仅供内部参考，请勿外传

变局下的应对：科技择优，关注商品

——9 月策略配置月报

证券分析师

薛威

S0820526030001

021-32229888-25535

xuewei@ajzq.com

投资要点：

- **聚焦变局：美债市场起风波，贝森特接连出招。**

2026 年 7-8 月，美债市场扭转了此前的“牛平”格局，转而进入“熊陡”。“熊陡”自然意味着期限溢价的上升，而期限溢价的背后是当前复杂形势下美国财政、美债与美元共同面临的难题。究其根源，美债进入“熊陡”是在通胀预期抬升、供需面失衡、联储独立性受质疑的三重叠加作用下形成的，并引发了全球债市乃至整个金融市场的风波。

面对美债市场引发的风波，美国财政部长贝森特开启了接二连三的强势干预动作，其先在 7 月底联合日本干预日元汇率；然后是 8 月 3 日提出扩大 FIMA（外国和国际货币当局常设回购便利）机制规模，为日本护汇创造不抛美债的替代融资渠道。紧接着在 8 月 5 日释放可能削减长期美债发行规模的信号，试图从源头缓解长端供给压力；并在 8 月 20 日宣布 10-30 年期国债流动性支持回购操作规模至少翻倍；几天后，通过财政部高级官员透露其正考虑动用 TGA 账户的资金，为 20 号宣布的扩大国债回购计划提供资金。接连出招都意图压低美债期限溢价。

在贝森特接连出招之后，美债“熊陡”的格局有所缓和，但尚未脱离危险。贝森特的操作主动且高频，并具有打破常规的特征，短期也的确遏制了美债“熊陡”的进一步演绎，但实际效果也有明显局限，美联储乃至地缘局势的后续“配合”不可或缺。从好的情景来说，一旦地缘局势缓和，油价走弱的情景发生，将给美债期限溢价带来显著压制；联储提振美元信心也有助于美债市场的稳健运行。但如果现实走向与上述情景相悖，美债风波还将有进一步发酵的风险。

- **九月布局：科技择优，搭配商品。**

当前对于 AI 产业的质疑一直萦绕，但从中美双方各自的最近进展看，AI 科技的重要性仍然很高，且产业进展仍在加速。考虑到科技的缩圈与不同路线之间的分化，在 AI 科技的上游设备零部件、中游云计算数据中心与大模型、下游应用的全链条中优择真正能在未来进一步受益的标的是获得超额收益的关键。同时，在美债风波尚未消退、超强厄尔尼诺预警的背景下，可以用贵金属、农产品相关资产来进行组合搭配。

科技方面，英伟达在季度财报电话会上释放利好，还给出了 FY2028 营收增长 70%的确定性指引，有力驱散了市场对 AI 需求的质疑；除了芯片、数据中心及相关零部件之外，应用端也在加快 AI 融合，以 SALESFORCE、PLTR 为代表的头部赛道软件公司在 AI 加持下正强化自身的竞争力。考虑到此前市场焦点集中在 AI 上游硬件与大模型、数据中心云服务领域，所以在未来一段时间需要加大对 AI 应用端的关注，特别是此前被 AI 冲击下跌显著的部分细分软件赛道。国防军工、游戏、生物医药乃至 CRM（客户关系管理）等都有值得挖掘的机遇。

传统领域，我们建议将关注重点放在贵金属与农产品等商品相关的资产。在美债风波发酵的这段时间，金价出现显著回升，以黄金为代表的贵金属在美债风波尚未消退的背景中仍具有很高的配置价值。农产品及农业板块则是在超强厄尔尼诺展望下迎来溢价抬升机遇。

- **风险提示：** AI 大模型收入滞涨引发泡沫破裂，全球经济需求弱化或地缘好转拉低通胀，厄尔尼诺强度低于预期。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 聚焦变局：美债市场起风波，贝森特接连出招 3
2. 九月布局：科技择优，搭配商品 7
风险提示 9



仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 ： 近期美债期限结构呈现“熊陡” 4
图表 2 ： 美债期限溢价近期上升 4
图表 3 ： 英法德日十年期国债收益率均上行 4
图表 4 ： 美欧日 CPI 同比走势 4
图表 5 ： 密歇根大学通胀预期走势 5
图表 6 ： 美通胀预期近期显著抬升 5
图表 7 ： 美国联邦政府存量债务规模加速攀升 6
图表 8 ： 美 Hyperscaler 融资规模迅速攀升 6
图表 9 ： 贝森特 8 月干预美债系列动作 6
图表 10 ： 全球主要商品月度涨幅（8 月截至 27 日收盘） 7
图表 11 ： WMO 针对全球未来一个季度的气温与降水展望 8

仅供内部参考，请勿外传

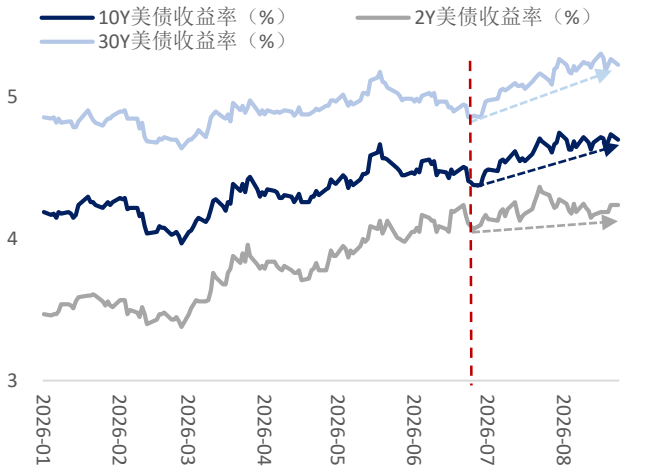
1. 聚焦变局：美债市场起风波，贝森特接连出招

美债“熊陡”冲击加剧，贝森特接连出招应对，美债风波虽暂缓，但长患仍存。

2026 年 7-8 月，美债市场扭转了此前的“牛平”格局，转而进入“熊陡”；30 年期美债收益率一度触及 5.33%-5.34%区间，创 2007 年 7 月以来新高，刷新 19 年高点；10 年期收益率同步触及 4.74%-4.75%；相较而言，2Y 美债收益率走势温和得多，在 7 月下旬触碰 4.36-4.37%的高点后就进入区间震荡。

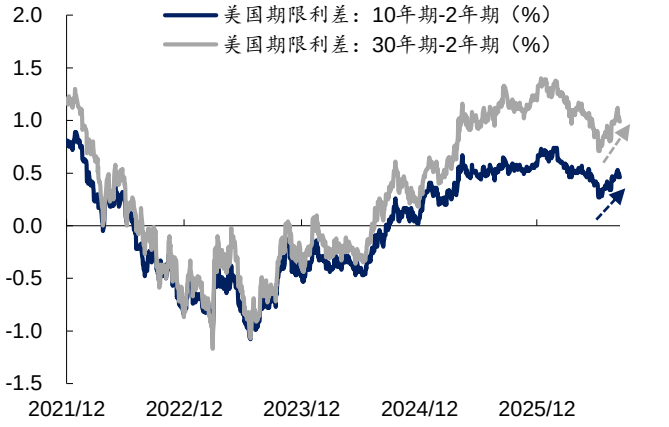
“熊陡”自然意味着期限溢价的上升，而期限溢价的背后是当前复杂形势下美国财政、美债与美元共同面临的难题。与此同时，全球主要发达经济体长端利率也同步走高，日本、英国、德国、法国十年期国债收益率均创多年新高。美债期限溢价走高带来的利率上行并非孤例，加上美欧日通胀水平不算很高，显示出当前发达经济体主权债务定价体系面临系统性重估。

图表 1：近期美债期限结构呈现“熊陡”



