下载日志已记录，仅供内部参考

长端美债利率承压，国内政策对冲稳市托底

证券研究报告

2026 年 09 月 01 日

总量月报第 13 期

- **核心结论**

宏观经济：美联储货币政策不确定性，稳增长预期走强

8 月 29 日美联储主席凯文·沃什在怀俄明州杰克逊霍尔演讲全文，我们认为整体鹰派发言，主要回应了对通胀的定调。杰克逊霍尔会议过后，市场的焦点或将转向 8 月非农与通胀数据，以此进一步判断 9 月是否会启动加息。在海外利率整体上行的背景下，我国宏观经济基本面、通胀周期与政策导向均与欧美国家形成明显错位，国内宏观政策始终以稳增长、扩内需、稳预期为核心主线。另外，在货币政策维持适度宽松的同时，财政近期有出现加速落地的迹象。

国内政策：稳投资政策密集发力：存量落地提速、增量政策可期

今年前七个月，国内经济在供给与需求两端均承受一定的增长压力。7 月底政治局会议提出“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度”，“宏观政策要发力提效，加快财政支出和债券资金使用进度”。近期国家部委召开的一系列会议也鲜明指向稳增长，其中稳投资的政策尤其密集，预计三四季度投资数据将有所回暖。

海外政策：美伊谅解备忘录到期，地缘政治不确定性仍难以消除

美伊谅解备忘录（MOU）所约定的 60 天谈判窗口期已于 8 月中旬结束。双方既未公开宣布延长谈判期限，也未达成新的协议。霍尔木兹海峡的通航状况尚未恢复至冲突前的水平。

我们认为，研判局势走向时，需区分两类信息：表态与约束。表态可变性较强，而约束植根于现实条件，调整难度更高，对后续事态发展更具决定性影响。当前，美伊双方均受到物质层面与制度层面的双重约束。物质层面，美国面临的约束既体现为部分武器库存快速消耗，也体现为战略石油储备持续减少；伊朗面临的约束主要为石油出口下降带来的财政压力。制度层面，美国需面对 11 月中期选举这一政治节点，“高油价→通胀→选情”链条构成了压低油价的政策动机；伊朗则存在维持国内稳定的现实需求。上述约束条件为双方保留谈判渠道提供了现实基础，但约束条件本身并不构成打破僵局的充分条件，地缘政治不确定性仍难以消除。

固收：九月债市有哪些关注点？

中债定价“以我为主”，外部冲击权重下降。国内基本面、政策取向与流动性环境才是收益率的主导变量，美债利率更多通过外需、汇率和跨境资金流动等渠道产生边际扰动。宽松预期的反复或构成下一阶段长端收益率波动的主要来源，建议逆向操作、长债把握跌出来的机会，此外关注 5Y 政金债的配置机会（利差较高&摊余债基建仓）。

分析师

边泉水 S0800522070002
bianquanshui@research.xbmail.com.cn

王晓洁 S0800525070004
wangxiaojie@research.xbmail.com.cn

王龙林 S0800526080008
wanglonglin@research.xbmail.com.cn

姜珮珊 S0800524020002
jiangpeishan@research.xbmail.com.cn

曹柳龙 S0800525010001
caoliulong@research.xbmail.com.cn

冯佳睿 S0800524040008
fengjiarui@research.xbmail.com.cn

孙寅 S0800524120007
sunyin@research.xbmail.com.cn

李超 S0800525100001
lichao@xbmail.com.cn

杨一凡 S0800523020001
yangyifan@research.xbmail.com.cn

周安桐 S0800524120005
zhouantong@research.xbmail.com.cn

陈静 S0800524120006
chenjing@research.xbmail.com.cn

张佳蓉 S0800524080001

下载日志已记录，仅供内部参考

策略：美债风暴来袭，寻找确定性资产

近期美债利率再次站上 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”。

金工：情绪指数低位企稳，风险预期缓和但资金面仍偏弱

我们通过多维度指标构建情绪指数衡量市场热度，利用情绪周期逆向布局，力求捕捉市场非理性情绪低点以获取超额收益。截至 2026 年 8 月 27 日，情绪指数呈“低位修复、震荡企稳”走势：月初延续 7 月末弱势，8 月 3 日降至 25.83%的月内低点，随后震荡回升；17 日升至 43.26%的月内高点，20 日均线逐步企稳并触发买入信号，策略转为持仓。此后指数再度回落，25 日至 26 日降至 30%左右，27 日回升至 36.06%，略高于 20 日均线的 35.39%，策略仍保持持仓。拆解情绪结构，RSI 明显修复，盘面强弱指标稳定在 80%左右，沪深 300 隐含波动率显著回落，是推动指数企稳的主要原因；但融资余额、全市场及创业板成交、北向资金成交额等资金面指标仍处偏低水平，增量资金尚未形成共振。综合来看，市场风险预期已有所缓和，情绪指数也从低位逐步修复，但上行强度仍然有限。当前策略维持持仓，后续需重点观察成交与融资能否同步回暖，以及情绪指数能否稳定运行于 20 日均线上方。

金融：稳投资，优结构，促增长，提升资本市场韧性与信心

银行：8 月 17 日国全会召开，部署下一阶段经济工作，施政取向总体延续 7 月政治局会议基调，短期或仍以存量政策发力为主，增量政策释放、落地仍待观察。向前看，下一阶段施政重心或向投资倾斜，伴随稳投资窗口期收窄，十五五重大项目、“六张网”及民间投资等方面投资支持或加快落地；出口方面，会议提出稳外需、促进贸易平衡，而消费与地产相关政策着墨较少，优先级或相对靠后。

非银：租赁：对于租赁公司而言，若部分资产投放境外，则需要美元负债与之匹配，如航空租赁龙头渤海租赁旗下 Avolon、中银航空租赁、Aercap 以及我国中国船舶租赁，均有大量的美元债务，因而负债端表现与美国长债利率密切相关。香港交易所：港交所保证金及结算所基金、公司资金等客户与自有资产主要以低风险方式投资于债券与存款，其投资收益本质上与港元及美债、美元利率挂钩，因此美国长债利率高企对其投资收益构成直接支撑变量。期货公司：美元长端利率高企通过资金成本、客户交易需求和保证金利息收入三条路径影响期货行业。

风险提示：经济复苏不及预期，财政支出持续偏紧。地缘政治风险加剧，油价居高不下。美债利率居高不下，对全球资产市场形成超预期扰动。



zhangjiarong@research.xbmail.com.cn
郑玲玲 S0800524060001
zhenglingling@research.xbmail.com.cn
魏洁 S0800526080002
weijie@research.xbmail.com.cn

联系人

孙梓涵
sunzihan@xbmail.com.cn
程宵凯
chengxiaokai@xbmail.com.cn
李晨阳
lichenyang@xbmail.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

一、 宏观：美联储货币政策不确定性，稳增长预期走强 5
二、 国内政策：稳投资政策密集发力：存量落地提速、增量政策可期 7
1.1 经济数据走弱，《人民日报》发文稳预期 7
1.2 多部委密集开会部署稳投资政策 7
1.2.1 消费端政策 7
1.2.2 投资端政策 8
1.2.3 房地产政策 8
1.3 政策展望 9
三、 海外政策：美伊谅解备忘录到期，地缘政治不确定性仍难以消除 9
四、 固收：九月债市有哪些关注点？ 11
五、 策略：美债风暴来袭，寻找确定性资产 12
1. 美债高利率有可能加速 AI 债务泡沫破裂时刻 12
2. 美债高利率的重要原因：美军疲弱+美债变现能力不足 13
3. “强美元叙事”难以维系：加剧美债高利率 15
4. 特朗普“不可能三角”回归：美联储可能不得不 QE 16
5. 美债风暴中的确定性资产：黄金+中国核心资产 17
六、 金工：情绪指数低位企稳，风险预期缓和但资金面仍偏弱 18
七、 金融：稳投资，优结构，促增长，提升资本市场韧性与信心 19
1. 银行 19
2. 非银 20
八、 风险提示 21

图表目录

图 1：8 月中国 PMI 仍然处于荣枯线下方 6
图 2：我国人民币贷款社会融资规模同比增速放缓 6
图 3：霍尔木兹海峡通航状态仍未恢复至冲突前水平 10
图 4：美国战略石油储备降低 10
图 5：美国国内汽油和柴油零售价格上涨 10
图 6：中美 10Y 国债收益率利差（%） 11
图 7：股商汇与债市的相关性变动 11
图 8：美国 10 年期和 30 年期国债收益率来到历史高位 12
图 9：7 月以来美国“股债汇三杀”频率提高 12
图 10：当前 AI 过度投资或更甚于“科网泡沫”破裂时刻 13

