仅供内部参考，请勿外传

稳住阵脚

证券研究报告

2026 年 09 月 07 日

大类资产复盘笔记（202608）

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

林晨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040002
linchen@tfzq.com

汪书慧 分析师
SAC 执业证书编号：S1110526010002
wangshuhui@tfzq.com

大类资产回顾：全球股指分化，商品走强，高位美债压制全球资产

1）大类资产总览：8 月 A 股超跌反弹后缩量震荡，沪指收复 3900 点，中债利率下行，长债利率跌破 1.7%，商品指数持续上行，全球股指延续分化。2）A 股：8 月主要宽基指数普涨，微盘股指数涨超 15%，风格方面成长周期领涨，中小盘风格强于大盘，行业方面电子、煤炭、通信领涨，食品饮料、美容护理领跌。6 月算力通胀继续向上游扩散，AI 链和非 AI 分化加剧；7 月 AI 链集体调整，风格再平衡加速；8 月板块轮动加速，农业、煤炭、医药轮番走强。3）债券：8 月长端利率震荡回落，跌破 1.7%，短端利率回升突破 1.2%，长端利率下行、短端利率上行，期限利差收窄，信用利差回落。4）商品：8 月南华工业品指数持续走高，陆续突破 3800、3900 点。农产品期货大涨，黄金相对底部回升。5）海外权益：8 月全球股指延续分化。美股三大指数均收涨，欧股分化，亚太股指分化，日韩股指超跌反弹，港股指数整体弱于 A 股。6）美债：短端美债利率继续走高，长端利率高位震荡，10 年期利率连续近两月处于 4.5%的临界值之上，期限利差收窄，中美利差走阔。

A 股：A 股超跌反弹转入缩量震荡，市场量能收缩

1）基本面：7 月经济数据温和回落，制造业 PMI 连续两月处于荣枯线以下，7 月三大经济数据普遍回落，但进出口同比继续实现两位数增长。2）宏观流动性：7 月社融回落，新增政府债券同比转正，新增人民币贷款同比少增收窄。货币边际转松，8 月 DR007 月均值继续回落至 1.399%，已低于 7 天逆回购利率，央行隔夜逆回购加码，8 月央行首次尝试月中开展隔夜逆回购，8 月在月初、月中、月末均开展隔夜逆回购操作。3）微观资金：8 月两市成交额持续回落，ETF 成交额高位回落，南向资金、北向资金回落，两融余额低位震荡，降杠杆暂告一段落。

风险提示：地缘风险超预期，政策落地时滞，流动性收紧超预期。

相关报告

1《投资策略：A 股策略周报-非农大超预期，加息预期升温》 2026-09-06

2《投资策略：超强厄尔尼诺来袭-政策与大类资产配置月观察》 2026-09-03

3《投资策略：9 月，静待秋季访美-A 股动静框架之静态指标》 2026-09-02

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 大类资产回顾：全球股指分化，商品走强，高位美债压制全球资产 4
1.1. 大类资产总览：A 股超跌反弹后缩量震荡，长债利率跌破 1.7%，商品指数持续上行 4
1.2. A 股市场：宽基指数普涨，成长风格领涨，中小盘强于大盘，电子、煤炭领涨 5
1.3. 债券：中债收益率分化，长端利率下行、短端利率上行，信用利差回落 8
1.4. 商品市场：商品指数持续走高，农产品期货大涨，黄金底部回升 9
1.5. 海外权益：全球股指延续分化，美股三大股指收涨、日韩股指超跌反弹 10
1.6. 美债：美债利率高位震荡，期限利差收窄，中美利差走阔 12
2. A 股：A 股超跌反弹转入缩量震荡，市场量能收缩 14
2.1. 基本面：经济数据温和回落，进出口保持高增 14
2.2. 宏观流动性：资金面小幅转松，央行隔夜逆回购精准滴灌 14
2.3. 微观资金：成交额下台阶，ETF 成交额回落，两融余额低位震荡 16
3. 风险提示 18

图表目录

图 1：A 股、商品、债券表现 4
图 2：大类资产表现跟踪 5
图 3：A 股上半年大事记 6
图 4：A 股下半年大事记 6
图 5：主要宽基指数走势 7
图 6：中信风格指数走势 7
图 7：申万大中小盘指数走势 7
图 8：主要指数走势 7
图 9：申万一级行业表现一览 8
图 10：10 年期国债利率高于存单利率，剪刀差收窄 8
图 11：信用利差回落 9
图 12：大宗商品涨跌幅 9
图 13：CRB 现货指数与 PPI 呈现高相关性 10
图 14：主要商品指数 10
图 15：主要农产品走势 10
图 16：原油及主要工业金属走势 10
图 17：原油 8 月中旬回升 10
图 18：COMEX 黄金相对底部回升 10
图 19：全球主要股指涨跌幅 11
图 20：标普 500 指数涨跌幅 11
图 21：恒生指数行业涨跌幅 11
图 22：AH 溢价指数 12
图 23：vix 指数 12

仅供内部参考，请勿外传

图 24：8 月美债计算出的隐含通胀回升 12
图 25：8 月美债期限利差收窄 13
图 26：8 月中美利差走阔 13
图 27：宏观热力图 14
图 28：二季度全 A ROE（TTM）小幅回升 14
图 29：二季度全 A 归母累计同比回升 14
图 30：社融结构 15
图 31：7 月社融 TTM 同比回落 15
图 32：7 月企业中长贷、居民中长贷跌幅收窄 15
图 33：M1-M2 剪刀差收窄 15
图 34：政策利率 15
图 35：DR007 均值边际回落 16
图 36：DR007 同期整体低于 2023-2025 年 16
图 37：新发基金情况 17
图 38：8 月南向资金回落 17
图 39：8 月北向资金成交额继续回落 17
图 40：两融余额回落维持在 2.7 万亿以下 17
图 41：ETF 成交额 8 月回落 17

