美债利率上行的动力与未来拐点的催化

——金融市场流动性与监管动态周报（0624）

定期报告

当前市场处于存量博弈阶段，上周 ETF 流入，融资资金流出，减持和计划减持规模扩大，二级市场可跟踪资金整体平衡。近期美债利率快速上行与地缘风险的交织，短期市场波动增大，红利价值、低位板块相对占优。后续一旦美债利率高位回落，成长风格仍有修复机会，预计 9 月市场风格整体均衡。

- **美债利率上行的动力与未来拐点的催化。**近期美债利率上行主要由期限溢价贡献，背后反映的是美国长债供需的流动性变化和财政风险溢价。美联储主席沃什在全球央行年会的讲话整体表态偏鹰，对此前模糊的措辞有所修正，有助于改善美联储的公信力，但同时市场对 9 月加息预期快速升温。当前美债利率的上行趋势能否出现拐点，主要观察政策层面会否有新的表态/美伊进展、9 月中的通胀数据以及 9 月议息会议。1）如果下周五公布的通胀数据超预期回升或者回落速度不及预期，加息预期可能进一步升温，届时无论 9 月美联储随行就市完成加息还是美联储不加息，对市场而言都是靴子落地的效果，有望引导美债利率回落。2）如果通胀进一步回落，或者美伊之间取得重大积极进展，加息预期缓和引导美债利率回落。3）如果国债利率进一步飙升，那么财政部出手干预的概率进一步增大，同时也会吸引部分长债的买盘资金。对市场而言，近期美债利率上行，美元走强，非美货币承压，股票市场阶段性承压；黄金短期相对承压，受到流动性预期收紧和美元信用修复双重逻辑的打压。但中长期来看，一旦后续长债利率冲高后回落，将有利于股市在下跌后的中期修复。
- **货币政策与利率：上周（8/24-8/28）央行公开市场净投放 12265 亿元，未来一周将有 14215 亿元逆回购到期。**货币市场利率下行，短、长端国债收益率上行，同业存单发行规模扩大，发行利率均上行。截至 8 月 28 日，R007 下行 3.4bp，DR007 下行 4.6bp，1 年期国债收益率上行 1.0bp，10 年期国债收益率上行 1.1bp，同业存单发行规模增加 290.2 亿元，1M/3M/6M 同业存单利率均上行。
- **资金供需：二级市场可跟踪资金基本平衡。**融资余额下降，融资资金净卖出 30.4 亿元，净卖出规模较前期下降；ETF 净流入 17.0 亿元，较前期下降；新成立偏股类公募基金份额减少。重要股东净减持规模上升，公布的计划减持规模扩大。
- **市场偏好：行业偏好上，通信、电子、电力设备获各类资金净流入规模较高。**宽指 ETF 申赎参半，其中创业板(含创业板 50)ETF 申购较多，上证 50ETF 赎回较多；行业 ETF 以净赎回为主，其中券商 ETF 赎回较多，信息技术 ETF 申购较多。净申购最高的为易方达创业板 ETF；净赎回最高的为国泰中证全指证券公司 ETF。
- **风险提示：经济数据及政策不及预期、海外政策超预期收紧。**

相关报告

1. 《招商 A 股流动性研究体系与流动性指数——A 股市流动性研究之四》，2016 年 8 月
2. 《A 股机构投资者全景图—股票市场 SCP 范式研究之一》，2017 年 10 月
3. 《主动偏股基金持仓再平衡，可跟踪资金持续净流出——金融市场流动性与监管动态周报(0428)》

