下载日志已记录，仅供内部参考

华源证券 HUAYUAN SECURITIES

宏观定期报告

2026 年 08 月 31 日

沃什重塑预期，国内市场企稳

——宏观周报（2026/8/24－2026/8/30）

投资要点：

- 本周美股震荡收涨：标普 500、道指、纳指分别上涨 0.49%、0.53%、约 0.8%。2 年期美债收益率上行 10BP 至 4.34%，10 年期下行 1BP 至 4.73%，美元指数上涨约 0.85%；COMEX 黄金下跌 3.43%，布伦特原油下跌 4.52%。
- **沃什强化通胀约束，但没有给出会议路径。**其明确 2%的 PCE 通胀目标“坚定且固定”，短期利率仍是主要工具；同时强调不依赖单月数据、弱化常态化前瞻指引，并称当前广义金融条件很难被定义为具有限制性。
- **债市反应集中在短端，体现的是近端政策重定价而非长期通胀失控。**讲话后一度推动美债 2 年期收益率明显上行，而美债 10 年期收益率相对稳定；我们认为，市场上调了 9 月加息概率，同时认可美联储所表达的抗通胀意愿。
- **AI 盈利兑现对冲了利率压力。**英伟达 2027 财年第二季度收入同比增长 106%，数据中心收入同比增长 117%，强劲业绩使科技股周度仍占优；但沃什表示 AI 生产率研究不会影响当前政策决定，或许意味着 AI 长期供给红利暂不能直接转化为短期降息依据。
- **地缘方面，美伊由军事冲突转向经济施压与停火拉锯，油价高位回落。**全周布伦特原油连续（ICE）由上周 93.6 美元/桶回落至 89.4 美元/桶，周跌约 4.5%。输入性通胀压力或有缓解，但地缘风险溢价尚未完全消退，停火进程仍存在反复。
- **国内权益宽基修复、成长内部继续分化。**上证综指和科创 50 分别上涨 1.20%、0.52%，深证成指和创业板分别下跌 1.00%、3.42%。从价格表现看，资金更偏好大盘、现金流与高确定性科技环节，而非无差别抬升高弹性成长估值。1-7 月规模以上工业企业利润同比增长 17.6%，其中集成电路行业利润同比增长 18.5 倍、电子行业利润同比增长 1.1 倍。**国内基本面的亮点仍集中在高端制造与算力产业链。**
- **市场判断：短期更应区分“政策久期”与“盈利久期”。**若通胀黏性主要推升短端而长端稳定，盈利兑现度高的 AI 基础设施仍有相对韧性；若后续通胀扩散并带动长端再度上行，则高估值成长股或将面临更广泛的折现率冲击。
- **风险提示：加息超预期风险；美债利率上行风险；地缘冲突风险。**

证券分析师

孙苏雨

SAC：S1350526010003

sunsuyu@huayuanstock.com

联系人

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 本周点评：沃什重塑预期，科技仍具韧性 4
1.1. 海外：沃什强化通胀约束，收益率曲线明显走平 4
1.2. 国内：宽基修复，成长内部继续分化 5
1.3. 市场判断：区分政策久期与盈利久期，关注长端利率 5
2. 高频数据跟踪 5
2.1. 基建及制造业：原料价格上行 6
2.2. 消费：猪价上行、菜价下行 6
2.3. 进出口：运价总体上行 6
3. 风险提示 7

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 中国：日均产量（247 家）：铁水（万吨）.....6
图表 2： 中国：高炉开工率（%）.....6
图表 3： 出口集装箱指数.....7



下载日志已记录，仅供内部参考

1. 本周点评：沃什重塑预期，科技仍具韧性

1.1. 海外：沃什强化通胀约束，收益率曲线明显走平

本周美股震荡收涨，标普 500、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别上涨 0.49%、0.53%、约 0.8%。债市定价明显分化：2 年期美债收益率较上周上行 10BP 至 4.34%，10 年期下行 1BP 至 4.73%，期限利差收窄；美元指数由 98.85 升至 99.68，周涨约 0.85%。大宗商品方面，COMEX 黄金下跌 3.43%至 4453.8 美元/盎司，布伦特原油下跌 4.52%至 89.37 美元/桶。

