下载日志已记录，仅供内部参考

鹰派表态之外

策略周末谈（0830）

证券研究报告

2026 年 08 月 31 日

分析师

曹柳龙 S0800525010001

13817664054

caoliulong@research.xbmail.com.cn

徐嘉奇 S0800525030002

13207572120

xujiaqi@research.xbmail.com.cn

联系人

缪一宁

19921876895

miaoyining@research.xbmail.com.cn

- **核心结论**

2023 年开始，可以通过美元指数观察“去美元化”的通道

“去美元化”是长期趋势，但由于 2022 年底市场开始交易暂停加息，我们从这个时间开始可以通过美元指数这一代理指标观察这一过程。经验显示：每当美元指数运行到了通道上沿，市场往往会在事件推动下推动一次“去美元化交易”。

我们认为：这一轮“去美元化”的交易仍然尚处半途，26.9.16 的下一次 FOMC 会议可能就是“去美元化”交易再次触发的窗口。

Fed put 和 Trump put 之后，市场迎来 Treasury Put

长端美债利率暴露出了市场对长期通胀的担忧和美国债务结构的不信任。面对这一结果，扭曲发债结构成为了天然的选择。贝森特选择于 26 年 9 月 9 日开启长期国债回购，并暗示可能动用万亿美元规模的 TGA 账户。这种隐性的财政承诺可以理解为“Treasury Put”，即在长端利率达到高位后就可以预期政府的购买。

潜在的银行改革：“缩表”反而可能带来宽松

沃什刚刚试探“暂停扩表”，美债利率就开始抬升，这意味着想要实现“缩表”，需要先为美债寻找新的需求。目前看，最合适的新增买家可能是美国的银行。

对银行监管的放松并非猜想。贝森特和鲍曼在今年 3 月都有公开演讲提及放松银行监管的框架。同时，联储理事米兰还专门撰写了文章详述这一框架。其核心是通过放松对银行的监管减少银行在联储的准备金要求。这一看似紧缩的操作，实际上完成了整个银行体系内的资产负债表扩张。

这可能是市场对联储本轮缩表的误解：看似为了紧缩，实则利用银行体系吸纳国债风险，成为国债的新增买家，反而实现了更大程度上的宽松。

走向 1979:难以避免的“二次通胀”

在债务周期尾声，财政和货币的双宽松是维持系统稳定的大前提。即便加息也往往落后于曲线。在本轮中期选举前，一方面沃什的五个工作小组的研究尚未结束（预计 11 月结束），加息缺乏研究理论的指引，另一方面特朗普为保证选举顺利，也不会放任联储加息。从这一点看，沃什和 1979 年的米勒具备相似性，支撑商品市场上行的宏观流动性基础也仍旧坚实。

配置建议：商品牛市仍在演绎，战略看多港股互联网

（1）国产算力链条（国产芯片/半导体设备/港股互联网）；

（2）把握 PPI 涨价链（有色/煤炭/石油/化工/新能源），耐心等待资产负债表修复驱动的 CPI 涨价链（地产/白酒等）。

风险提示：国际局势变化风险，美债利率超预期上行，产业政策变化风险等。

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

引言 3
一、 2023 年开始的“去美元化”通道 3
二、 Fed put 和 Trump put 之后，市场迎来 Treasury Put 4
三、 潜在的银行改革：“缩表”反而可能带来宽松 4
四、走向 1979:难以避免的“二次通胀” 7
五、配置建议：商品牛市仍在演绎，战略看多港股互联网 8
六、市场复盘及展望 9
七、 风险提示 16

图表目录

图 1：2023 年开始的“去美元化”通道 3
图 2：2023 年后财政部发债结构中短债占比明显增加 4
图 3：贝森特在上任前曾对耶伦的发债结构有过批评 4
图 4：美债的持有人结构中联储和外国投资者的比例均在下降 5
图 5：米兰提议的缩表+放松银行监管，完成缩表的同时，带动银行业资产负债表扩张 6
图 6：通胀启动后，联邦基金利率也始终落后于曲线 7
图 7：美国通胀正重演 70 年代的节奏 7
图 8：目前的财政赤字水平远超 1970 年代 7
图 9：市场复盘 15
图 10：市场展望 15

