下载日志已记录，仅供内部参考

提振消费值得期待

——宏观与大类资产周报

定期报告

频率：每周

国内方面，7 月工业企业利润增速继续放缓，行业分化明显，能源石化、AI+有色表现突出。8 月出口或保持韧性，但较 6 月降温；若全球资本开支 Q3 见顶，Q4 出口或进一步回落。稳增长压力上升下，未来一个月内需政策加码概率较高，考虑投资见效偏慢，促消费或成为重点，并有望在“两节”前后落地。

资产方面，全球流动性趋紧仍是核心风险。沃什在 Jackson Hole 表态偏鹰，意在应对欧日加息预期升温、稳定跨境资金与美债市场。中期选举前，美国政策仍以稳美股为核心。若 9 月非美央行继续加息，美联储 Q4 加息概率或上升，全球流动性进一步收紧，流动性敏感且缺乏增长支撑的资产需谨慎，同时关注厄尔尼诺对农产品价格的扰动。

- **1、国内方面：**第一，7 月规上工业企业利润同比增长 11.2%，连续第 3 个月呈现放缓趋势，行业 K 型分化仍在加剧，“能源和石化”、“AI+有色”利润合计同比分别约为 45.0%、97.0%，其他行业利润增速为负。**第二，未来一个月出台提振消费政策的概率大增。8 月出口或仍有韧性，但大概率与 7 月相当、仍较 6 月明显放缓。此外，目前全球多数上市公司 Q2 财报及指引都已公布，仍预计 Q3 全球资本开支增速见顶，进而 Q4 中国出口进一步温和下滑为大概率。为确保全年经济目标有效完成，未来一个月左右出台内需拉动政策的概率不低。考虑到提振投资的落实周期较长，而社零等消费指标亦表现欠佳且政策显效更快，因此，拉动消费或为重点考量，政策落地时机有望选在两节前夕。**
- **2、海外方面：**美联储主席沃什出席 Jackson Hole 全球央行会议并发表讲话，本次会议沃什表态偏鹰：第一，目前美国接近“充分就业”；第二，广义经济活动上金融条件很难认为是限制性。
- **3、资产方面：流动性进一步趋紧仍是当前核心矛盾之一。Jackson Hole 全球央行会议上沃什讲话偏鹰，看似与稳美债的美国财政部自相矛盾，实则是在 9 月欧日加息概率大增的背景下守住跨境资金的重要策略。在中期选举最后冲刺阶段，美国的最终目标仍是推升或稳住美股，稳定美债也是处于对美股走势的保障。若 9 月非美央行进一步采取加息行动，那么 Q4 加息就会是美联储重要选项，这也意味着全球流动性进一步收紧风险上升，对流动性敏感且无增长因子助力的资产需要更加谨慎。此外，近期市场对厄尔尼诺和农产品关注度提升。**

货币流动性跟踪（8 月 24 日——8 月 28 日）

央行缩长放短、利用隔夜逆回购及 7 天逆回购投放流动性，保障资金平稳跨月

- **流动性复盘：**

本周央行延续稳健货币政策取向，依托隔夜逆回购、7 天逆回购等操作对冲政府债缴款、MLF 及同业存单集中到期带来的体系抽水。周初，政府债净缴款规模在 6000 亿左右，大行承压、融出收缩，资金利率明显上行；后续逐步加码隔夜逆回购以提供月末流动性支持，大行融出放量，资金趋于宽松。全周 DR001、DR007 均值较前周抬升，但仍处于合理充裕区间。往后看，下周公

相关报告

1、《暗示 Q4 加息是重要选项——JacksonHole 全球央行会议沃什讲话点评》2026-08-29
2、《盈利修复节奏继续收敛——2026 年 1-7 月工业企业利润分析》2026-08-27
3、《内外需略平衡———宏观与大类资产周报》2026-08-23

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
罗丹 S1090524070004
luodan7@cmschina.com.cn
王泺宾 S1090523070007
wangluobin@cmschina.com.cn
赵兴举 研究助理
zhaoxingju@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

开市场逆回购到期规模合计 14215 亿元，政府债净缴款压力显著回落，体系层面资金抽水效应明显减弱，整体流动性压力有限，跨月平稳落地的概率较高。结合当前政策操作基调判断，资金环境大概率延续偏松格局。

