仅供内部参考，请勿外传

全球流动性或再迎潮退回涌窗口

定期报告

——宏观与大类资产周报

频率：每周

国内方面，8 月全国制造业 PMI 回升至 49.8%，主要由新订单项和生产项贡献。其中，需求相对供给更强，内需相对外需明显改善，产品端价格回升幅度不及原材料端。8 月国内成品油价格回升 10%，预计 PPI 环比回升 0.3%，对应 PPI 同比 3.8%。

海外方面，欧日 9 月或再加息，此时美联储唯有保持相对鹰派或者美伊冲突再度升级才能守住跨境资金的护城河。

资产方面，9 月下旬至 10 月全球或迎来流动性边际缓和窗口。8 月黄金快速反弹，恰逢 7 月 FOMC 后加息预期推迟、8 月底全球央行会议政策预期再度变化。尽管全球流动性仍处收紧周期，但 9 月美联储加息概率有限，10 月又处中选冲刺阶段，欧日加息落地后不排除全球流动性阶段性转松；中选结束后，流动性收紧风险或再度上升。

- **1、国内方面：**8 月全国制造业 PMI 回升至 49.8%，主要由新订单项和生产项贡献。其中，需求相对供给更强，内需相对外需明显改善，产品端价格回升幅度不及原材料端。8 月国内成品油价格回升 10%，预计 PPI 环比回升 0.3%，对应 PPI 同比 3.8%。
- **2、海外方面：欧日 9 月或再加息，美联储加息与否看通胀。8 月就业数据进一步印证了 JacksonHole 会议上沃什“充分就业”的说法，9 月加息与否仍取决于 9 月 11 日公布的 8 月美国 CPI 数据。若核心 CPI 环比小于市场预期 0.2%，则 9 月大概率不加息。但 9 月欧日加息概率较高，此时美联储唯有保持相对鹰派或者美伊冲突再度升级才能守住跨境资金的护城河。**
- **3、资产方面：9 月下旬至 10 月全球或再度迎来流动性缓和窗口。黄金 8 月单月快速反弹刚好处在 7 月 FOMC 沃什暗示加息靴子落地时点大幅推后与 8 月底 JacksonHole 全球央行会议上沃什转鹰的窗口期内。我们倾向于全球流动性仍在收紧的趋势中，但 9 月美联储落地加息靴子的概率不高、10 月仍处于中选冲刺期。不排除欧日加息后，全球再度迎来流动性边际缓和的窗口，类似退潮过程中的回涌，但中选后，流动性收紧风险就将进一步加剧。**

货币流动性跟踪（8 月 31 日——9 月 4 日）

跨月平稳落地，央行快速回笼短端流动性，资金面转松、大行融出明显回升

- **流动性复盘：**

本周央行在完成跨月呵护后顺势回收前期短端投放，资金面呈现“跨月小幅收敛、月初快速转松”特征。8 月 31 日跨月当日隔夜资金需求有所抬升，但整体压力有限；进入 9 月后，月末扰动迅速消退，央行连续缩减 7 天及隔夜逆回购操作，并自周三起基本零投放。全周公开市场净回笼 14115 亿元，但银行体系融出显著回升，大行日均净融出升至约 3.71 万亿元，资金供给保持充裕。全周 DR001、DR007 均值分别降至 1.37%、1.38%左右，较前周进一步回落，

相关报告

1、《8 月经济数据预测》2026-09-05
2、《利率决策仍看通胀———2026 年 8 月美国就业数据分析》2026-09-05
3、《供需重回扩张区间———2026 年 8 月 PMI 点评》2026-08-31

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
罗丹 S1090524070004
luodan7@cmschina.com.cn
王泺宾 S1090523070007
wangluobin@cmschina.com.cn
赵兴举 研究助理
zhaoxingju@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

持续低于 1.40%的政策利率。往后看，下周逆回购到期仅 100 亿元，政府债净缴款超 2000 亿元，同时央行将等量续作 5000 亿元 3 个月买断式逆回购，流动性压力整体有限，预计资金面仍将维持合理充裕。

- **货币市场：**

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.39%、1.37%、1.41%、1.38%；周度均值来看，R001、DR001、R007、DR007 资金价格较前一周分别变动-2.91、-2.42、-2.40、-3.54bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额 62673.57 亿元，较上周增加了 2414.15 亿元。