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 2：美债期限溢价近期上升



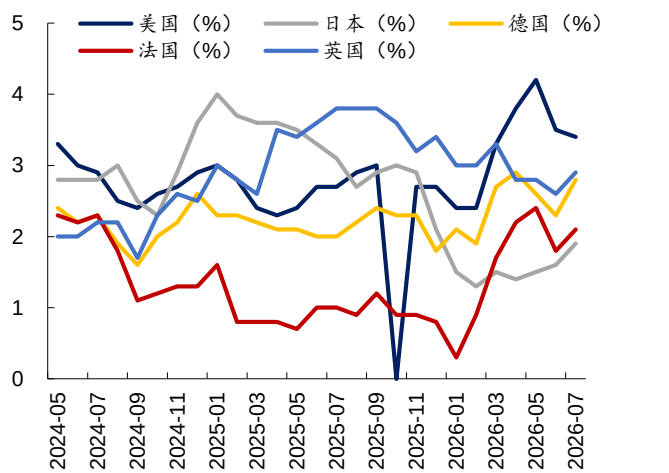
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 3：英法德日十年期国债收益率均上行



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 4：美欧日 CPI 同比走势

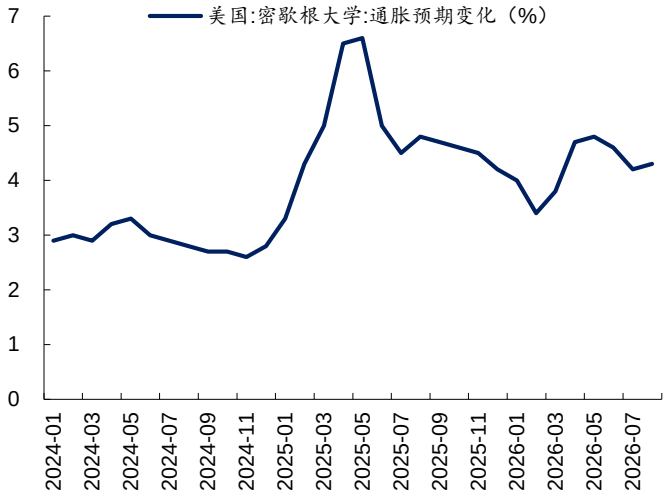


资料来源：Wind，爱建证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

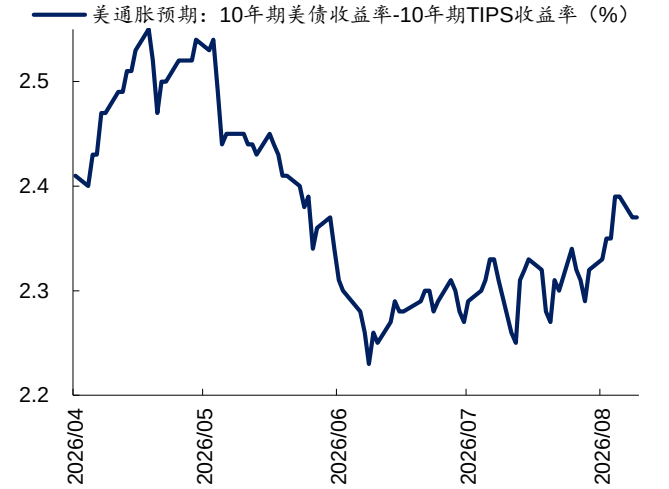
以美国为例，美债短端利率在联储按兵不动的背景下维持稳定，但长端利率主要由市场决定。在美以伊争端持续演化的背景下，市场对油价持续高企的担忧加深，虽然通胀数据尚不算很高，但通胀预期在近期有所回升，特别是 TIPS（通胀保值型债券）隐含的通胀预期出现陡峭上行，*通胀预期的抬升是美债期限溢价上行的一大原因。*

图表 5：密歇根大学通胀预期走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 6：美通胀预期近期显著抬升