- **货币市场：**

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.41%、1.39%、1.43%、1.42%；周度均值来看，R001、DR001、R007、DR007 资金价格较前一周分别变动+1.20、+1.05、+1.56、+2.77bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额 60259.42 亿元，较上周减少了 5752.42 亿元。

- **政府债：**

本周，地方政府债净融资 2211.07 亿元，国债净融资 3200.7 亿元，合计净融资约 5411.77 亿元，政府债净缴款合计为 8816.08 亿。按照目前披露的发行计划来看，下周（8 月 24 日-8 月 28 日），政府债净缴款规模降至 1566.63 亿。

- **同业存单：**

一级市场，截至 8 月 28 日，长短端同业存单利率走势涨跌分化。具体来看，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单利率中枢分别为 1.41%、1.45%、1.48%、1.49%、1.52%；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单上行 0.74bp 至 1.39%，3 个月 AAA 同业存单上行 0.89bp 至 1.44%，9 个月 AAA 同业存单上行 0.42bp，一年 AAA 同业存单上行 0.64bp。

大类资产表现跟踪（8 月 24 日——8 月 28 日）

- **权益：**

1）A 股市场：主要指数涨跌分化，上证指数小幅上涨，创业板指数跌幅居前，成长板块表现相对偏弱。

2）港股市场：主要指数同步回落，恒生指数和恒生国企指数表现偏弱。

3）海外股市：美股三大指数集体上涨；欧洲市场涨跌分化，日股上涨、韩股回落。

- 债券：

1）国内：国债收益率小幅上行，长短端变动相近，资金利率微幅回升。

2）海外：美债及欧洲主要经济体长端收益率普遍下行，德债收益率降幅相对较大。

- 大宗：国内商品多数上涨，海外原油和黄金明显回落，有色金属小幅上涨，大豆延续强势。

- 外汇：美元指数明显反弹，离岸人民币对美元小幅贬值。

- **风险提示：国内政策超预期；海外政策波动加剧。**

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 宏观周观点（8 月 30 日）.....4
二、货币流动性跟踪周报（8 月 24 日-8 月 28 日）.....5
三、 大类资产总体回顾（8 月 24 日-8 月 28 日）.....7

图表目录

图 1: 交易所利率走势.....6
图 2: 资金价格走势.....6
图 3: 1 年期同业存单发行利率.....6
图 4: AAA 中债同业存单二级收益率.....6
图 5: AAA 同业存单期限利差.....6
图 6: 国股转贴票据利率走势.....6
图 7: A 股主要市场指数变化幅度.....9
图 8: 全球股票市场走势.....9
图 9: 国内债市信用利差和期限利差.....9
图 10: 货币净投放量变化（公开市场操作）.....9
图 11: 美债期限利差.....9
图 12: 中美利差变化趋势.....9
图 13: 南华指数的变化幅度.....10
图 14: 黄金价格与美元指数.....10
图 15: 人民币兑主要货币汇率波动.....10
图 16: 美元兑人民币.....10

表 1: 大类资产表现（本周、上周、月初至今、年初至今）.....8

下载日志已记录，仅供内部参考

一、宏观周观点（8 月 30 日）

1、国内方面：第一，7 月规上工业企业利润同比增长 11.2%，连续第 3 个月呈现放缓趋势，行业 K 型分化仍在加剧，“能源和石化”、“AI+有色”利润合计同比分别约为 45.0%、97.0%，其他行业利润增速为负。**第二，未来一个月出台提振消费政策的概率大增。8 月出口或仍有韧性，但大概率与 7 月相当、仍较 6 月明显放缓。此外，目前全球多数上市公司 Q2 财报及指引都已公布，仍预计 Q3 全球资本开支增速见顶，进而 Q4 中国出口进一步温和下滑为大概率。为确保全年经济目标有效完成，未来一个月左右出台内需拉动政策的概率不低。考虑到提振投资的落实周期较长，而社零等消费指标亦表现欠佳且政策显效更快，因此，拉动消费或为重点考量，政策落地时机有望选在两节前夕。**