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：科网泡沫时期美联储加息加速泡沫破裂 13
图 12：油价反弹推高通胀预期，并制约短期名义利率预期回落 13
图 13：美债实际利率维持高位，期限溢价明显抬升 13
图 14：5 月日本财政部抛售美债干预汇率随即美日财长进行会谈 14
图 15：截至今年 6 月外国投资者持有美债仍有 9.3 万亿美元 14
图 16：短期流动性压力尚未显现，但持续扩张的美债在消耗资金 14
图 17：四大云厂商表外承诺约为表内债务的 4 倍 14
图 18：今年 2 月-7 月黄金回归实际利率框架 15
图 19：2022 年以来证券市场外资加速净流入对冲了美联储缩表 15
图 20：美伊协议实际失效后海峡通行量保持低位 16
图 21：中美模型间的性能差距逐渐缩小 16
图 22：云厂商债券融资期限平均在 14-20 年间 16
图 23：美债发行结构中短债占比处于高位 16
图 24：美债净利息支出占财政总支出比约 18% 17
图 25：2024 年以来的降息没有带来长端利率的下降 17
图 26：行业配置建议关注 AI+涨价的【牛市杠铃】 18
图 27：情绪指数及策略近期信号（2025.11.28-2026.08.27） 19

表 1：近期“钟才文”连发四篇文章 7

下载日志已记录，仅供内部参考

一、宏观：美联储货币政策不确定性，稳增长预期走强

沃什主导的美联储改革，本质是一次根本性的货币政策范式重构，颠覆了美联储沿用多年的调控逻辑。此前美联储长期以主动干预市场、引导公众预期为核心手段，通过密集的前瞻指引、高频政策表态、明确利率路径暗示，牢牢锁定市场定价方向。而沃什上台后彻底扭转这一模式，确立了数据优先、弱化干预、放权市场、锚定通胀的全新政策框架，不再刻意维稳市场预期，而是将资产定价权完全交还给市场主体，同时重新将物价稳定置于美联储双重使命的核心位置。

这种政策范式的剧烈转型，放大了 FOMC 委员会内部的观点分歧，导致政策共识度离散度加大。委员会内部彻底形成多阵营对立格局，不再存在统一的政策研判逻辑。7 月会议纪要显示部分委员认为通胀黏性强，需要进一步加息，避免未来被迫更大幅度收紧；部分委员认为金融条件已经被动收紧，可以观望等待更多数据。纪要频繁出现等多阵营表述，而非 “委员会普遍判断”。另外，美联储会议纪要显示，主席沃什提出将 FOMC 每年的政策会议次数从八次减少到六次，旨在可以让两次会议之间积累更多信息，使得政策制定者和工作人员有更多时间研究战略性货币政策问题。

在前瞻性指引开始模糊的背景下，沃什推崇的政策在当前宏观现实下丧失了落地基础，加剧了市场的不确定性。从核心政策组合来看，沃什上台之初主推的“缩表+降息”双向搭配策略。通过持续缩表，修复量化宽松时代遗留的流动性泛滥、市场定价扭曲等历史问题，收紧长端金融条件、抑制资产泡沫；与此同时，依托缩表腾出的政策空间适度下调短期政策利率，对冲经济下行压力，实现长短端利率差异化调控，兼顾去杠杆、稳实体双重目标。而现阶段美国通胀中枢整体偏高，能源价格波动较高，叠加联邦政府巨额财政融资需求持续释放，美债供给压力居高不下，对冲了沃什政策框架的理论。最终使得市场对美联储的政策路径判断失准，难以清晰预判沃什的政策倾向与操作方向，政策预期陷入混乱。

8 月 29 日美联储主席凯文·沃什在怀俄明州杰克逊霍尔演讲全文，我们认为整体鹰派发言，主要回应了对通胀的定调。发布会议之前，市场或主要期待美联储对前瞻性指引、通胀定 义目标、美债波动进行回应。从实际来看，达到了部分效果，具体来看：1）沃什重申， 美联储 2% 的物价稳定目标以个人消费支出（PCE）价格指数为衡量基准，该目标立场 坚定、不会调整。填补了市场认为沃什在前两场新闻发布会中缺失的表态。2）沃什表示， 为了努力衡量基础通胀，把 PCE 价格指标的 199 个单独组成部分拆分开来很有启发性， 部分解决了原来对于“通胀定义范围”的模糊。但是对于前瞻性指引，沃什表示不会根据 陈旧或不准确的数据来制定前瞻性政策，延续了此前不给指引态度。对于经济和资本市场 的表述维持乐观：企业资本开支正在迅速上升，超过一半的资本支出增长可能归因于与 AI 相关的建设；整体股市波动处于相当低的位置；公司债券和杠杆贷款的信用利差接近其 历史区间的低端。

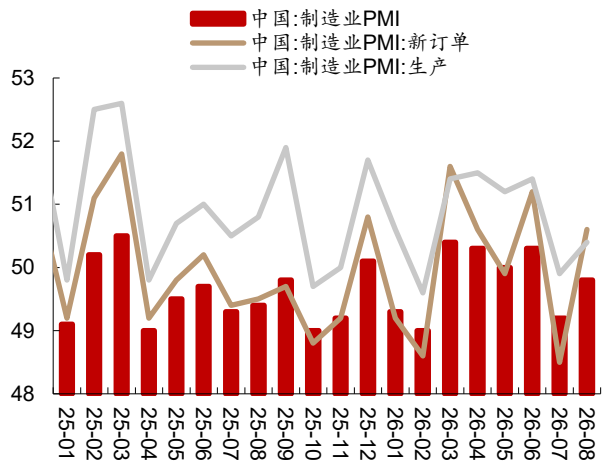
杰克逊霍尔会议过后，市场的焦点或将转向 8 月非农与通胀数据，以此进一步判断 9 月是否会启动加息。若 8 月非农、通胀数据显著低于预期，说明经济降温的信号得到验证，美联储维持按兵不动的概率将会上升；但若非农与通胀整体符合市场预期，通胀粘性尚未出现实质性回落，则本次沃什讲话实际上为 “预防式加息” 打开了窗口。会议收盘时，2 年期、10 年期美债收益率同步上行，30 年期美债收益率也回补此前跌幅，这或反映市场正在上调 9 月加息的定价概率，但在美联储真正落地政策行动之前，市场依旧处于“听其言、观其行” 的观望博弈状态。

下载日志已记录，仅供内部参考

展望后市，本轮美债收益率上行主要由期限溢价驱动，而在中长期维度下，高债务、通胀不确定性等因素，使得期限溢价仍面临下行约束。美国联邦政府债务总规模首次突破 40 万亿美元，市场对财政可持续性与经济风险的担忧持续升温，也持续对长端收益率形成底部支撑。不过短期来看，如果美联储 9 月能够落地杰克逊霍尔会议释放的鹰派立场，兑现偏紧缩的政策信号，短期期限溢价有望得到缓和，收益率曲线陡峭化得到缓解。

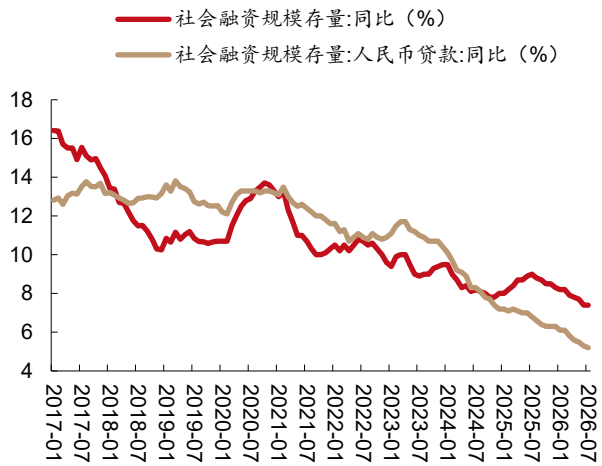
在海外利率整体上行的背景下，我国宏观经济基本面、通胀周期与政策导向均与欧美国家形成明显错位，国内宏观政策始终以稳增长、扩内需、稳预期为核心主线。从通胀维度来看，欧美经济体面临高通胀，而我国处于低通胀运行格局，物价水平整体平稳可控，不存在通胀约束压力，能够保持货币政策灵活度。另外，虽然近期海外资本市场波动加剧，人民币汇率始终保持较强韧性，叠加政府杠杆率仍然处于较低的水平，海外主要风险对我国的溢出效应有限。当前内需不足依旧是我国主要矛盾。数据显示，8 月份制造业采购经理指数(PMI)为 49.8%,比上月上升 0.6 个百分点,景气水平有所回升,但仍位于荣枯线(50%)之下；7 月份人民币贷款余额增速已降至 5.2%，信贷扩张节奏持续走弱，或侧面体现出企业投融资意愿、实体经济信用扩张动力不足。