资料来源：Wind，爱建证券研究所

*供需面的失衡同样催升了美债期限溢价。*供给端主要是新债供给洪峰的接连冲击。美国国债存量规模已接近 40 万亿美元，2026 财年前 10 个月（2025.10-2026.07）累计赤字已近 1.8 万亿美元，同比增速超 10%；支出项中，利息支出也已成为仅次于社保、医保的第三大支出类目。在全球供应链重构下，类似 2010-2020 这样的低息时代一去不返，高息环境进一步加重了规模本就不断扩大的美债付息压力，使得美国赤字压力加剧。在这样的背景下，美国财政部不得不通过增加发债来增加资金腾挪的空间，这就导致美债供给洪峰接二连三的冲击。

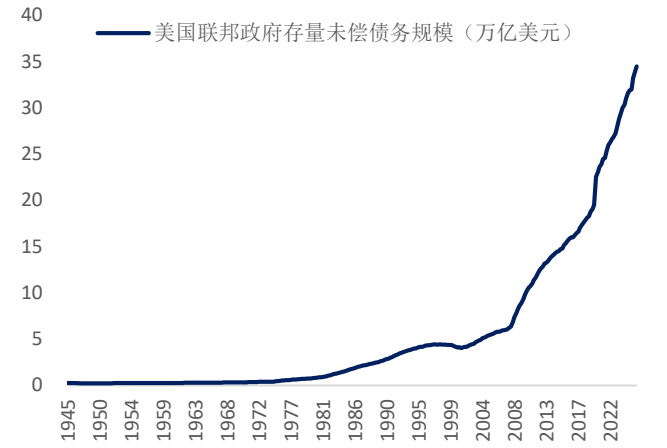
需求端则是海外购买力量的式微与 AI 企业债的竞争冲击。主要的海外买家日本、中国、英国均减少美债持仓，其中日本作为海外美债最大持有方，受自身稳汇率抗通胀的需求强化，无奈只能通过卖出美债置换美元，并在外汇市场抛售美元并购买日元。同时，AI 相关企业年内加大了企业债发行量，特别是几大 CSP（Hyperscaler），由于信用评级高，主业经营稳健，其发行的企业债能与美国国债形成竞争，进一步削弱了美债的购买需求。

另外，新任联储主席沃什在上任之初扮演的“抗通胀卫士”角色与 7 月底 FOMC 会议后新闻发布会上的鸽派论调相左，加上美联储减少与市场沟通的趋势，引发市场对美联储独立性担忧加深。*美元长期信用再次面临质疑风险，进一步推升了美债期限溢价。*

