仅供内部参考，请勿外传

国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 08 月 30 日

A 股策略周报 20260830

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组
分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：方智勇（执业 S1130525070001）
mouyiling@gjzq.com.cn fangzhiyong@gjzq.com.cn

驶入迷雾

海外：沃什表态偏鹰，一个外生的紧缩预期

本周五（2026-08-28）的 Jackson Hole 央行年会上，沃什的表态明显偏鹰，虽然并未直接提及 9 月加息，但从表态上看，他明显把“抗通胀”放在了就业和经济增长之前，这导致此前市场偏乐观的宽松预期交易出现明显回摆。从实际读数上看，7 月的数据其实已经体现出通胀的韧性：尽管 CPI 明显回落，但美联储更关心的核心 PCE 同比却持平，且仍明显高于 2%的长期目标。受鹰派表态的影响，周五晚上大类资产表现上呈现出明显的“紧缩交易”：（1）美债收益率上行，但程度明显分化：当晚美债 2Y 收益率上行幅度＞10Y＞30Y，呈现熊平特征，且实际利率债券收益率上行超过名义利率债券；（2）金银等贵金属商品价格大幅调整；（3）美股收跌，主要宽基中罗素 2000 跌最多，其次是纳斯达克，明显对利率更敏感的跌得更多。我们认为短期宽松交易可能会继续回摆，下一步需等待 9 月的 FOMC 会议落地。一方面，当前实际利率下行受阻，以贵金属为代表的资产反弹可能阶段性受阻；另一方面，由于本轮利率上行更像是外生因素驱动（财政赤字/债券供给等问题），而非 AI 投资加速带来的内生因素（潜在经济增长），那么可能带来两层影响：第一，3 月以来大幅上涨的科技股，本轮将同样受到此次紧缩预期的压制；第二，由于利率上行的内生因素仍然偏弱，市场只需要消化前期宽松预期透支带来的影响。

AI：投资链条需求的疑虑有所缓解，但对长期回报率的担忧并未缓解

本周四凌晨英伟达公布了 2027 财年 Q2 的财报，全面超预期，暂时打消了投资者对于 AI 投资需求链条的疑虑，AI 基础设施建设的需求依旧十分强劲。但这仍不能解决长期回报的问题：即未来 AI 业务创造的现金流能否覆盖资本支出？科技企业加杠杆能否带来美国经济债务/GDP 指标的下行？目前来看，以谷歌、微软、亚马逊、甲骨文为代表的大型云厂商的云业务收入增速基本上都低于整体的资本开支增速，负债的增速目前快于了 Token 的总产值增长。所以从财报披露之后的股价表现来看，美股 AI 产业链表现也出现分化：费城半导体指数的涨幅不及英伟达，甚至存储、光模块等股票还出现了下跌。之所以这一次英伟达的业绩超预期并未明显提振全部产业链，这一次业绩超预期带来的可能是对此前悲观预期的修复下的补涨。AI 产业回报率无法证明快速上行前，当前科技的融资也越来越要求宽松的环境。这也间接指示着，美国实际利率上行的产业基础并不具备。

中国房地产政策组合拳：产业结构与经济结构调整，对中长期内需恢复有信号意义

本周五多个部委发布了有关房地产的重磅政策。政策核心内容本质上是为了继续降低房企杠杆、把承担风险的角色从居民转向房企开发商自身以及银行，促进房地产市场健康发展。我们对此的理解是：这一轮政策组合拳本身并不直接拉动内需，短期甚至可能因为冲击原有预售模式而导致资金来源困难，从而影响房地产投资和存量的土地价值。但中长期来看，有可能理顺内需的传导机制，为未来内需发力做铺垫。一方面由于新增项目需要以现房销售实行，这会加速房地产存量项目竣工和去库（可能有利于消费建材和部分地方房企），扭转预售制度下土地财政和开放商之间的议价关系，相当于房地产的“供给侧改革”。同时配合多种金融工具支持稳定房企短期的债务融资能力，中长期有助于房价最终企稳。另一方面，将居民承担的风险转移，同时给了居民更多的贷款方式选择，进一步提升了居民的贷款空间（房贷月供占收入比不变，但总负债占收入比提升了 5%），中长期有助于降低房贷对其他需求的挤出。