沃什在杰克逊霍尔的核心信号并非简单给出“加息指引”，而是重建更清晰的政策约束。他明确：2%的 PCE 通胀目标是“坚定且固定”的，通胀不会自行回归目标，短期利率仍是实现双重使命的主要工具；同时，他反对在正常时期过度使用前瞻指引，强调不能依赖孤立的数据点，也不愿给出机械的利率路径。换言之，美联储给出了政策纪律，却刻意保留了具体会议决策的选择权。

当前经济判断使这套表述具有偏鹰含义。沃什称，美国经济整体表现具有韧性，劳动力市场接近充分就业，而价格稳定一侧“更令人担忧”：7 月 PCE 同比上涨 3.7%，过去六个月折年率 4.1%；尽管夏季通胀读数好于预期，但不足以说明潜在趋势已经显著改善。他还指出，设备和无形资产投资四个季度增长约 9%，今年一半以上资本开支增长可能来自 AI 建设，信用利差低、发行活跃、银行贷款标准偏宽，广义金融条件很难被描述为具有限制性。

市场反应验证了“近端政策重定价、长端信用修复”的组合。沃什讲话后 2 年期美债收益率从约 4.22%升至 4.30%附近（盘中口径），9 月加息概率由约 35%升至 57%左右，但 10 年期收益率相对平稳。我们认为，短端上行反映市场不再将“近期通胀降温”等同于政策转向；长端未同步抬升，则说明投资者或并未将讲话理解为持续加息或通胀失锚。收益率曲线走平，反而帮助避免了对高久期资产更广泛的估值冲击。这一特征同样体现在周五的大类资产表现中，COMEX 黄金周五下跌 2.41%；美股整体变化幅度较小，但对融资成本更敏感的罗素 2000 指数下跌约 1.4%；科技板块回调显著，费城半导体指数单日下跌 3.47%。

科技股能够在偏鹰讲话下维持周度上涨，关键或在于盈利端提供了足够强的对冲。英伟达 2027 财年第二季度收入 962 亿美元、同比增长 106%，其中数据中心收入 890 亿美元、同比增长 117%，2027 财年第三季度收入指引为 1080 亿美元左右，重新强化了 AI 基础设施需求仍在兑现的判断。需要注意的是，沃什明确表示，生产率与就业工作组对 AI 的研究结论将在未来公布，与当前政策决策无关。因此，AI 的长期供给扩张或更多提供潜在的通胀缓冲，而不是短期降息的依据；当前科技股走势或更依赖业绩，而非流动性宽松。

地缘方面，美伊由军事冲突转向经济施压与停火拉锯，油价高位回落。进入 8 月，美伊军事冲突转为对峙，美方将施压重点转向石油禁运与金融制裁，8 月 24 日公布对伊朗新一轮"经济孤立"制裁。本周停火谈判预期升温、霍尔木兹海峡通航磋商推进，国际油价连续回落，全周布伦特原油连续（ICE）由上周 93.6 美元/桶回落至 89.4 美元/桶，周跌约 4.5%。油价的高位回落，或有助于缓解输入性通胀压力，但地缘风险溢价尚未完全消退，停火进程仍存在反复。

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2. 国内：宽基修复，成长内部继续分化

本周 A 股主要指数表现分化：上证综指上涨 1.20%，科创 50 上涨 0.52%，深证成指下跌 1.00%，创业板指下跌 3.42%。周一成长板块快速调整后，市场连续数日修复，但周五再现获利回吐。单看指数，上证综指明显强于深证成指、创业板，说明风险偏好并未全面扩张，资金仍更偏向大盘、低估值或现金流相对稳定的方向。

国内基本面的亮点仍集中在高端制造与算力产业链，与 A 股的科技主线相互印证。1–7 月规模以上工业企业利润同比增长 17.6%，其中集成电路行业利润同比增长 18.5 倍、电子行业利润同比增长 1.1 倍，计算机整机制造、半导体分立器件、电子电路等细分行业利润均实现大幅增长。本周科创 50 逆势收涨，与上述盈利数据形成呼应。

外部利率冲击主要集中在美债短端，对 A 股的直接压力或相对有限；但沃什对“金融条件并不紧”的判断，也意味着全球流动性短期或较难以提供新的估值扩张催化。从价格结构看，科创 50 周度仍小幅上涨而创业板显著回落，科技内部并非一致走弱：英伟达业绩对 AI 算力、半导体等环节形成映射，但高弹性成长股在前期波动后仍面临估值与盈利兑现的双重筛选。