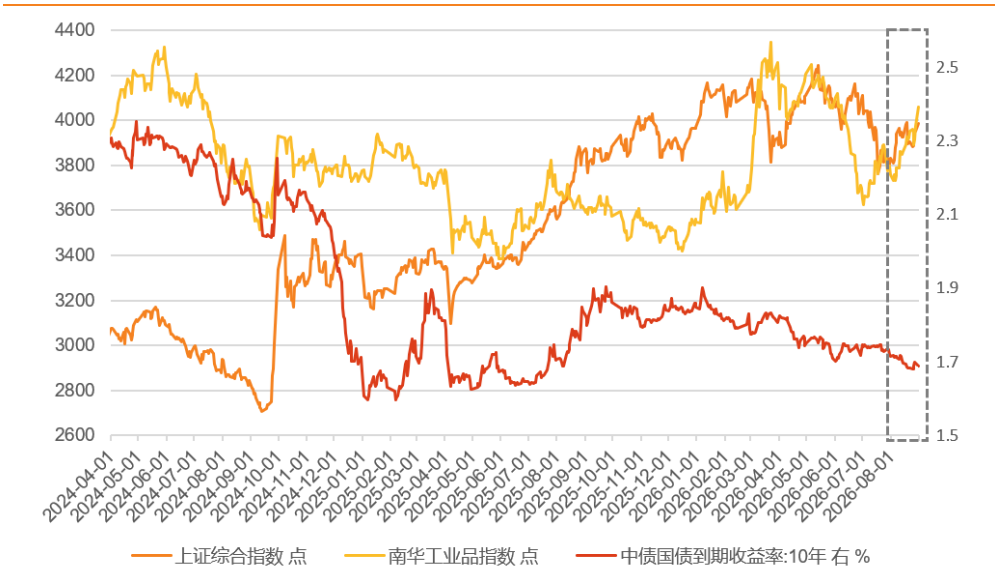
仅供内部参考，请勿外传

1. 大类资产回顾：全球股指分化，商品走强，高位美债压制全球资产

1.1. 大类资产总览：A 股超跌反弹后缩量震荡，长债利率跌破 1.7%，商品指数持续上行

8 月 A 股超跌反弹后缩量震荡，沪指收复 3900 点，中债利率下行，长债利率跌破 1.7%，商品指数持续上行，全球股指延续分化。8 月 A 股超跌反弹后转入缩量震荡，板块轮动加快，月初沪指快速收复 3900 点（8/6），8/18 沪指冲击 4000 点受阻，录得月内最高收盘价 3990，随后基本在 3900-4000 区间震荡，8/31 收于 3986，8 月沪指收涨 4.02%。债市方面，十年期国债收益率震荡回落，8/14 跌破 1.7%，最低收于 1.6794%，8 月收益率下行 2.58BP，8/31 报 1.6883%。商品方面，南华工业品指数持续上行，陆续突破 3800、3900 点，8/31 站上 4000 点，收于 4058，8 月收涨 8.02%。全球股指延续分化，纳斯达克指数收涨 3.9%，法国 CAC40 指数收跌 2.1%。

图 1：A 股、商品、债券表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图 2：大类资产表现跟踪

资产类别		单位	2026/8/31	变化（除债券为BP外，均为%）				近期走势	2010以来			年化波动率（周）	2010以来波动率分位
				~1W	~1M	~3M	YTD		最低	最高	当前分位		
股票	美国：标普500		7686	0.4%	2.6%	1.1%	12.3%		1023	7799	100%	6.88%	22.70%
	美国：纳斯达克		26371	1.5%	3.9%	-2.6%	13.5%		2092	27094	99%	13.09%	43.50%
	德国：DAX		26258	0.6%	2.5%	5.0%	7.2%		5072	26570	100%	12.26%	39.80%
	法国：CAC40		8335	-1.4%	-2.1%	2.3%	2.3%		2782	8726	98%	16.21%	60.40%
	日本：日经225		66312	1.2%	3.0%	-0.9%	31.7%		8160	72366	99%	6.01%	5.40%
	英国：FT100		10824	-0.3%	-0.4%	4.7%	9.0%		4806	10911	100%	7.04%	23.70%
	A50期货		14702	0.8%	-0.3%	-3.2%	0.9%		4060	18292	93%	10.10%	17.60%
	上证综指		3986	2.7%	4.0%	-1.8%	0.4%		1950	5166	95%	7.88%	17.50%
	上证50		2937	2.3%	0.5%	1.5%	-3.1%		1407	4029	81%	8.16%	15.50%
	沪深300		4625	1.4%	0.8%	-4.5%	-0.1%		2087	5808	86%	9.64%	20.30%
	创业板指		3439	0.2%	2.8%	-13.0%	7.4%		594	4372	97%	19.98%	40.20%
	恒生指数		25567	0.2%	-1.2%	0.7%	-0.2%		14687	33154	73%	5.19%	2.10%
债券	美债：2年	%	4.34	10	6.0	29.0	93.0		0.09	5.19	92%	1.60%	34.00%
	美债：10年	%	4.75	5	0.0	28.0	76.0		0.52	4.98	100%	0.83%	16.20%
	德债：10年	%	3.37	7	16.0	31.0	73.0		-0.85	3.70	97%	1.94%	35.40%
	法债：10年	%	4.17	5.1	17.3	53.5	84.2		-0.45	4.17	100%	1.05%	19.80%
	日债：10年	%	2.94	5.6	14.2	26.1	87.7		-0.30	2.94	100%	4.71%	50.50%
	英债：10年	%	5.03	-2.6	0.0	15.6	55.9		0.12	5.13	100%	0.76%	4.80%
	中债：1年	%	1.22	2.1	7.7	6.4	-11.4		0.93	4.25	4%	0.76%	59.80%
	中债：10年	%	1.69	0.9	-2.6	-1.3	-15.9		1.60	4.72	2%	0.46%	44.70%
	国开债：10年	%	1.77	1.7	-0.9	0.8	-23.4		1.60	5.92	3%	0.48%	52.30%
	中票：3年：AAA	%	1.69	2.4	0.6	6.2	-20.5		1.61	6.30	2%	0.15%	8.30%
	城投：5年：AAA	%	1.76	1.3	-2.8	0.9	-24.9		1.73	6.60	0%	0.10%	4.00%
外汇	美元指数		99.42	0.4%	-0.4%	0.2%	1.2%		73.03	114.16	75%	5.04%	39.10%
	欧元兑美元		1.16	-0.4%	0.8%	-0.1%	-1.1%		0.96	1.48	52%	5.29%	32.10%
	美元兑日元		159.74	0.4%	1.4%	0.0%	2.0%		75.81	163.87	99%	4.30%	21.70%
	英镑兑美元		1.35	-0.6%	0.5%	0.7%	0.5%		1.07	1.72	52%	4.08%	16.70%
	美元兑离岸人民币		6.72	-0.1%	-0.5%	-0.7%	-3.7%		6.02	7.43	50%	2.41%	50.10%
	美元兑在岸人民币		6.72	-0.1%	-0.4%	-0.7%	-3.9%		6.04	7.35	53%	0.25%	7.70%
商品	布伦特原油	美元/桶	90	-1.8%	0.4%	-4.7%	48.7%		19	128	70%	5.66%	98.40%
	伦敦金	美元/盎司	4563	-2.2%	13.3%	2.5%	5.9%		1049	5405	98%	1.64%	94.90%
	伦敦银	美元/盎司	70	2.2%	21.7%	-7.1%	-2.4%		12	118	97%	1.63%	68.50%
	LME铜	美元/吨	14446	0.6%	4.4%	4.6%	16.0%		4328	14594	100%	0.92%	45.50%
	LME铝	美元/吨	3234	0.3%	0.5%	-15.3%	9.0%		1426	3878	97%	0.79%	36.30%
	铁矿石	元/吨	727	1.5%	1.5%	-6.9%	-7.9%		284	1337	55%	1.46%	56.00%
	螺纹钢	元/吨	3143	2.5%	4.6%	-1.1%	0.7%		1626	6171	24%	0.70%	29.80%
	热轧卷板	元/吨	3412	2.2%	6.0%	0.4%	4.3%		1691	6683	40%	0.94%	62.00%
	焦煤	元/吨	1729	9.2%	46.4%	25.6%	55.1%		494	3847	82%	1.50%	68.00%
	焦炭	元/吨	2242	4.1%	26.9%	12.5%	32.4%		607	4402	74%	0.99%	43.20%

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. A 股市场：宽基指数普涨，成长风格领涨，中小盘强于大盘，电子、煤炭领涨