图 1：8 月中国 PMI 仍然处于荣枯线下方



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：我国人民币贷款社会融资规模同比增速放缓



资料来源：Wind，西部证券研发中心

在货币政策维持适度宽松的同时，财政近期有出现加速落地的迹象。近日召开的中共中央政治局会议指出，宏观政策要发力提效，加快财政支出和债券资金使用进度，有力推进“两重”建设和“两新”工作。8 月 14 日，国家发展改革委部署加快 2026 年新型政策性金融工具投放工作，加大对民间投资项目支持力度。8 月 25 日，国家发展改革委召开“六网协同”协调推进工作会，研究“六张网”投融资机制和支持政策。除此之外，8 月 20 日上海市住建委等六部门联合印发《关于优化本市房地产政策措施的通知》旨在优化公积金提取政策，支持多样化住房需求。整体来看，该政策有望部分对冲经济淡季下行压力，为下半年“金九银十”传统经济旺季蓄力赋能。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、国内政策：稳投资政策密集发力：存量落地提速、增量政策可期

今年前七个月，国内经济在供给与需求两端均承受一定的增长压力。7 月底政治局会议提出“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度”，“宏观政策要发力提效，加快财政支出和债券资金使用进度”。近期国家部委召开的一系列会议也鲜明指向稳增长，其中稳投资的政策尤其密集，预计三四季度投资数据将有所回暖。

1.1 经济数据走弱，《人民日报》发文稳预期

国家统计局数据显示，今年 1-7 月全国固定资产投资（不含农户）260328 亿元，同比下降 6.7%（可比口径），降幅较 1—6 月（-5.7%）扩大 1.0 个百分点。1—7 月社会消费品零售总额 287744 亿元，同比增长 1.2%，较 1—5 月（1.4%）有所放缓。

七月经济数据发布后，8 月 22 日至 8 月 25 日，《人民日报》以“钟才文”笔名连发四篇文章，释放稳增长的积极信号。第四篇文章《推动高质量发展行稳致远》指出：**今年上半年，全国国库日均库款规模相对较大，反映出财政可用资金较多。要加快财政支出和债券资金使用进度，尽快形成实物工作量。**

表 1：近期“钟才文”连发四篇文章

发表时间	文章标题	文章内容
8 月 22 日	《中国经济的韧性与活力》	纵观全局，跳出唯 GDP 框架，看科技创新成色、产业能级、企业活力与风险化解。
8 月 23 日	《中国是世界经济增长的积极贡献者和强大稳定锚》	横向对标全球，回击“中国冲击 2.0”“中国挤压论”等，明确中国为全球产供链稳定锚、创新策源地、第一增长引擎。
8 月 24 日	《上半年经济增长 4.7%说明了什么？》	辩证读数，拆解上半年 GDP 同比 4.7%的“符合预期、有含金量、有韧性、富有后劲”，不回避供强需弱、投资承压。
8 月 25 日	《推动高质量发展行稳致远》	落实 7 月 30 日政治局会议部署，给出下半年发力框架，即宏观政策提效、扩内需、建现代化产业体系、治“内卷式”竞争、稳楼市股市、常态化清欠、推公用事业价改等。

资料来源：人民日报，西部证券研发中心

1.2 多部委密集开会部署稳投资政策

在政治局会议定调稳增长要求后，各部委密集开会部署相关工作， 8 月 17 国务院全体会要求“及时谋划出台务实管用的增量政策”。

1.2.1消费端政策

8 月 18 日，商务部等 9 部门发布 18 条活跃县域消费政策，包括千集万店、品牌下沉、便民圈下乡等。

8 月 21 日国新办“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会上，据财政部副部长廖岷披露，今年以来财政部已下达消费品以旧换新资金 **1875 亿元，**带动相关商品销售额约 1.32

下载日志已记录，仅供内部参考

万亿元，惠及 1.78 亿人次。

8 月 21 日，财政部、人民银行、金融监管总局 8 月 21 日联合印发《关于进一步做好财政金融协同促内需政策有关工作的通知》，自 8 月 1 日起施行。其中个人端政策方面，将信用卡专项分期、消费分期、预借现金分期等新发生各类分期业务纳入个人消费贷款财政贴息范围，年贴息比例 1 个百分点，单人单家经办机构年度累计贴息上限由 3000 元提至 5000 元；机构端方面，中小微企业贷款贴息、服务业经营主体贷款贴息经办机构由原先约 100 家扩至约 400 家。中央财政今年安排 1000 亿元支持该“6 项工具”组合，后续下半年仍会研究加码新举措。

1.2.2投资端政策

投资方面，各类政策与政策部署会议接连不断。

8 月 14 日，发改委工作会议上，安排 2026 年新型政策性金融工具总规模 8000 亿元，补重大项目资本金；8 月定调“抓住三季度施工旺季加快投放”，明确加大对民间投资项目、产业类项目支持，三家政策行分头对接，相关实施方案已印发地方。

8 月 20 日，发改委主任郑栅洁主持召开民营企业座谈会，发改委表示将发挥存量政策效能、及时谋划务实增量、协同推进“十五五”109 项重大工程与“六张网”、完善民企参与国家重大项目长效机制、破除隐性壁垒、扩大场景开放”。

8 月 21 日，财政部相关负责人在国新办发布会表示，截至 7 月底 2026 年新增专项债已发 2.4 万亿（全年 4.4 万亿额度），8000 亿“两重”超长期特别国债已全下达、1.3 万亿整体发行近八成；下半年 2 万多亿专项债以及超长期特别国债待发的安排为历史同期较大，将抓紧指导地方发行、推动项目尽快开工形成实物量。

8 月 21 日，国常会听取新一代通信网建设情况汇报并部署加快加力清理拖欠企业账款——要求用好用足专项债、专项再贷款等工具打通“连环清”、坚决遏制新增拖欠。

8 月 25 日，发改委召开“六网协同”协调会研投融资，专题研究完善水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网“六张网”多元化投融资模式，分类细化财政、金融、投资、价格支持政策，创新工具组合。

8 月 28 日，发改委联合多部门召开全国投资工作推进会，定调“加力加紧稳投资、推动投资止跌回稳”。

1.2.3 房地产政策

8 月，围绕地产的一系列政策相继出台。

8 月《住房公积金管理条例》完成修订。新增装修、物业费提取情形，明确灵活就业人员自愿缴存，功能由“单一贷款”扩为“提取与贷款并重”。此后，北京、上海、成都等多地出台有利于住房公积金灵活取用的政策。

近期，地方政府也相继出台关于购房利息补贴的政策，包括买旧卖新、公积金利息补贴、特定群体补贴等。如上海对于外环外购新建商品住房且 1 年内出售自有住房的，对新增个人住房贷款按贷款金额 1%给予财政贴息，单套最高 5 万元，期限至 2027 年 3 月 31 日。成都则针对购买新建商品住房使用住房公积金贷款的，按首付款 15%部分对应 12 个月利息的 20%补贴、最高 2.5 万元，且绿色建筑一星及以上贷款额度上浮 20%出贷款利息补贴政策。

下载日志已记录，仅供内部参考

在中央层面，8 月 28 日，央行、金融监管总局、住建部、自然资源部、证监会五部门同步出台房地产信贷重构与销售制度改革“组合拳”，包括个贷延至 40 年、开发贷主办银行封闭管理、预售提至封顶、按揭竣工后发放、现房销售分步强制等，这意味着地产政策从松限购提振市场升维到改革制度稳定预期，也践行了此前强调多年的“构建房地产发展新模式”，对楼市的行稳致远起到积极作用。

1.3 政策展望

根据上述政策及有关部门近期相关表态，预计 2026 年 9 月至 12 月的经济政策将遵循“存量政策提速、增量储备可期”的逻辑，即在加快落实已有政策的前提下，视各类因素的综合影响，或随时出台综合性的增量政策。