我们认为，国内权益的主线不是简单从科技切向防御，而是从“高弹性”转向“高确定性”。大盘宽基、盈利和现金流可验证的科技硬件及基础设施环节更容易承接资金；仅依赖远期叙事、对折现率敏感且业绩兑现不足的品种，波动可能继续偏高。若后续美债长端保持稳定，A 股结构行情或仍有延续基础；若长端利率重新上行，则成长风格内部的分化可能进一步加大。

1.3. 市场判断：区分政策久期与盈利久期，关注长端利率

本周最重要的价格信号，是 2 年期美债上行而 10 年期没有同步突破。我们认为，沃什将美联储从“模糊偏鹰”推向“有纪律、无路径”的反应框架：未来单次会议的加息概率会随通胀、就业和金融条件反复波动，短端波动率可能抬升；但只要长期通胀预期保持稳定、财政和供给冲击未再次推升期限溢价，高久期资产或不会遭遇与短端同幅度的估值压缩。

1）基准情形下，通胀黏性使美联储继续按兵不动并保留加息选项，收益率曲线维持偏平，科技股由盈利而非估值驱动。英伟达业绩表明 AI 基础设施需求仍强，科技主线尚未被证伪，但市场会更关注资本开支增速的“二阶变化”、利润兑现和自由现金流。相反，如果商品价格再度上升、通胀扩散并带动 10 年期收益率持续上行，届时或是高估值科技面临更系统性压力的条件。

2）短期策略上，海外更关注 AI 硬件、算力基础设施和具备利润兑现能力的龙头，降低对单纯流动性扩张逻辑的依赖；黄金在实际利率和美元上行阶段或仍有阶段性压力，但财政与地缘不确定性意味着其仍具结构性对冲价值。国内则关注大盘宽基与具有业绩确定性的科技板块，谨慎追逐高波动、低兑现的远期成长叙事。后续需重点观察美国 8 月就业与通胀数据、9 月 FOMC 加息定价，以及 10 年期美债能否继续稳定在当前区间。

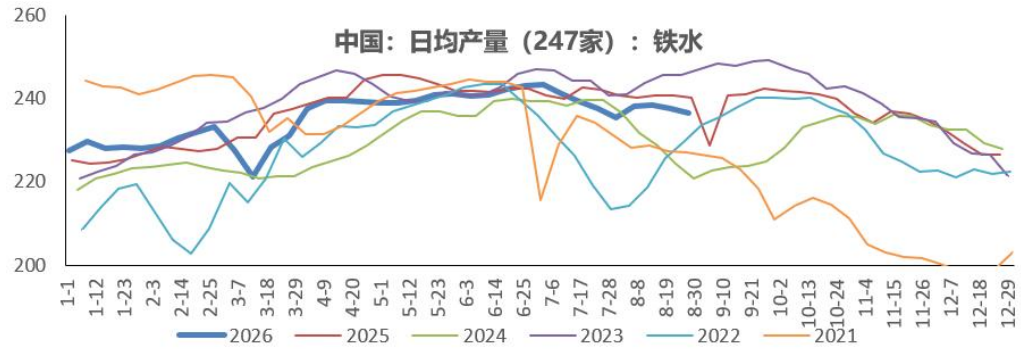
2. 高频数据跟踪

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1. 基建及制造业：原料价格上行

【钢铁：铁水产量减少，钢价小幅回升】本周铁水日均产量 236.53 万吨,周环比减少 1.08 万吨,同比-1.5%。本周钢价略有回升，螺纹钢价格环比+2.2%，同比-2.1%。螺纹钢表需 181.28 万吨,环比上周-14.88 万吨,在前期基础上略有回落。螺纹钢社库较上周+2.40 万吨；热轧卷板表需较上周-4.86 万吨，社会库存+2.20 万吨。

