同时也要迎合中期选举支撑美股，美联储进退两难：（1）加息落地的难度较大：由于国债发行结构中短债占比高位，财政利息净支出对利率的敏感性也处于高位，如果美联储贸然加息，将进一步加大美国财政压力，对美股和美债都可能形成较大冲击。（2）不加息甚至降息也难以抑制长端利率：2024 年以来的降息经验已经证明，长端利率未必会因为降息而回落，在当前情况下反而可能因通胀预期失控导致长端利率进一步抬升。利率政策失效的情况下，美联储可能需要加速扩表甚至 QE 才能解决问题。

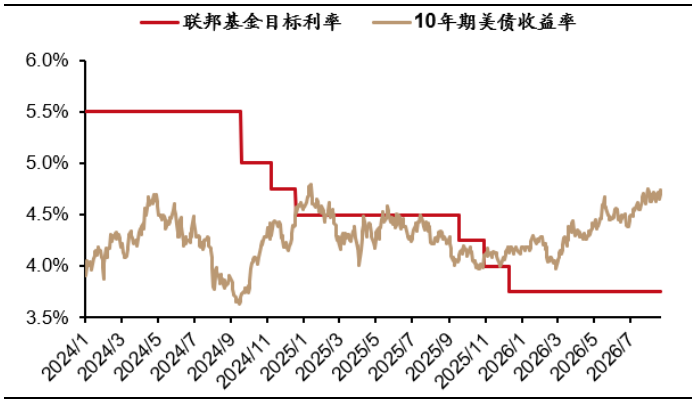
要支撑美债，特朗普政府可能需要让伊朗放开霍尔木兹海峡，让全球投资者重拾对美债的信心；或者“说服”沃什放开美联储 QE，让美联储购买美债，降低美债利率。

图 17：美债净利息支出占财政总支出比约 18%



资料来源：美国财政部，西部证券研发中心

图 18：2024 年以来的降息没有带来长端利率的下降



资料来源：Wind，西部证券研发中心

五、美债风暴中的确定性资产：黄金+中国核心资产

当前美债高利率可能加速 AI 债务泡沫破裂时刻，而美联储几乎没有预防式 QE 的先例，大多是美股流动性冲击后才会 QE 救市。在美联储 QE 救市之前，建议寻找美债风暴中的确定性资产——

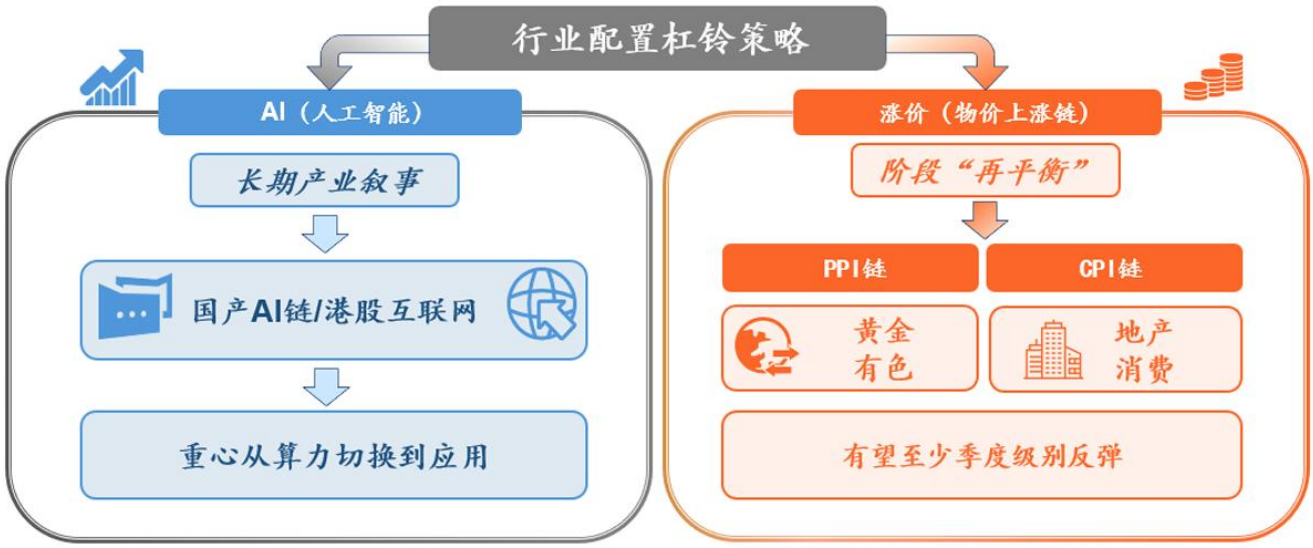
（1）黄金/有色：9 月如果美联储不加息，可能加大市场对美联储控通胀职责的质疑，黄金有望切换回美元信用裂痕定价，金价有望快速修复前高甚至再创新高，有色股估值也将得到修复；