财政方面，预计会将已有的特别国债、专项债按期发行，三季度集中投放 8000 亿政策性金融工具加速落实，或提前下达 2027 年部分新增地方债。

货币政策方面，8 月 1 日央行下半年工作会议表示将“继续实施好适度宽松的货币政策、适时调整工具、保持流动性充裕”的定调，结合 8 月 21 日财政金融协同促内需升级的发声、8 月 28 日发改委联合多部门召开的投资促进会与当天的地产政策，叠加 9 月中旬美联储 FOMC 会议，今年余下 4 个月货币政策预计仍有宽松的可能性；但考虑到国内商业银行净息差处于历史低位以及美联储可能发生的加息情形等一系列因素，国内货币政策预计将更加强调结构性，财政金融协同发力的重要性进一步显现。

投资方面，“六张网”实施方案与投融资细则预计将进一步明确，109 项重大工程开工范围将更为全面。地产方面，预计将落地 8 月 28 日五部门现房销售与 40 年房贷细则，核心城市限购、普宅标准或再松动、公积金贴息政策将向二线城市扩围。

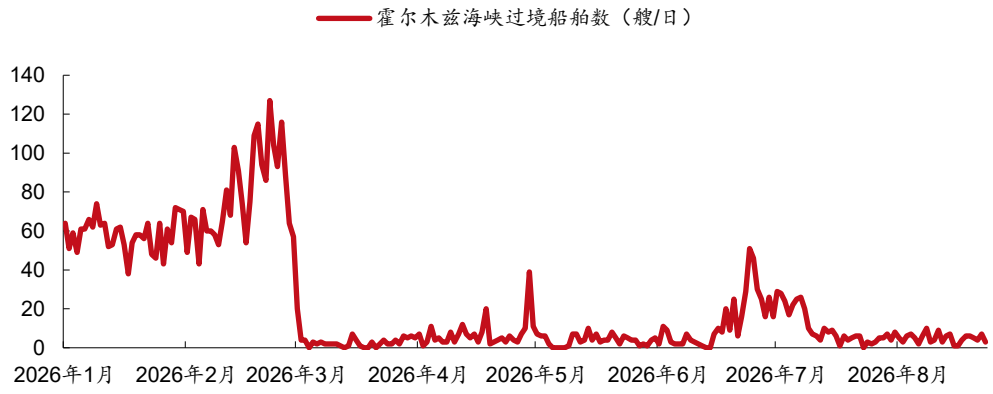
三、海外政策：美伊谅解备忘录到期，地缘政治不确定性仍难以消除

2026 年 8 月 17 日，美伊谅解备忘录（MOU）60 天谈判窗口期限已满。双方未对外宣称延长期限，也未达成新协议。美国当地时间 8 月 17 日，特朗普称美国不寻求延长与伊朗的谅解备忘录，且并未对伊朗设定新的最后期限。美国财长贝森特 8 月 24 日宣称将发起对伊朗“经济孤立”的新一轮制裁措施，以进一步加大对伊朗的施压。

截至 8 月 23 日，霍尔木兹海峡通航状态仍未恢复至冲突前水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：霍尔木兹海峡通航状态仍未恢复至冲突前水平

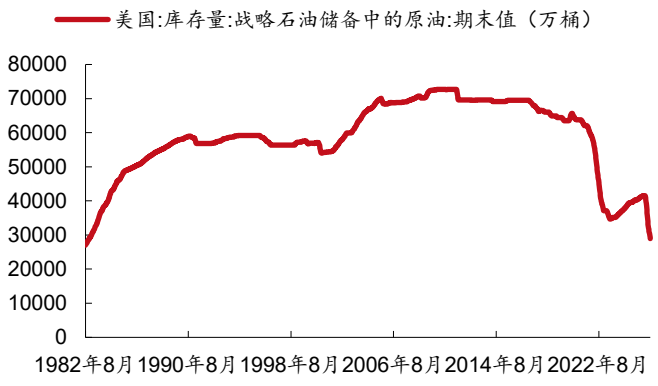


资料来源：Wind，西部证券研发中心

我们认为，对后续局势发展更有决定意义的是双方面临的约束而非双方展示的表态。观察局势发展需区分两类信息：表态和约束。前者是意图的宣示，具有灵活变化的可能性；而后者是能力的边界，必须建立在现实基础上，其改变往往需要较长周期，或以外界变量的变化为前提。后续局势发展会受到表态的影响，但更具决定性作用的仍是现实条件的约束。依据来源不同，约束可分为两个层面——物质层面和制度层面。其中，物质层面的约束主要来源于可量化的资源与能力，如武器弹药、财力等，制度约束主要来源于成文的规则（如选举程序等）或者不成文的规范。

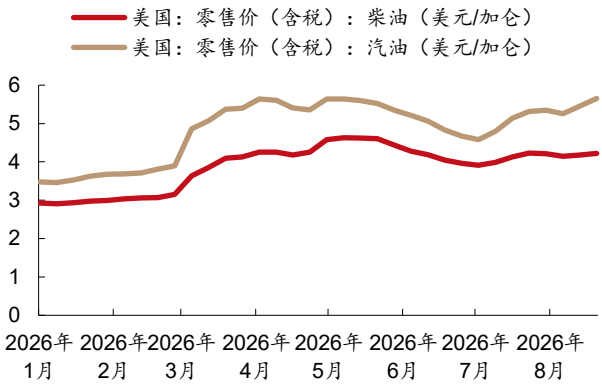
美国和伊朗双方当前均面临物质层面和制度层面的双重约束。物质层面，美国面临的约束是部分武器供应与战略石油储备的持续性问题，美国战略石油储备原油已经从 2026 年 2 月末 3 月初的超过 4.1 亿桶下降至 8 月中下旬的不到 3 亿桶。伊朗面临的约束则是财政压力：石油出口是伊朗政府的重要财政来源，当前出口能力受到美国制裁限制。

图 4：美国战略石油储备降低



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：美国国内汽油和柴油零售价格上涨



资料来源：Wind，西部证券研发中心

制度层面，美国的约束主要是 11 月中期选举。美国国内汽油和柴油零售价格已在 6 月底的基础上再度上涨，通胀压力不排除再度上升的可能性。“高油价→通胀→选情”的传导链，是压低油价的重要政策动机，但该动机能否转化为实质让步，仍受共和党应对选举策略的制约。考虑到冲突延续将导致的经济承压、货币贬值等影响，尽快恢复经济、促进国

下载日志已记录，仅供内部参考

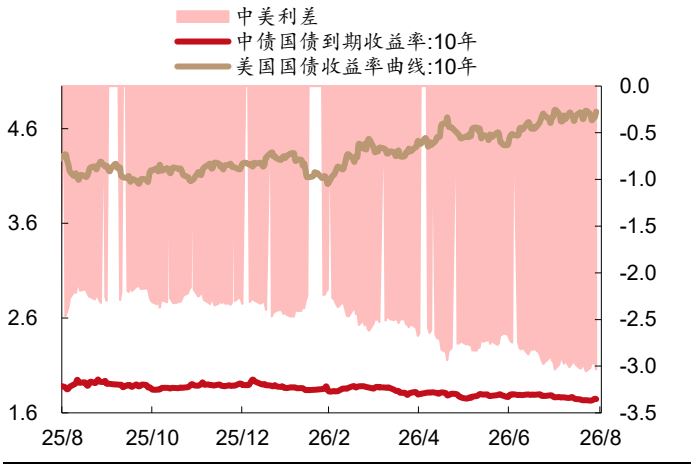
内稳定是伊朗的重要诉求。

上述约束条件为双方保留谈判渠道提供了现实基础。但约束条件转化为美伊双方缓和措施的程度与节奏，仍将受到双方在具体议题上的沟通进程影响。预计短期内霍尔木兹海峡的通航秩序难以实质性恢复，地缘政治不确定性难以消除。