- **政府债：**

本周，地方政府债净融资 730.28 亿元，国债净融资 2373.20 亿元，合计净融资约 3103.48 亿元，政府债净缴款合计为 1990.35 亿。按照目前披露的发行计划，下周（9 月 7 日-9 月 11 日），政府债净缴款规模小幅增至 2202.06 亿。

- **同业存单：**

一级市场，截至 9 月 4 日，长短端同业存单利率走势涨跌分化。具体来看，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单利率中枢分别为 1.41%、1.45%、1.48%、1.50%、1.54%；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 1.25bp 至 1.38%，3 个月 AAA 同业存单下行 0.28bp 至 1.44%，9 个月 AAA 同业存单上行 0.08bp，一年 AAA 同业存单下行 0.20bp。

大类资产表现跟踪（8 月 31 日——9 月 4 日）

- **权益：**

1）A 股市场：主要指数集体回落，创业板指数跌幅居前。

2）港股市场：主要指数小幅上涨，恒生国企指数表现略强，整体表现优于 A 股。

3）海外股市：美股三大指数涨跌分化，纳斯达克小幅上涨；欧洲市场多数下跌。

- 债券：

1）国内：国债收益率长短端分化，资金利率明显回落。

2）海外：美债及欧洲主要经济体长端收益率普遍上行。

- 大宗：国内外原油价格大幅上涨，贵金属有所回落，有色金属多数上涨，农产品表现偏强。
- 外汇：美元指数小幅回落，离岸人民币对美元有所升值。

- **风险提示：国内政策超预期；海外政策波动加剧。**

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

一、 宏观周观点（9 月 4 日）.....4
二、货币流动性跟踪周报（8 月 31 日-9 月 4 日）.....4
三、 大类资产总体回顾（8 月 31 日-9 月 4 日）.....6

图表目录

图 1: 交易所利率走势.....5
图 2: 资金价格走势.....5
图 3: 1 年期同业存单发行利率.....6
图 4: AAA 中债同业存单二级收益率.....6
图 5: AAA 同业存单期限利差.....6
图 6: 国股转贴票据利率走势.....6
图 7: A 股主要市场指数变化幅度.....8
图 8: 全球股票市场走势.....8
图 9: 国内债市信用利差和期限利差.....8
图 10: 货币净投放量变化（公开市场操作）.....8
图 11: 美债期限利差.....8
图 12: 中美利差变化趋势.....8
图 13: 南华指数的变化幅度.....9
图 14: 黄金价格与美元指数.....9
图 15: 人民币兑主要货币汇率波动.....9
图 16: 美元兑人民币.....9

表 1: 大类资产表现（本周、上周、月初至今、年初至今）.....7

仅供内部参考，请勿外传

一、宏观周观点（9 月 4 日）

1、国内方面：8 月全国制造业 PMI 回升至 49.8%，主要由新订单项和生产项贡献。其中，需求相对供给更强，内需相对外需明显改善，产品端价格回升幅度不及原材料端。8 月国内成品油价格回升 10%，预计 PPI 环比回升 0.3%，对应 PPI 同比 3.8%。

2、海外方面：欧日 9 月或再加息，美联储加息与否看通胀。8 月就业数据进一步印证了 JacksonHole 会议上沃什“充分就业”的说法，9 月加息与否仍取决于 9 月 11 日公布的 8 月美国 CPI 数据。若核心 CPI 环比小于市场预期 0.2%，则 9 月大概率不加息。但 9 月欧日加息概率较高，此时美联储唯有保持相对鹰派或者美伊冲突再度升级才能守住跨境资金的护城河。

3、资产方面：9 月下旬至 10 月全球或再度迎来流动性缓和窗口。黄金 8 月单月快速反弹刚好处在 7 月 FOMC 沃什暗示加息靴子落地时点大幅推后与 8 月底 JacksonHole 全球央行会议上沃什转鹰的窗口期内。我们倾向于全球流动性仍在收紧的趋势中，但 9 月美联储落地加息靴子的概率不高、10 月仍处于中选冲刺期。不排除欧日加息后，全球再度迎来流动性边际缓和的窗口，类似退潮过程中的回涌，但中选后，流动性收紧风险就将进一步加剧。