迷雾之中，等待

在 AI 产业趋势加速放缓后，本应走弱的美元遇上了外生性因素（紧缩预期）的逆转，我们认为这是阶段性的；AI 产业趋势并未证伪，但回报率问题仍然是市场疑虑；而内需方面，房地产政策出台的信号意义较大，长期看内需的重要性开始显现，但是短期交易锐度可能还不够。一时之间，所有路径上都失去了明确信号，但又有了未来的线索。未来一个阶段市场可能缺乏明显的驱动力和主线，以防御思维为主，静待下一个催化。基于此，我们的推荐：第一，商品侧，能源是首要推荐，以**煤炭、石油、油运和炼化**为代表的能化链条将继续受益于全球对能源的补库需求。**有色金属（铜、金、铝）**作为美元的对立面资产，当前压制因素只是外生变量，9 月 FOMC 会议之前等待时机。第二，防御思维下，红利风格受益于绝对收益者的切换，**高股息+低波动+稳定现金流的红利资产**仍是绝对收益资金的核心回流方向。第三，紧缩预期下，全球制造复苏阶段性需等待逆风过去，**出口链条（工程机械、电网设备等）**等资产仍具备配置价值。

风险提示

美国经济超预期下行；AI 产业趋势迎来重大突破。

内容目录

沃什表态偏鹰，宽松交易或告一段落 3
AI：英伟达财报暂时打消对产业链投资需求的疑虑，但长期回报问题仍未解决 5
中国房地产政策：短期政策信号意义较大，产业的经济地位调整，中长期利好内需 7
防御，等待 9
风险提示 9

图表目录

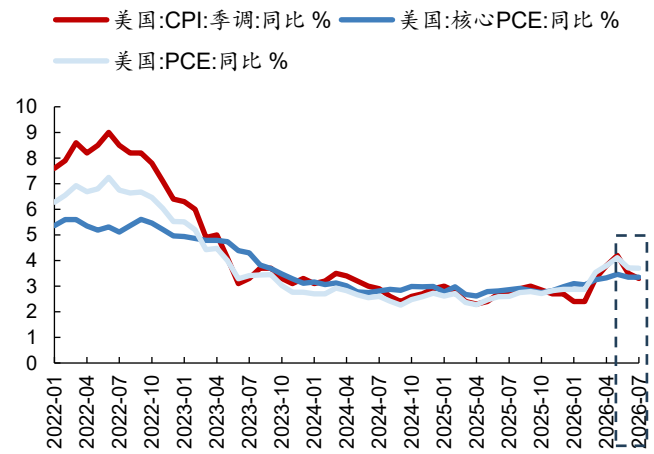
图表 1： 7 月尽管美国 CPI 明显回落，但核心 PCE 却持平 3
图表 2： 从 TIPS 隐含的通胀预期看，7 月以来有所反弹 3
图表 3： 本周五 9 月加息的概率大幅抬升 3
图表 4： 当晚美债收益率均上行，但短端上的更多 3
图表 5： 大类资产表现：美元指数＞铜铝＞原油＞美股＞贵金属，其中美股标普 500＞纳斯达克＞罗素 2000 4
图表 6： 当前黄金价格走势与实际利率的相关性处于明显负相关区间 4
图表 7： 英伟达的 2027 年财年 Q2 业绩超出市场预期 4%以上 5
图表 8： 至少到 2026 年年底，四大主要云厂商的云业务收入增速赶不上资本开支增速 5
图表 9： 英伟达披露业绩之后并未明显拉动全产业链上涨，更像是对英伟达此前涨幅远远落后产业链的补涨 6
图表 10： 本周五发布的有关房地产的重点政策梳理 7
图表 11： 当前房地产资金来源中，来自居民的定金/预收款+按揭贷款的占比高达 44%左右 7
图表 12： 短期由于政策限制，房地产的资金来源可能进一步下行导致投资下降 7
图表 13： 未来竣工比新开工的速度可能会继续更快 8
图表 14： 当前居民消费和贷款的意愿其实并不强 8

沃什表态偏鹰，宽松交易或告一段落

本周五（2026-08-28）晚上的 Jackson Hole 央行年会上，沃什的表态明显偏鹰，市场紧缩预期再起，前期宽松交易有所回摆。虽然会议上沃什并未直接提及 9 月加息，但从表态上看，他明显把“抗通胀”放在了就业和经济增长之前，他表示通胀必须明确、足够快地回到 2%，否则美联储还要采取行动。