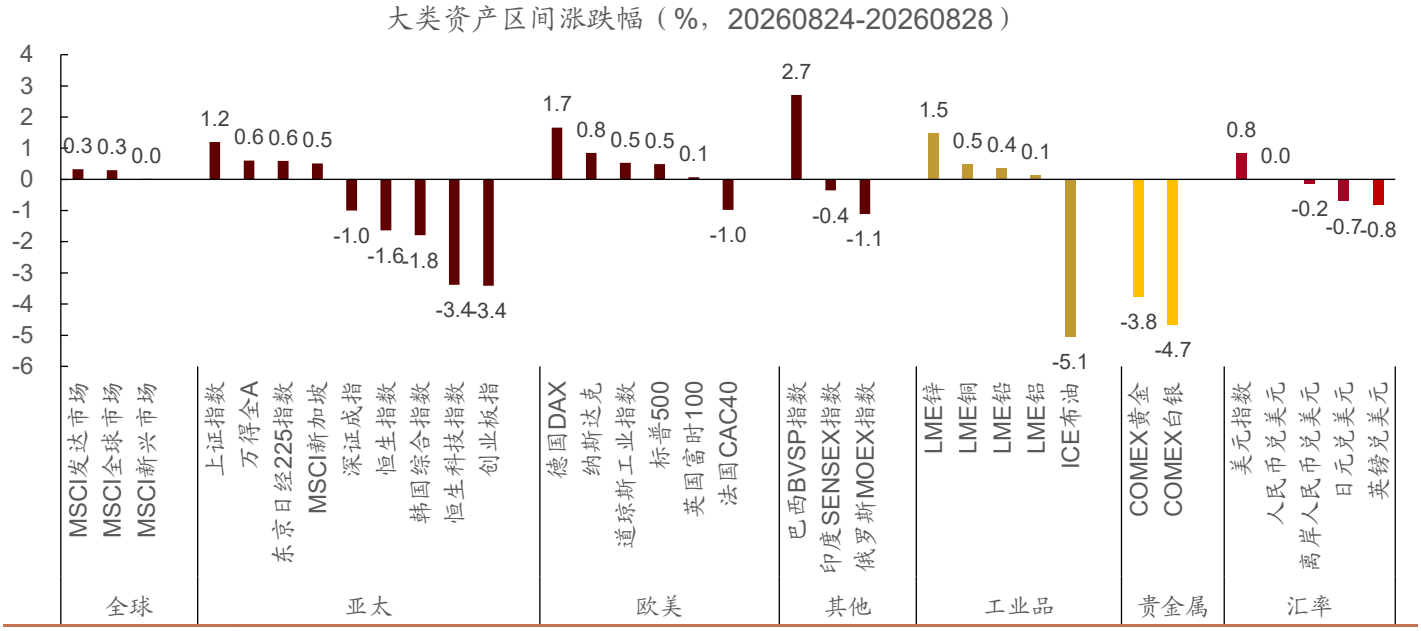
招商 A 股流动性指数

流动性指标	数值/金额（亿元）
资金供给	
公募基金发行	57.26↓
ETF 净申购	16.96↓
融资净买入	-30.71↑
资金需求	
限售解禁	201.06↓
IPO 融资	54.82↑
净减持金额	52.22↑
计划减持金额	69.30↑
活跃度	
A 股周度日均成交额	19892.00↓
二级市场可跟踪资金供需基本均衡	

李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn
涂婧清 S1090520030001
tujingqing@cmschina.com.cn
王德健（研究助理）
wangdejian@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

图 1：大类资产表现：贵金属、油价大涨；恒生指数表现领先



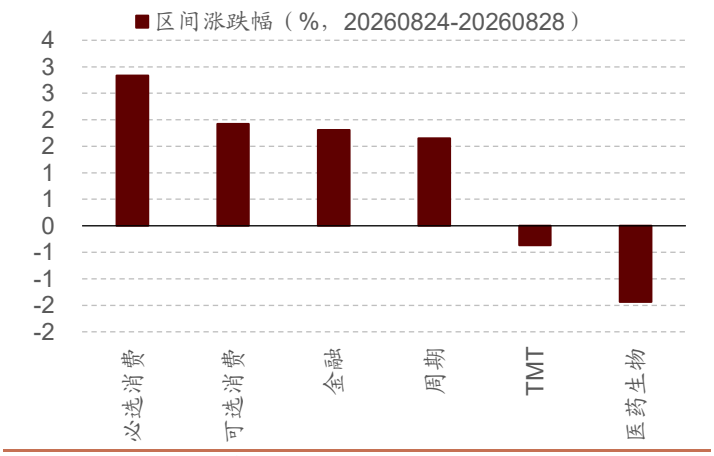
资料来源：Wind，招商证券

图 2：风格：大盘价值>小盘价值>小盘成长>大盘成长



资料来源：Wind、招商证券

图 3：大类行业表现



资料来源：Wind、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

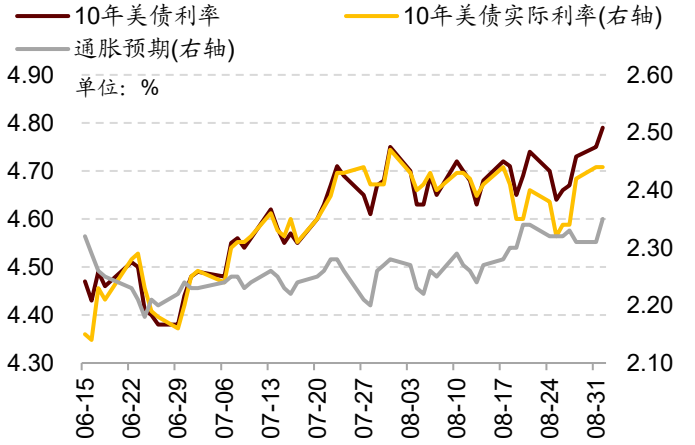
一、流动性专题

※ 美债利率上行的动力与未来拐点的催化

近期美债利率上行主要由期限溢价贡献，背后反映的是美国长债供需的流动性变化与财政风险溢价的双重扰动。供给端看，美国财政部中长期国债季度拍卖规模保持稳定，边际增量相对有限；但需求端投资者对美国长期国债净买入额持续下降，一方面是对美国财政货币政策信心不足，另一方面是 AI 头部企业大规模发债融资对长久期资金形成的挤出效应，2026 年以来头部 CSP 企业长期债券合计发行规模已数倍于往年。

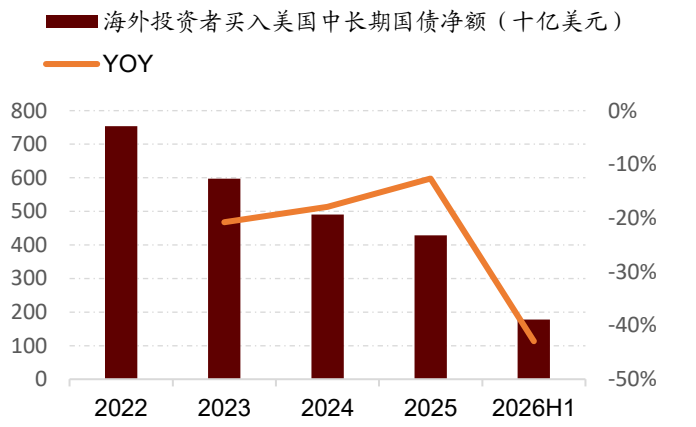
美国财政部扩大长债回购规模释放积极的政策信号，有利于局部缓解长债的流动性压力，缓解长债飙升的冲击。但是，AI 债券大规模发行对美国长债的挤出效应仍在，且从中长期看，只有降低财政赤字、控制债务增速、稳定通胀预期，才能真正改变长期国债的供求关系和风险定价。

图 4：8 月下旬以来美债利率加速上行由期限溢价推动



资料来源：CME、招商证券（截至 2026/8/28）

图 5：海外投资者买入美国中长期国债净额持续下降



资料来源：CME、招商证券（截至 2026/8/28）

当地时间 2026 年 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。整体表态偏鹰，对此前模糊的措辞有所修正，有助于改善美联储的公信力，市场对 9 月加息预期升温。