国内：

1. 8 月 31 日，国家统计局发布的数据显示，8 月份我国制造业 PMI 为 49.8%，环比上升 0.6 个百分点，非制造业 PMI 为 49.0%，综合 PMI 产出指数为 49.5%，上升 0.2 个百分点。中国制造业景气度 8 月明显改善，整体经济活动仍处萎缩区间。制造业 PMI 回升至 49.8%，主要由新订单项和生产项贡献。其中，需求相对供给更强，内需相对外需明显改善，产品端价格回升幅度不及原材料端。

海外：

1. 9 月 4 日，美国劳工统计局（BLS）发布：2026 年 8 月非农就业人数新增 16.2 万人，预期值为新增 5.5 万人，前值为新增 2.1 万人；失业率录得 4.1%，预期值为 4.1%，前值为 4.1%。8 月新增非农就业数据显著高于预期，休闲酒业在前两月连续大幅裁员后出现就业回补，地方政府新增就业出现季节性上行，是 8 月数据较上月明显回升的主要原因。

二、货币流动性跟踪周报（8 月 31 日-9 月 4 日）

跨月平稳落地，央行快速回笼短端流动性，资金面转松、大行融出明显回升。

流动性复盘

本周央行在完成跨月呵护后顺势回收前期短端投放，资金面呈现“跨月小幅收敛、月初快速转松”特征。8 月 31 日跨月当日隔夜资金需求有所抬升，但整体压力有限；进入 9 月后，月末扰动迅速消退，央行连续缩减 7 天及隔夜逆回购操作，并自周三起基本零投放。全周公开市场净回笼 14115 亿元，但银行体系

仅供内部参考，请勿外传

融出显著回升，大行日均净融出升至约 3.71 万亿元，资金供给保持充裕。全周 DR001、DR007 均值分别降至 1.37%、1.38%左右，较前周进一步回落，持续低于 1.40%的政策利率。往后看，下周逆回购到期仅 100 亿元，政府债净缴款超 2000 亿元，同时央行将等量续作 5000 亿元 3 个月买断式逆回购，流动性压力整体有限，预计资金面仍将维持合理充裕。

货币市场:

资金价格方面，本周 R001、DR001、R007、DR007 价格中枢分别为 1.39%、1.37%、1.41%、1.38%；周度均值来看，R001、DR001、R007、DR007 资金价格较前一周分别变动-2.91、-2.42、-2.40、-3.54bp。成交量方面，银行间质押式回购日均成交额 62673.57 亿元，较上周增加了 2414.15 亿元。

政府债

本周，地方政府债净融资 730.28 亿元，国债净融资 2373.20 亿元，合计净融资约 3103.48 亿元，政府债净缴款合计为 1990.35 亿元。按照目前披露的发行计划来看，下周（9 月 7 日-9 月 11 日），政府债净缴款规模小幅增至 2202.06 亿。

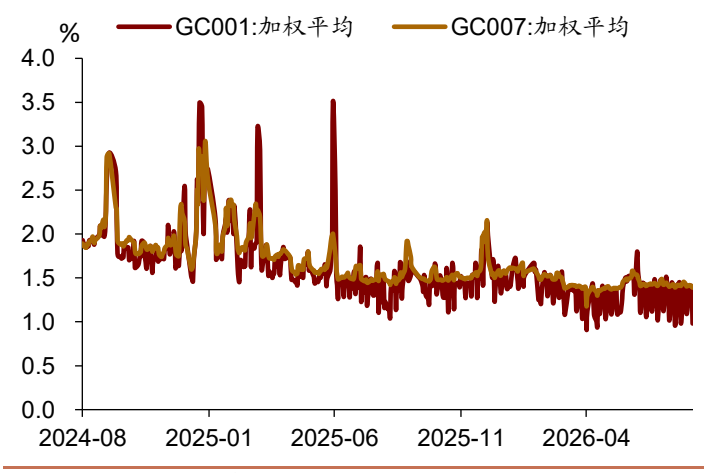
同业存单:

一级市场，截至 9 月 4 日，长短端同业存单利率走势涨跌分化。具体来看，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单利率中枢分别为 1.41%、1.45%、1.48%、1.50%、1.54%；二级市场，周度均值来看，1 个月 AAA 同业存单下行 1.25bp 至 1.38%，3 个月 AAA 同业存单下行 0.28bp 至 1.44%，9 个月 AAA 同业存单上行 0.08bp，一年 AAA 同业存单下行 0.20bp。

汇率变动:

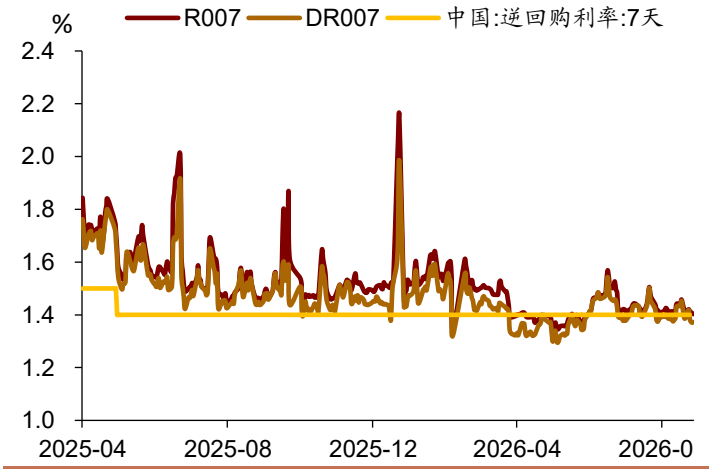
上周，即期汇率-美元兑离岸人民币，中间价-美元兑人民币小幅回升，截至 9 月 4 日收盘价，分别录得 6.7160、6.7787，与 8 月 28 日相比，人民币离岸价调升 54 个基点，中间价调升 24 个基点。