（2）地产/消费：7 月政治局会议将稳定房地产市场等任务提升到“筑牢安全屏障”的高度，政策托底信号明确，9 月如果美联储不加息，国内居民资产负债表有望迎来修复契机，届时地产和消费股上涨空间有望打开；

（3）港股互联网：全球 AI 叙事从北美迁移到中国/从硬件迁移到软件，国产 AI 链条（国产芯片/半导体设备/港股互联网）都有望得到系统性重估。

仅供内部参考，请勿外传

图 19：行业配置建议关注 AI+涨价的【牛市杠铃】



资料来源：西部证券研发中心绘制

仅供内部参考，请勿外传

六、市场复盘及展望

6.1 市场复盘

本周 A 股市场、海外市场与其他大类资产表现：

东财全 A 本周下跌 1.02%，上证指数本周下跌 0.56%，沪深 300 本周下跌 1.01%，中证 500 本周下跌 1.70%，创业板指本周下跌 2.23%，科创 50 本周下跌 3.73%。

各类市场风格中，大盘价值本周上涨 1.53%，大盘成长本周下跌 1.61%，小盘价值本周下跌 0.02%，小盘成长本周下跌 0.53%。

大类行业中，资源类与金融服务本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 3.14%、1.89%，TMT 与必需消费本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-3.19%、-2.26%。

一级行业中，本周涨跌幅前三行业为石油石化、有色金属、银行，涨跌幅分别为 5.44%、2.50%、2.40%；本周涨跌幅后三行业为传媒、计算机、综合，涨跌幅分别为-5.54%、-4.95%、-3.97%。

本周境外市场涨跌不一，其中标普 500 下跌 1.43%、恒生指数上涨 3.55%。

大宗商品多数上涨，其中布油上涨 5.74%、COMEX 黄金上涨 5.05%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 1.68%，较上周下降 1.25 个 BP。