第一，沃什明确 2%的通胀目标，修复美联储政策公信力。沃什明确指出，美联储以个人消费支出（PCE）价格指数衡量的 2%物价稳定目标，是一个坚定且不可动摇的目标，美国通胀仍然“过高”，若通胀未以“足够快的速度”向 2%回落，就还有工作要做。这样的表述回应了市场关切，让市场看到了美联储对抗通胀的决心，有助于重新树立公众对美联储的公信力。

第二，沃什表示当前金融条件并不具有限制性，打开了加息的大门。沃什表示，利率仍是美联储履行双重使命的“主要工具”，这一表态也意味着货币政策仍保留进一步收紧的空间。

从市场表现来看，沃什讲话后， 2 年美债利率上行明显，10 年期美债利率有所上行，但上行幅度低于 2 年期美债利率。美元指数上行，黄金下跌，美股下跌。**这样的组合表明，市场在定价 9 月加息预期升温，同时市场对美联储货币政策的信任度有所修复。**

往后去看，当前美债利率的上行趋势能否出现拐点，主要观察政策层面会否有新的表态/美伊进展、9 月中的通胀数据（北京时间 9 月 11 日晚间公布）以及 9 月议息会议（北京时间 9 月 17 日凌晨）。截至 9 月 1 日，市场对 9 月加息预期已经升至 70.2%。

第一，如果下周五公布的通胀数据超预期回升或者回落速度不及预期，加息预期可能进一步升温，届时无论 9 月美联储随行就市完成加息还是美联储不加息，对市场而言都是靴子落地的效果，有望引导美债利率回落。

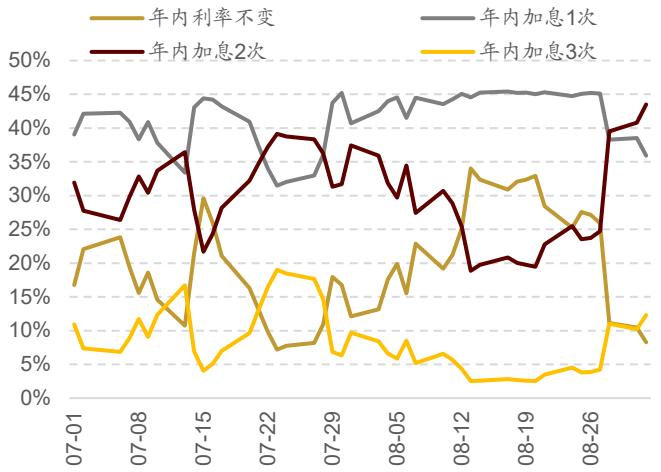
第二，如果通胀进一步回落，或者美伊之间取得重大积极进展，加息预期缓和，那么将使得当前连续上行的美债利率出现阶段性回落。

仅供内部参考，请勿外传

第三，当前十年美债利率已经突破 4.8%，距离 2025 年 1 月高点的 4.896%仅一步之遥，再往前的高点是 2023 年 10 月的高点 5.024%。极端情况下，如果国债利率进一步飙升至极端值，那么财政部出手干预的概率进一步增大，同时也会吸引部分长债的买盘资金，从而引导美债利率下行。

对各类资产而言，近期美债利率上行压力仍大，美元走强，非美货币承压，股票市场阶段性承压。但中长期来看，一旦后续长债利率冲高后回落，将有利于股市在下跌后的中期走势修复；黄金短期相对承压，受到流动性预期收紧和美元信用修复双重逻辑的打压。

图 6：全球央行年会后加息预期骤升



资料来源：CME、招商证券（截至 2026/9/1）

图 7：当前 9 月加息预期为 70%

Meeting Date	350-375	375-400	400-425	425-450
2026/9/16	29.80%	70.20%	0.00%	0.00%
2026/10/28	21.20%	58.60%	20.20%	0.00%
2026/12/9	8.30%	35.90%	43.50%	12.30%
2027/1/27	6.20%	28.90%	41.60%	20.20%
2027/3/17	3.80%	20.10%	36.70%	28.50%
2027/4/28	3.20%	17.50%	34.00%	29.80%
2027/6/9	2.70%	15.10%	31.20%	30.50%
2027/7/28	2.60%	14.70%	30.70%	30.50%
2027/9/15	2.60%	14.60%	30.60%	30.50%
2027/10/27	3.00%	15.20%	30.60%	30.00%
2027/12/8	4.80%	17.50%	30.50%	27.90%

资料来源：CME、招商证券（截至 2026/9/1）

仅供内部参考，请勿外传

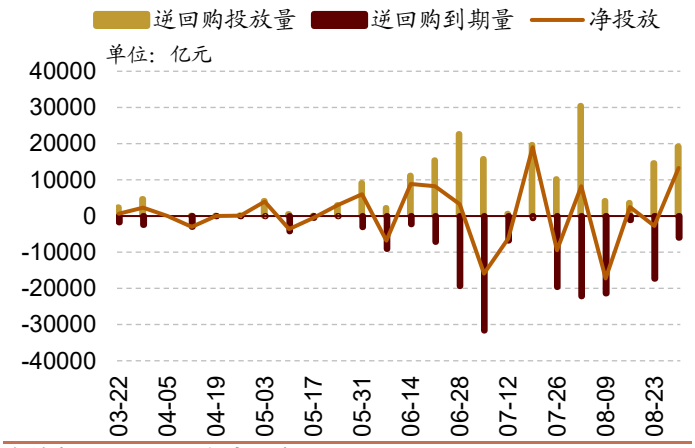
二、货币政策工具与资金成本

上周（8/24-8/28）央行公开市场净投放 12265 亿元。为维护银行体系流动性合理充裕，央行开展逆回购 19250 亿元，同期有 5985 亿元央行逆回购到期，逆回购净投放 13265 亿元。同时开展 5000 亿元 MLF 操作，同期有 6000 亿元 MLF 到期，MLF 净回笼 1000 亿元。未来一周将有 14215 亿元逆回购到期。