正是在通胀预期抬升、供需面失衡、联储独立性受质疑的三重叠加作用下，美债进入“熊陡”，并引发了全球债市乃至整个金融市场的风波。

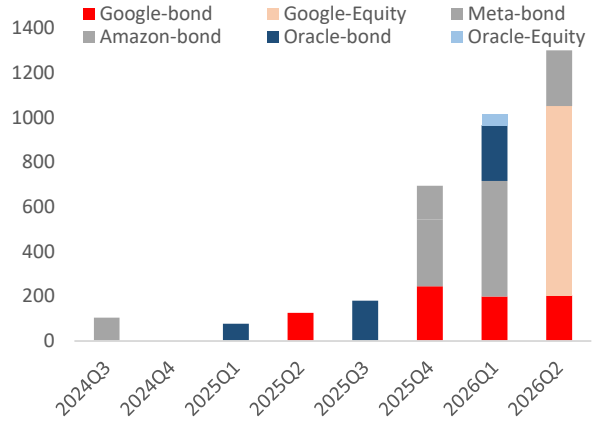
仅供内部参考，请勿外传

图表 7：美国联邦政府存量债务规模加速攀升



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 8：美 Hyperscaler 融资规模迅速攀升



资料来源：Wind，爱建证券研究所

面对美债市场引发的风波，美国财政部长贝森特开启了接二连三的强势干预动作，先是在 7 月底联合日本干预日元汇率；然后是 8 月 3 日提出扩大 FIMA（外国和国际货币当局常设回购便利）机制规模，为日本护汇创造不抛美债的替代融资渠道。这都是为了帮助稳定日元汇率的同时，维稳美债需求。8 月 5 日释放可能削减长期美债发行规模的信号，试图从源头缓解长端供给压力；并在 8 月 19 日宣布 10-30 年期国债流动性支持回购操作规模至少翻倍，9 月 9 日启动，并持续至 11 月 4 日；几天后，通过财政部高级官员透露其正考虑动用 TGA 账户的资金，为 20 号宣布的扩大国债回购计划提供资金。这相当于美国财政部直接在二级市场为长债提供购买支持，意图压低期限溢价。具体见下表：

图表 9：贝森特 8 月干预美债系列动作

日期	针对对象	操作内容	最终目的
7 月 31 日	日元汇率	美国近 30 年来首次联合日本干预日元汇率	维稳美债需求端
8 月 3 日	日元汇率	提出扩大 FIMA（外国和国际货币当局常设回购便利）机制规模	为日本护汇创造不抛美债的替代融资渠道
8 月 5 日	美债长债	季度债务发行政策声明将正在评估附息证券拍卖的"潜在未来增加"改为"潜在未来变化"，释放可能削减长期国债发行规模的信号	试图从源头缓解长端供给压力
8 月 19 日	美债长债	宣布 10-30 年期国债流动性支持回购操作规模至少翻倍（单次上限由 20 亿提高至 40 亿美元），9 月 9 日启动，持续至 11 月 4 日	直接在二级市场为长债提供购买支持，压低期限溢价
8 月 24 日	美债长债	两位美国财政部高级官员透露，财政部正考虑动用规模接近万亿美元的财政部一般账户（TGA），为其扩大国债回购计划提供资金支持	显著强化财政部在二级市场为长债提供购买支持的能力

资料来源：美国财政部新闻，爱建证券研究所

在贝森特接连出招之后，美债“熊陡”的格局有所缓和，但尚未脱离危险。贝森特的操作主动且高频，并具有打破常规的特征，短期也的确遏制了美债“熊陡”的进一步演绎，但实际效果也有明显局限，美联储乃至地缘局势的后续“配合”不可或缺。

仅供内部参考，请勿外传

考虑到日元干预效果短暂，FIMA 扩容需要美联储投票表决方可落地生效，回购上限规模相较美债存量规模微乎其微，贝森特的操作组合更像是“缓兵之计”，财政赤字扩张、美债供给放量、海外买家撤退这三大美债深层隐患并未缓解。而在这方面，一旦地缘局势缓和，油价走弱的情景发生，将给美债期限溢价带来显著压制；联储提振美元信心也有助于美债市场的稳健运行。