表 1：市场回顾 10
表 2：本周估值概览 12
表 3：经济数据 13

下载日志已记录，仅供内部参考

引言

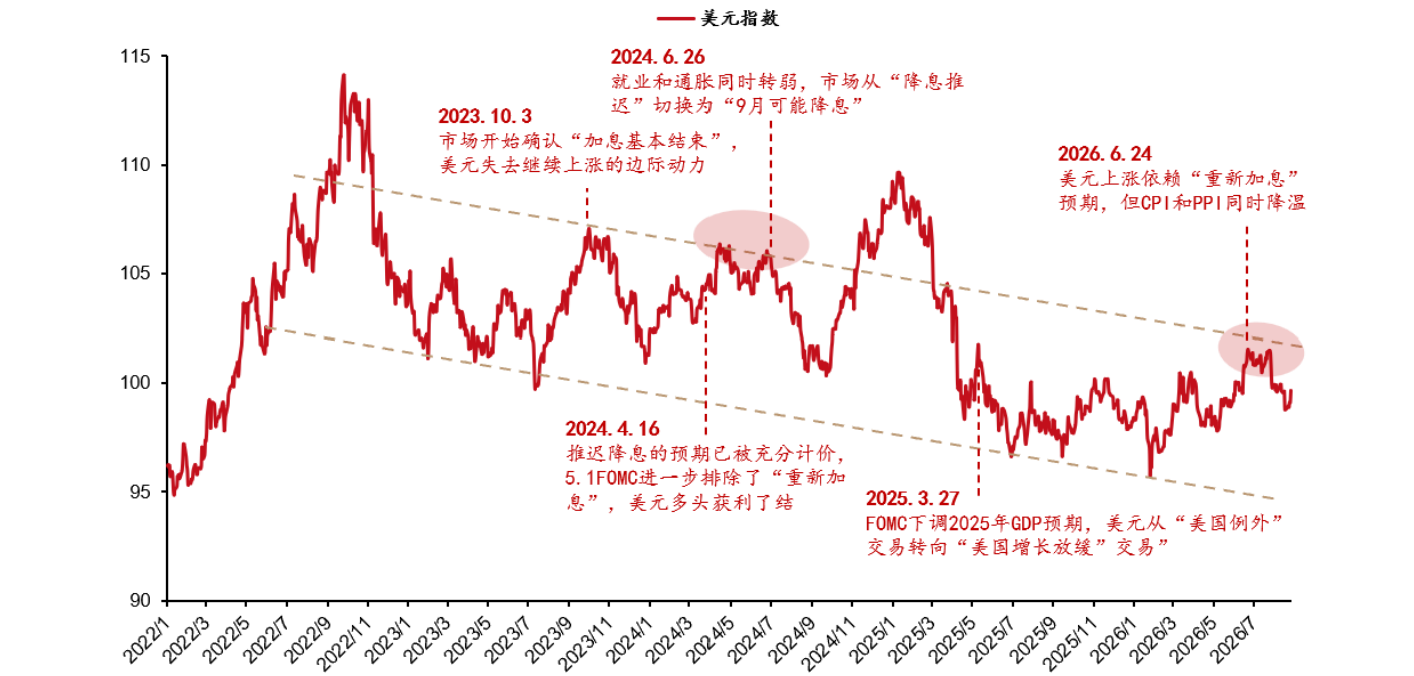
康波萧条期尾声，主导国不可避免的债务扩张成为了流动性紧缩的最大掣肘。贝森特在上任前曾批评耶伦的扭曲发债结构，但上任后却延续了相同进程。同样，沃什和鲍威尔的货币政策可能没有本质上的不同。在美国赤字持续扩张与落后的紧缩节奏的支撑下，大宗商品超级周期仍在稳步推进中。

一、2023年开始的“去美元化”通道

“去美元化”是长期趋势，但由于 2022 年底市场开始交易暂停加息，我们从这个时间开始可以通过美元指数这一代理指标观察这一过程——从 2022 年底开始，在美元指数上就可以观察到一个清晰的“去美元化”的通道。由于“去美元化”本身是缓慢推进的过程，因而不是所有时间市场都会选择做“去美元化交易”，大多时候这一过程会在美元偏贵的时候发生——每当美元指数运行到通道上沿附近，都会在外生事件推动下完成一轮“去美元化交易”。

2024 年 11 月是一次例外，但当时的情况略微特殊：特朗普胜选后陆续宣布对全球各国加征关税，各国汇率应声下跌，美元走强并突破通道，但随后在 25 年初快速下跌。美元指数并不足以概括“去美元化”的完整过程，但通过观察其变化有助于我们理解“去美元化交易”。**我们认为：这一轮“去美元化”的交易仍然尚处半途，在短暂反弹后，26.9.16 的下一次 FOMC 会议可能是下一轮“去美元化”交易启动的窗口。**