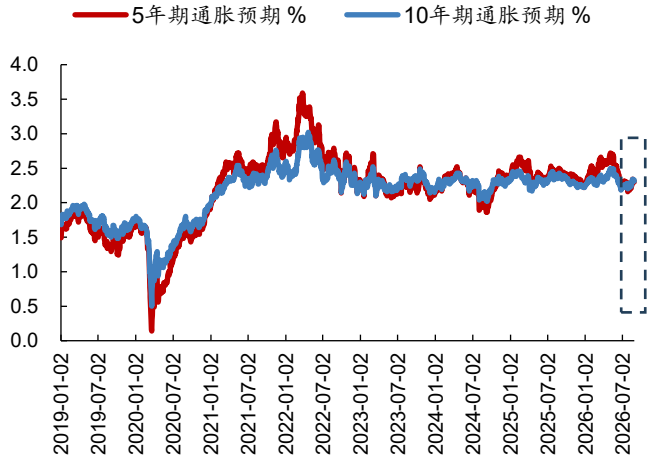
从实际读数上看，7 月的数据其实已经体现出通胀的韧性：尽管 CPI 明显回落，但美联储更关心的核心 PCE 同比却持平，且仍明显高于 2%的长期目标。而从 TIPS 隐含的通胀预期看，7 月以来就有所反弹。

图表1：7月尽管美国 CPI 明显回落，但核心 PCE 却持平



来源：wind，国金证券研究所

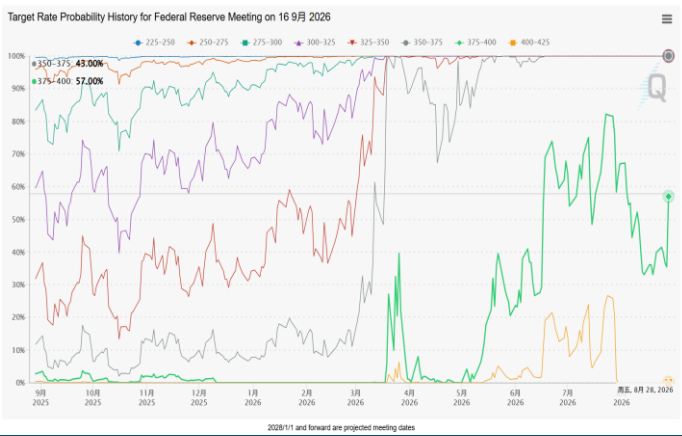
图表2：从 TIPS 隐含的通胀预期看，7月以来有所反弹



来源：wind，国金证券研究所

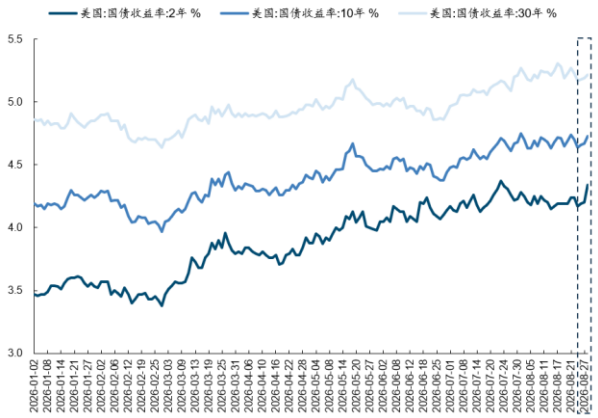
受偏鹰表态的影响，周五晚上大类资产表现上呈现出明显的“紧缩交易”：（1）美债收益率上行，但程度明显分化：周五当晚美债 2Y 收益率上行幅度＞10Y＞30Y，呈现熊平特征；（2）金银等贵金属商品价格大幅调整，因此前计入较多的宽松预期；（3）美股收跌，主要宽基中罗素 2000 跌最多，其次是纳斯达克，明显对利率更敏感的跌得更多。