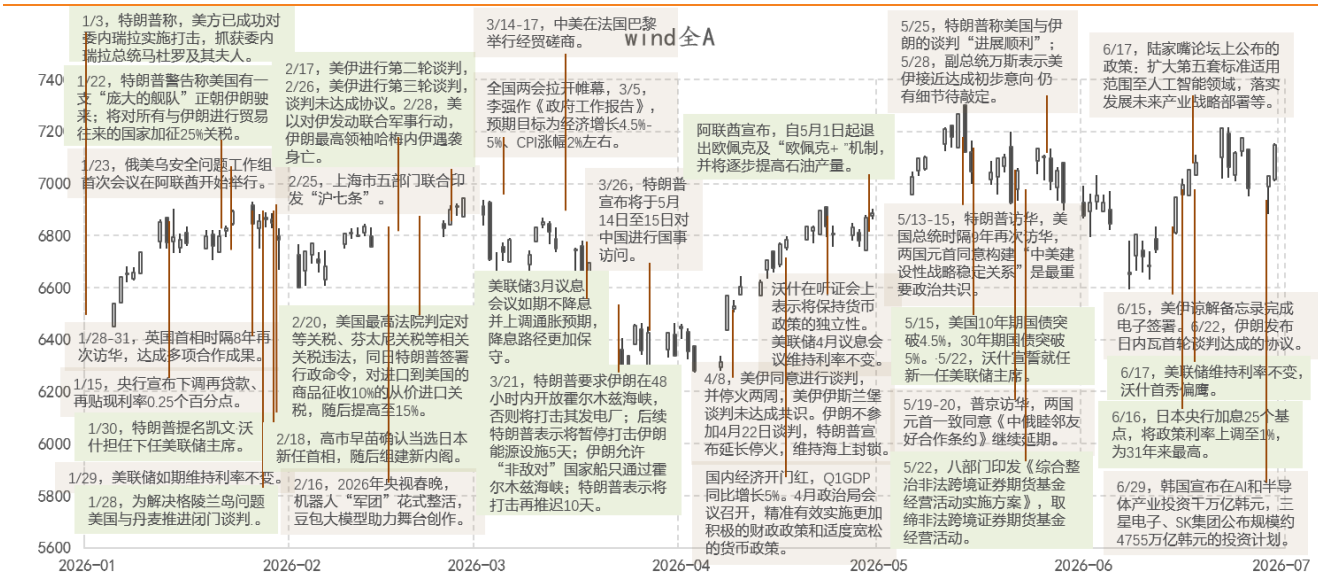
8 月主要宽基指数普涨，微盘股指数涨超 15%，风格方面成长周期领涨，中小盘风格强于大盘，行业方面电子、煤炭、通信领涨，食品饮料、美容护理领跌。上证指数、沪深 300、创业板指、科创 50 分别收涨 4.02%、0.8%、2.83%、2.96%，此外微盘股指数大涨 16.36%，投机情绪回升，中证红利指数收涨 2.68%。风格方面，中信五大风格中成长领涨（8.32%），其次为周期，仅稳定收跌。申万大盘指数收涨 1.65%，弱于中盘指数（6.64%）和小盘指数（8.16%）。行业方面，除综合外的 30 个申万一级行业中，8 月份 23 个行业收涨，电子、煤炭、通信领涨，分别收涨 12.42%、12.22%、10.79%，食品饮料、美容护理领跌，分别收跌 4.6%、3.24%。

6 月算力通胀继续向上游扩散，AI 链和非 AI 分化加剧；7 月 AI 链集体调整，风格再平衡加速；8 月板块轮动加速，农业、煤炭、医药轮番走强。6 月份，AI 链算力通胀继续扩散，6 月 16 日，建滔积层板再次发布新一轮产品涨价函，MLCC 缺货潮由高端产品向中低端蔓延，6 月 25 日，苹果因存储涨价压力而官宣涨价，市场逐步开始担忧 AI 产业链的利润分配，6 月 29 日，韩国公布超千万亿韩元的半导体、物理 AI 和 AI 数据中心的投资计划，此外 6 月第一批、第二批公募基金产品业绩比较基准调整启动。7 月份，AI 链叙事发生转折，7 月 1 日，Meta 制定云基础设施业务计划，向外部客户出售 AI 算力；7 月韩国芯片股杠杆产品大跌，短期内形成踩踏效应，加速韩国股市去杠杆；7 月 27 日，长鑫科技登陆科创板，上市首日估值区间较为合理；监管方面，7 月 20 日，证监会主席在证券营业部调研并主持召开投资者座谈会，并启动基金自购、上市公司增持等救市组合拳；商业航天方面，7 月 10 日，长征十号乙运载火箭实现一子级可控回收。8 月份，板块轮动加快，AI 方面，8/5，商务部就对美方系列涉华消极措施实施反制，8/26，英伟达二季度财报超预期，并对 28 财

仅供内部参考，请勿外传

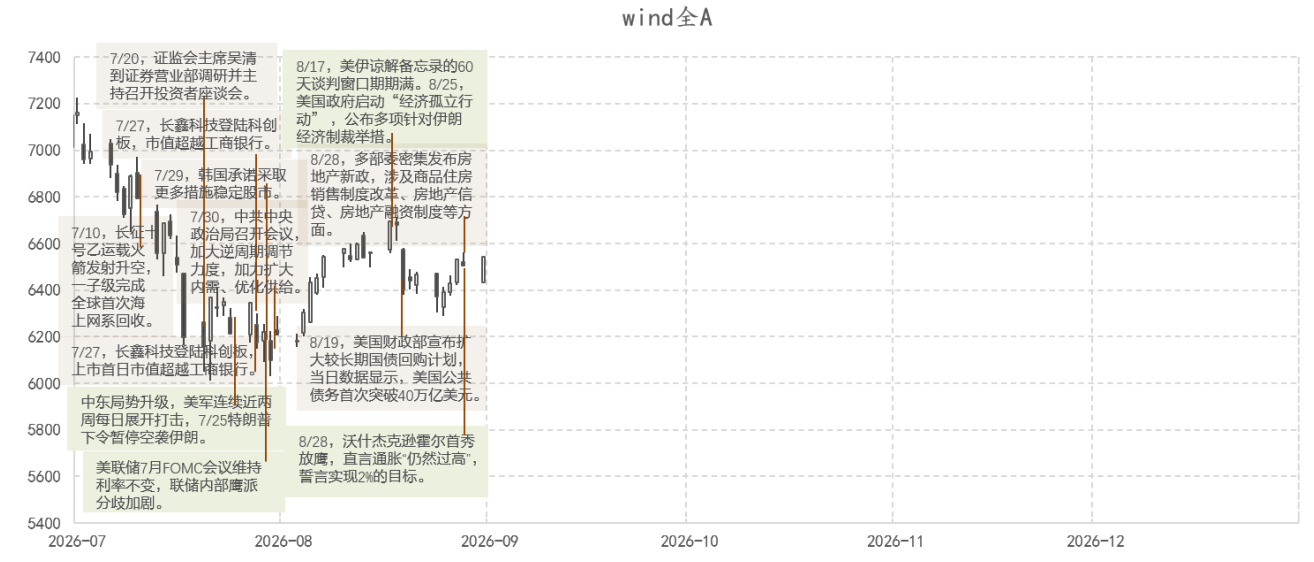
年营收给出增长 70%的指引；农业方面，气象局通报 6 月至 7 月厄尔尼诺状态持续加强，本轮厄尔尼诺可能创下 150 年来最强纪录；8/19，人形机器人龙头宇树科技登陆科创板，当日市值突破 4000 亿元，但随后连续回撤；煤炭方面，8/24，焦炭首轮提涨正式落地；创新药方面，8/19，莫德纳与默沙东宣布 mRNA 疫苗三期项目取得成功；8/28，多部委发布地产政策“组合拳”， 个人住房贷款期限由最长 30 年延至 40 年，推行商品住房现房销售。