图 1：2023 年开始的“去美元化”通道



资料来源：Wind，西部证券研发中心

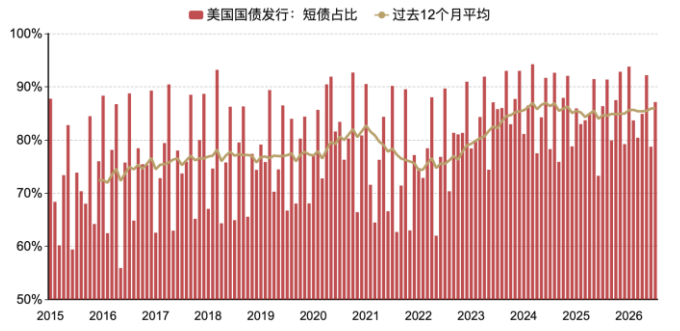
下载日志已记录，仅供内部参考

二、 Fed put和Trump put之后，市场迎来Treasury Put

长端美债利率暴露出了市场对长期通胀的担忧和美国债务结构的不信任，这暴露了市场对底层的来自旧周期的资产供给的增长的担忧。这种担忧一方面来自于逆全球化带来的供应链断裂，一方面来自于旧技术周期充分渗透，从而产生的天然的生产瓶颈。

长短端利差的走阔是自然而然的结果，面对这一结果，扭曲发债结构是天然的选择。2023 年之后，耶伦开始增加短债发行的比例，有意地下调长债的发行比例。这一点在贝森特就任财政部长前对其就有过多次的批评。但个人意志终究不改变历史趋势，因而贝森特上台后仍旧不得不选择继续维持类似的发债结构，并在这一轮长端利率上行后选择于 26 年 9 月 9 日开启长期国债回购。这在耶伦扭曲发债结构的基础上，又向前了一步。这种隐性的财政承诺可以理解为一次“Treasury Put”，即在长端利率达到高位后就可以预期政府的自发购买。

图 2：2023 年后财政部发债结构中短债占比明显增加



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：贝森特在上任前曾对耶伦的发债结构有过批评

日期	来源	贝森特原文
2024-01-31	Key Square Capital Management LLC投资者信（贝森特署名）	“不过，从中期来看，我们认为这是一种有风险的策略，而且会带来显著成本。”
2024-06-06	曼哈顿研究所演讲《拜登经济学的谬误：回归中央计划》	“耶伦部长为了在大选前刺激市场，已经偏离了关于美国国债发行结构的规范。”
2024-05-13	斯科特·贝森特：全球宏观老将谈未来之路	“耶伦部长正在收益率曲线的前端融资，因此每100天，我们就会因为旧的低成本债务到期、换成新的5%债务，而增加1500亿美元赤字。”