图表3：本周五 9 月加息的概率大幅抬升



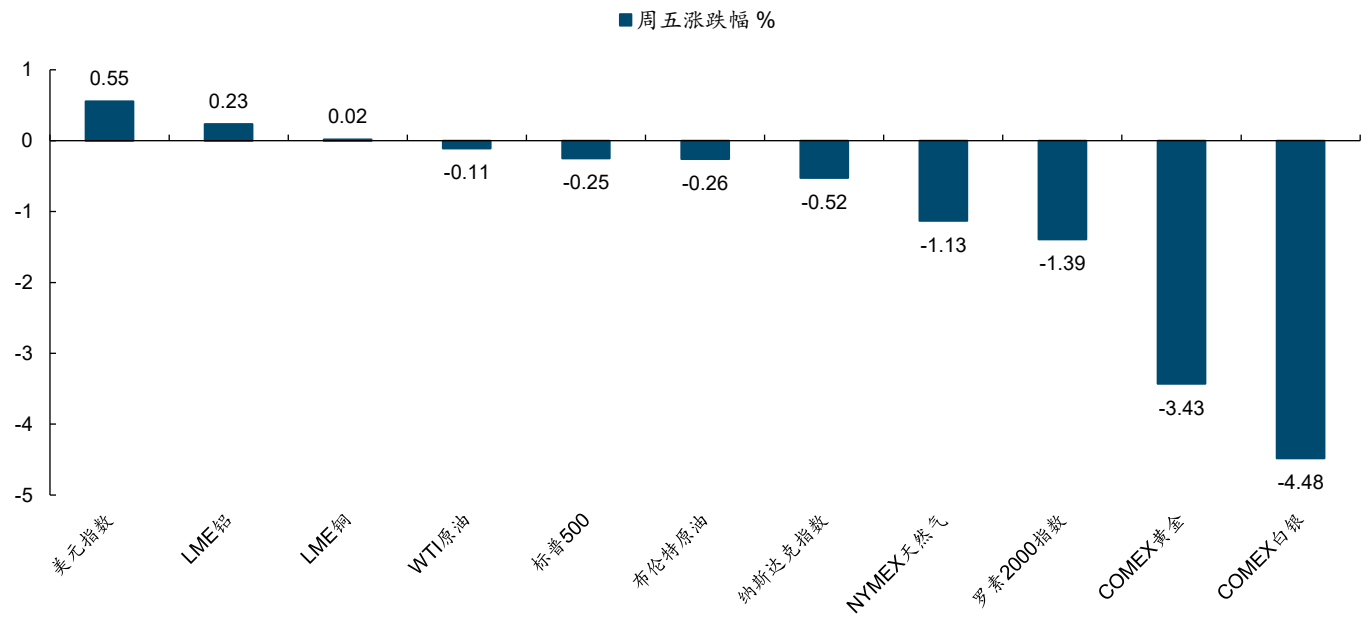
来源：CME，国金证券研究所

图表4：当晚美债收益率均上行，但短端上的更多



来源：wind，国金证券研究所

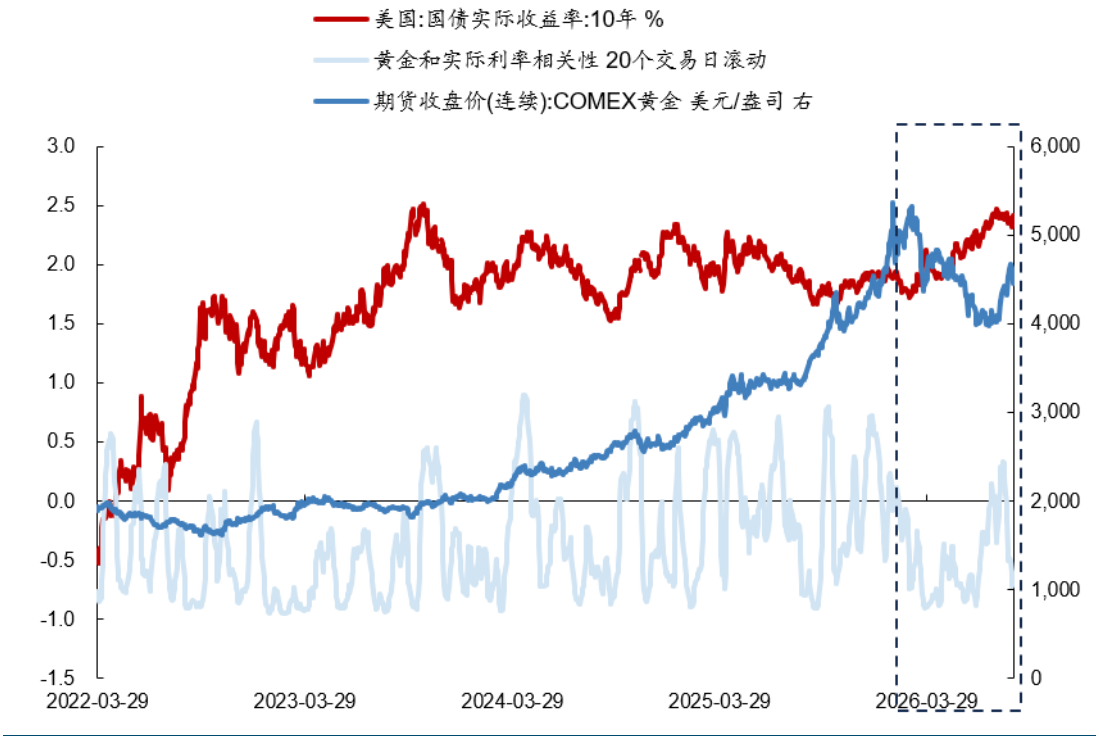
图表5：大类资产表现：美元指数＞铜铝＞原油＞美股＞贵金属，其中美股标普500＞纳斯达克＞罗素2000