图 1：交易所利率走势



资料来源：Wind，招商证券

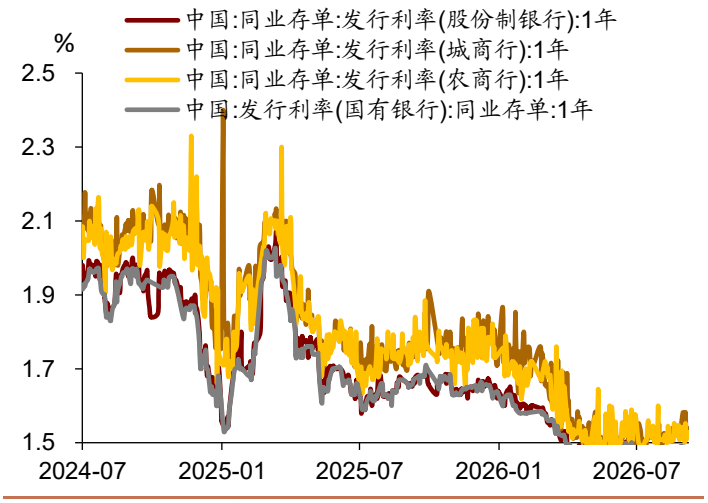
图 2：资金价格走势



资料来源：Wind，招商证券

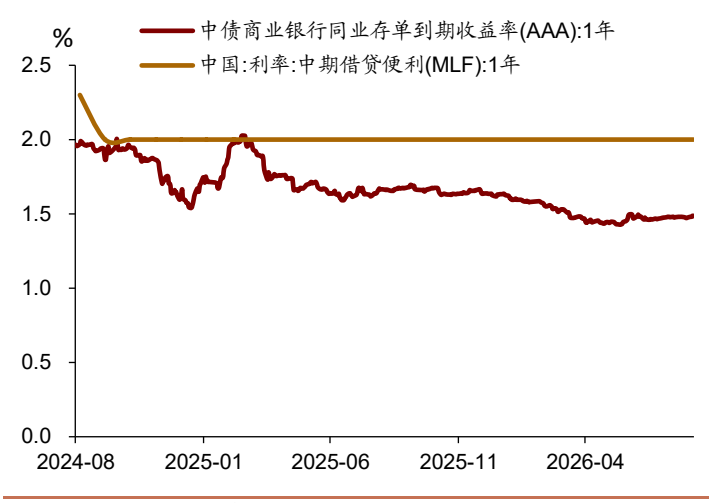
仅供内部参考，请勿外传

图 3：1 年期同业存单发行利率



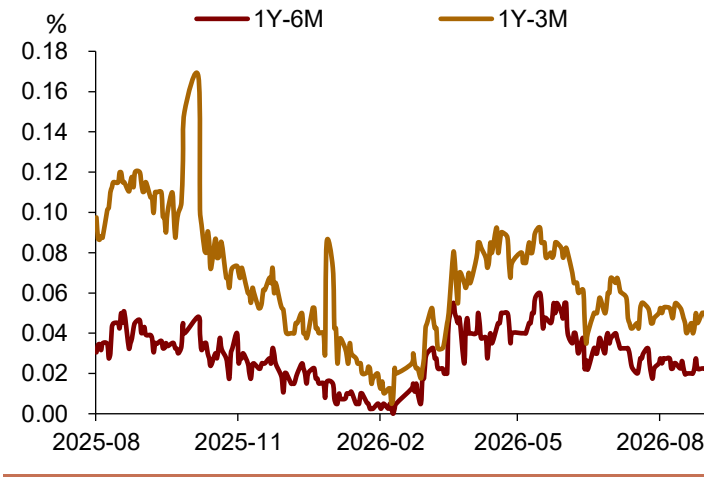
资料来源：Wind，招商证券

图 4：AAA 中债同业存单二级收益率



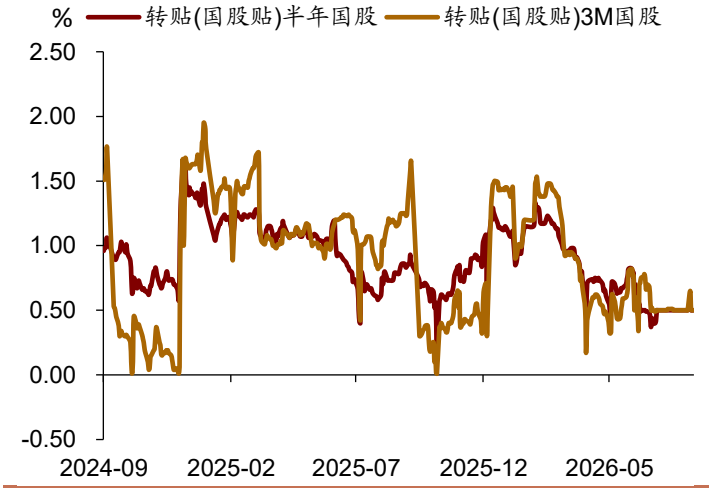
资料来源：Wind，招商证券

图 5：AAA 同业存单期限利差



资料来源：Wind，招商证券

图 6：国股转贴票据利率走势



资料来源：Wind，招商证券

三、大类资产总体回顾（8 月 31 日-9 月 4 日）

- **权益：**

1）A 股市场：主要指数集体回落，创业板指数跌幅居前。

2）港股市场：主要指数小幅上涨，恒生国企指数表现略强，整体表现优于 A 股。

3）海外股市：美股三大指数涨跌分化，纳斯达克小幅上涨；欧洲市场多数下跌。

- 债券：

1）国内：国债收益率长短端分化，资金利率明显回落。

2）海外：美债及欧洲主要经济体长端收益率普遍上行。

- 大宗：国内外原油价格大幅上涨，贵金属有所回落，有色金属多数上涨，农产品表现偏强。

- 外汇：美元指数小幅回落，离岸人民币对美元有所升值。

仅供内部参考，请勿外传

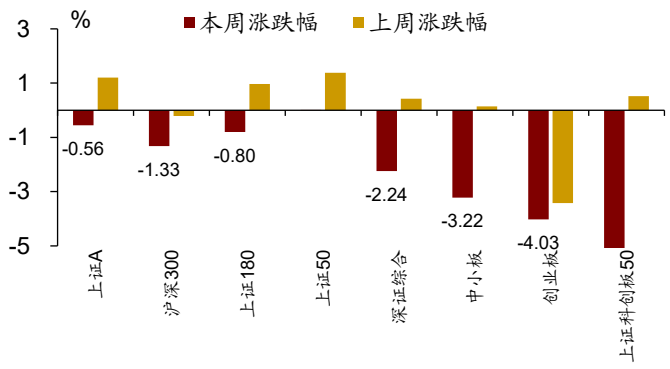
表 1：大类资产表现（本周、上周、月初至今、年初至今）

	分类	名称	现价	本周涨跌幅	上周涨跌幅	本月涨跌幅	年初至今涨跌幅
股票	A股	上证指数	3930.12	-0.56%	1.20%	-1.41%	-0.98%
		深证成指	13516.97	-3.13%	-1.00%	-3.55%	-0.06%
		中小板指数	8340.35	-3.22%	0.15%	-3.68%	0.93%
		创业板指数	3286.55	-4.03%	-3.42%	-4.42%	2.60%
		沪深 300	4548.05	-1.33%	-0.21%	-1.67%	-1.77%
	港股	恒生指数	25650.87	0.26%	-1.63%	0.33%	0.08%
		恒生中国企业指数	8555.03	0.76%	-1.67%	0.49%	-4.02%
	美股及其它	道琼斯工业	53414.25	-0.27%	0.53%	0.43%	11.13%
		标准普尔 500	7718.60	0.09%	0.49%	0.42%	12.75%
		纳斯达克综指	26506.99	0.40%	0.85%	0.52%	14.05%
		欧元区 STOXX50	6392.00	-1.69%	0.26%	-0.70%	9.43%
		伦敦富时 100	10831.09	0.06%	0.07%	0.06%	9.06%
		巴黎 CAC40	8278.77	-1.46%	-0.98%	-0.67%	1.59%
		法兰克福 DAX	26046.40	-1.97%	1.66%	-0.81%	6.35%