2、海外方面：美联储主席沃什出席 Jackson Hole 全球央行会议并发表讲话，本次会议沃什表态偏鹰：第一，目前美国接近“充分就业”；第二，广义经济活动上金融条件很难认为是限制性。

3、资产方面：流动性进一步趋紧仍是当前核心矛盾之一。Jackson Hole 全球央行会议上沃什讲话偏鹰，看似与稳美债的美国财政部自相矛盾，实则是在 9 月欧日加息概率大增的背景下守住跨境资金的重要策略。在中期选举最后冲刺阶段，美国的最终目标仍是推升或稳住美股，稳定美债也是处于对美股走势的保障。若 9 月非美央行进一步采取加息行动，那么 Q4 加息就会是美联储重要选项，这也意味着全球流动性进一步收紧风险上升，对流动性敏感且无增长因子助力的资产需要更加谨慎。此外，近期市场对厄尔尼诺和农产品关注度提升。

国内：

1. 8 月 27 日，国家统计局发布的数据显示，1-7 月份，1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 4.58 万亿元，同比增长 17.6%，前值增长 18.7%。7 月规模以上工业企业利润同比增长 11.2%，前值增长 15.1%。今年 3 月以来，随着 PPI 同比转正，工业企业营收利润率开始明显改善，叠加企业营收增速同步扩大，企业利润实现较快增长。不过在能源价格见顶回落后，企业营收利润率的改善程度有所收敛，企业利润增速开始放缓。

海外：

1. 8 月 28 日，美联储主席沃什出席 Jackson Hole 全球央行会议并发表讲话。面对市场关心的长债利率和债务风险，沃什选择“不接招”，主要内容皆围绕美联储本职工作展开。相比此前种种“大前提式”的模糊表述，本次会议沃什至少释放了两点鹰派信号：第一，目前美国接近“充分就业”；第二，广义经济活动上金融条件很难认为是限制性。



下载日志已记录，仅供内部参考

二、货币流动性跟踪周报（8 月 24 日-8 月 28 日）

央行缩长放短、利用隔夜逆回购及 7 天逆回购投放流动性，保障资金平稳跨月。

流动性复盘

本周央行延续稳健货币政策取向，依托隔夜逆回购、7 天逆回购等操作对冲政府债缴款、MLF 及同业存单集中到期带来的体系抽水。周初，政府债净缴款规模在 6000 亿左右，大行承压、融出收缩，资金利率明显上行；后续逐步加码隔夜逆回购以提供月末流动性支持，大行融出放量，资金趋于宽松。全周 DR001、DR007 均值较前周抬升，但仍处于合理充裕区间。往后看，下周公开市场逆回购到期规模合计 14215 亿元，政府债净缴款压力显著回落，体系层面资金抽水效应明显减弱，整体流动性压力有限，跨月平稳落地的概率较高。结合当前政策操作基调判断，资金环境大概率延续偏松格局。

货币市场：

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.41%、1.39%、1.43%、1.42%；周度均值来看，R001、DR001、R007、DR007 资金价格较前一周分别变动+1.20、+1.05、+1.56、+2.77bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额 60259.42 亿元，较上周减少了 5752.42 亿元。

政府债

本周，地方政府债净融资 2211.07 亿元，国债净融资 3200.7 亿元，合计净融资约 5411.77 亿元，政府债净缴款合计为 8816.08 亿元。按照目前披露的发行计划来看，下周（8 月 31 日-9 月 4 日），政府债净缴款规模降至 1566.63 亿。

同业存单：

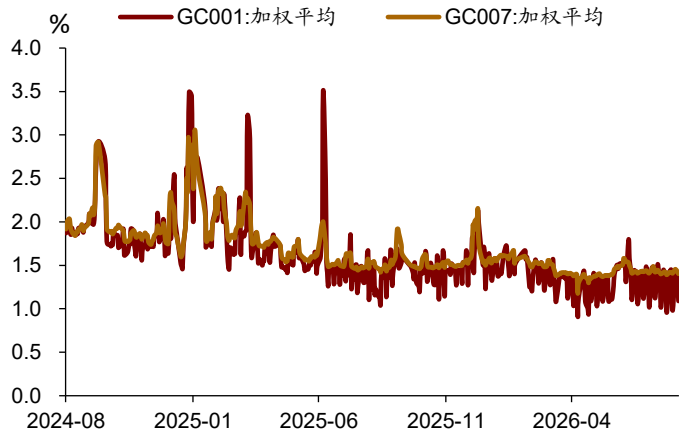
一级市场，截至 8 月 28 日，长短端同业存单利率走势涨跌分化。具体来看，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单利率中枢分别为 1.41%、1.45%、1.48%、1.49%、1.52%；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单上行 0.74bp 至 1.39%，3 个月 AAA 同业存单上行 0.89bp 至 1.44%，9 个月 AAA 同业存单上行 0.42bp，一年 AAA 同业存单上行 0.64bp。