资料来源：Keysquare，Manhattan Institute，the matic investors，西部证券研发中心

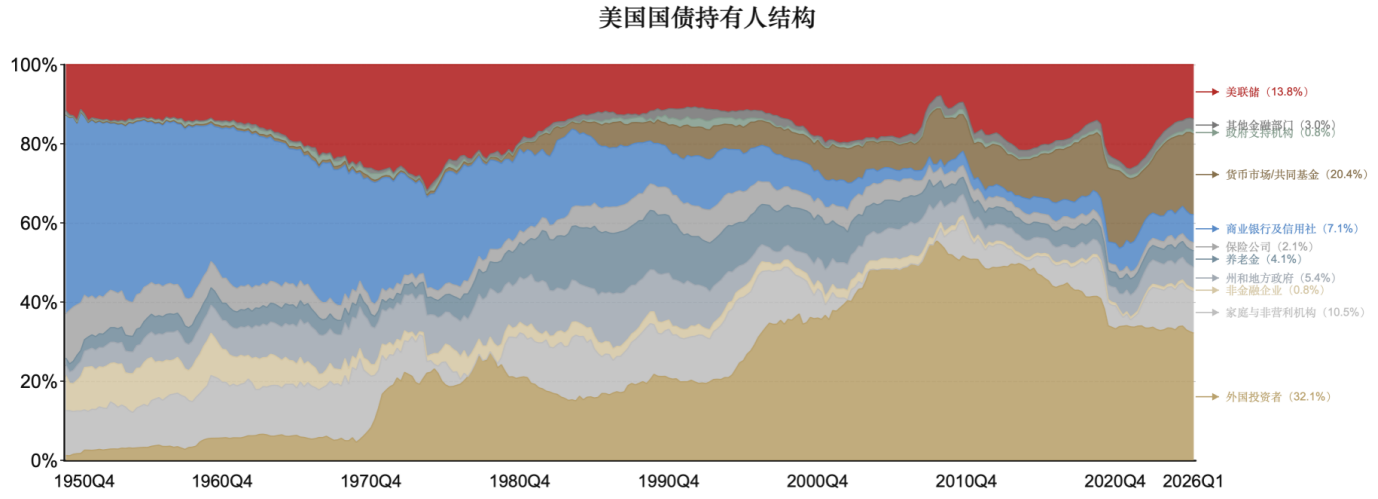
三、 潜在的银行改革：“缩表”反而可能带来宽松

沃什刚刚试探“暂停扩表”，美债利率就开始抬升，这意味着想要实现“缩表”，需要先为美债找好新增需求。从今年 8 月 14 日开始至 9 月 14 日，联储 RMP 操作暂停（去年 12 月启动至今），这意味着联储试探性地“暂停扩表”，但美债利率的问题也随机暴露出来。拉长时间来看，在债务周期的尾端，主导国债务供给增加且需求逐渐下降是无法避免的事实。从 2012 年开始，全球就进入到了一个外国投资者持有美债的占比逐渐下降的通道当中。如果联储希望推进缩表，首要前提是推动美国国内投资者，尤其是银行对国债的承接。

下载日志已记录，仅供内部参考

目前看，最合适的新需求方可能是美国的银行。货币市场和公募基金对美债的购买已经有了大幅增长，但受限于监管限制，银行对国债的购买增幅更小，这可能是下一步联储放松监管的方向，且很可能会配合缩表同步进行。

图 4：美债的持有人结构中联储和外国投资者的比例均在下降



资料来源：Wind，西部证券研发中心

对银行监管的放松并非猜想。在今年 3 月 3 日，贝森特发表演讲，明确要求流动性规则应当认可基于预置抵押品在美联储贴现窗口及 FHLBs 的借款能力。同一天，美联储负责监管事务的副主席鲍曼也发表了关于银行流动性框架的演讲，呼应了贝森特关于认可贴现窗口借款能力的明确呼吁。改革流动性监管对银行意味着在有形流动性上施加更大的杠杆。

同时这一理论框架在联储理事米兰在 26 年 3 月《A User's Guide to Reducing the Fed's Balance Sheet》的文章中有过详述——他提出了一个联储缩表的框架，核心是通过放松对银行的监管，减少银行在联储的准备金要求。这样一来，联储减少了银行的准备金，同时减少了对国债的购买，实现了缩表。同时银行由于准备金要求比例下降，释放出了更多的流动性，且在货币乘数的推动下，这一看似紧缩的操作，实际上完成了整个银行体系内的资产负债表扩张。

这可能是市场对联储本轮缩表的误解：看似为了紧缩，实则利用银行体系吸纳国债风险，成为国债的新增买家，反而实现了更大程度上的宽松。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：米兰提议的缩表+放松银行监管，完成缩表的同时，带动银行业资产负债表扩张

Stephen Miran 联储缩表提议详解 (FEDS 2026-019)			
核心提议			
改革对象	**流动性覆盖率(LCR)监管规则**	**具体措施**	允许银行将预置在贴现窗口的抵押品计入高质量流动性资产(HQLA)
		理论基础	**储备金需求由监管环境决定(Regulatory Dominance)**
核心逻辑与机制			
当前问题	LCR强制银行持有大量低收益储备金，而非高收益国债		
改革效应	①降低监管性储备金需求 ②用国债替代储备金满足LCR ③释放配置空间提升收益率 ④允许美联储缩表		
实际效应	**表面缩表，实则激活信贷创造能力，构成了银行体系的资产负债表扩张**		
测算结果			
缩表空间	**1.2万亿 - 2.1万亿美元**	**目标水平**	美联储表占GDP约18%
测算过程与实施考虑			
测算方法	①评估可质押证券规模 ②计算LCR约束的储备金需求 ③估算需求下降幅度 ④考虑haircut后的释放空间	**实施时间**	至少需要1年以上准备，可能数年

资料来源：《A User's Guide to Reducing the Fed's Balance Sheet》，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

四、走向1979:难以避免的“二次通胀”

在债务总量的制约下，联储的紧缩大概率“behind the curve”。在债务周期尾声，财政和货币的双宽松是维持系统稳定的大前提。即便加息，也往往是落后于曲线的加息。参考 1979 年，面对二次通胀，联储同样选择加息，但加息节奏明显慢于通胀节奏。这最终难以遏制二次通胀，并最终导致了通胀快速飙涨。