货币市场利率下行，R007 与 DR007 利差扩大；短、长端国债收益率上行，期限利差扩大。截至 8 月 28 日，R007 为 1.41%，较前期下行 3.4bp，DR007 为 1.39%，较前期下行 4.6bp，两者利差扩大 1.1bp 至 0.02%。1 年期国债到期收益率上升 1.0bp 至 1.21%，10 年期国债到期收益率上升 1.1bp 至 1.69%，期限利差扩大 0.1bp 至 0.48%。

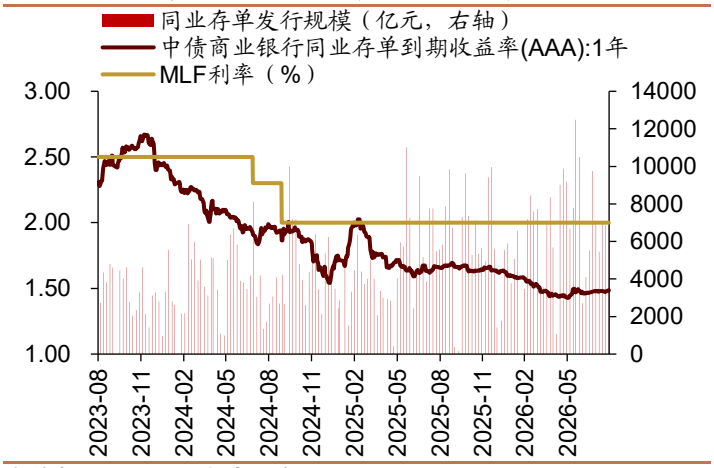
同业存单发行规模扩大，发行利率均上行。上周（8/24-8/28）同业存单发行 318 只，较上期减少 97 只；发行总规模 7166.0 亿元，较上期增多 290.2 亿元；截至 8 月 28 日，1 个月、3 个月和 6 个月发行利率分别较前期变化 2.2bp、0.5bp、2.6bp 至 1.42%、1.45%、1.50%。