汇率变动：

上周，即期汇率-美元兑离岸人民币，中间价-美元兑人民币小幅回升，截至 8 月 28 日收盘价，分别录得 6.7214、6.7811，与 8 月 21 日相比，人民币离岸价调升 6 个基点，中间价调升 6 个基点。

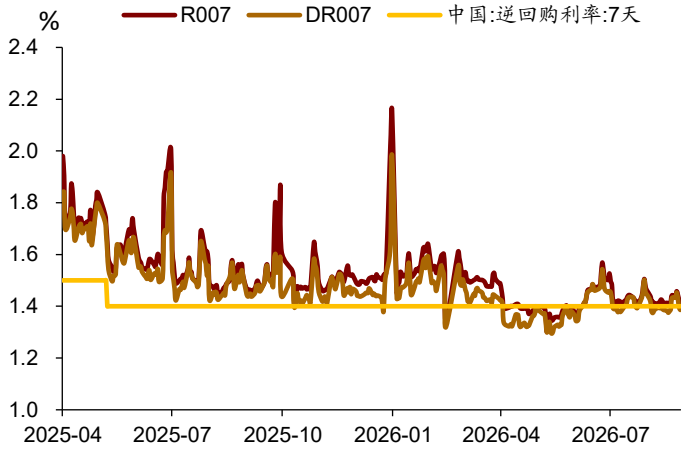
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：交易所利率走势