2. 九月布局：科技择优，搭配商品

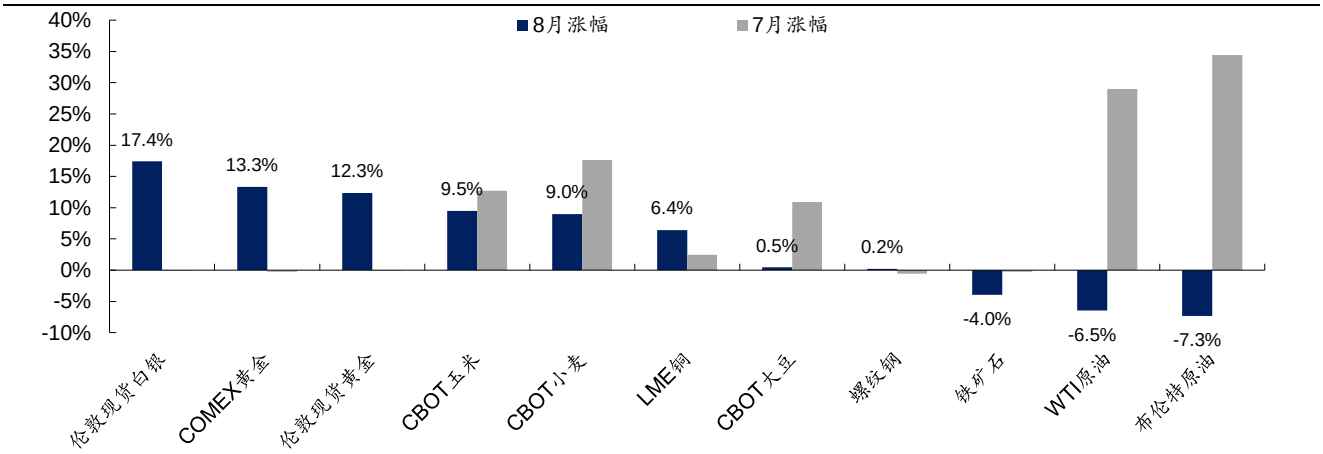
当前对于 AI 产业的质疑一直萦绕，但从中美双方各自的最近进展看，AI 科技的重要性仍然很高，且产业进展仍在加速。考虑到科技的缩圈与不同路线之间的分化，在 AI 科技的上游设备零部件、中游云计算数据中心与大模型、下游应用的全链条中优择真正能在未来进一步受益的标的是获得超额收益的关键。同时，在美债风波尚未消退、超强厄尔尼诺预警的背景下，可以用贵金属、农产品相关资产来进行组合搭配。

在季度财报电话会上，英伟达释放利好：新一代 VeraRubin 平台已于 8 月开始量产出货，预计 Q3 可贡献约 20%的数据中心收入，VeraRubin 放量速度将创公司历史最快纪录，每部署 1 吉瓦算力对应约 400 亿美元营收机会，公司还给出了 FY2028 营收增长 70%的确定性指引，有力驱散了市场对 AI 需求的质疑。除了芯片、数据中心及相关零部件之外，应用端也在加快 AI 融合，以 SALESFORCE、PLTR 为代表的头部赛道软件公司在 AI 加持下正强化自身的竞争力。

考虑到此前市场焦点集中在 AI 上游硬件与大模型、数据中心云服务领域，所以在未来一段时间需要加大对 AI 应用端的关注，特别是此前被 AI 冲击下行显著的部分细分软件赛道。国防军工、游戏、生物医药乃至 CRM（客户关系管理）等都有值得挖掘的机遇。

对于非 AI 领域，我们建议将关注重点放在贵金属与农产品等商品相关的资产。在美债风波发酵的这段时间，金价出现显著回升，以黄金为代表的贵金属在美债风波尚未消退的背景中仍具有很高的配置价值。

图表 10：全球主要商品月度涨幅（8 月截至 27 日收盘）



资料来源：Wind，爱建证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

农产品及农业板块则是在超强厄尔尼诺展望下迎来溢价抬升机遇。2026 年 7-8 月，NOAA、WMO、ECMWF 等多家权威机构确认本轮厄尔尼诺正在快速增强，NOAA 最新预测显示 2026Q4 出现“历史级”厄尔尼诺的概率高达 69%，而“强至极强”级别的概率已从 7 月预测的 81%升至 95%的水平。