图 8：央行公开市场逆回购操作



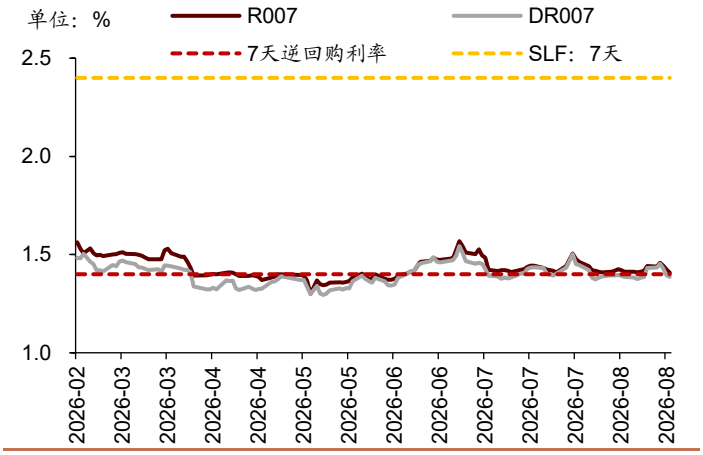
资料来源：Wind、招商证券

图 9：同业存单发行规模、利率与 MLF 利率



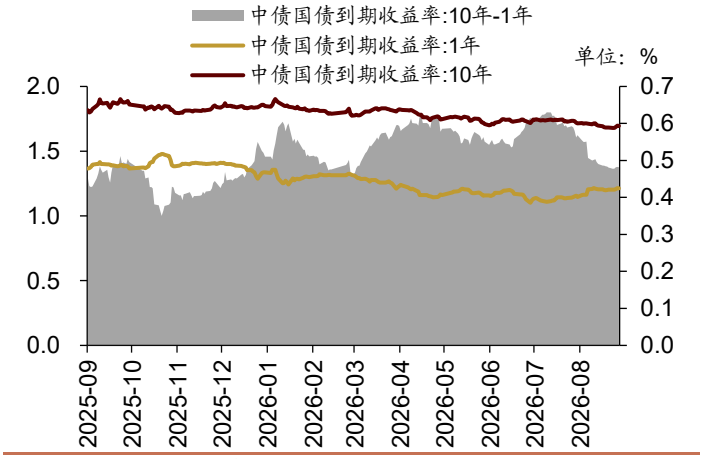
资料来源：Wind、招商证券

图 10：7 天质押式回购利率与政策利率



资料来源：Wind、招商证券

图 11：国债到期收益率及期限利率

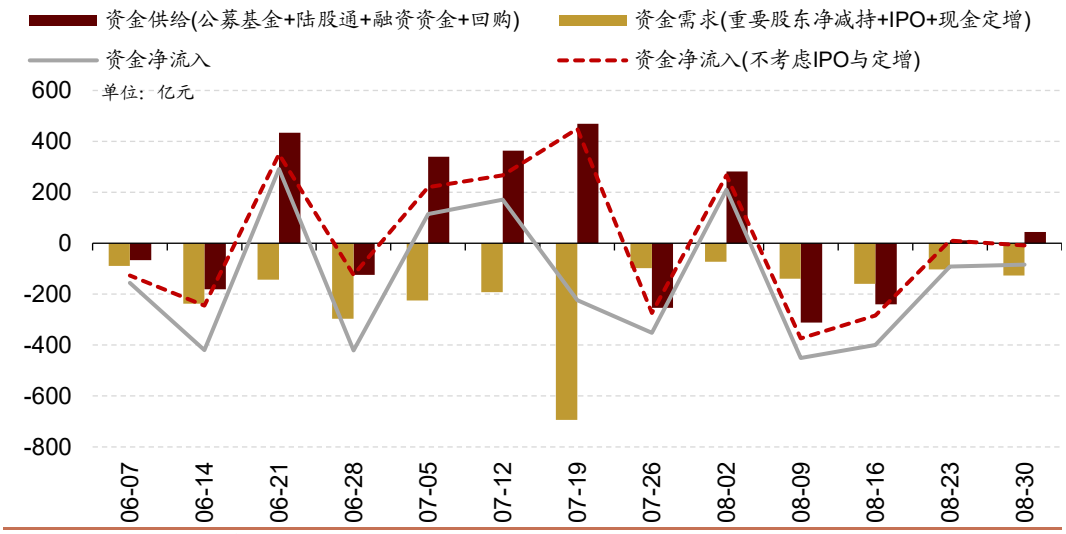


资料来源：Wind、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

三、股市资金供需

图 12：A 股周度资金供需

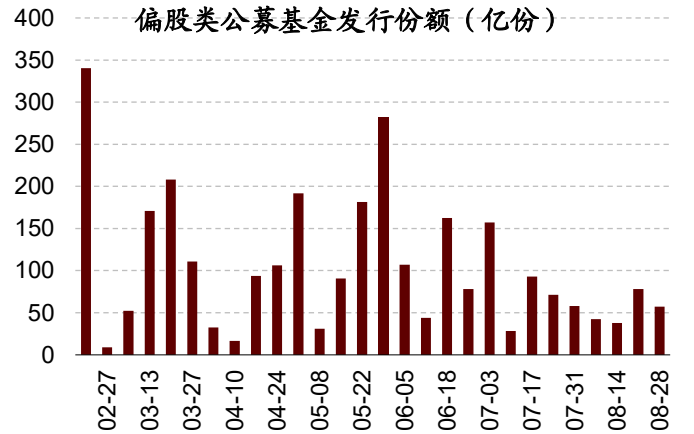


资料来源：Wind，招商证券

1、资金供给

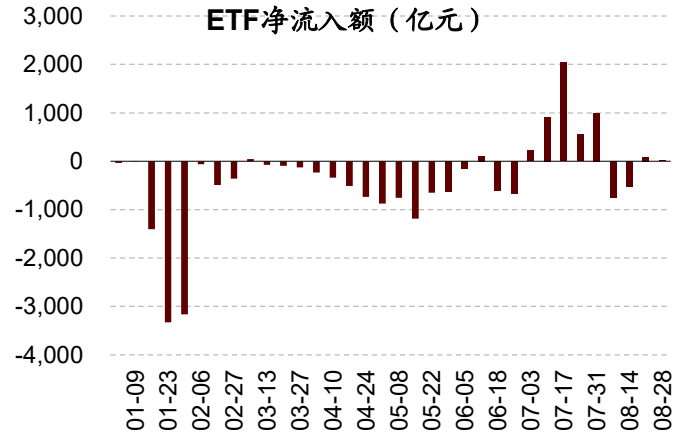
资金供给方面，上周（8/24-8/28）新成立偏股类公募基金 57.3 亿份，较前期减少 21.0 亿份。股票型 ETF 较前期净流入，对应净流入 17.0 亿元。上周整个市场融资净卖出 30.4 亿元，净卖出额较前期收窄 115.3 亿元，截至 8 月 28 日，A 股融资余额为 26302.5 亿元。