图 3：A 股上半年大事记



资料来源：Wind，财联社，新华网等，天风证券研究所（截至 2026/6/30）

图 4：A 股下半年大事记



资料来源：Wind，财联社，新华网等，天风证券研究所（截至 2026/8/31）

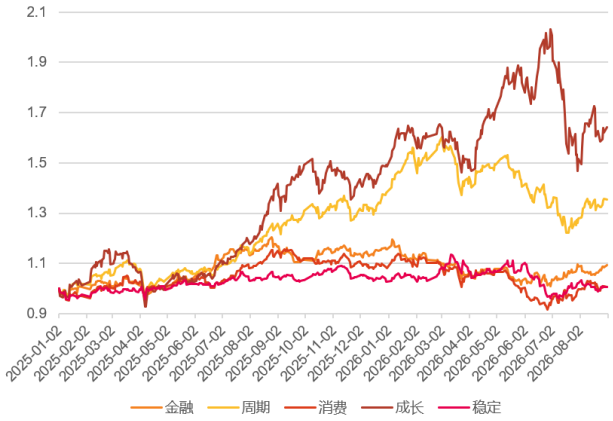
仅供内部参考，请勿外传

图 5：主要宽基指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 6：中信风格指数走势



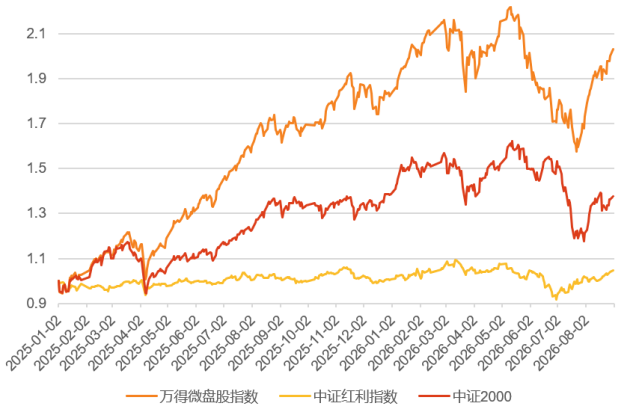
资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 7：申万大中小盘指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 8：主要指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

仅供内部参考，请勿外传

图 9：申万一级行业表现一览

行业	风格判定	收盘价	分位数	最大回撤	年初以来最高	年初以来最低	Q1涨跌幅	Q2涨跌幅	7月涨跌幅	8月涨跌幅	YTD
电子	中游制造业	8,961	65.40%	37.45%	12,210	6,370	-2.43%	90.92%	-34.72%	12.42%	36.72%
煤炭	上游原材料	3,580	100.00%	21.77%	3,580	2,767	16.83%	-13.18%	14.29%	12.22%	30.08%
通信	中游制造业	7,206	54.00%	37.66%	10,007	5,437	5.95%	63.84%	-31.90%	10.79%	30.98%
机械设备	中游制造业	2,274	33.30%	25.46%	2,662	1,985	-0.66%	23.41%	-22.06%	10.66%	5.74%
有色金属	上游原材料	8,622	32.70%	35.49%	11,180	7,213	3.66%	-3.74%	-6.42%	9.81%	2.54%
石油石化	上游原材料	2,870	56.60%	34.63%	3,552	2,322	15.36%	-22.20%	12.63%	9.75%	10.94%
基础化工	上游原材料	4,474	24.50%	24.24%	5,235	3,966	6.91%	1.96%	-13.70%	8.77%	2.32%
农林牧渔	下游必选消费	2,595	44.00%	29.41%	3,095	2,184	-6.36%	-20.19%	8.45%	7.39%	-12.96%
建筑材料	上游原材料	6,044	37.10%	31.95%	8,068	5,457	8.18%	35.20%	-27.90%	6.86%	12.70%
环保	支持服务	1,955	22.00%	24.08%	2,303	1,748	4.87%	-3.45%	-7.71%	6.83%	-0.16%
轻工制造	下游可选消费	2,120	27.00%	28.16%	2,640	1,897	-1.46%	-12.61%	-5.34%	6.82%	-12.92%
纺织服饰	下游必选消费	1,563	34.50%	24.34%	1,825	1,381	-1.77%	-10.23%	-0.84%	5.65%	-7.62%
社会服务	下游可选消费	7,491	30.80%	32.77%	9,616	6,465	-4.36%	-13.74%	-1.92%	5.63%	-14.53%
国防军工	中游制造业	1,649	15.00%	36.23%	2,378	1,517	-6.14%	-0.48%	-14.68%	4.45%	-16.76%
房地产	金融房建	1,889	23.20%	25.88%	2,350	1,742	-7.51%	-9.66%	-0.36%	3.26%	-14.02%
建筑装饰	金融房建	1,969	20.10%	23.35%	2,419	1,854	4.86%	-8.89%	-5.82%	2.95%	-7.36%
医药生物	下游必选消费	7,796	37.70%	21.92%	8,893	6,944	-0.90%	-9.45%	4.52%	2.81%	-3.57%
计算机	支持服务	4,540	22.00%	31.99%	6,151	4,184	-7.61%	-5.21%	-3.06%	2.63%	-12.88%
传媒	下游可选消费	692	27.00%	40.44%	1,022	609	-4.74%	-14.71%	3.09%	0.75%	-16.62%
银行	金融房建	4,108	94.90%	12.40%	4,189	3,670	-3.51%	-9.08%	11.57%	0.35%	-1.78%
钢铁	上游原材料	2,231	26.40%	34.31%	3,145	2,066	-0.51%	-18.59%	3.27%	0.28%	-16.13%
汽车	下游可选消费	6,473	12.50%	26.86%	8,426	6,163	-6.36%	-12.24%	-1.30%	0.06%	-18.85%
非银金融	金融房建	1,791	49.00%	24.48%	2,198	1,660	-14.98%	-0.33%	2.88%	0.03%	-12.79%
电力设备	中游制造业	9,117	5.00%	28.76%	12,216	8,702	6.78%	0.46%	-15.68%	-0.09%	-9.63%
商贸零售	支持服务	1,806	23.80%	35.52%	2,585	1,667	-14.43%	-17.52%	5.79%	-0.13%	-25.43%
家用电器	下游可选消费	8,736	42.70%	12.90%	9,534	8,304	-7.10%	-2.32%	4.87%	-0.37%	-5.19%
交通运输	支持服务	2,089	32.00%	18.58%	2,391	1,947	-2.03%	-12.84%	7.69%	-0.38%	-6.39%
公用事业	支持服务	2,453	9.40%	16.76%	2,897	2,412	9.21%	-6.89%	1.86%	-2.15%	1.35%
美容护理	下游可选消费	3,460	20.70%	30.77%	4,612	3,193	-8.93%	-17.49%	8.75%	-3.24%	-29.93%
食品饮料	下游必选消费	13,864	16.90%	25.00%	17,255	12,942	-2.66%	-17.32%	11.34%	-4.60%	-14.51%