		日经 225	65020.94	-2.09%	0.59%	-1.95%	29.16%
		韩国综指	6687.21	-1.50%	-1.79%	-1.95%	58.68%
债券	国内	国债收益率:1Y	1.23%	2.05BP	1.04BP	1.05BP	123.37BP
		国债收益率:10Y	1.68%	-1.45BP	1.10BP	-0.79BP	168.04BP
		期限利差(10Y-1Y)	0.45%	-3.50BP	0.06BP	-1.84BP	44.67BP
		企业债利差(AAA):1Y	0.28%	-3.14BP	-2.56BP	-2.36BP	27.63BP
		城投债利差(AAA):1Y	0.30%	-2.41BP	0.42BP	-1.69BP	29.73BP
		SHIBOR:1 周	1.38%	-4.80BP	3.86BP	-3.80BP	-5.10BP
		DR007	1.37%	-5.56BP	4.55BP	-4.54BP	-6.46BP
	海外	10Y 美国国债收益率	4.78%	5.00BP	-1.00BP	3.00BP	60.00BP
		期限利差(10Y-2Y)	41BP	2.00BP	-11.00BP	0.00BP	-30.00BP
		10Y 法国国债收益率	4.21%	7.90BP	-0.10BP	3.20BP	64.50BP
		10Y 德国国债收益率	3.40%	16.00BP	-7.00BP	3.00BP	46.00BP
		10Y 意大利国债收益率	4.18%	6.50BP	2.10BP	1.30BP	66.60BP
		10Y 国债中美利差	-310BP	-6.45BP	2.10BP	-3.79BP	108.04BP
		2Y 国债中美利差	-313BP	-4.17BP	-8.51BP	-3.94BP	34.30BP
大宗商品	国内	原油	652.65	11.88%	-0.40%	5.93%	50.77%
		沪金	968.31	-3.26%	1.24%	0.47%	-1.18%
		螺纹钢	3166.00	0.20%	2.44%	-0.63%	-1.15%
		沪铜	108780.00	0.15%	1.69%	0.09%	9.77%
		沪铝	24290.00	1.50%	1.27%	1.38%	4.88%
		谷物	477.92	1.13%	0.82%	0.18%	3.45%
	全球	布伦特原油	95.85	8.80%	-5.06%	5.92%	93.84%
		COMEX 黄金	4477.20	-1.16%	-3.77%	-0.10%	-0.52%
		LME 铜	14378.50	0.59%	0.49%	0.59%	15.74%
		LME 铝	3296.00	1.67%	0.14%	1.67%	10.03%
		CBOT 大豆	1310.25	1.73%	3.89%	1.73%	19.68%
外汇		美元兑人民币(离岸)	6.71	-0.35%	0.15%	-0.15%	-3.84%
		欧元兑人民币	7.79	-0.07%	-0.66%	-0.18%	-4.92%
		美元指数	99.16	-0.53%	0.85%	-0.26%	0.90%
		美元兑欧元	0.86	-0.28%	0.81%	0.01%	1.13%