图 13：偏股类公募基金发行份额



资料来源：Wind、招商证券

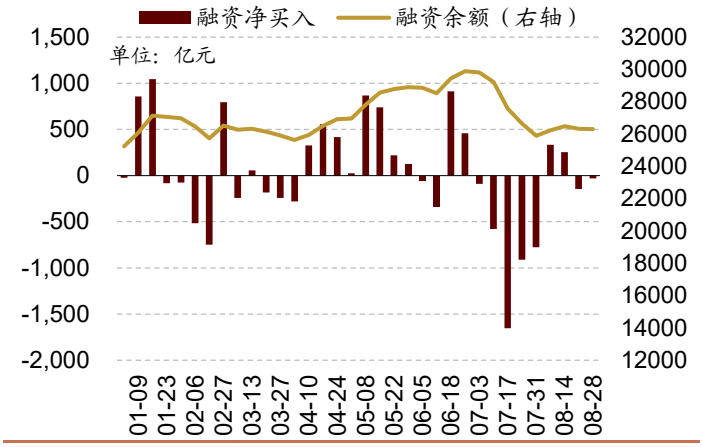
图 14：股票型 ETF 资金净流入规模



资料来源：Wind、招商证券

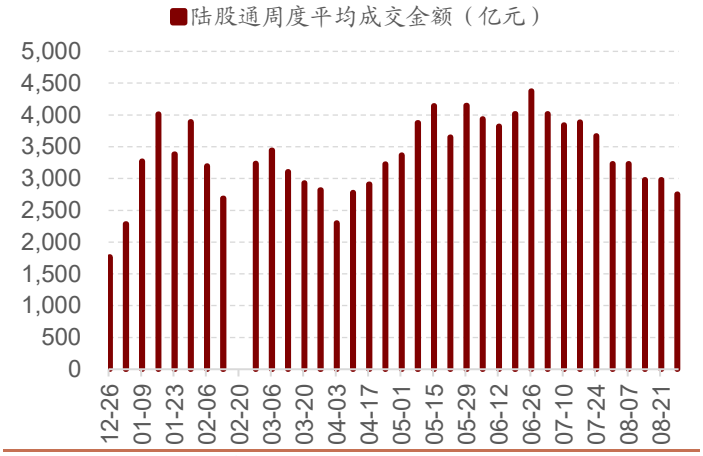
仅供内部参考，请勿外传

图 15：融资净买入额及融资余额



资料来源：Wind、招商证券

图 16：陆股通周度日成交额



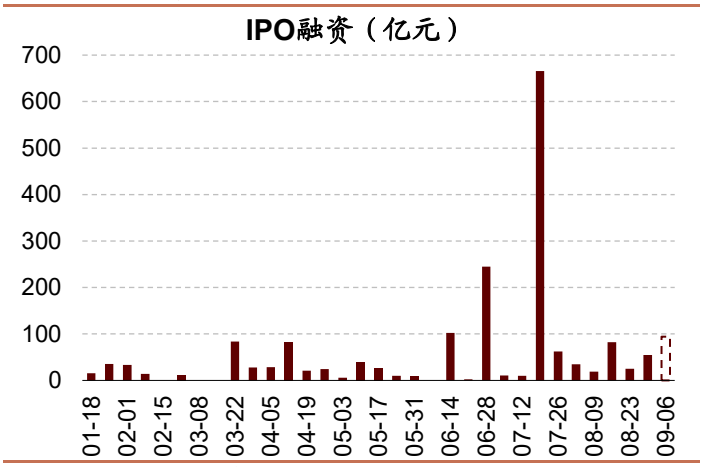
资料来源：Wind、招商证券

2、资金需求

资金需求方面，上周（8/24-8/28）IPO 规模回升至 54.8 亿元，共有 3 家 IPO，截至 8 月 28 日公告，未来一周将有 2 家 IPO，计划募资规模 94.1 亿元。重要股东净减持规模扩大，净减持 52.2 亿元；公告的计划减持规模 69.3 亿元，较前期上升。

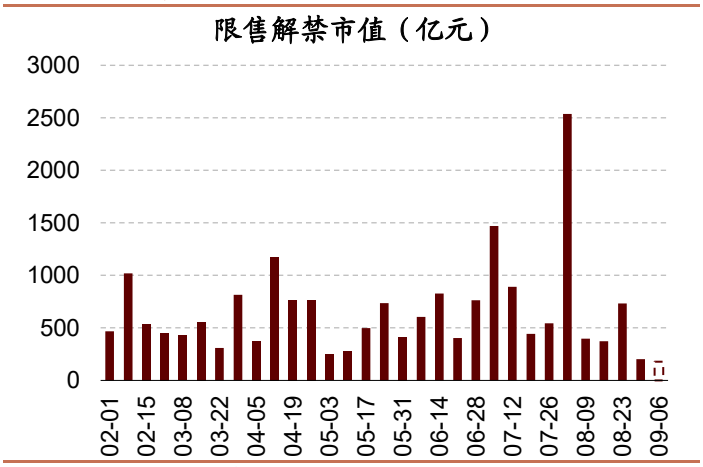
限售解禁市值为 201.1 亿元（首发原股东限售股解禁 80.4 亿元，首发一般股份解禁 44.1 亿元，定增股份解禁 68.8 亿元，其他 7.8 亿元），较前期下降。未来一周解禁规模下降至 178.2 亿元（首发原股东限售股解禁 31.2 亿元，首发一般股份解禁 0.0 亿元，定增股份解禁 125.0 亿元，其他 22.1 亿元）。

图 17：IPO 融资金额



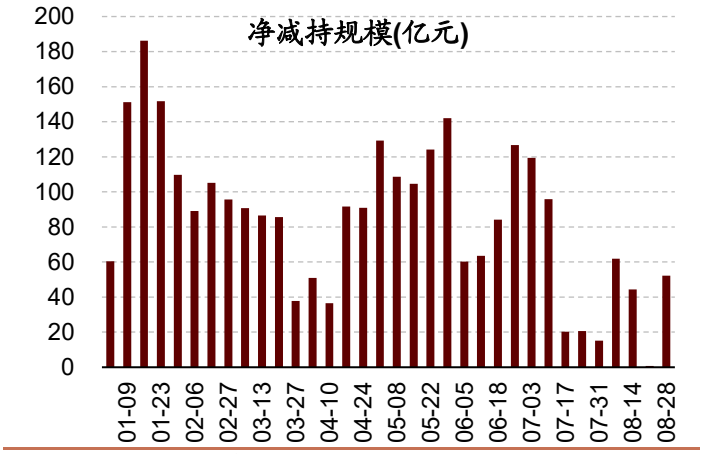
资料来源：Wind、招商证券

图 18：限售解禁市值



资料来源：Wind、招商证券

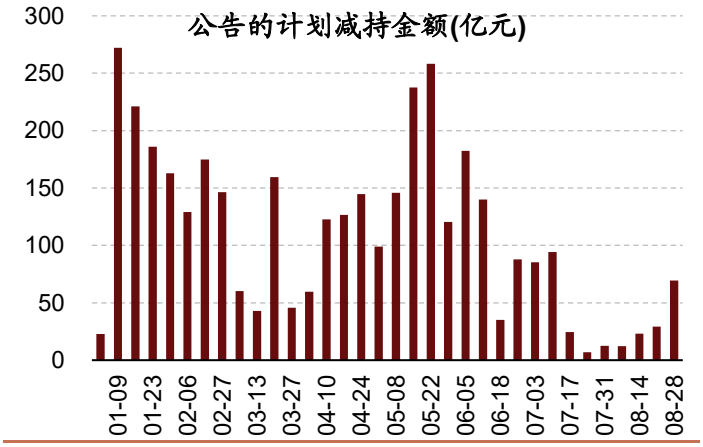
图 19：重要股东二级市场净减持规模



资料来源：Wind、招商证券

注：数据为已公告减持完成数据，公告发布可能存在滞后

图 20：公告的计划减持规模



资料来源：Wind、招商证券

四、投资者偏好

1、行业偏好

行业偏好上，上周（8/24-8/28）通信、电子、电力设备获各类资金净流入规模较高。上周股票型 ETF 净流入 22.4 亿元，净流入规模较高的行业为电子、通信、电力设备，流入金额分别为 56.0 亿元、25.2 亿元、10.6 亿元，净流出规模较高的行业是非银金融、银行、煤炭等行业。融资资金净流出 30.4 亿元，净买入规模较高的行业为通信（+24.7 亿元）、电力设备（+15.9 亿元）、基础化工（+13.4 亿元）等行业，净卖出医药生物（-27.1 亿元）、非银金融（-18.0 亿元）、交通运输（-13.6 亿元）等行业。