资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2026/8/31）

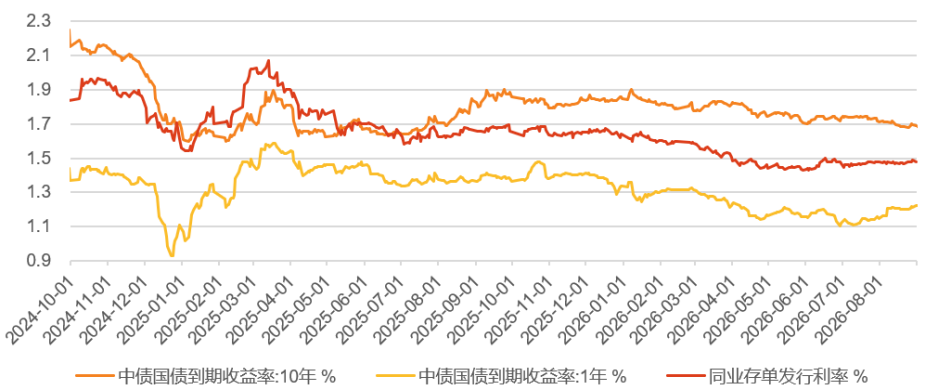
1.3. 债券：中债收益率分化，长端利率下行、短端利率上行，信用利差回落

8 月长端利率震荡回落，跌破 1.7%，短端利率回升突破 1.2%，长端利率下行、短端利率上行，期限利差收窄。10 年期国债收益率震荡回落，8/14 跌破 1.7%，最低跌至 1.6794%，8/31 收于 1.6883%，8 月利率下行 1.89BP。1 年期国债收益率继续上行，8/7 大幅上涨突破 1.2%，随后高位震荡，8/31 收于 1.2232%，8 月上行 7.72BP。短端利率上行，长端利率下行，期限利差收窄，利率曲线趋于平缓。

10 年期国债利率高于存单利率，两者剪刀差收窄。2025/7/2，10 年期国债收益率超过存单利率，此后此状态延续，8 月存单利率探底回升，8/31 收于 1.48%，持平于 7 月末，10 年期国债利率下行，两者剪刀差收窄。存单利率反映现实，国债利率反映预期。

信用利差回落。二季度信用利差下行 3.78BP，4 月围绕 20BP 震荡，5 月、6 月信用利差在 21-27BP 区间震荡，7 月信用利差小幅回升，8 月信用利差震荡回落，最低为 20.91BP（8/27），8 月下行 1.17BP。

图 10：10 年期国债利率高于存单利率，剪刀差收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图 11：信用利差回落



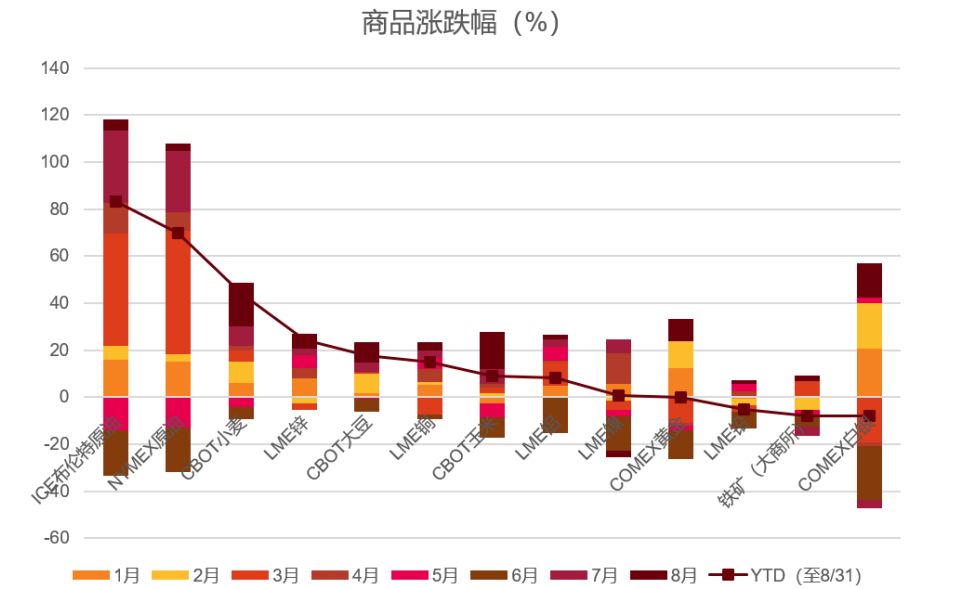
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 商品市场：商品指数持续走高，农产品期货大涨，黄金相对底部回升

8 月南华工业品指数持续走高。8 月南华工业品指数回升，陆续突破 3800、3900 点，8/31 收于 4058，站上 4000 点，8 月收涨 8.02%。主要大宗商品表现来看，8 月 CBOT 小麦、CBOT 玉米、COMEX 白银领涨，分别报 18.5%、15.8%、14.9%，LME 镍收跌（-2.8%）。

农产品期货大涨，黄金相对底部回升。8/17，美伊谅解备忘录设定的 60 天谈判窗口期到期，特朗普表示不寻求延长备忘录，8/19，特朗普宣布对伊朗实施“毁灭性经济行动”，布油一度升至 90 美元/桶以上。为缓解美债抛压，8/19，美国财政部数据显示，美债总额突破 40 万亿美元，同日美国财政部宣布将长期国债流动性支持回购操作的单次规模至少提高一倍，美债危机发酵，COMEX 黄金底部回升，最高突破 4600 美元/盎司，月末受沃什在杰克逊霍尔年会上的鹰派讲话影响，小幅回落至 4400 美元/盎司水平。农产品方面，俄乌双方针对黑海商业航运和港口设施的打击持续升级，双方粮食出口量均大幅下滑，叠加厄尔尼诺效应持续发酵，全球农产品期货大涨。

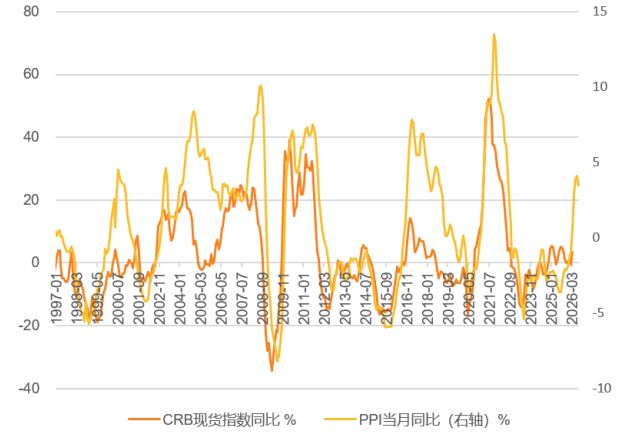
图 12：大宗商品涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图 13：CRB 现货指数与 PPI 呈现高相关性



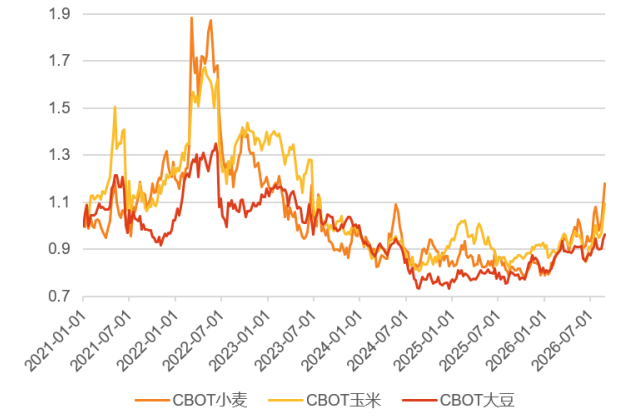
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：主要商品指数