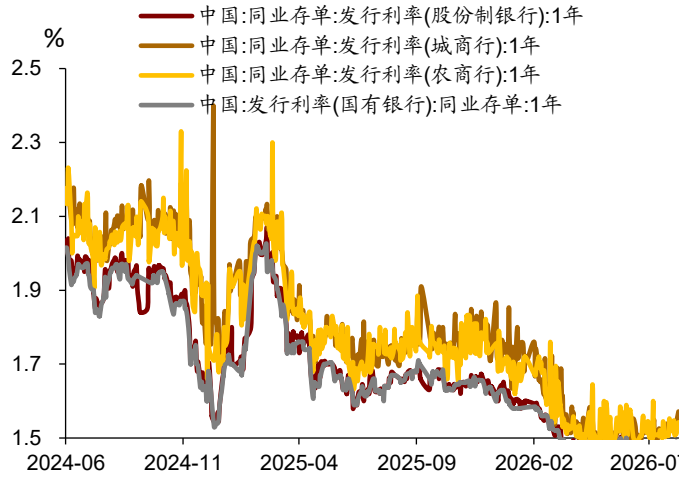
资料来源：Wind，招商证券

图 2：资金价格走势



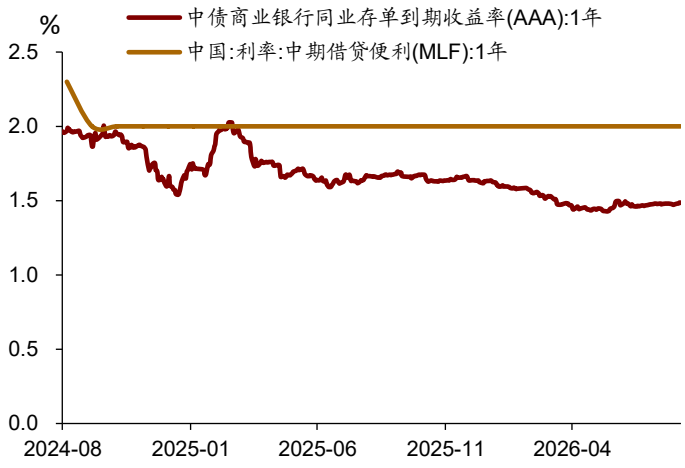
资料来源：Wind，招商证券

图 3：1 年期同业存单发行利率



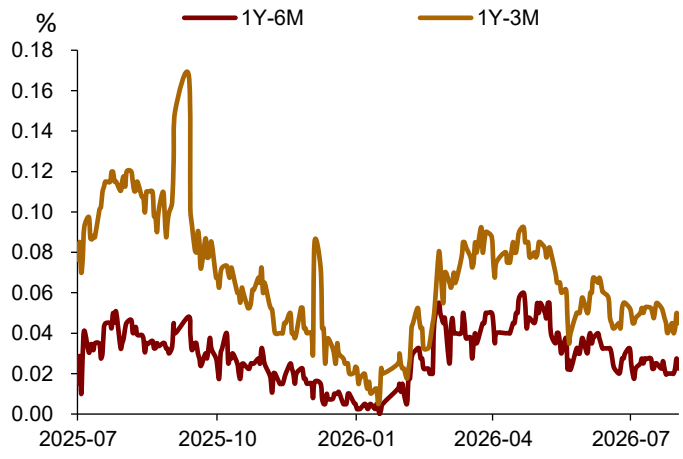
资料来源：Wind，招商证券

图 4：AAA 中债同业存单二级收益率



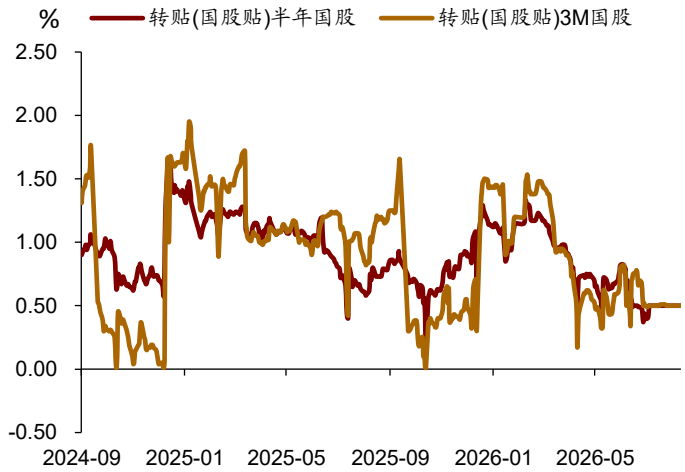
资料来源：Wind，招商证券

图 5：AAA 同业存单期限利差



资料来源：Wind，招商证券

图 6：国股转贴票据利率走势



资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

三、 大类资产总体回顾（8 月 24 日-8 月 28 日）

- **权益：**

1）A 股市场：主要指数涨跌分化，上证指数小幅上涨，创业板指数跌幅居前，成长板块表现相对偏弱。

2）港股市场：主要指数同步回落，恒生指数和恒生国企指数表现偏弱。

3）海外股市：美股三大指数集体上涨；欧洲市场涨跌分化，日股上涨、韩股回落。

- 债券：

1）国内：国债收益率小幅上行，长短端变动相近，资金利率微幅回升。

2）海外：美债及欧洲主要经济体长端收益率普遍下行，德债收益率降幅相对较大。

- 大宗：国内商品多数上涨，海外原油和黄金明显回落，有色金属小幅上涨，大豆延续强势。

- 外汇：美元指数明显反弹，离岸人民币对美元小幅贬值。

下载日志已记录，仅供内部参考

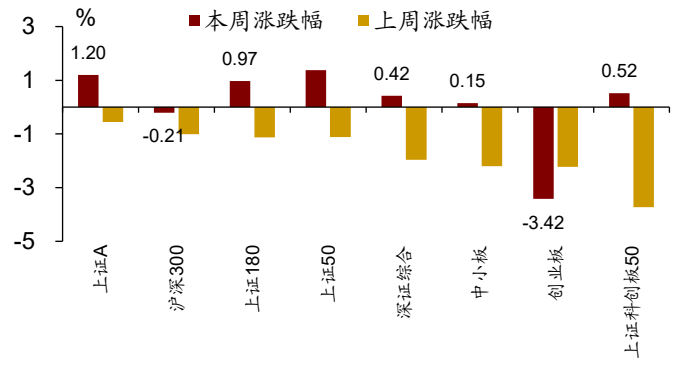
表 1：大类资产表现（本周、上周、月初至今、年初至今）

	分类	名称	现价	本周涨跌幅	上周涨跌幅	本月涨跌幅	年初至今涨跌幅
股票	A股	上证指数	3952.18	1.20%	-0.56%	3.13%	-0.42%
		深证成指	13953.07	-1.00%	-1.81%	2.76%	3.16%
		中小板指数	8618.00	0.15%	-2.20%	2.44%	4.29%
		创业板指数	3424.40	-3.42%	-2.23%	2.41%	6.91%
		沪深 300	4609.18	-0.21%	-1.01%	0.46%	-0.45%
	港股	恒生指数	25584.79	-1.63%	3.55%	-1.16%	-0.18%
		恒生中国企业指数	8490.39	-1.67%	3.52%	-1.41%	-4.75%
	美股及其它	道琼斯工业	53559.99	0.53%	-0.85%	2.05%	11.44%
		标准普尔 500	7711.76	0.49%	-1.43%	2.96%	12.65%
		纳斯达克综指	26402.42	0.85%	-2.05%	4.05%	13.60%
		欧元区 STOXX50	6445.00	-0.43%	-1.30%	1.13%	10.34%
		伦敦富时 100	10824.26	0.07%	0.62%	-0.40%	8.99%
		巴黎 CAC40	8401.18	-0.98%	-1.76%	-1.27%	3.09%