图 6：通胀启动后，联邦基金利率也始终落后于曲线



资料来源：Wind，西部证券研发中心

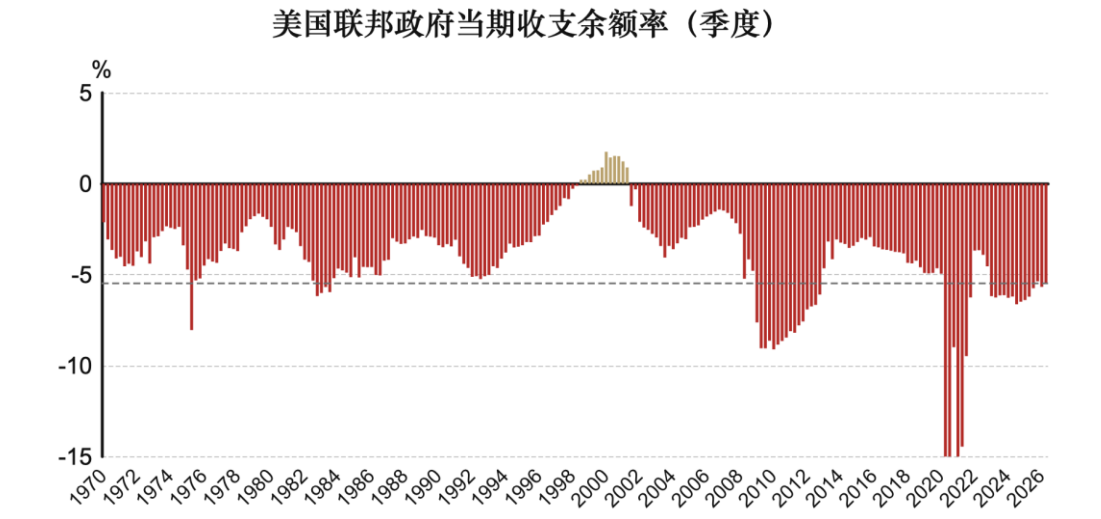
图 7：美国通胀正重演 70 年代的节奏



资料来源：Wind，西部证券研发中心

在二次通胀明确启动前，沃什很可能维持“明鹰实鸽”。1979 年中期选举前，市场批评了卡特管理经济的能力，并质疑了米勒“对总统维持低利率的愿望过于顺从”。在本轮中期选举前，一方面沃什的五个工作小组的研究尚未结束（预计 11 月结束），加息缺乏研究理论的指引，另一方面特朗普为保证选举顺利，也不会放任联储加息。从这一点看，我们认为沃什和 1979 年的米勒具备相似性，更何况沃什还有进一步放松银行监管的可能性。

图 8：目前的财政赤字水平远超 1970 年代



资料来源：FRED，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

五、配置建议：商品牛市仍在演绎，战略看多港股互联网

“去美元化”交易尚处半途，大宗商品超级周期仍在演绎。在债务周期尾声，经济对赤字的依赖具备强黏性，而赤字对通胀的以来同样具备黏性。我们仍旧走在重演 70 年代后期叙事的路上，建议持续重视商品超级周期，继续维持对港股互联网的战略配置——

（1）国产算力链条（**国产芯片/半导体设备/港股互联网**）；

（2）PPI 涨价或终将传导到 CPI，价值投资者既要把握 PPI 涨价链（**有色/煤炭/石油/化工/新能源**），可能也要耐心等待下半年资产负债表修复驱动的 CPI 涨价链（**地产/白酒等**）。

下载日志已记录，仅供内部参考

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 本周上涨 0.89%，上证指数本周上涨 1.20%，沪深 300 本周下跌 0.21%，中证 500 本周上涨 0.52%，创业板指本周下跌 3.42%，科创 50 本周上涨 0.52%。

各类市场风格中，大盘价值本周上涨 1.08%，大盘成长本周下跌 1.65%，小盘价值本周上涨 1.53%，小盘成长本周下跌 0.28%。

大类行业中，中游材料与资源类本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 3.02%、2.31%，中游制造与 TMT 本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-0.46%、0.21%。

一级行业中，本周涨跌幅前三行业为农林牧渔、煤炭、非银金融，涨跌幅分别为 6.46%、5.13%、3.94%；本周涨跌幅后三行业为通信、电力设备、医药生物，涨跌幅分别为-3.13%、-2.87%、-1.43%。

本周境外市场多数上涨，其中标普 500 上涨 0.49%、恒生指数下跌 1.63%。

大宗商品原油与贵金属齐跌，其中布油下跌 4.73%、COMEX 黄金下跌 3.77%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 1.69%，较上周上升 1.10 个 BP。