仅供内部参考，请勿外传

表 1：市场回顾

本周市场回顾							
A股市场					境外市场与其他大类资产		
重要市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	境外市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅
东财全A	0.07%	-1.02%	-0.01%	0.00%	标普500	0.36%	-1.43%
上证指数	-0.33%	-0.56%	-1.60%	-1.59%	道琼斯工业指数	-0.56%	-0.85%
沪深300	-0.61%	-1.01%	-0.24%	-0.23%	恒生指数	-2.15%	3.55%
中证500	0.13%	-1.70%	5.21%	5.22%	英国富时100	-1.38%	0.62%
创业板指	1.77%	-2.23%	10.69%	10.70%	德国DAX	0.46%	-1.15%
科创50	-1.51%	-3.73%	23.01%	23.03%	日经225	4.74%	-3.93%
市场风格指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	国际汇率	最新值	周度环比变化
大盘价值	-0.67%	1.53%	-6.77%	-6.75%	美元指数	98.83	-0.80%
大盘成长	-0.33%	-1.61%	1.96%	1.98%	美元兑人民币	6.72	-0.32%
小盘价值	-1.06%	-0.02%	-2.19%	-2.18%	港元兑人民币	0.86	-0.24%
小盘成长	0.75%	-0.53%	5.82%	5.83%	英镑兑人民币	9.17	0.69%
大类板块	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	欧元兑人民币	7.87	0.84%
周期类	-0.45%	-0.17%	-0.75%	-0.74%	100日元兑人民币	4.23	-0.07%
资源类	-1.58%	3.14%	8.92%	8.93%	主要利率	最新值	周度环比变化
中游材料	-0.98%	-0.83%	0.74%	0.75%	中国十年期国债收益率	1.68%	-1.25BP
中游制造	0.58%	-2.01%	-5.83%	-5.82%	中国一年期国债收益率	1.20%	-0.37BP
大消费	0.70%	-1.75%	-11.89%	-11.87%	期限利差（10Y-1Y）	0.48%	-0.88BP
可选消费	0.02%	-0.95%	-15.59%	-15.58%	R007	1.44%	3.01BP
必需消费	1.13%	-2.26%	-9.34%	-9.33%	DR007	1.43%	4.56BP
金融服务	-0.32%	1.89%	-6.15%	-6.14%	7天逆回购利率	1.40%	0BP
服务业	-0.11%	0.43%	-6.13%	-6.12%	美国十年期国债收益率	4.74%	6.00BP
TMT	0.92%	-3.19%	18.59%	18.60%	大宗商品	上周涨跌幅	本周涨跌幅
本周涨跌幅前三/后三一级行业	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	ICE布油	6.31%	5.74%
石油石化	-1.03%	5.44%	6.50%	6.51%	WTI原油	5.40%	5.15%
有色金属	-3.70%	2.50%	2.27%	2.28%	COMEX黄金	0.73%	5.05%
银行	-0.01%	2.40%	-3.49%	-3.48%	COMEX白银	2.09%	5.99%
综合	7.21%	-3.97%	9.71%	9.73%	LME铜	1.07%	0.09%
计算机	-0.71%	-4.95%	-15.92%	-15.91%	LME铝	-0.76%	-0.08%
传媒	-0.09%	-5.54%	-18.88%	-18.87%	上期所螺纹钢	0.17%	0.66%

资料来源：Choice，西部证券研发中心

WESTERN SECURITIES 西部证券

仅供内部参考，请勿外传

从静态估值的角度看：

（1）A 股总体 PE（TTM）从上周的 22.29 倍降至本周的 21.79 倍，PB（LF）从上周的 1.80 倍降至 1.78 倍；A 股非金融 PE（TTM）从上周的 38.30 倍降至本周的 37.36 倍，PB（LF）从上周的 2.55 倍降至 2.50 倍；

（2）创业板 PE（TTM）从上周的 67.37 倍降至本周的 63.55 倍，PB（LF）从上周的 4.58 倍降至本周的 4.44 倍；科创板 PE（TTM）从上周的 172.42 倍降至本周的 165.94 倍，PB（LF）从上周的 6.38 倍降至本周的 6.13 倍；

（3）创业板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从上周的 4.79 降至本周的 4.56，相对 PB（LF）从上周的 3.24 降至本周的 3.14；科创板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从上周的 12.26 降至本周的 11.18，相对 PB（LF）从上周的 4.51 降至本周的 4.34；

（4）A 股总体总市值本周下降 0.87%；A 股非金融总市值本周下降 1.48%；

（5）A 股非金融 ERP 从上周的 0.91%升至本周的 0.99%，股债收益差从上周的-0.11%收窄至本周的-0.07%。

从动态估值的角度看：

（1）A 股总体重点公司全动态 PE 从上周的 14.23 倍升至本周的 14.29 倍；A 股非金融重点公司全动态 PE 从上周的 20.20 倍降至本周的 20.16 倍；

（2）创业板重点公司全动态 PE 从上周的 28.89 倍降至本周的 28.17 倍；科创板重点公司全动态 PE 从上周的 75.00 倍降至本周的 72.79 倍；

（3）创业板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 2.36 降至本周的 2.29；科创板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 6.17 升至本周的 5.93；