		法兰克福 DAX	26569.99	1.66%	-1.15%	3.67%	8.49%
		日经 225	66405.56	0.59%	-3.93%	3.18%	31.92%
		韩国综指	6788.88	-1.79%	-0.93%	2.93%	61.10%
债券	国内	国债收益率:1Y	1.21%	1.04BP	-0.37BP	6.72BP	-12.40BP
		国债收益率:10Y	1.69%	1.10BP	-1.25BP	-1.92BP	-15.24BP
		期限利差(10Y-1Y)	0.48%	0.06BP	-0.88BP	-8.64BP	-2.84BP
		企业债利差(AAA):1Y	0.31%	-2.56BP	1.63BP	-5.68BP	-3.38BP
		城投债利差(AAA):1Y	0.32%	0.42BP	-0.17BP	-5.33BP	-4.35BP
		SHIBOR:1 周	1.39%	0.20BP	-1.50BP	-1.40BP	-8.00BP
		DR007	1.39%	0.42BP	-1.36BP	-1.71BP	-9.30BP
	海外	10Y 美国国债收益率	4.73%	-1.00BP	6.00BP	-2.00BP	55.00BP
		期限利差(10Y-2Y)	39BP	-11.00BP	-1.00BP	-8.00BP	-32.00BP
		10Y 法国国债收益率	4.10%	-3.10BP	8.60BP	9.60BP	53.60BP
		10Y 德国国债收益率	3.24%	-7.00BP	9.00BP	3.00BP	30.00BP
		10Y 意大利国债收益率	4.07%	-1.90BP	9.50BP	4.00BP	56.10BP
		10Y 国债中美利差	-304BP	2.10BP	-7.25BP	0.08BP	-70.24BP
		2Y 国债中美利差	-309BP	-8.51BP	-5.97BP	-6.59BP	-97.58BP
大宗商品	国内	原油	583.35	-0.40%	5.91%	8.89%	34.76%
		沪金	1000.98	1.24%	4.70%	12.55%	2.16%
		螺纹钢	3112.00	2.44%	0.66%	3.29%	-1.25%
		沪铜	108900.00	1.69%	0.07%	3.37%	9.89%
		沪铝	23920.00	1.27%	-1.06%	0.99%	3.28%
		谷物	472.58	0.82%	1.19%	1.76%	2.30%
	全球	布伦特原油	88.29	-5.06%	5.74%	1.91%	78.55%
		COMEX 黄金	4504.10	-3.77%	5.05%	9.67%	0.08%
		LME 铜	14285.00	0.49%	0.18%	3.58%	14.99%
		LME 铝	3242.00	0.14%	-0.29%	1.82%	8.23%
		CBOT 大豆	1287.75	3.89%	4.00%	8.44%	17.63%
外汇		美元兑人民币(离岸)	6.73	0.15%	-0.35%	-0.32%	-3.50%
		欧元兑人民币	7.80	-0.66%	0.57%	0.15%	-4.85%
		美元指数	99.68	0.85%	-0.80%	-0.10%	1.44%
		美元兑欧元	0.86	0.81%	-0.89%	-0.44%	1.41%