资料来源：Wind，招商证券

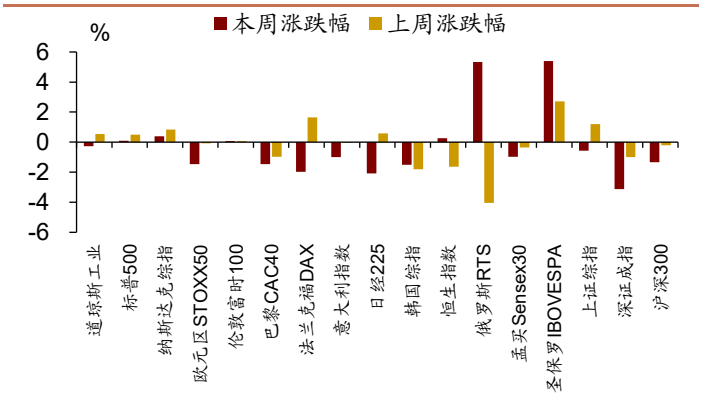
仅供内部参考，请勿外传

图 7：A 股主要市场指数变化幅度



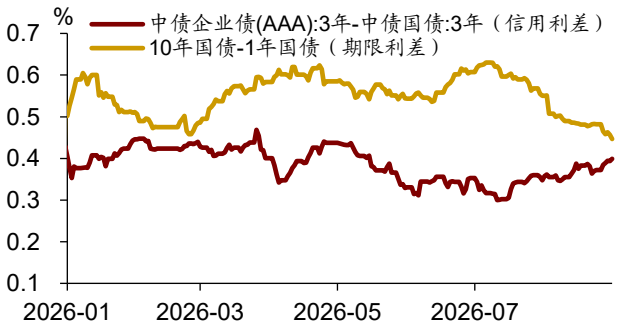
资料来源：Wind、招商证券

图 8：全球股票市场走势



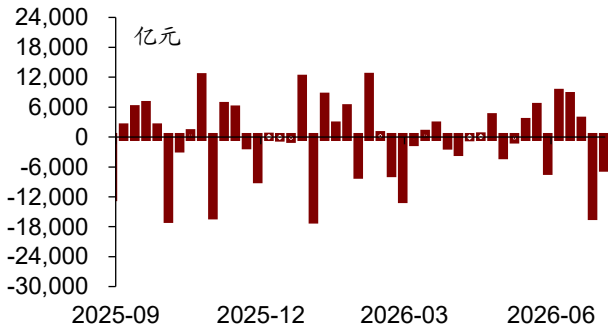
资料来源：Wind、招商证券

图 9：国内债市信用利差和期限利差



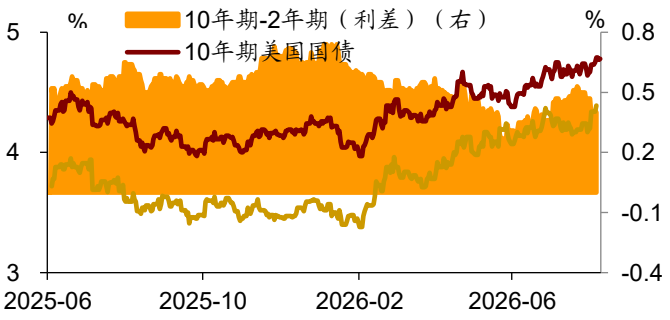
资料来源：Wind、招商证券

图 10：货币净投放量变化（公开市场操作）



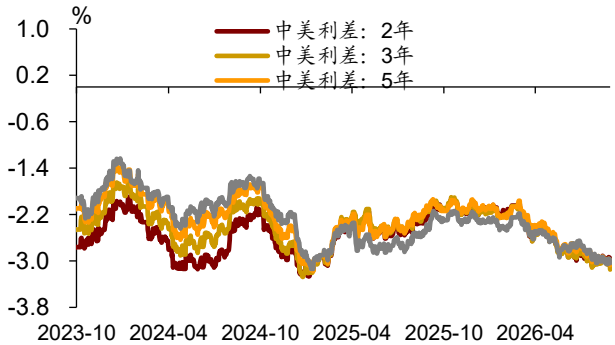
资料来源：Wind、招商证券

图 11：美债期限利差



资料来源：Wind、招商证券

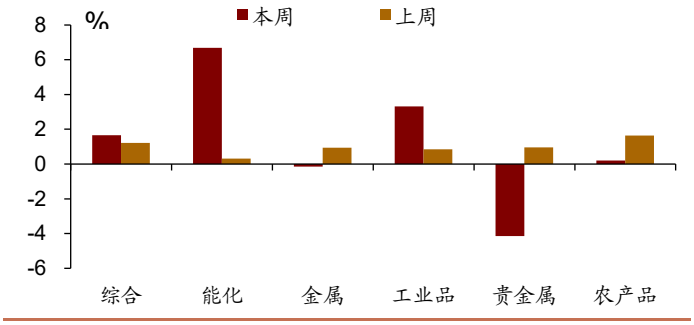
图 12：中美利差变化趋势



资料来源：Wind、招商证券