（4）A 股非金融重点公司全动态 ERP 从上周的 3.24%升至本周的 3.28%。

仅供内部参考，请勿外传

表 2：本周估值概览

西部策略估值周报简表：本周估值主要变化										
总市值较上周变化		A股总体	-0.87%		A股总体剔除金融服务业	-1.48%				
估值水平		PE（TTM）			PB（LF）			全动态PE		
		本周数值	历史分位数	周度环比变化	本周数值	历史分位数	周度环比变化	本周数值	历史分位数	周度环比变化
市场整体	A股总体	21.79	89.5%	-0.51	1.78	47.5%	-0.02	14.29	75.8%	0.05
	A股非金融	37.36	82.5%	-0.94	2.50	58.0%	-0.05	20.16	70.8%	-0.05
	沪深300	13.95	75.5%	-0.12	1.41	35.0%	0.00	12.28	76.8%	0.06
	创业板	63.55	54.5%	-3.82	4.44	57.5%	-0.14	28.17	33.6%	-0.72
	科创板	155.94	80.0%	-16.48	6.13	71.3%	-0.25	72.79	78.4%	-2.22
大类板块	周期类	30.58	79.5%	-0.70	1.93	57.5%	-0.01	15.49	61.8%	0.21
	资源类	17.88	53.5%	0.09	1.98	82.5%	0.05	12.11	37.1%	0.49
	中游材料	41.82	80.0%	-0.94	1.83	49.0%	-0.03	16.30	65.8%	-0.13
	中游制造	41.92	88.5%	-1.77	2.34	46.5%	-0.06	19.68	67.8%	-0.18
	大消费	53.37	98.0%	1.06	2.32	5.5%	-0.04	20.19	60.3%	-0.20
	可选消费	100.73	97.5%	3.28	1.89	19.5%	-0.02	17.46	88.4%	0.23
	必需消费	41.02	72.0%	0.55	2.71	3.5%	-0.07	22.28	32.6%	-0.55
	金融服务	7.67	41.5%	0.00	0.78	17.5%	0.01	7.21	49.7%	0.15
	服务业	12.60	58.0%	-0.15	1.06	12.0%	0.00	9.55	49.2%	0.15
	TMT	60.78	73.5%	-3.55	4.45	87.5%	-0.19	35.77	83.9%	-0.62
本周涨幅靠前的一级行业	石油石化	14.77	51.0%	0.48	1.39	70.5%	0.06	11.15	40.7%	0.55
	有色金属	20.48	20.0%	-0.54	3.52	79.0%	0.04	12.41	9.0%	0.46
	银行	7.07	77.0%	0.20	0.68	28.0%	0.02	6.99	80.9%	0.20
	煤炭	21.29	87.0%	0.16	1.76	78.5%	0.04	14.30	78.3%	0.34
	交通运输	17.63	34.0%	0.16	1.29	8.5%	0.02	13.84	29.6%	0.35
本周涨幅靠后的一级行业	食品饮料	20.88	15.0%	-0.71	3.54	7.0%	-0.19	17.67	15.5%	-0.69
	国防军工	77.59	52.0%	-4.17	3.11	39.5%	-0.13	31.21	12.0%	-0.31
	综合	-88.07	0.09	4.31	2.77	69.5%	-0.14	53.81	90.6%	-4.32
	计算机	128.30	87.5%	-6.83	3.85	25.5%	-0.20	34.79	50.7%	-1.96
	传媒	51.69	51.5%	-5.89	2.23	22.5%	-0.13	16.40	4.0%	-0.75
债市收益率	股市收益率（A股非金融）	本周数值	历史分位数	周度环比变化	股债比较（A股非金融vs10Y国债）	本周数值	历史分位数	周度环比变化		
10Y国债收益率	PE倒数	2.68%	18.0%	0.07%	ERP	0.99%	63.0%	0.09%		
	股息率	1.61%	59.0%	0.03%	股债收益差	-0.07%	94.0%	0.05%		
1.68%	全动态PE倒数	4.96%	29.5%	0.01%	全动态ERP	3.28%	38.3%	0.04%		