四、固收：九月债市有哪些关注点？

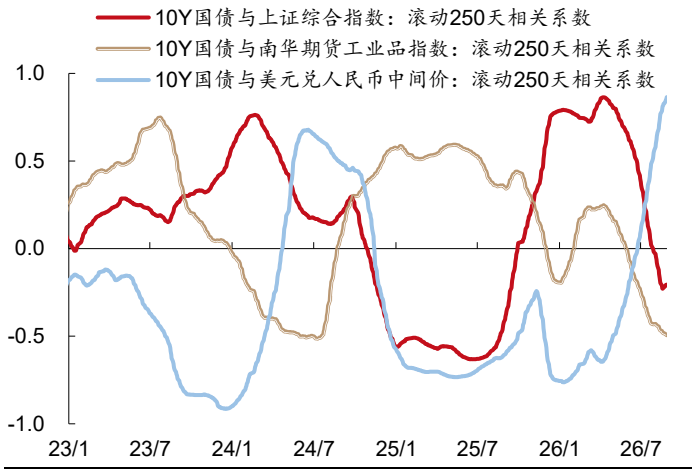
中债定价“以我为主”，外部冲击权重下降。6 月以来，美债收益率曲线整体上移，8 月 10Y 和 30Y 美债利率分别触及 4.7%和 5.3%的高点。德国、日本、英国等主要经济体长端国债收益率跟随美债同步走高，但中国债市走出独立行情。截至 8 月 28 日，中国 10Y 国债收益率震荡下行至 1.70%附近，中美 10Y 国债收益率利差倒挂拉大至 304bp。拉长看，中美 10 年期国债利率过去 5 年、1 年的相关系数分别约为-0.65、-0.84，呈显著负相关而非同向联动，这恰恰印证了中债定价“以我为主”的内核——国内基本面、政策取向与流动性环境才是收益率的主导变量，美债利率更多通过外需、汇率和跨境资金流动等渠道产生边际扰动。此外，中债与很多大类资产的关系也发生了较大变化：其一，中债与人民币汇率转为强正相关，250 天滚动相关系数从 25 年末的-0.8 升至 26 年 8 月末的 0.9；其二，30 年国债与股市的正相关效应减弱并转负，10Y 国债利率与上证综指 250 天滚动相关系数从 25 年末的 0.8 降至 26 年 8 月末的-0.2，这意味着股债正各自交易不同逻辑——股市定价“新经济”的上沿，债市定价“旧经济”的下沿；其三，工业品与利率亦脱钩。当前债市分析更多受财政货币政策预期、资金面与机构行为影响，外部冲击权重下降。

图 6：中美 10Y 国债收益率利差（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 7：股商汇与债市的相关性变动



资料来源：Wind，西部证券研发中心

近期同业存单放量提价，银行主动补负债信号明确。7 月以来，多家银行重启大额存单，以 5 年期等长期限产品为主；与此同时，7-8 月银行同业存单净融资+3610 亿，而历史同期均值-3346 亿，银行主动补负债信号明确。今年大行卖超长债力度强于去年，但性质上或是资负管理而非看空债市。若“银行补负债→指标约束缓释”的链条延续，大行被动卖压将边际收敛。

下载日志已记录，仅供内部参考

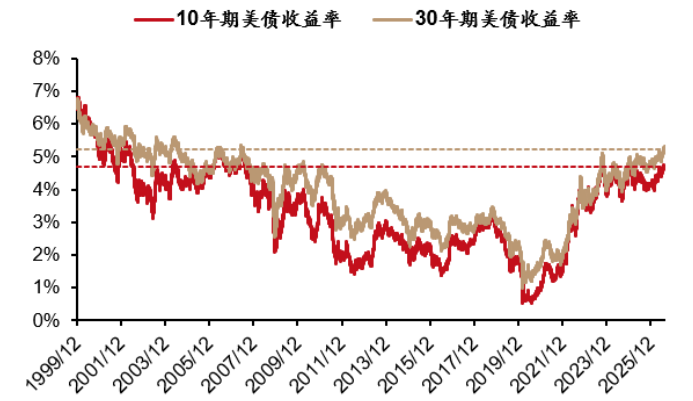
货币宽松取向明确，若总量货币政策工具落地，降准或先于降息落地。9 月 MLF 到期 6000 亿元，叠加政府债缴款高峰和季末考核，地产信贷新政又拉长信贷资产久期，降准置换动机强化。降息则相对靠后，企业贷款利率 3.04%的历史低位叠加净息差压力制约空间，地产政策以延期限而非降利率减轻月供，亦印证护息差取向。宽松预期的反复或构成下一阶段长端收益率波动的主要来源，建议逆向操作、长债把握跌出来的机会，此外关注 5Y 政金债的配置机会（利差较高&摊余债基建仓）。

五、策略：美债风暴来袭，寻找确定性资产

1. 美债高利率有可能加速AI债务泡沫破裂时刻

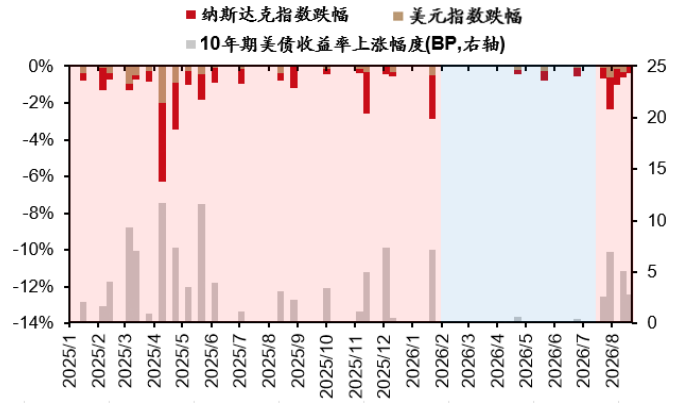
我们在今年 6.22《达摩克里斯之剑》中指出：美伊和平协议或无法缓和美债高利率，全球流动性收紧依然是“达摩克里斯之剑”。既 7 月美债利率冲高、全球科技股调整之后，近期 30 年美债收益率最高达到 5.3%，10 年期美债收益率在 4.7%附近震荡，美国再次出现“股债汇三杀”。

图 8：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 9：7 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

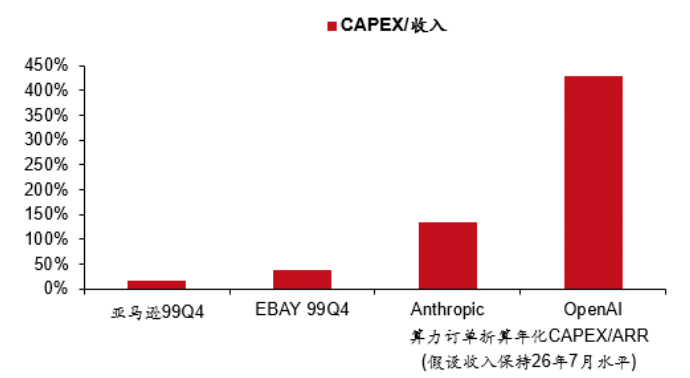
美债高利率有可能加速 AI 债务泡沫破裂时刻。我们在今年 8.17《AI+创新药：“大应用”时代渐近》参考佩雷斯框架将科技革命分为“大基建→大调整→大应用”3 个阶段，本轮 AI 科技革命，在下游应用需求尚未明朗时，美国大厂们进行了大规模 AI 硬件投资，我们判断价格回落、泡沫破裂的“大调整”不可避免。参考科网泡沫时期，泡沫破裂主要源于美债高利率+科网过度投资——

（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%）；

下载日志已记录，仅供内部参考

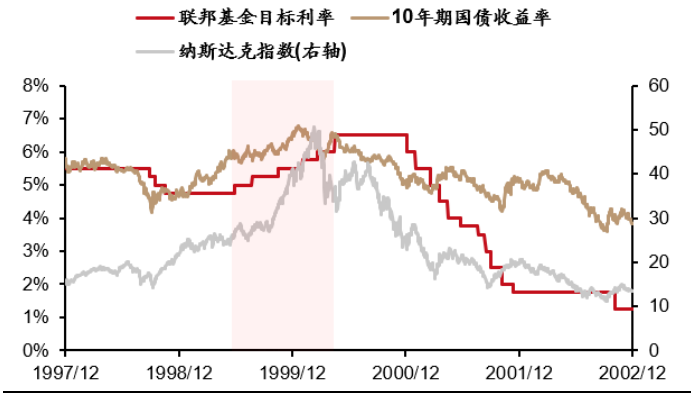
（2）当前美债利率同样处于高位：科网泡沫时期美联储累计加息 175BP，推升美债收益率，刺破泡沫，当前美联储虽然未加息，但如果美债 10 年期利率持续高位，不排除 AI 提前遭遇债务泡沫破裂时刻。