下载日志已记录，仅供内部参考

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	-1.02%	0.89%	0.88%	0.00%	标普500	-1.43%	0.49%
上证指数	-0.56%	1.20%	-0.42%	-1.30%	道琼斯工业指数	-0.85%	0.53%
沪深300	-1.01%	-0.21%	-0.45%	-1.33%	恒生指数	3.55%	-1.63%
中证500	-1.70%	0.52%	5.76%	4.88%	英国富时100	0.62%	0.07%
创业板指	-2.23%	-3.42%	6.91%	6.03%	德国DAX	-1.15%	1.66%
科创50	-3.73%	0.52%	23.65%	22.77%	日经225	-3.93%	0.59%
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	1.53%	1.08%	-5.76%	-6.64%	美元指数	99.68	0.86%
大盘成长	-1.61%	-1.65%	0.28%	-0.60%	美元兑人民币	6.72	0.00%
小盘价值	-0.02%	1.53%	-0.70%	-1.58%	港元兑人民币	0.86	0.02%
小盘成长	-0.53%	-0.28%	5.52%	4.64%	英镑兑人民币	9.13	-0.46%
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	7.82	-0.55%
周期类	-0.17%	1.20%	0.45%	-0.43%	100日元兑人民币	4.21	-0.58%
资源类	3.14%	2.31%	11.43%	10.55%	主要利率	最新值	周度环比变化
中游材料	-0.83%	3.02%	3.78%	2.90%	中国十年期国债收益率	1.69%	1.10BP
中游制造	-2.01%	-0.46%	-6.27%	-7.15%	中国一年期国债收益率	1.21%	1.04BP
大消费	-1.75%	0.69%	-11.28%	-12.16%	期限利差（10Y-1Y）	0.48%	0.06BP
可选消费	-0.95%	1.33%	-14.47%	-15.35%	R007	1.41%	-3.43BP
必需消费	-2.26%	0.28%	-9.09%	-9.97%	DR007	1.39%	-4.55BP
金融服务	1.89%	1.74%	-4.52%	-5.40%	7天逆回购利率	1.40%	0BP
服务业	0.43%	1.52%	-4.70%	-5.58%	美国十年期国债收益率	4.73%	-1.00BP
TMT	-3.19%	0.21%	18.84%	17.96%	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	5.74%	-4.73%
农林牧渔	1.29%	6.46%	-12.52%	-13.40%	WTI原油	5.15%	-4.16%
煤炭	1.93%	5.13%	27.40%	26.52%	COMEX黄金	5.05%	-3.77%
非银金融	-0.70%	3.94%	-12.91%	-13.79%	COMEX白银	5.99%	-3.51%
医药生物	-2.38%	-1.43%	-2.24%	-3.12%	LME铜	0.09%	0.70%
电力设备	-1.70%	-2.87%	-8.94%	-9.82%	LME铝	-0.08%	-0.02%
通信	-1.39%	-3.13%	30.20%	29.32%	上期所螺纹钢	0.66%	2.44%

资料来源：Choice，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

从静态估值的角度看：

（1）A 股总体 PE（TTM）从上周的 21.79 倍降至本周的 21.18 倍，PB（LF）从上周的 1.78 倍维持在本周的 1.78 倍；A 股非金融 PE（TTM）从上周的 37.36 倍降至本周的 36.86 倍，PB（LF）从上周的 2.50 倍降至 2.49 倍；

（2）创业板 PE（TTM）从上周的 63.55 倍降至本周的 61.37 倍，PB（LF）从上周的 4.44 倍降至本周的 4.33 倍；科创板 PE（TTM）从上周的 165.94 倍降至本周的 140.36 倍，PB（LF）从上周的 6.13 倍降至本周的 5.98 倍；

（3）创业板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从上周的 4.56 降至本周的 4.53，相对 PB（LF）从上周的 3.14 降至本周的 3.06；科创板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从上周的 11.18 降至本周的 10.35，相对 PB（LF）从上周的 4.34 降至本周的 4.22；

（4）A 股总体总市值本周上升 0.94%；A 股非金融总市值本周上升 0.76%；

（5）A 股非金融 ERP 从上周的 0.99%升至本周的 1.02%，股债收益差从上周的-0.07%走阔至本周的-0.09%。

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 14.29 倍升至本周的 14.39 倍；A 股非金融重点公司全动态 PE 从上周的 20.16 倍升至本周的 20.27 倍；

（2）创业板重点公司全动态 PE 从上周的 28.17 倍降至本周的 27.55 倍；科创板重点公司全动态 PE 从上周的 72.79 倍降至本周的 69.81 倍；

（3）创业板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 2.29 降至本周的 2.23；科创板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 5.93 降至本周的 5.65；