来源：wind，国金证券研究所

对未来市场的影响：短期宽松交易可能会回摆，等待9月的FOMC会议落地。一方面，当前实际利率下行受阻，以贵金属为代表的资产反弹可能阶段性受阻。

图表6：当前黄金价格走势与实际利率的相关性处于明显负相关区间



来源：wind，国金证券研究所

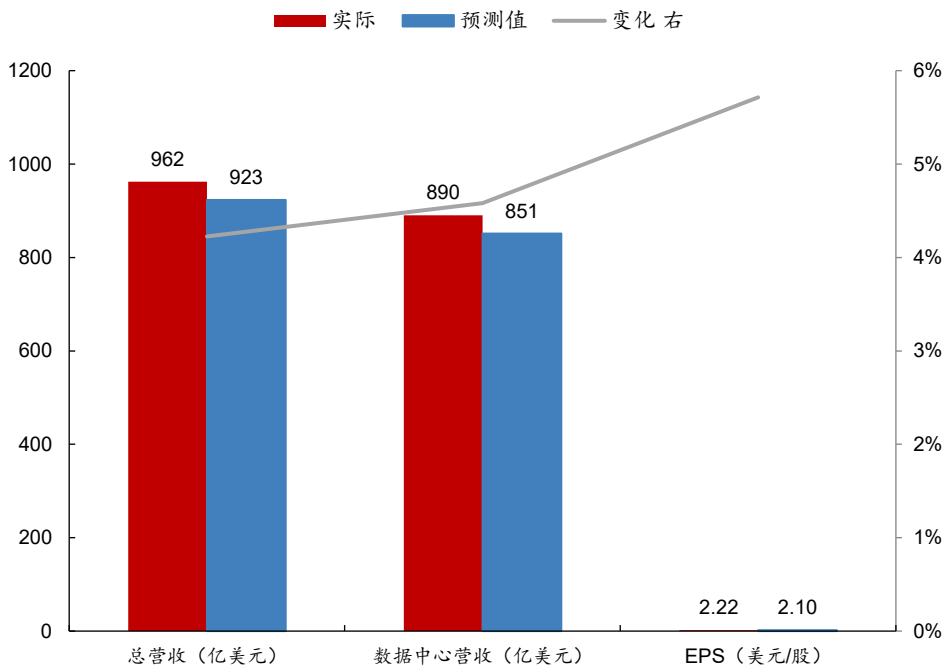
另一方面，本轮货币政策的紧缩并非发生在经济数据走强和AI产业加速时期，更像是美联储表态的一次“外生变量”冲击，那么可能带来两层影响：第一，3月以来科技公司的融资本身是利率上行的原因，产业趋势加速带来了利率上行和业绩爆发的双重结果，本轮的紧缩预期也会外生性压制科技股表现；第二，由于利率上行的内生因素仍然偏弱，市场只需要消化前期宽松预期透支带来的影响，对于大宗商品等实际利率敏感性品种而言，回调幅度有限。

仅供内部参考，请勿外传

AI：英伟达财报暂时打消对产业链投资需求的疑虑，但长期回报问题仍未解决

本周 AI 产业链最值得关注的事情是英伟达发布的财报。8 月 27 日凌晨英伟达发布 2027 年财年 Q2 业绩，无论是营收、数据中心收入还是 EPS 都超出了市场的预期。不仅如此，英伟达还给出了远期业绩指引，预计 2028 财年全年营收同比增长约 70%，远超此前市场的平均预期（45%）。英伟达的财报暂时打消了此前投资者对于 AI 产业链投资需求的担忧，AI 基础设施建设的需求依旧十分强劲。