资料来源：Wind，招商证券

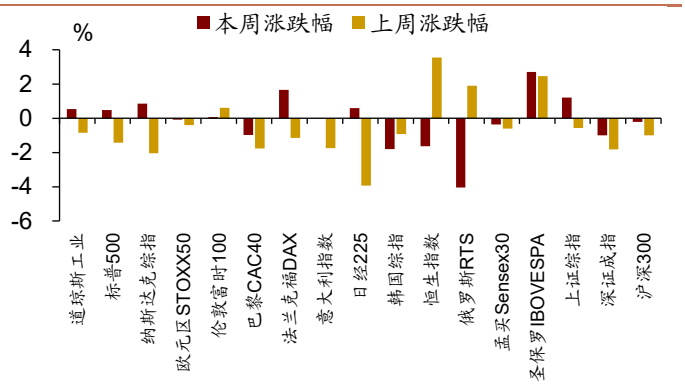
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：A 股主要市场指数变化幅度



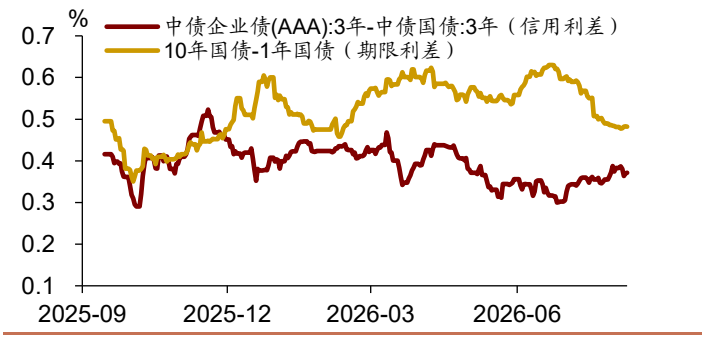
资料来源：Wind、招商证券

图 8：全球股票市场走势



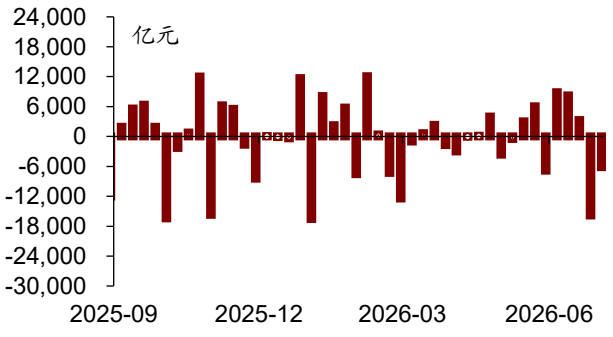
资料来源：Wind、招商证券

图 9：国内债市信用利差和期限利差



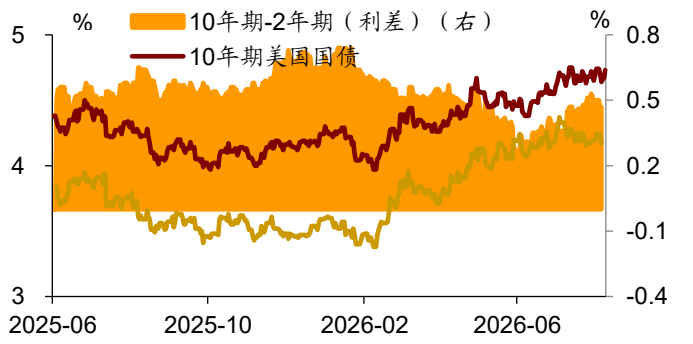
资料来源：Wind、招商证券

图 10：货币净投放量变化（公开市场操作）



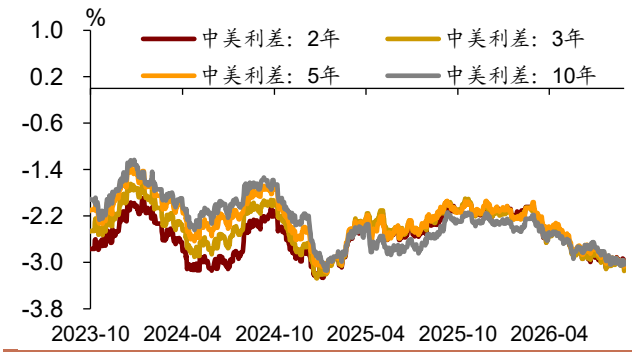
资料来源：Wind、招商证券

图 11：美债期限利差



资料来源：Wind、招商证券

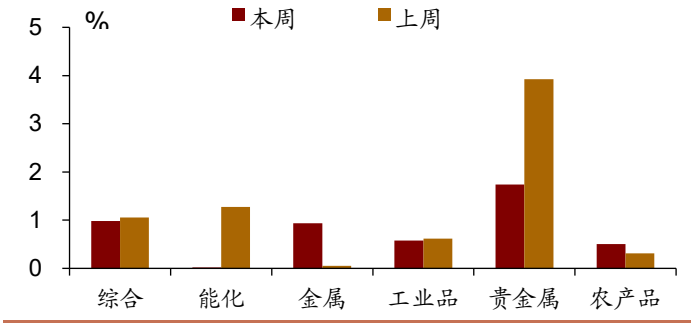
图 12：中美利差变化趋势



资料来源：Wind、招商证券