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

下载日志已记录，仅供内部参考

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	0.94%		A股总体剔除金融服务业	0.76%				
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	21.18	83.5%	-0.61	1.78	47.5%	0.00	14.39	76.8%	0.10
	A股非金融	36.86	80.5%	-0.50	2.49	58.0%	-0.01	20.27	72.3%	0.11
	沪深300	13.53	73.0%	-0.41	1.42	35.0%	0.00	12.36	77.3%	0.08
	创业板	61.37	51.0%	-2.18	4.33	53.5%	-0.12	27.55	30.1%	-0.62
	科创板	140.06	78.8%	-15.87	5.98	71.3%	-0.15	69.81	77.2%	-2.97
大类板块	周期类	30.22	79.0%	-0.35	1.93	57.5%	0.01	15.69	65.3%	0.20
	资源类	16.88	47.5%	-0.99	1.99	82.5%	0.01	12.40	40.2%	0.30
	中游材料	41.69	80.0%	-0.13	1.87	50.0%	0.04	16.38	66.3%	0.07
	中游制造	43.81	89.5%	1.89	2.32	45.0%	-0.03	19.76	68.3%	0.09
	大消费	56.50	99.0%	3.13	2.33	6.0%	0.01	20.59	65.3%	0.40
	可选消费	108.26	98.5%	7.53	1.91	22.5%	0.02	17.89	91.9%	0.43
	必需消费	43.15	78.0%	2.14	2.71	3.5%	0.00	22.64	34.6%	0.37
	金融服务	7.40	35.0%	-0.27	0.79	19.0%	0.01	7.30	52.7%	0.09
	服务业	12.27	52.5%	-0.34	1.07	13.5%	0.01	9.66	54.2%	0.12
	TMT	56.24	64.0%	-4.54	4.38	87.5%	-0.07	35.09	83.4%	-0.69
本周涨幅靠前的一级行业	农林牧渔	-150.82	-	-505.48	2.38	5.5%	0.17	43.08	93.4%	14.45
	煤炭	20.43	86.0%	-0.85	1.81	80.5%	0.05	15.03	80.4%	0.72
	非银金融	8.18	0.5%	-1.30	1.24	8.5%	0.02	8.09	1.0%	0.18
	商贸零售	-33.83	-	-1.41	1.62	10.0%	0.05	20.16	31.1%	1.08
	基础化工	32.72	46.5%	-1.68	2.35	43.5%	0.05	15.72	42.7%	0.46
本周涨幅靠后的一级行业	银行	7.09	78.0%	0.02	0.68	28.0%	0.01	7.05	81.4%	0.06
	综合	-65.78	-	22.29	2.75	69.0%	-0.02	50.85	86.4%	-2.97
	医药生物	45.28	0.73	-1.71	2.79	9.0%	-0.07	27.62	32.1%	-1.23
	电力设备	48.09	57.0%	-0.42	2.93	45.5%	-0.10	22.53	47.2%	0.05
	通信	31.83	26.0%	-2.15	2.84	75.0%	-0.05	23.71	44.7%	-0.58
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	2.71%	20.0%	0.04%	ERP	1.02%	64.0%	0.02%		
	股息率	1.61%	59.0%	-0.01%	股债收益差	-0.09%	94.0%	-0.02%		
1.69%	全动态PE倒数	4.93%	29.0%	-0.03%	全动态ERP	3.24%	40.4%	-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