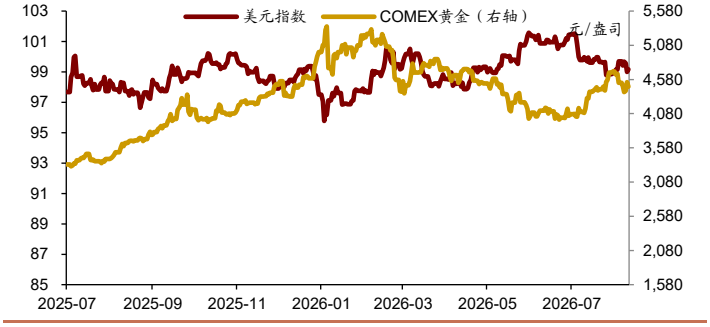
仅供内部参考，请勿外传

图 13：南华指数的变化幅度



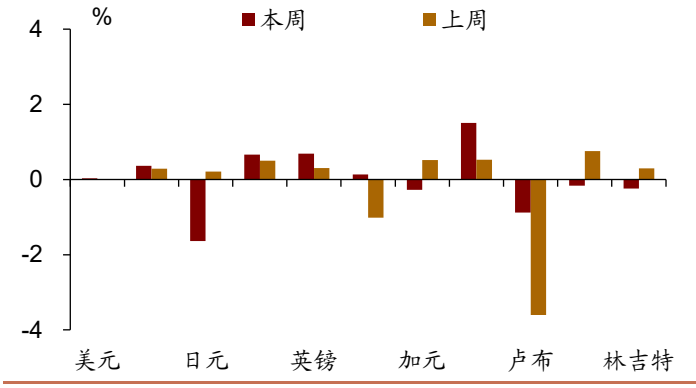
资料来源：Wind、招商证券

图 14：黄金价格与美元指数



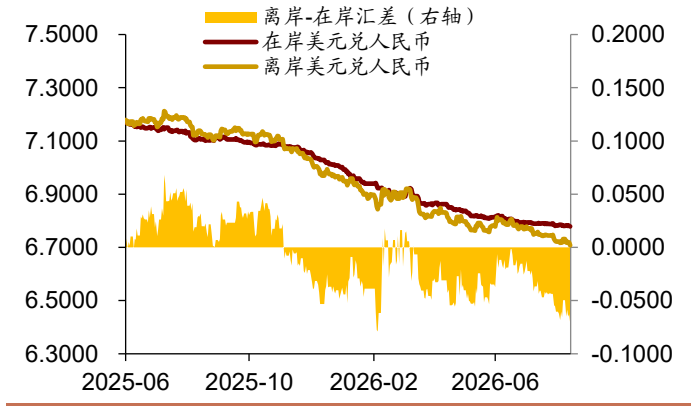
资料来源：Wind、招商证券

图 15：人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：Wind、招商证券

图 16：美元兑人民币



资料来源：Wind、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

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；中国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。 具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。