资料来源：Choice，西部证券研发中心 注：截至本周五收盘 估值单位：倍

WESTERN SECURITIES 西部证券

仅供内部参考，请勿外传

6.2 经济数据

表 3：经济数据

数据类别	主要变化
国内宏观	**7 月社零、工增、固投同比较 6 月均有所回落：** 7 月中国社会消费品零售总额当月同比 0.60%，低于 6 月的 1.00%； 7 月中国工业增加值当月同比 4.50%，低于 6 月的 5.30%； 7 月中国固定资产投资完成额累计同比-6.70%，低于 6 月的-5.70%。
海外宏观	**日本 7 月 CPI 环比走高：** 7 月美国已开工新建私人住宅 11.12 万套，同比下降 14.06%，相比 6 月的 3.41%转负； 上周美国初申请失业金人数 20.60 万人，低于前一周的 21.20 万人； 上周 EIA 商业原油库存环比增减 4.41 百万桶，低于前一周的 17.42 百万桶； 7 月英国 CPI 环比 0.30%，高于 6 月的 0.10%； 7 月英国核心 CPI 环比 0.14%，低于 6 月的 0.36%； 7 月日本核心 CPI 环比 0.40%，高于 6 月的 0.20%； 7 月日本 CPI 环比 0.50%，高于 6 月的 0.10%； 8 月德国 ZEW 经济景气指数 34.20，高于 7 月的 26.30； 8 月德国 ZEW 经济现状指数-61.10，高于 7 月的-77.60。
上游资源品	本周 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约)4611.80 美元/盎司，高于上周的 4373.90 美元/盎司； 本周阴极铜期货收盘价(活跃合约)107.75 元/千克，高于上周的 107.69 元/千克； 本周铝期货收盘价(活跃合约)23.71 元/千克，低于上周的 23.89 元/千克； 本周中国铜冶炼厂粗炼费(TC)-181.35 美元/千吨，低于上周的-176.42 美元/千吨； 本周中国铜冶炼厂精炼费(RC)-18.32 美分/磅，低于上周的-17.82 美分/磅； 本周 LME 铜库存 23.86 万吨，高于上周的 20.50 万吨； 本周 LME 铝库存 24.69 万吨，低于上周的 24.83 万吨； 7 月原煤产量当月同比-10.10%，低于 6 月的-9.70%； 7 月焦炭产量当月同比-1.10%，低于 6 月的 1.10%； 7 月焦炭表观消费量 4094.37 万吨，同比下降 0.05%，相比 6 月的 0.07%转负； 7 月中国:进口数量:原油:当月同比-24.30%，高于 6 月的-41.30%； 本周英国布伦特原油(Dtd)现货价 94.54 美元/桶，高于上周的 92.23 美元/桶； 本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 87.06 美元/桶，高于上周的 82.40 美元/桶。
中游材料	本周尿素(小颗粒)出厂价 1700.00 元/吨，高于上周的 1670.00 元/吨； 本周华东地区 PTA 市场均价 5966.00 元/吨，低于上周的 6000.00 元/吨； 本周高炉开工率 82.82%，高于上周的 82.66%； 本周主要钢厂开工率 37.36%，低于上周的 39.01%； 上周螺纹钢现货价 3272.00 元/吨，低于前一周的 3276.00 元/吨； 7 月水泥产量当月同比-11.60%，低于 6 月的-5.60%； 上周华东地区水泥平均价 399.00 元/吨，较前一周维持不变； 7 月平板玻璃产量当月同比-3.60%，高于 6 月的-5.30%； 本周南华玻璃指数 681.75 点，低于上周的 697.54 点。
必需消费	7 月饲料产量当月同比 2.70%，高于 6 月的 0.70%； 上周生猪饲料平均价 2.71 元/千克，较前一周维持不变； 7 月中西药品类零售额当月同比 6.70%，高于 6 月的 4.40%。