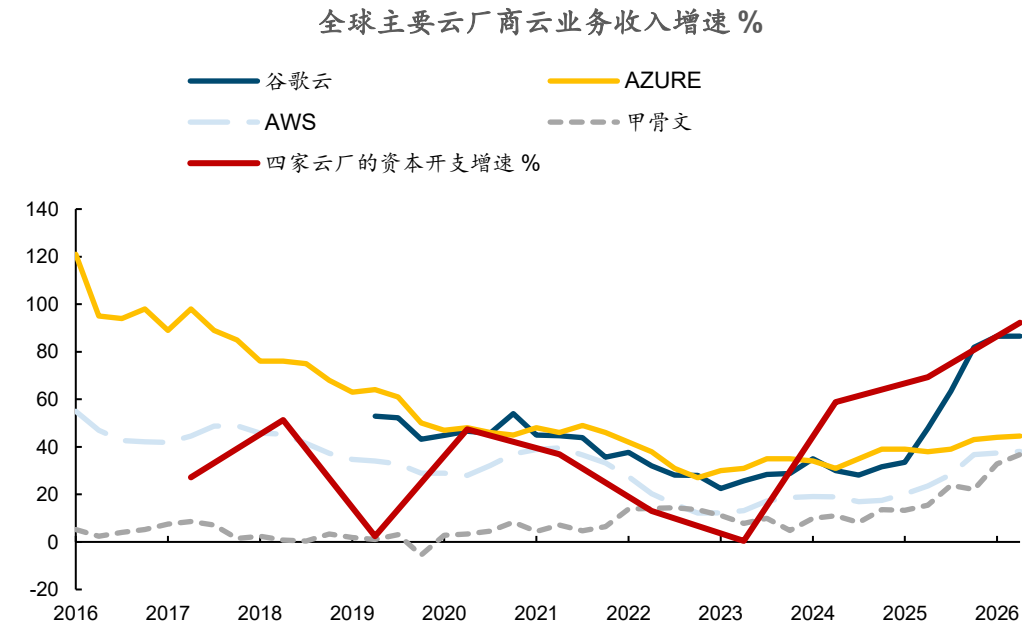
图表7：英伟达的 2027 年财年 Q2 业绩超出市场预期 4%以上



来源：NVIDIA、LSEG，国金证券研究所

但这仍不能解决长期回报的问题。尽管产业链的投资需求依旧强劲，但依旧无法解决 AI 投资回报率的问题：即未来 AI 业务创造的现金流能否覆盖资本支出？有多少需求是基于下游的真正需求而非不断扩张的债务融资规模？目前来看，以谷歌、微软、亚马逊、甲骨文为代表的大型云厂商的云业务收入增速基本上都低于整体的资本开支增速。

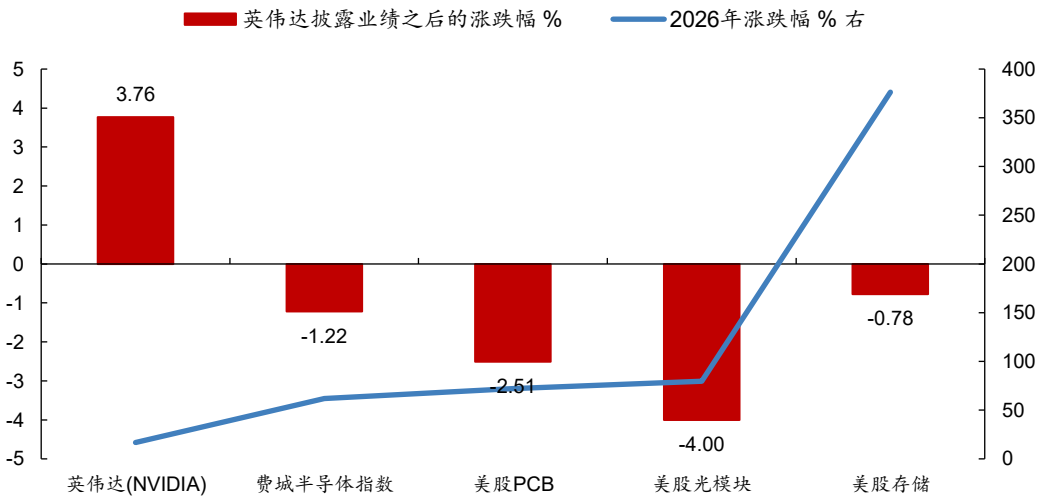
图表8：至少到 2026 年年底，四大主要云厂商的云业务收入增速赶不上资本开支增速



来源：Bloomberg，国金证券研究所

所以从财报披露之后的股价表现来看，美股 AI 产业链表现也出现分化：费城半导体指数的涨幅不及英伟达，甚至存储、光模块等股票还出现了下跌。之所以这一次英伟达的业绩超预期并未明显提振全部产业链，我们认为核心在于此前产业链上游的存储、光模块其实之前已经基本完成了景气度定价，而英伟达明显滞涨，这一次业绩超预期带来的可能是对此前悲观预期的修复下的补涨。未来 AI 的核心驱动力还是在于投资回报率的验证。