仅供内部参考，请勿外传

表 1：上周各类资金行业净流入（单位：亿元）

行业	融资资金	ETF	重要股东净增持	合计（↓）
通信	24.67	25.22	-0.17	49.72
电子	-10.38	56.05	-18.73	26.94
电力设备	15.89	10.62	-6.04	20.47
基础化工	13.45	2.14	-3.14	12.45
传媒	2.98	2.53	0.16	5.67
环保	0.84	0.19	1.96	3.00
轻工制造	1.63	0.52	-0.45	1.70
社会服务	0.32	0.89	0.23	1.44
农林牧渔	0.84	0.95	-0.38	1.41
商贸零售	0.62	0.36	0.01	0.98
房地产	0.14	0.64	0.00	0.78
美容护理	0.34	0.28	0.00	0.61
钢铁	-0.27	0.78	0.00	0.51
汽车	1.06	-0.53	-0.03	0.50
有色金属	7.18	-8.54	1.59	0.23
纺织服饰	1.04	-1.41	-0.02	-0.39
综合	-0.53	-0.18	0.00	-0.71
建筑装饰	-2.65	0.33	-0.42	-2.74
石油石化	0.17	-1.42	-3.00	-4.26
食品饮料	-3.10	-2.39	-0.03	-5.53
机械设备	0.86	-0.35	-6.52	-6.01
计算机	-2.56	5.73	-9.24	-6.07
家用电器	-7.74	0.02	0.00	-7.72
煤炭	1.02	-8.74	0.00	-7.72
公用事业	-6.23	-2.20	-0.18	-8.61
建筑材料	-0.17	1.24	-10.38	-9.31
银行	2.92	-13.16	0.00	-10.24
国防军工	-6.15	-4.81	0.00	-10.96
交通运输	-13.64	-1.06	-0.51	-15.21
医药生物	-27.12	6.17	-1.87	-22.82
非银金融	-17.99	-47.44	4.92	-60.51
合计	-22.57	22.41	-52.22	-52.38

资料来源：Wind，招商证券

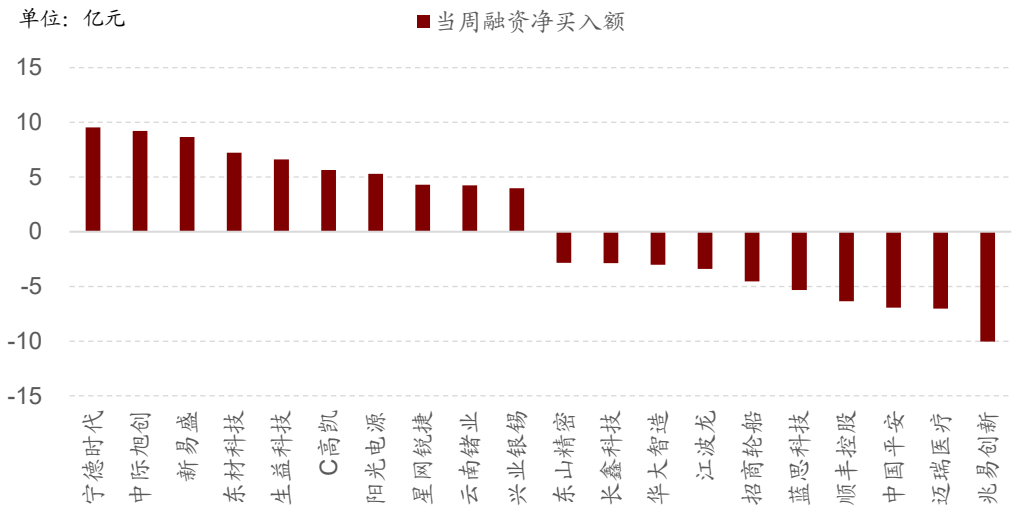
注：重要股东净增持以变动截止日期为参考；ETF 分行业净流入规模拆分所有股票型 ETF；融资资金、股东增减持、ETF 均截至上周五

2、个股偏好

融资净买入规模较高的为宁德时代（+9.5 亿元）、中际旭创（+9.2 亿元）、新易盛（+8.6 亿元）等；净卖出规模较高的为兆易创新（-10.0 亿元）、迈瑞医疗（-7.0 亿元）、中国平安（-6.9 亿元）等。