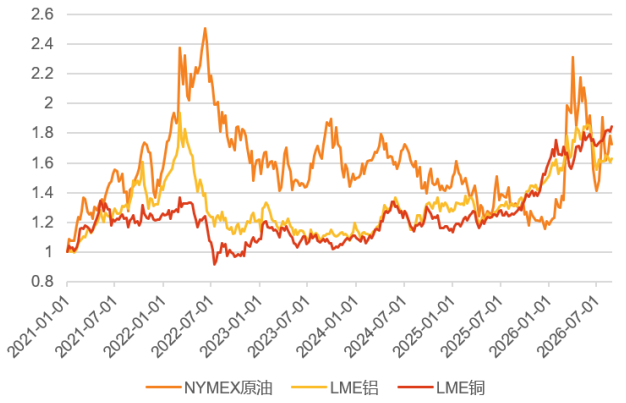
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：主要农产品走势



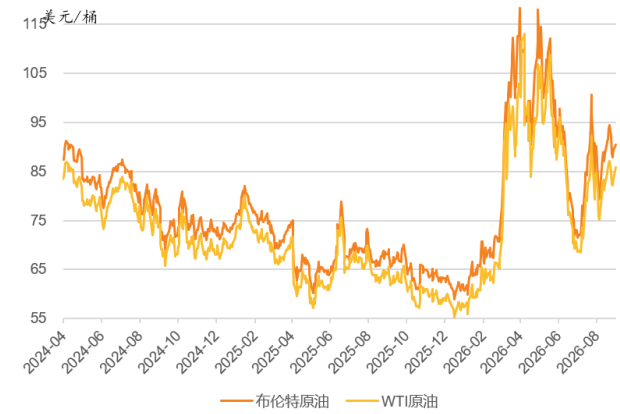
资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2021/1/1 为基期，进行归一化处理）

图 16：原油及主要工业金属走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2021/1/1 为基期，进行归一化处理）

图 17：原油 8 月中旬回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：COMEX 黄金相对底部回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.5. 海外权益：全球股指延续分化，美股三大股指收涨、日韩股指超跌反弹

8 月全球股指延续分化。8 月中国台湾加权指数领涨，涨幅报 6.98%，俄罗斯 RTS 指数领跌，报-9.97%。

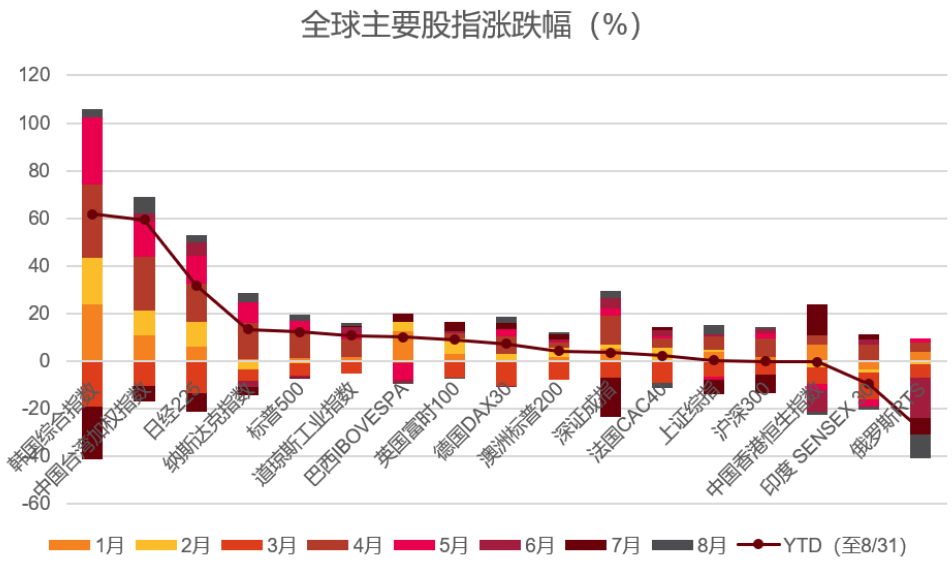
仅供内部参考，请勿外传

美股三大指数均收涨，欧股分化。道指收涨 1.34%，标普 500 指数、纳指收涨 2.62%、3.93%，美股三大指数回升，普遍月初走高后转入震荡。欧股表现分化，英国富时 100 指数、法国 CAC40 指数收跌，报-0.4%、-2.06%，德国 DAX 指数收涨 2.45%，德国 DAX 指数震荡冲高，法国 CAC40 指数、英国富时 100 指数高位回落。

亚太股指分化，韩国综合指数、日经 225 指数超跌反弹，收涨 3.4%、3%，恒生指数跌 1.23%。恒生指数表现弱于上证指数，港股指数整体弱于 A 股，沪深 300 指数/恒生指数月末升至 18%以上，8 月 AH 溢价指数升 123 以上。

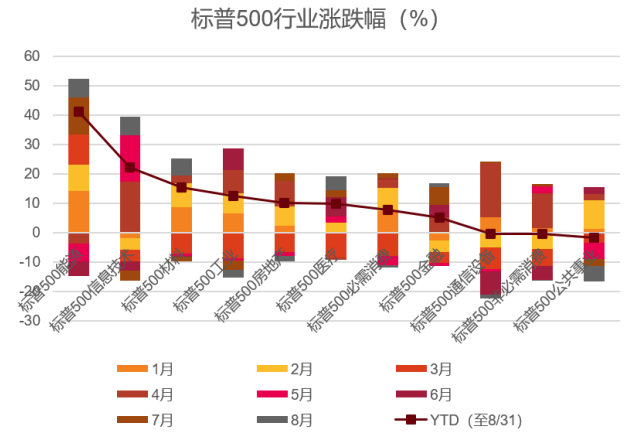
行业方面，标普 500 指数分化，8 月能源、信息技术领涨，公共事业领跌。恒生指数行业涨跌不一，原材料、医疗保健领涨，必需消费、电讯领跌。

图 19：全球主要股指涨跌幅



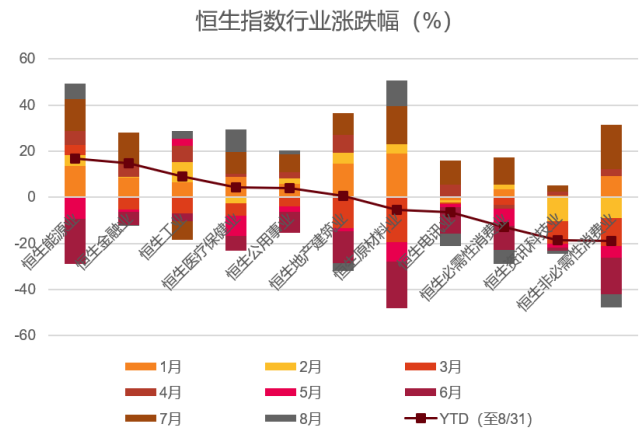
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：标普 500 指数涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