图 10：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 11：科网泡沫时期美联储加息加速泡沫破裂



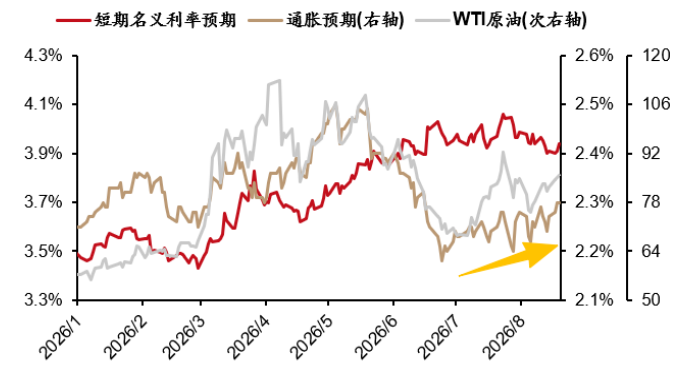
资料来源：Wind，西部证券研发中心

2. 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。

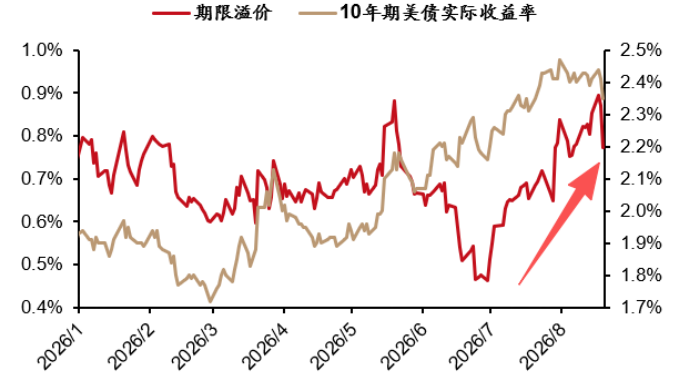
（1）地缘局势的紧张对美债冲击明显：美国与伊朗的 60 天谅解备忘录过期未续，一方面导致油价上升、通胀预期走高，制约了美联储政策宽松预期，另一方面期限溢价走高，体现出投资者对美债信心的下降。我们在今年 3.19《美伊冲突：“石油美元”黄昏》中指出“石油美元”体系是美国通过对石油出口国提供军事保护，换取石油贸易美元结算的地缘秩序，美国军事能力是美债安全性的重要保障，美军面对伊朗表现不及预期，动摇了“石油美元”的基础，削弱全球投资者对美元/美债的信心。

图 12：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 13：美债实际利率维持高位，期限溢价明显抬升

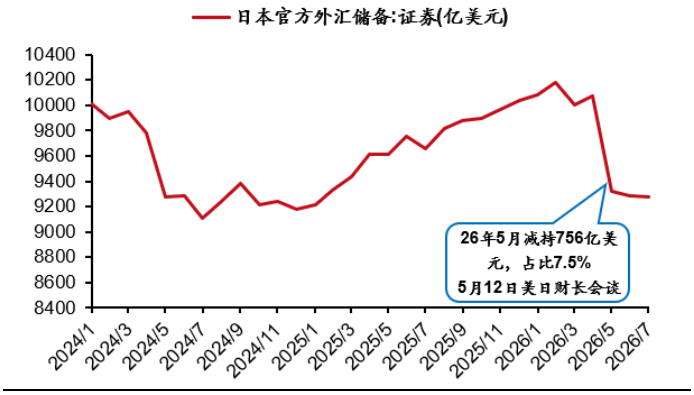


资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

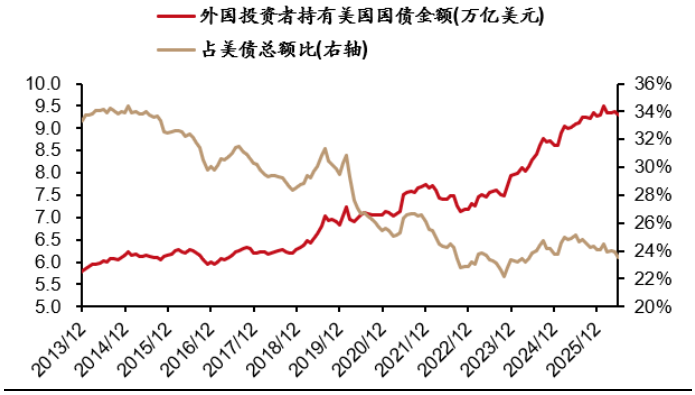
（2）美日联合干预汇率看似缓解了美债抛售风险，但美债变现能力不足导致市场要求更高的收益补偿。美债的强变现能力是各国央行愿意大量持有美元的前提，今年 7 月底美日联合干预汇率后，日本宣布未来将使用 FIMA 工具抵押美债换取美元，给出了美债可能无法自由出售的信号，这会动摇全球央行配置美债的意愿。

图 14：5 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

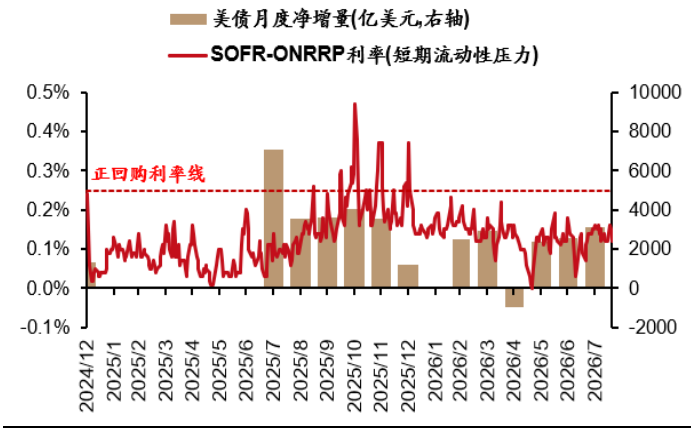
图 15：截至今年 6 月外国投资者持有美债仍有 9.3 万亿美元



资料来源：Wind，西部证券研发中心

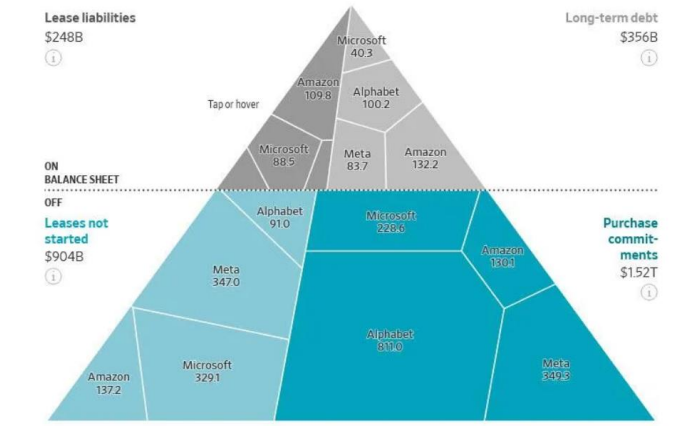
（3）此外，美国当前资金面虽然整体未出现明显压力，但存在收紧预期。一方面，美联储将截至 9 月 14 日的一个月内准备金管理购债 RMP 规模降到 0；另一方面，美国国债仍在以月均超 2000 亿美元的规模扩张，同时 AI 资本开支的潜在融资需求也可能对流动性形成挤占。根据华尔街日报测算，四大云厂商表外的隐性债务（包括未开始租约和采购承诺）达到 2.4 万亿美元，为表内债务（租赁负债和长期债务）的 4 倍，这意味着光看表内债务可能显著低估 AI 融资需求，这些隐性债务需要未来通过股权/债券/私募信贷等方式承接，在资金总量有限的情况下，更多 AI 企业证券吸收了资金，就会挤占美债需求。

图 16：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 17：四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

下载日志已记录，仅供内部参考

3. “强美元叙事”难以维系：加剧美债高利率

美国模型只有在断代领先中国模型时，客户可能才会为北美的高价算力支付溢价。当前中国高性价比模型正在冲击北美的高价算力和高价模型。物理 AI 有望带来全球算力总需求明显扩张，但物理 AI 的使用场景更多出现在中国的工业生产端，中国企业较难让北美模型大规模接入生产流程，这意味着：即便北美物理 AI 断代领先中国，中国企业可能也不会为北美的高价算力支付溢价。因此，AI 投资的主线应该从北美算力链，切换到国产算力链以及 AI 应用端。

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。

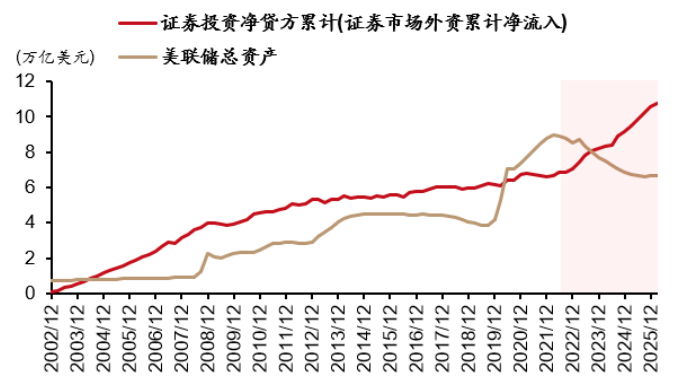
我们在今年 2.3《沃什冲击，结束了吗？》中质疑缩表的可落地性，理由是美国存在流动性压力，反映剩余流动性的隔夜逆回购规模基本归零、准备金规模从充裕水平回落、不断扩大的美债承接需求、时常发生的流动性冲击都是证据。但如果强美元吸引外资流入，有望增加美债等证券的承接能力，对冲美联储缩表影响，类似于 2022 年到 2025 年美联储缩表过程（“美国例外论”）。