仅供内部参考，请勿外传

图 21：融资净买入与净卖出前 10 大股票



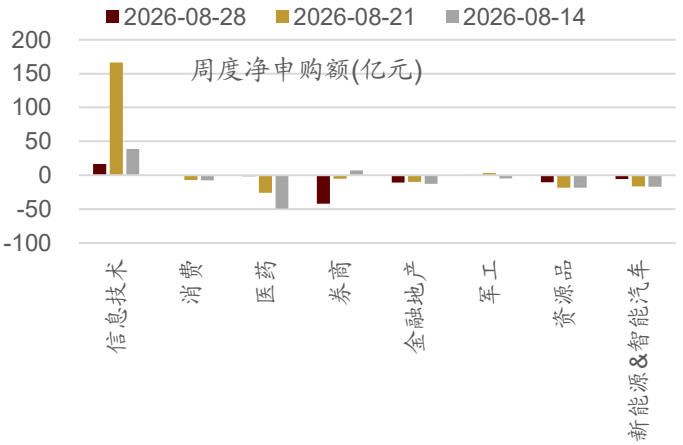
资料来源：Wind，招商证券

4、ETF 偏好

上周（8/24-8/28）ETF 净申购，当周净申购 17.0 亿元，宽指 ETF 申赎参半，其中创业板(含创业板 50)ETF 申购较多，上证 50ETF 赎回较多；行业 ETF 以净赎回为主，其中券商 ETF 赎回较多，信息技术 ETF 申购较多。具体的，沪深 300ETF 净赎回 2.9 亿元；上证 50ETF 净赎回 14.8 亿元；科创板 ETF 净申购 8.8 亿元；A50ETF 净申购 0.1 亿元；双创 50ETF 净申购 20.4 亿元；创业板 ETF 净申购 58.8 亿元；中证 500ETF 净申购 27.4 亿元。行业 ETF 方面，信息技术行业净申购 16.7 亿元；消费行业净赎回 0.7 亿元；医药行业净赎回 1.3 亿元；券商行业净赎回 42.2 亿元；金融地产行业净赎回 10.7 亿元；军工行业净申购 0.3 亿元；原材料行业净赎回 10.2 亿元；新能源&智能汽车行业净赎回 5.7 亿元。

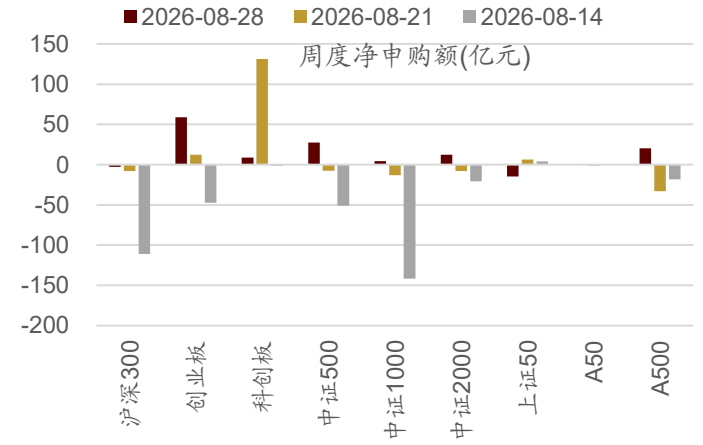
上周（8/24-8/28）股票型 ETF 净申购规模最高的为易方达创业板 ETF（+34.9 亿元），南方中证 500ETF（+22.1 亿元）净申购规模次之；净赎回规模最高的为国泰中证全指证券公司 ETF（-21.3 亿元），永赢中证沪深港黄金产业 ETF（-16.2 亿元）次之。

图 22：主要行业主题 ETF 近三周净申购金额



资料来源：Wind、招商证券

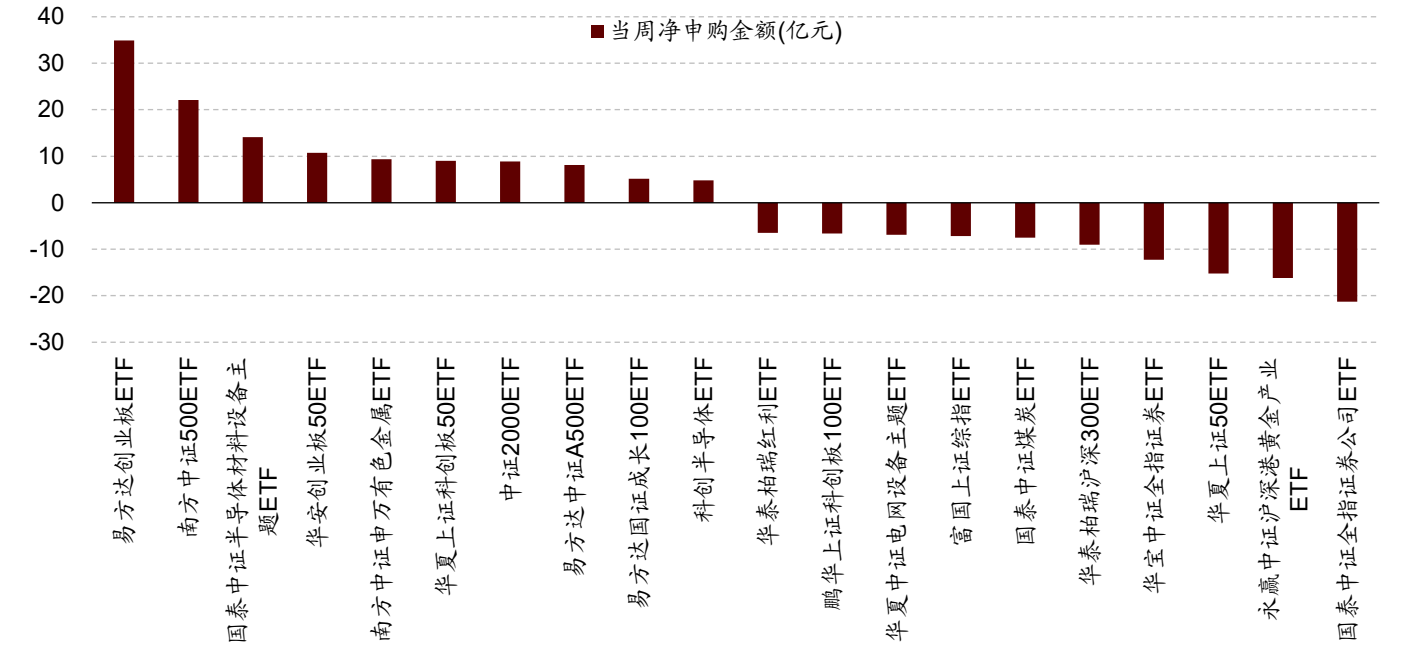
图 23：主要宽基指数 ETF 近三周净申购金额



资料来源：Wind、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

图 24：最新一期净申购与净赎回前十大股票型 ETF



资料来源：Wind，招商证券

仅供内部参考，请勿外传

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。

评级说明

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。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 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，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

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。