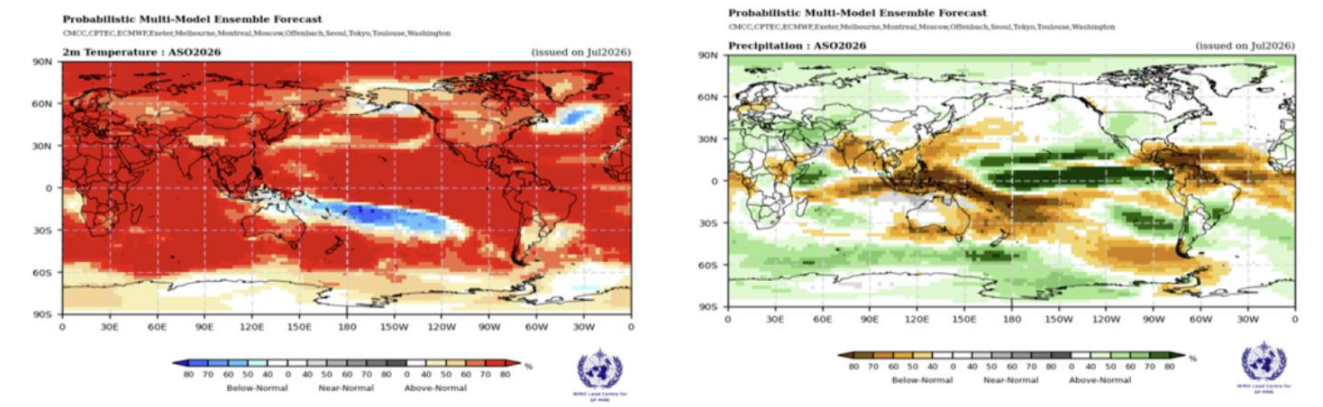
WMO 在最新发布的月度通报中，除了预测厄尔尼诺现象会在 2026 年 8-10 月继续稳步加强并发展为强厄尔尼诺之外，还将出现被称之为“正印度洋偶极子”的气候形态，太平洋与印度洋周边都将面临气候异常风险。

ECMWF 基于海面下 10 米深处的海水温度，并综合浮标、船只及卫星的测量结果，推算北纬 60°-南纬 60°之间的全球整体海洋温度，发现 2026 年 Q3 全球整体海洋温度创造 1979 年观测以来的新高，给超强厄尔尼诺预警提供了数据支持。

若最终验证未来一年出现 1950 年有记录以来最强的一次厄尔尼诺事件，农产品市场将面临供给端的极大变数，以棕榈油、天然橡胶、白糖为代表的东南亚作物将面临显著减产。

另外，超强厄尔尼诺事件一旦发生，还将导致通胀进一步升温。近期巴拿马降水减少引发运河水位下滑，已经影响到巴拿马运河的通航效率。如果厄尔尼诺继续加强，巴拿马运河通航能力继续下滑，这将显著提升跨太平洋物流运输成本。在这样的背景下，绕行将提升远洋货轮的燃料需求，这将加剧当前已受制于地缘困局与供给压力的能源市场的紧张程度。

图表 11：WMO 针对全球未来一个季度的气温与降水展望



资料来源：WMO（世界气象组织），爱建证券研究所

注：左图-红色、蓝色或灰色区域表示季节性平均表面气温最有可能分别高于、低于或接近正常值。右图-绿色、棕色或白色区域表示季节性平均降水最有可能分别高于、低于或接近正常值。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

1) AI 大模型收入滞涨引发泡沫破裂

全球 AI 科技链的基础是大模型收入的持续高增，这是基于应用端的不断开拓带来收入的前提下的。一旦应用端在 coding 之外没有找到更多的广泛应用场景，导致大模型收入无法持续高速增长甚至滞涨，将导致几大云巨头的巨额未履约订单无法落地，进而导致整个 AI 科技链出现泡沫破裂的风险。

2）全球经济需求弱化或地缘好转拉低通胀

一旦全球经济需求转弱，抑或地缘局势好转，带来能源价格走弱，通胀超预期下行，美元地位获得巩固。

3）厄尔尼诺强度低于预期

一旦后续全球海洋水温意外下降，带来厄尔尼诺强度走低，围绕超强厄尔尼诺预警的交易将迎来退潮，农产品相关的交易溢价也将回落。

仅供内部参考，请勿外传

爱建证券
AIJIAN SECURITIES

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号
电话：021-32229888　　传真：021-68728700　　服务热线：956021
邮政编码：200124　　邮箱：ajzq@ajzq.com　　网址：http://www.ajzq.com

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050. BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券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。

版权声明

券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。