图 18：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 19：2022 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。

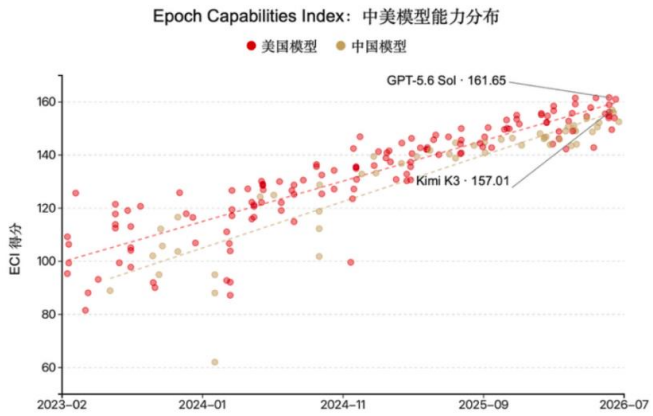
下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：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 21：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

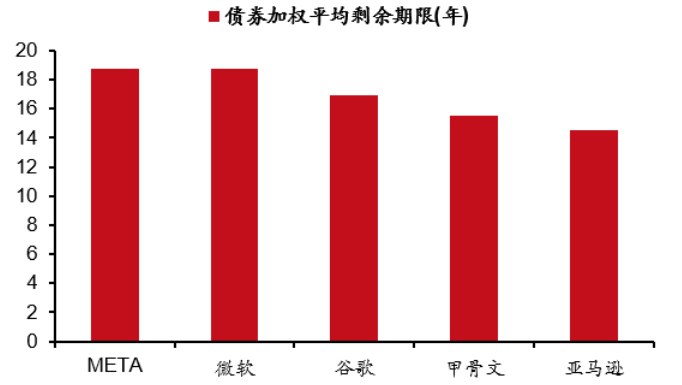
4. 特朗普“不可能三角”回归：美联储可能不得不QE

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。

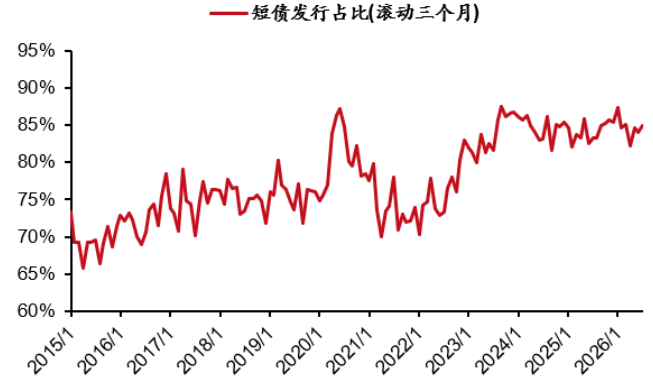
美债下跌会使持有美债的金融机构承受账面浮亏，增加金融系统压力，当前美国科技企业有很强的融资需求，而融资成本对国债利率特别是长期国债利率敏感，美债长端利率走高会冲击 AI 叙事。这也是贝森特需要卖短买长，不能放任曲线陡峭化的重要原因。然而贝森特的调控难以彻底解决问题，当前美债发行结构已经扭曲，过高的短债占比对美联储政策形成制约，并使“不可能三角”更加难解。

图 22：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 23：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

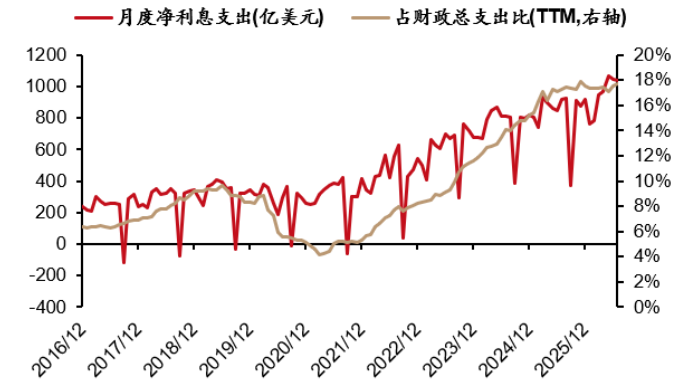
要支撑美债，同时也要迎合中期选举支撑美股，美联储进退两难：（1）加息落地的难度较

下载日志已记录，仅供内部参考

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 24：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 25：2024 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

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——

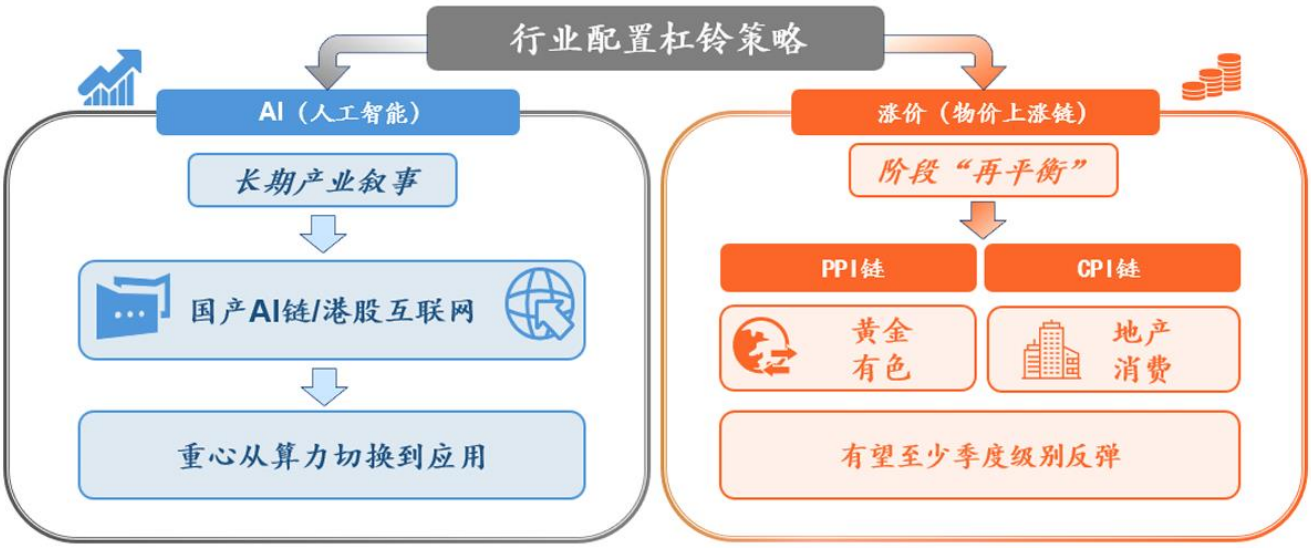
（1）黄金/有色：9 月如果美联储不加息，可能加大市场对美联储控通胀职责的质疑，黄金有望切换回美元信用裂痕定价，金价有望快速修复前高甚至再创新高，有色股估值也将得到修复；

（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。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 26：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

六、金工：情绪指数低位企稳，风险预期缓和但资金面仍偏弱

我们通过多维度指标构建情绪指数衡量市场热度，利用情绪周期逆向布局，力求捕捉市场非理性情绪的低点以获取超额收益。具体而言，根据市场过去一年涨跌幅动态设定情绪阈值，当指数跌破阈值后，待其 20 日均线企稳，发出买入信号；此后一旦情绪出现见顶回落，则视为止盈信号，及时兑现收益。

截至 2026 年 8 月 27 日，情绪指数呈“低位修复、震荡企稳”走势，月内触发一次信号切换。月初，指数延续 7 月末的弱势，于 8 月 3 日降至 25.83%的月内低点，随后震荡回升；8 月 17 日指数升至 43.26%的月内高点，20 日均线逐步企稳，策略随之翻多。此后指数再度回落，25 日至 26 日降至 30%左右，27 日回升至 36.06%，略高于 20 日均线的 35.39%。整体来看，8 月情绪指数已从低位有所修复，策略目前仍处于持仓区间；但指数上行幅度有限，月末仍在低位震荡，后续修复的持续性仍需观察。