图表 1：中国：日均产量（247 家）：铁水（万吨）

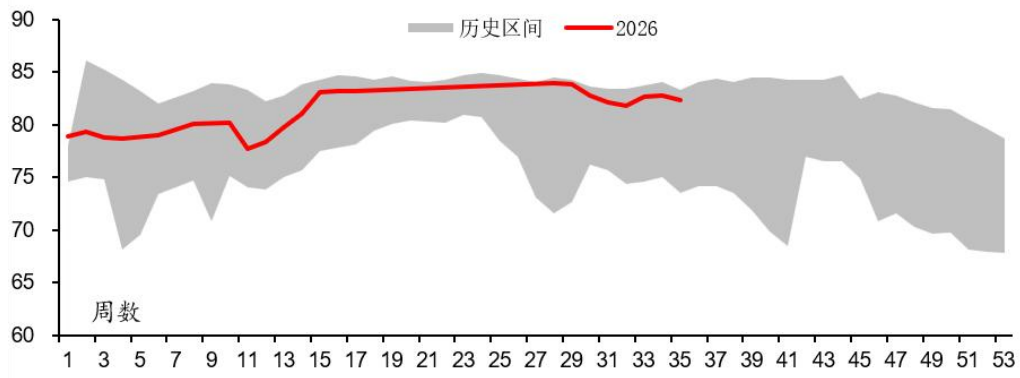


资料来源：Wind,华源证券研究所

【建材：水泥价格上涨】截至 2026 年 08 月 20 日，本期（旬度）全国水泥市场价格 249 元/吨，环比上期 0.9%。

【煤炭：煤价上行，电厂库存下降】截至 08 月 28 日，秦港 Q5500 均价 881 元/吨，周环比+21 元/吨；Q5000 均价 789 元/吨，周环比+28 元/吨。截至 08 月 27 日，六大发电集团库存 1406 万吨，环比-5 万吨。

图表 2：中国：高炉开工率（%）



资料来源：Ifind,华源证券研究所
备注：历史区间指的是 2019-2025 年（不含 2020 年）每周最大值和最小值之间的区间

2.2. 消费：猪价上行、菜价下行

【猪价上行、菜价下行】本周农业部公布的全国猪肉平均批发价 16.25 元/公斤，较上周+0.4%,同比-18.0%；蔬菜价格较上周-1.9%。

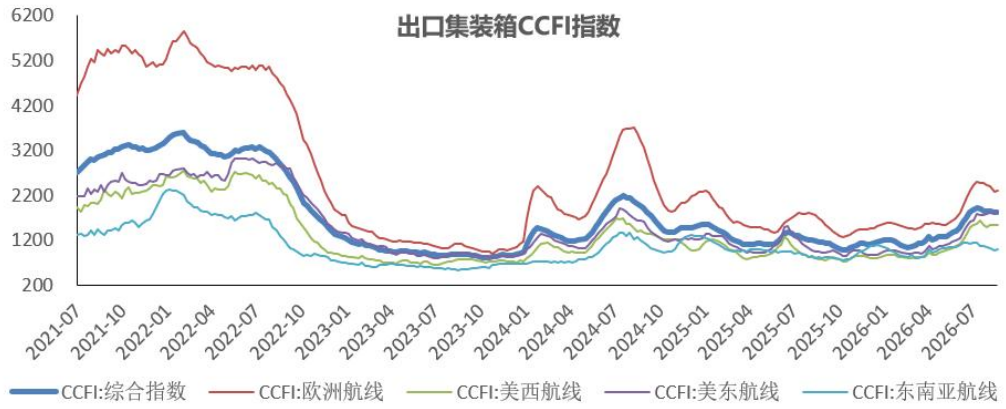
2.3. 进出口：运价总体上行

下载日志已记录，仅供内部参考

【干散货：BDI 和 CDFI 环比上行】截至 2026 年 8 月 28 日，本周 BDI 指数环比+12.1%，CDFI 指数环比+5.7%，运价有所上行。

【集装箱运价：SCFI 和 CCFI 环比上行】截至 2026 年 8 月 28 日，本周 SCFI 指数环比+2.9%，CCFI 环比+0.7%。

图表 3：出口集装箱指数



资料来源：iFinD，华源证券研究所

3. 风险提示

加息超预期风险：沃什鹰派定调下，若通胀黏性超预期，美联储 9 月或启动加息，全球风险资产将面临更剧烈的再定价。**美债利率上行风险：**短端美债收益率已升至阶段高位，若实际利率持续走高，高估值成长股与长久期资产的估值中枢或被动下移。**地缘冲突风险：**美伊停火谈判仍存反复，霍尔木兹海峡通航若再生波折，油价上行将重新放大输入性通胀压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户 本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司对本报告保留一切权利 未经本公司事先书面授权 本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。