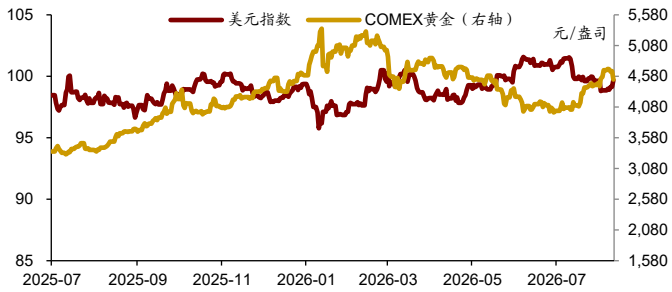
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：南华指数的变化幅度



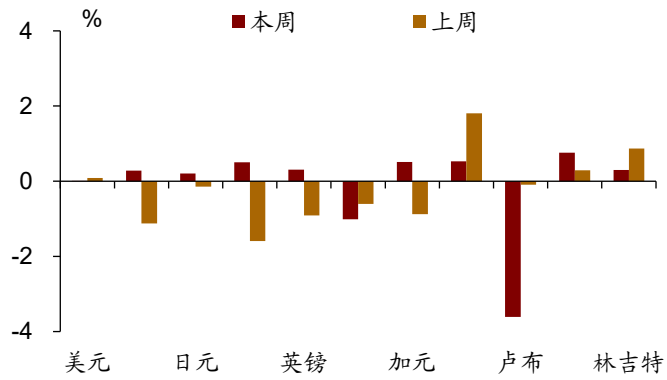
资料来源：Wind、招商证券

图 14：黄金价格与美元指数



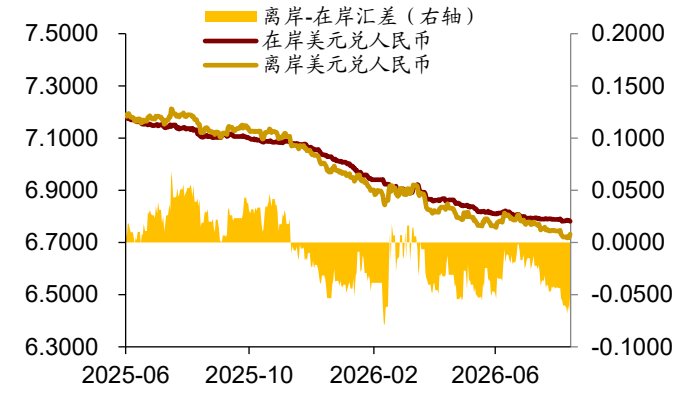
资料来源：Wind、招商证券

图 15：人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：Wind、招商证券

图 16：美元兑人民币



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

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；中国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。 具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。