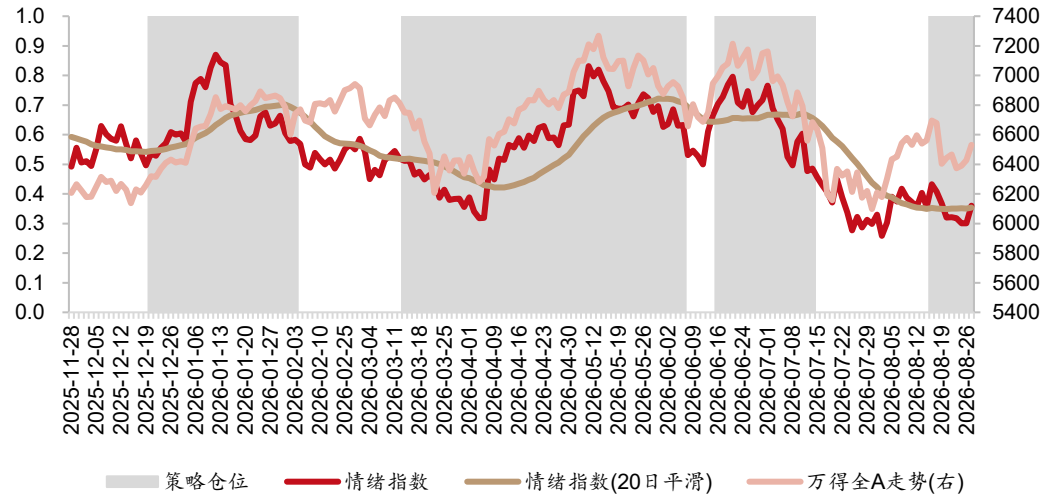
拆解 8 月情绪结构，指数企稳主要由波动率回落、盘面韧性及部分风险偏好指标修复共同推动。8 月上半月，RSI 逐步回升，盘面强弱指标稳定在 80%左右，沪深 300 隐含波动率则明显回落，推动情绪指数由 25%左右修复至 40%以上。融资余额与市场风险偏好在月中也出现阶段性改善，共同促使策略于 17 日重新发出买入信号。下半月，全市场与创业板成交、北向资金成交额再度走弱，融资余额和风险偏好修复趋缓，带动情绪指数重新回落至 30%左右。

不过值得关注的是，8 月情绪修复仍存在一定结构分化。盘面强弱指标月均由 7 月的 71.73%升至 80.67%，沪深 300 隐含波动率月均由 70.73%降至 38.23%，显示赚钱效应相对稳定，市场风险预期明显缓和；但融资余额、全市场及创业板成交、北向资金成交额等资金面指标月均值均低于 7 月，增量资金尚未形成共振。指数修复更多来自波动率下降与盘面结构

下载日志已记录，仅供内部参考

支撑，资金面驱动仍偏弱。后续需重点观察成交与融资能否持续回暖，以及情绪指数能否稳定运行于 20 日均线上方；若资金面同步改善，当前持仓信号有望得到进一步确认。

图 27：情绪指数及策略近期信号（2025.11.28-2026.08.27）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：择时标的是万得全 A，即代表市场整体，1（灰色区域）表示看多信号。

七、金融：稳投资，优结构，促增长，提升资本市场韧性与信心

1. 银行

银行视角解读 8 月国全会：8 月 17 日国务院第十二次全体会议（国全会）召开，前期对政策各项部署转入落地推进阶段，核心要点如下：

1）增量政策角度，会议表述未见升级、与 7 月政治局会议一致，仍强调“充分发挥存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策”，考虑存量施政空间仍存，后续增量政策释放、落地尚待观察。

2）下一阶段施政重心来看，政策发力点或集中在投资领域，会议提出“从头紧抓十五五重大项目落地实施”、“加快落实‘六张网’建设实施方案”、“促进民间投资，对新兴领域、新型基础设施、消费升级等方面投资给予更多支持”，表述措辞相对“紧迫”，或反映决策层对稳投资的决心。宏观指标表现来看，二季度投资总体走弱，或源自一季度节奏前倾、地方在换届及化债约束下项目上马放缓，以及新兴产业项目挤占传统基建空间等因素有关，而目前三季度已过半，全年稳投资窗口期已不足 5 个月，后续相关政策加码及项目落地或进一步提速。

3）其他关注点来看，针对出口，会议强调稳外需、促进贸易平衡，但下半年如油价上涨、能源替代等支撑因素或有所减弱，叠加贸易摩擦升温等，出口增速面临一定下行压力，相关增量缺口或将由投资弥补。针对消费、会议着墨有限，仅提到“协同推动投资于人和促进消费，加大政策资源倾斜”，政策优先级相对靠后。针对房地产，会议并未明确提出政策部署，我们判断只要地产市场不触及金融稳定等系统性风险，下半年相关增量政策空间

下载日志已记录，仅供内部参考

仍较为有限，楼市销售及投资数据变化亦较难撬动政策杠杆，保证安全或为当前地产领域施政的主要目标。

2. 非银

租赁：对于租赁公司而言，若部分资产投放境外，则需要美元负债与之匹配，如航空租赁龙头渤海租赁旗下 Avolon、中银航空租赁、Aercap 以及我国中国船舶租赁，均有大量的美元债务，因而负债端表现与美国长债利率密切相关。美元利率对船舶及航空租赁公司的影响取决于浮息债务占比和债务到期结构，而非政策利率的简单同比例传导。截至 2025 年，BOC Aviation、Avolon、AerCap 与中国船舶租赁四家租赁公司均以固定利率债务为主，占比分别约 72%、60%、75%和 56%；其中 BOCA、AerCap 两年以上到期债务占比分别达 73.4%、69.0%，Avolon 一年内到期占比仅约 7.6%。因此 2026—2027 年三家航空租赁公司平均资金成本预计仍将维持高位，再融资带动的明显下行更可能延后至 2028 年前后。这意味着在长债利率高企阶段，航空租赁龙头负债端相对“钝化”——既难以快速受益于短端降息，也对长端上行具备较强防御性。相比之下，中国船舶租赁一年内到期债务占比较高，并通过人民币融资置换部分美元债务，名义融资成本下降相对更快，但同时增加债务续作及汇率错配风险。整体来看，高利率环境下，融资渠道、信用评级、期限管理与利率汇率对冲能力将成为租赁公司盈利分化的主要变量。

香港交易所：港交所保证金及结算所基金、公司资金等客户与自有资产主要以低风险方式投资于债券与存款，其投资收益本质上与港元及美债、美元利率挂钩，因此美国长债利率高企对其投资收益构成直接支撑变量。但另一方面，港交所业绩主要由交投驱动，高利率抬升港股资产折现率，可能压制海外资金风险偏好与港股估值，并传导至成交活跃度与 IPO 融资需求，进而影响交易及上市相关收入。中长期来看，公司业绩与估值弹性仍主要取决于港股成交与 IPO 市场活跃度，随着未来国内稳增长政策持续落地、资本市场流动性改善、互联互通持续扩张，有望对冲外部利率高企带来的估值压力。

期货公司：美元长端利率高企通过资金成本、客户交易需求和保证金利息收入三条路径影响期货行业。一方面，高美元利率有利于境外期货子公司客户保证金及自有资金的利息收入，但同时抬升跨境融资成本，并可能抑制部分杠杆交易需求；另一方面，利率、汇率及大宗商品价格波动加大，将提升产业客户套期保值和跨市场风险管理需求，带动经纪、清算及风险管理业务扩容。以南华期货为例，其境外经营主体横华国际净利润已占公司整体约 95%，2025 年境外利息净收入 4.19 亿元，占境外金融服务收入的 55%，是境外收入第一大来源。后续若美债利率逐步回落，境外利息收入可能边际承压，但风险偏好和交易活跃度改善也有望带动手续费收入增长。

此外，参考我们对海外期货公司的研究，成熟的综合衍生品中介机构并不依赖单一利息收入。StoneX、Marex 等海外同业在客户保证金生息之外，已通过清算、经纪、场外风险管理、做市及融资服务等业务构建多元收入结构。对南华期货而言，美国长债利率高位带来的保证金收益是阶段性业绩支撑，中长期增长则取决于境外客户权益的持续沉淀，以及全球清算网络、产业客户服务能力和非利息收入的扩张。

下载日志已记录，仅供内部参考

八、风险提示

经济复苏不及预期，国内政策不及预期。

地缘政治风险加剧，油价居高不下。

美债利率居高不下，对全球资产市场形成超预期扰动。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。