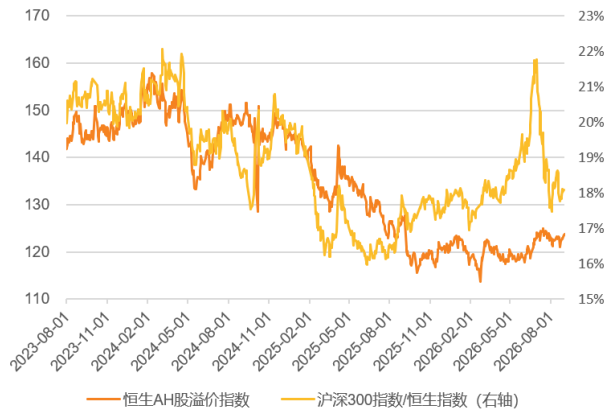
图 21：恒生指数行业涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

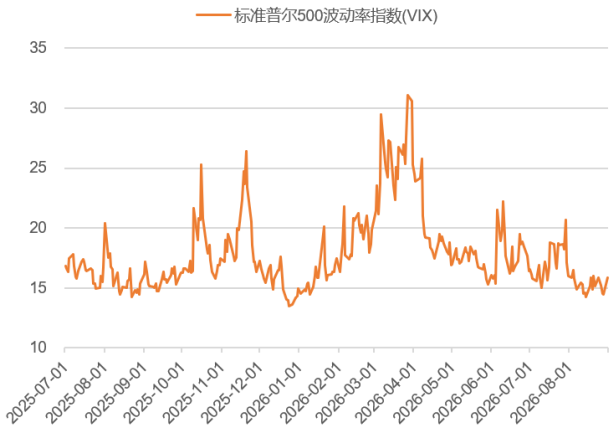
仅供内部参考，请勿外传

图 22：AH 溢价指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：vix 指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.6. 美债：美债利率高位震荡，期限利差收窄，中美利差走阔

短端美债利率继续走高，长端利率高位震荡，10 年期利率连续近两月处于 4.5%的临界值之上，期限利差收窄，中美利差走阔。8 月美债利率延续高位，10 年期美债利率在 4.6%-4.8%区间内震荡，8/31 收于 4.75%，持平于 7 月末，2 年期美债利率月末冲高，突破 4.3%，8/31 收于 4.34%，8 月上行 6BP。长端利率持平，短端利率上行，期限利差收窄。

用 10 年期美债利率扣除 TIPS 计算得到的隐含通胀震荡回升，突破 2.3%，8/31 收于 2.31%，上行 3BP。

中美利差走阔，中债长端利率回落，美债长端利率高位震荡，中美利差从-304BP（7/31）走阔至-306BP（8/31）。

图 24：8 月美债计算出的隐含通胀回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图 25：8 月美债期限利差收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：8 月中美利差走阔



资料来源：Wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2. A 股：A 股超跌反弹转入缩量震荡，市场量能收缩

2.1. 基本面：经济数据温和回落，进出口保持高增

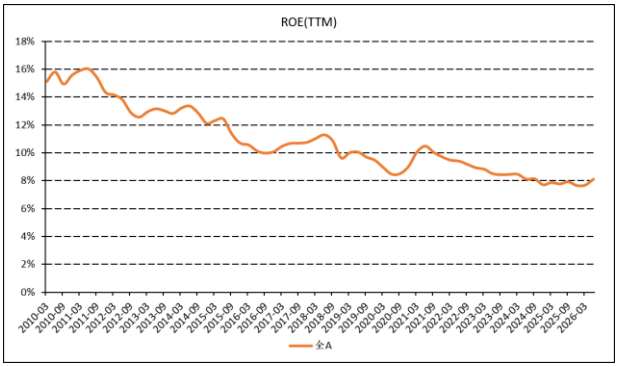
7 月经济数据温和回落，进出口保持高增长。7 月、8 月制造业 PMI 连续两月处于荣枯线以下，但 8 月已大幅回升。通胀方面，7 月 CPI 同比小幅回落，PPI 同比自高点回落。7 月三大经济数据普遍回落，固投同比跌幅继续走阔，社消、工业同比回落，三者均弱于 Wind 预期。7 月进出口同比继续实现两位数增长，且高于 Wind 预期，但均边际小幅回落。业绩方面，全 A ROE（TTM）26 年 Q2 企稳回升，全 A、全 A 非金融石油石化归母净利润累计同比 26 年 Q2 继续回升，盈利复苏趋势延续。

图 27：宏观热力图

（%）		较前值	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08
生产	工业增加值	-0.80	4.5	5.3	4.5	4.1	5.7	6.3	6.3	5.2	4.8	4.9	6.5	5.2
需求	固定资产投资	-1.00	-6.7	-5.7	-4.1	-1.6	1.7	1.8	-	-3.8	-2.6	-1.7	-0.5	0.5
	制造业	-0.50	-1.7	-1.2	-0.4	1.2	4.1	3.1	-	0.6	1.9	2.7	4.0	5.1
	房地产	-1.20	-19.2	-18.0	-16.2	-13.7	-11.2	-11.1	-	-17.2	-15.9	-14.7	-13.9	-12.9
	基建	-1.67	-4.1	-2.4	0.8	4.9	9.2	9.8	-	-1.5	0.1	1.5	3.3	5.4
	社会消费品零售	-0.40	0.6	1.0	-0.6	0.2	1.7	2.8	-	0.9	1.3	2.9	3.0	3.4
	出口（人民币）	-2.90	17.8	20.7	13.7	9.7	-0.7	36.0	8.0	5.1	5.6	-0.9	8.3	4.6
	进口（人民币）	-7.90	21.3	29.2	21.4	20.6	24.3	11.6	24.5	5.1	2.4	2.2	8.1	2.1
（当月值，%）		较前值	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09
就业	调查失业率	-	-	5.2	5.0	5.1	5.2	5.4	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2
	16—24岁人口	-	-	17.9	14.9	15.6	16.3	16.9	16.1	16.3	16.5	16.9	17.3	17.7
	25—29岁人口	-	-	7.2	7.1	7.2	7.4	7.7	7.2	6.8	6.9	7.2	7.2	7.2
	30—59岁人口	-	-	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	4.2	4.0	3.9	3.8	3.8	3.9
景气	制造业PMI	0.60	49.8	49.2	50.3	50.0	50.3	50.4	49.0	49.3	50.1	49.2	49.0	49.8
通胀	CPI同比	-	-	0.5	1.0	1.2	1.2	1.0	1.3	0.2	0.8	0.7	0.2	-0.3
	PPI同比	-	-	3.5	4.1	3.9	2.8	0.5	-0.9	-1.4	-1.9	-2.2	-2.1	-2.3
信用	社融同比	-	-	7.4	7.4	7.7	7.8	7.9	8.2	8.2	8.3	8.5	8.5	8.7
	M2同比	-	-	7.7	8.0	8.6	8.6	8.5	9.0	9.0	8.5	8.0	8.2	8.4
	M1同比	-	-	4.0	4.0	5.5	5.0	5.1	5.9	4.9	3.8	4.9	6.2	7.2