仅供内部参考，请勿外传

可选消费	7 月家用电器和音像器材类零售额当月同比-1.90%，高于 6 月的-8.70%； 7 月空调产量当月同比-10.10%，低于 6 月的-3.30%； 7 月家用洗衣机产量当月同比 4.90%，高于 6 月的 4.80%； 7 月家用电冰箱当月同比 10.60%，低于 6 月的 13.80%； 7 月新能源乘用车销量 145.66 万辆，同比增长 21.86%，高于 6 月的 21.27%； 本周十大城市:商品房成交面积 59.97 万平方米，低于上周的 67.52 万平方米； 本周 30 大中城市:商品房成交面积 125.85 万平方米，高于上周的 116.68 万平方米； 7 月房地产开发投资完成额累计值 4.30 万亿元，同比下降 19.73%，相比 6 月的-18.40%多减； 7 月房屋新开工面积累计值 2.67 亿平方米，同比下降 24.16%，相比 6 月的-23.47%多减； 7 月房屋竣工面积累计值 1.92 亿平方米，同比下降 23.32%，相比 6 月的-23.69%少减； 7 月商品房销售面积累计值 4.50 亿平方米，同比下降 12.68%，相比 6 月的-12.46%多减； 本周 100 大中城市成交土地溢价率 6.93%，低于上周的 8.27%。
服务业	7 月化妆品类零售额当月同比 6.80%，低于 6 月的 12.60%； 7 月金银珠宝类零售额当月同比-10.10%，低于 6 月的-3.40%； 7 月实物商品网上零售额累计同比 4.60%，低于 6 月的 4.80%； 7 月旅客周转量 3490.40 亿人公里，同比下降 1.05%，相比 6 月的-1.10%少减； 7 月民航客运量 0.75 亿人，同比增长 3.91%，高于 6 月的-6.45%； 7 月民航正班客座率 86.30%，高于 6 月的 84.70%； 7 月机场旅客吞吐量 8.94 亿人次，同比增长 1.44%，高于 6 月的 1.01%； 7 月沿海主要港口货物吞吐量当月同比-2.90%，低于 6 月的 1.20%； 7 月限额以上企业餐饮收入当月同比 0.00%，低于 6 月的 0.10%； 7 月全社会用电量当月同比 1.70%，低于 6 月的 3.69%； 7 月发电量 9438.50 亿千瓦时，同比增长 1.85%，低于 6 月的 3.93%； 7 月天然气产量当月同比-0.90%，低于 6 月的 1.10%。
TMT	7 月集成电路产量当月同比 20.70%，高于 6 月的 18.80%； 7 月移动通信基站设备产量当月同比-39.60%，低于 6 月的 9.50%； 7 月光缆产量当月同比-4.60%，高于 6 月的-11.60%。

资料来源：Wind，西部证券研发中心

6.3 经济要闻回顾

促内需，财政金融协同政策“组合拳”迎来优化：8 月 21 日，财政部、中国人民银行、金融监管总局对外发布通知，明确进一步做好财政金融协同促内需政策有关工作。财政金融协同促内需政策，是今年创新宏观调控、扩大有效需求的重要举措。实施中小微企业贷款贴息政策、实施民间投资专项担保计划、优化实施服务业经营主体贷款贴息政策和个人消费贷款财政贴息政策……今年 1 月，我国创新设立了财政金融协同促内需的 6 项政策工具，4 项政策支持民间投资、2 项政策支持居民消费。

（资料来源：新华社）

国家金融监管总局发布《保险公司资产负债管理办法》：据国家金融监管总局官网消息，为贯彻落实党中央国务院决策部署，有效防范系统性风险，完善审慎监管制度体系，提升

仅供内部参考，请勿外传

保险业资产负债管理水平，金融监管总局近日发布《保险公司资产负债管理办法》（以下简称《办法》）以及《关于实施〈保险公司资产负债管理办法〉有关事项的通知》。

（资料来源：新华社）

6.4 未来重点关注

8 月 24 美国公布 7 月芝加哥联储全国活动指数；

8 月 25 美国公布至 8 月 8 日当周 ADP 就业人数周度变动(万人)；

8 月 26 美国公布 7 月核心 PCE 物价指数年率；

8 月 27 日中国公布 7 月今年迄今规模以上工业企业利润年率；

8 月 28 日中国公布 950 亿元 7 天期逆回购到期。

图 20：市场复盘



资料来源：Choice，Wind，金十数据，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

图 21：市场展望



资料来源：Wind，金十数据，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

七、风险提示

国际局势变化风险，美债利率超预期上行，技术进展出现超预期突破，产业政策变化风险等。当前科技股等效 CAPEX/ARR 数据与科网泡沫时期口径存在差异，订单披露完整性问题与生效节奏未知可能造成误差。

仅供内部参考，请勿外传

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。