图表9：英伟达披露业绩之后并未明显拉动全产业链上涨，更像是对英伟达此前涨幅远远落后产业链的补涨



来源：wind，国金证券研究所。注：这里的美股 PCB 包含的股票是迅达科技；美股光模块包含的股票是 COHERENT、LUMENTUM、思科，涨跌幅取均值；美股存储包含的股票是美光科技、闪迪，涨跌幅同样取均值。

仅供内部参考，请勿外传

中国房地产政策：短期政策信号意义较大，产业的经济地位调整，中长期利好内需

周五多个部委发布了有关房地产的重磅政策。政策核心内容：一方面推进现房销售制度；另一方面也完善房地产企业融资渠道，同时加大对房地产资金的监管；此外还放松了对于个人住房贷款的时间和比例限制。上述政策组合拳本质上是为了继续降低房企杠杆、把承担风险的角色从居民转向房企开发商自身以及银行，促进房地产市场健康发展。

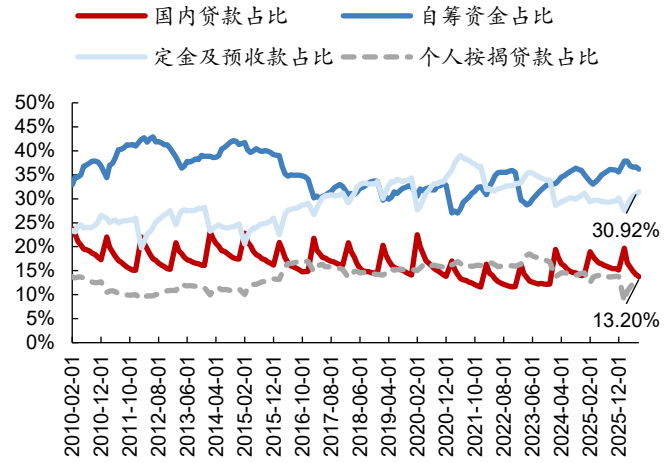
图表10：本周五发布的有关房地产的重点政策梳理

发文部门	文件	最核心变化
住建部、自然资源部、金融监管总局	《关于完善商品住房销售制度的通知》	封顶再预售、推进现房销售、预售资金全监管、主办银行制、项目公司制、交房即交证
中国人民银行、金融监管总局	《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》	重构房地产信贷总框架；开发贷主办银行制；个人房贷最长40年；预售房按揭延至竣工备案后发放
金融监管总局	《商品住房开发贷款管理办法（试行）》	开发贷由“看房企主体”进一步转向看项目，项目独立核算、资金封闭；现房项目贷款期限更长
金融监管总局、人民银行	《个人住房贷款管理办法（试行）》	房贷最长40年；所有债务支出/收入比上限提高到60%；支持“带押过户”；调整房贷发放时间
金融监管总局	《商业地产贷款管理办法（试行）》	商办、购物中心等实行主办银行+项目制+封闭管理；分别规范开发、购买、运营融资
金融监管总局、住建部	《城市更新项目贷款管理办法（试行）》	正式建立专门的城市更新项目贷款品种
金融监管总局	《信托公司开展房地产领域信托业务管理办法（试行）》	重新规范房地产信托，支持资产服务信托、资产管理信托参与房地产新模式
中国证监会	《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》	放宽和完善定增、并购重组、公司债、ABS/CMBS、REITs、不动产私募基金等房企融资渠道

来源：新华网、中新网、观点网等，国金证券研究所

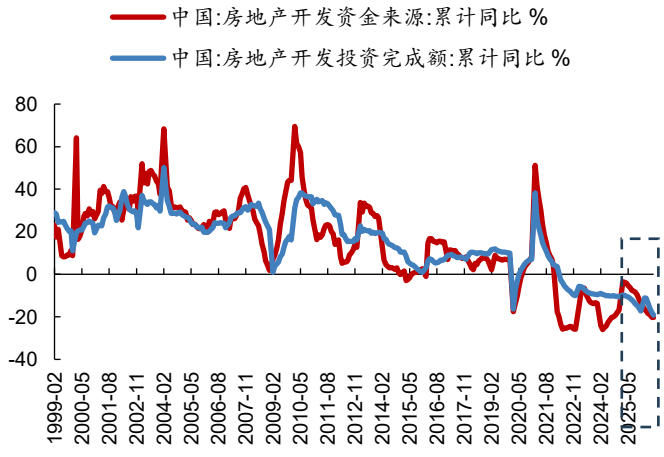
我们对此的解读：这一轮政策组合拳本身并不直接拉动内需，短期甚至可能因为冲击原有预售模式而导致资金来源困难，从而影响房地产投资和存量的土地价值。但中长期来看，有可能理顺内需的传导机制，为未来内需发力做铺垫。