下载日志已记录，仅供内部参考

6.2 经济数据

表 3：经济数据

数据类别	主要变化
宏观经济	**国内 7 月工业企业利润同比回落：** 7 月中国工业企业利润同比 17.60%，低于 6 月的 18.70%； 7 月美国 PCE 同比 3.70%，低于 6 月的 3.72%； 7 月美国核心 PCE 同比 3.34%，高于 6 月的 3.34%； 7 月美国新建住房销售折年数(季调)60.70 万套，同比下降 6.33%，相比 6 月的 1.95%转负； 7 月美国个人消费支出折年数(季调)22.25 万亿美元，同比增长 5.92%，低于 6 月的 6.45%； 7 月美国人均可支配收入折年数(季调)6.96 万美元，同比增长 3.92%，低于 6 月的 3.99%； 7 月美国耐用品新增订单 32.12 百亿美元，同比增长 12.90%，高于 6 月的 9.23%； 上周美国初申请失业金人数 20.30 万人，低于前一周的 20.70 万人； 上周 EIA 商业原油库存环比增减 0.10 百万桶，低于前一周的 4.41 百万桶； 7 月德国失业率 4.00%，较 6 月维持不变； 8 月德国 IFO 商业景气指数(季调)88.80%，高于 7 月的 86.70%。
上游资源品	本周 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约)4453.80 美元/盎司，低于上周的 4611.80 美元/盎司； 本周阴极铜期货收盘价(活跃合约)108.90 元/千克，高于上周的 107.75 元/千克； 本周铝期货收盘价(活跃合约)23.92 元/千克，高于上周的 23.71 元/千克； 本周中国铜冶炼厂粗炼费(TC)-194.30 美元/千吨，低于上周的-181.35 美元/千吨； 本周中国铜冶炼厂精炼费(RC)-19.62 美分/磅，低于上周的-18.32 美分/磅； 本周 LME 铜库存 23.43 万吨，低于上周的 23.86 万吨； 本周 LME 铝库存 24.67 万吨，低于上周的 24.69 万吨； 本周英国布伦特原油(Dtd)现货价 89.77 美元/桶，低于上周的 94.54 美元/桶； 本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 83.40 美元/桶，低于上周的 87.06 美元/桶。
中游材料	本周尿素(小颗粒)出厂价 1690.00 元/吨，低于上周的 1700.00 元/吨； 本周华东地区 PTA 市场均价 6351.00 元/吨，高于上周的 5966.00 元/吨； 本周高炉开工率 82.30%，低于上周的 82.82%； 本周主要钢厂开工率 36.70%，低于上周的 37.36%； 8 月中旬社会钢材库存 9.71 百万吨，低于 8 月上旬的 9.86 百万吨； 8 月中旬重点企业钢材库存 18.33 百万吨，高于 8 月上旬的 17.18 百万吨； 上周螺纹钢现货价 3275.00 元/吨，高于前一周的 3272.00 元/吨； 上周华东地区水泥平均价 399.00 元/吨，较前一周维持不变； 本周南华玻璃指数 696.79 点，高于上周的 681.75 点。
必需消费	8 月中旬豆粕市场价 3101.10 元/吨，高于 8 月上旬的 3045.00 元/吨； 7 月生猪定点屠宰企业屠宰量 36.10 百万头，同比增长 14.02%，低于 6 月的 27.08%； 8 月中旬生猪市场价 11.00 元/千克，高于 8 月上旬的 10.40 元/千克； 7 月纺织服装、鞋、帽制造业出口价格指数 96.30%，高于 6 月的 89.80%。
可选消费	本周十大城市:商品房成交面积 70.36 万平方米，高于上周的 59.97 万平方米； 本周 30 大中城市:商品房成交面积 140.07 万平方米，高于上周的 125.85 万平方米； 本周 100 大中城市成交土地溢价率 3.96%，低于上周的 6.75%。

下载日志已记录，仅供内部参考

服务业	7 月铁路客运量当月同比-0.60%，低于 6 月的 1.60%； 7 月公路客运量当月同比-1.20%，低于 6 月的-0.10%； 7 月铁路货运量当月同比-4.70%，低于 6 月的-0.40%； 7 月公路货运量当月同比 1.60%，低于 6 月的 3.40%； 8 月中旬液化天然气市场价 5572.80 元/吨，高于 8 月上旬的 5539.50 元/吨。
TMT	8 月液晶电视面板价格 62.00 美元/片，低于 7 月的 64.00 美元/片。

资料来源：Wind，西部证券研发中心

6.3 经济要闻回顾

中国证监会发布《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》：据证监会消息，为贯彻落实党中央、国务院关于加快构建房地产发展新模式、推动房地产高质量发展的重大决策部署，加快构建与房地产发展新模式相匹配的资本市场服务体系，服务住房品质提升和企业转型发展，促进金融与房地产良性循环，中国证监会制定了《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》（以下简称《意见》）。

（资料来源：新华社）

农业农村部：全力以赴夺取全年粮食丰收 着力稳定生猪等农畜产品生产：8 月 28 日，农业农村部召开部务会，部党组书记、部长张柱主持。会议强调，要扎实推进农业农村相关规划落地实施，分解细化规划任务，以钉钉子精神抓好落实。要抓好秋粮田间管理和农业防灾减灾救灾，全力以赴夺取全年粮食丰收，确保实现粮食产量 1.4 万亿斤左右的目标。要加强和改进农业产业宏观调控，着力稳定生猪等农畜产品生产，促进价格保持在合理水平。要持续加力推进常态化帮扶，拧紧责任链条，推动政策落实、工作落地，牢牢守住不发生规模性返贫致贫底线。要强化涉农资金监管，持续深化突出问题整治，针对性构建全链条监管制度机制。

（资料来源：新华社）

6.4 未来重点关注

8 月 31 日中国公布 8 月官方制造业 PMI；

9 月 1 日中国公布 8 月 RatingDog 制造业 PMI；

9 月 2 日美国公布 8 月 ADP 就业人数(万人)；

9 月 3 日中国公布 8 月 RatingDog 服务业 PMI；

9 月 4 日美国公布 8 月失业率。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：市场复盘



资料来源：Choice，Wind，金十数据，西部证券研发中心

图 10：市场展望



资料来源：Wind，金十数据，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

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。