图表11：当前房地产资金来源中，来自居民的定金/预收款+按揭贷款的占比高达44%左右



来源：wind，国金证券研究所

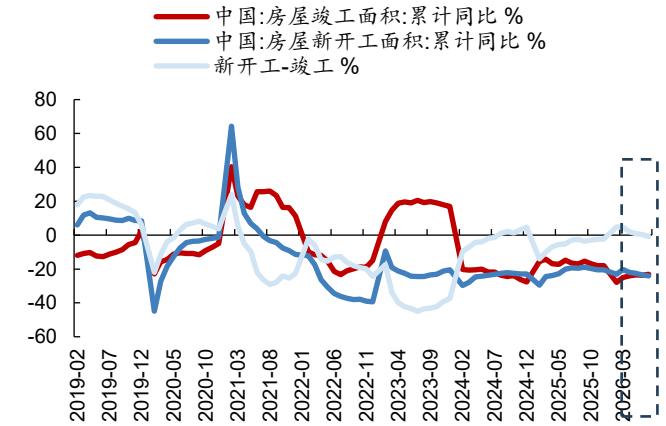
图表12：短期由于政策限制，房地产的资金来源可能进一步下行导致投资下降



来源：wind，国金证券研究所

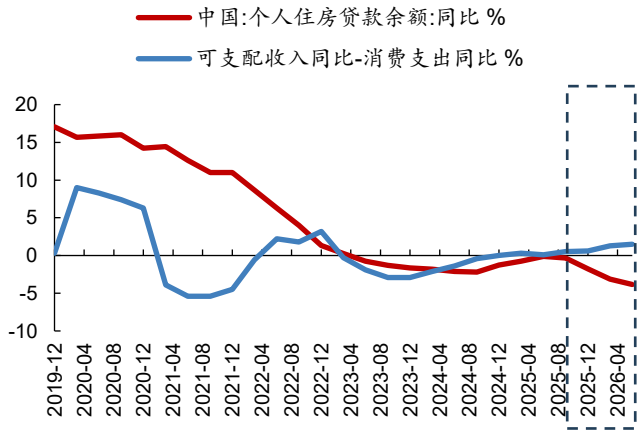
一方面由于新增项目需要以现房销售实行，这会加速房地产存量项目竣工和去库（可能有利于消费建材和部分地方房企），扭转预售制度下土地财政和开放商之间的议价关系，相当于房地产的“供给侧改革”。同时配合多种金融工具支持稳定房企短期的债务融资能力，中长期有助于房价最终企稳。另一方面，将居民承担的风险转移，同时给了居民更多的贷款方式选择，进一步提升了居民的贷款空间（房贷月供占收入比不变，但总负债占收入比提升了5%），中长期有助于降低房贷对其他需求的挤出。

图表13：未来竣工比新开工的速度可能会继续更快



来源：wind，国金证券研究所

图表14：当前居民消费和贷款的意愿其实并不强



来源：wind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

防御，等待

在 AI 产业趋势加速放缓后，本月应走弱的美元遇上了外生性因素（紧缩预期）的逆风，我们认为这是阶段性的。而内需方面，房地产政策的出台的信号意义较大，长期看内需重要性开始显现，但短期的交易锐度可能不够。我们认为未来一个阶段市场可能缺乏明显的驱动力和主线，以防御思维为主，静待下一个催化。基于此，我们的推荐：

第一，商品侧，能源是首要推荐，以**煤炭、石油、油运和炼化**为代表的能化链条将继续受益于全球对能源的补库需求。**有色金属（铜、金、铝）**作为美元对立面资产，当前压制因素只是外生变量，9 月 FOMC 会议之前等待时机。

第二，防御思维下，红利风格受益于绝对收益者的切换，**高股息+低波动+稳定现金流的红利资产**仍是绝对收益资金的核心回流方向。

第三，紧缩预期下，全球制造复苏阶段性需等待逆风过去，**出口链条（工程机械、电网设备等）**等资产仍具备配置价值。

风险提示

美国经济超预期下行：如果美国经济超预期下行，那么紧缩预期可能会扭转，市场重回宽松交易。

AI 产业趋势迎来重大突破：如果 AI 产业趋势出现重大突破，那么市场将会重新回到科技主线，防御思维就不再适用。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究