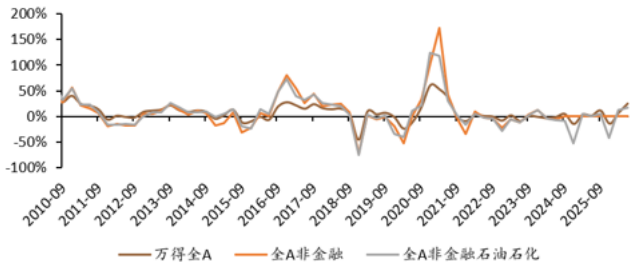
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：二季度全 A ROE（TTM）小幅回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：二季度全 A 归母累计同比回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 宏观流动性：资金面小幅转松，央行隔夜逆回购精准滴灌

7 月社融回落。社融 TTM 同比 25 年回升至高位后维持在 15%左右，26 年 1-7 月连续回落，其中 4 月转负，7 月跌至-9.41%。7 月企业中长贷、居民中长贷 TTM 同比跌幅均收窄。社融结构中，7 月新增政府债券同比转正，新增人民币贷款同比少增收窄。

货币边际转松。1 月 DR007 均值为 1.505%，自 25 年 8 月来首次回升至 1.5%以上，随后 2-5 月连续回落，6 月边际回升至 1.4%以上（1.44%），7 月均值边际回落至 1.418%，8 月继续回落至 1.399%，已低于 7 天逆回购利率（8 月为 1.4%）。

央行隔夜逆回购加码。6 月末起，央行推出隔夜逆回购品种，更好地匹配银行体系短期的

仅供内部参考，请勿外传

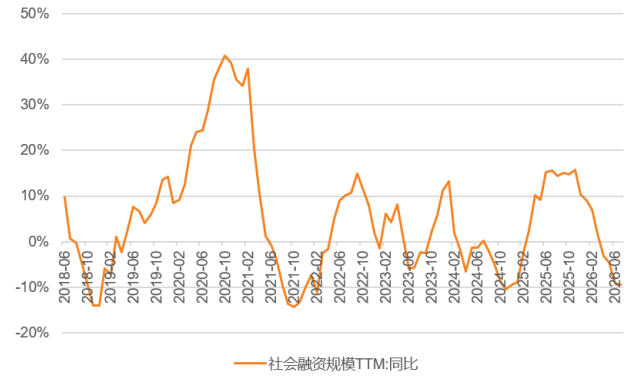
流动性需求，8 月央行首次尝试月中开展隔夜逆回购，8 月在月初、月中、月末均开展隔夜逆回购操作，精准滴灌满足短期流动性需求。

图 30：社融结构

社会融资规模分结构						
本期：2026年7月	同比相减（亿元）	占比	同比相减（亿元，上个月）	环比变化（亿元）	过去3个月：同比相减（亿元）	占比
总量	2710		(8580.0)	11290.0	(8477.0)	
新增人民币贷款	(1600)	-59%	(5950.0)	4350.0	(8508.0)	100%
政府债券	694	26%	(5825.0)	6519.0	(7480.0)	88%
企业债券融资	1788	66%	1590.0	198.0	3562.0	-42%
表外三项	888	33%	140.0	748.0	1463.0	-17%
新增委托贷款	155	6%	643.0	(488.0)	874.0	-10%
新增信托贷款	(375)	-14%	(1319.0)	944.0	(1814.0)	21%
新增未贴现银行承兑汇票	1108	41%	816.0	292.0	2403.0	-28%
存款类金融机构资产支持证券	(170)	-6%	433.0	(603.0)	124.0	-1%
贷款核销	250	9%	710.0	(460.0)	1146.0	-14%
新增外币贷款	172	6%	130.0	42.0	285.0	-3%
非金融企业境内股票融资	623	23%	425.0	198.0	1194.0	-14%
合计	2645		(8347.0)	22282.0	(8214.0)	
其他	65		(233.0)		(263.0)	

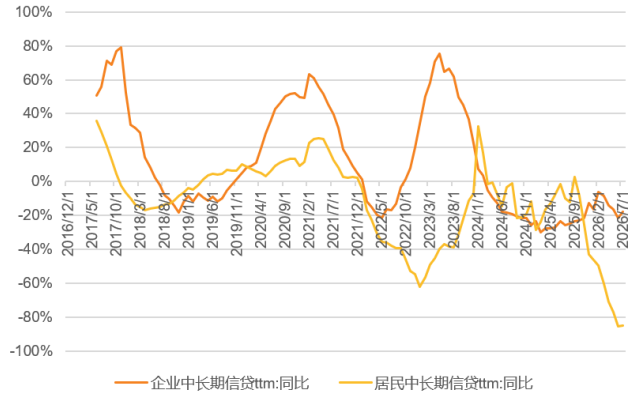
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：7 月社融 TTM 同比回落



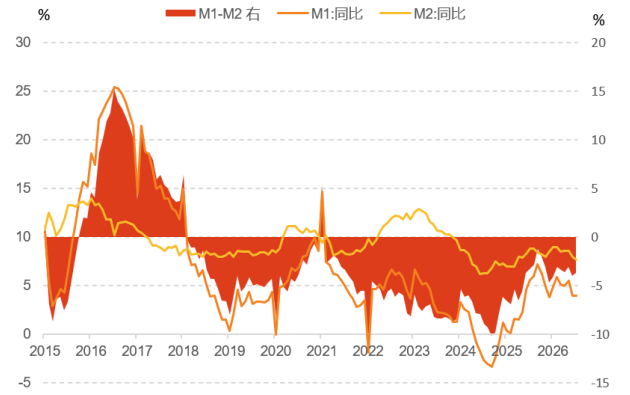
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：7 月企业中长贷、居民中长贷跌幅收窄



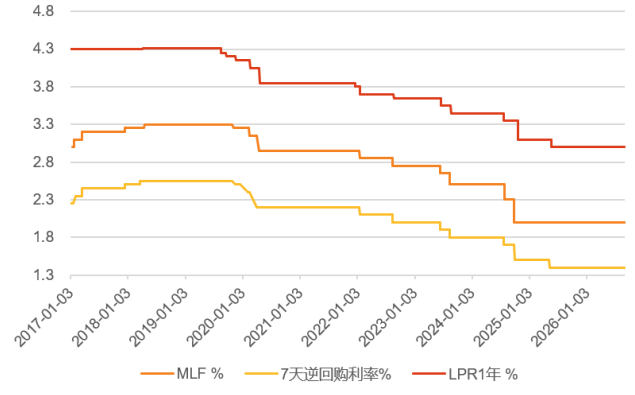
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：M1-M2 剪刀差收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：政策利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

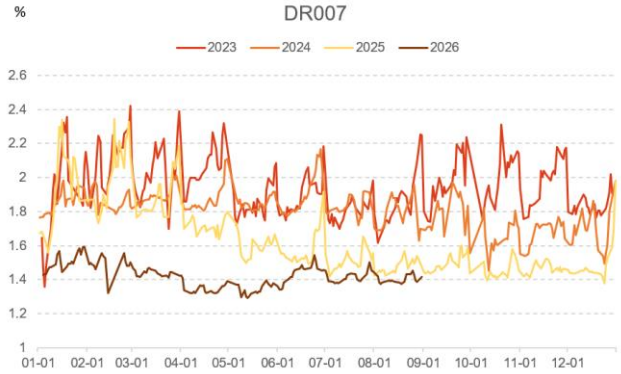
仅供内部参考，请勿外传

图 35：DR007 均值边际回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：DR007 同期整体低于 2023-2025 年



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 微观资金：成交额下台阶，ETF 成交额回落，两融余额低位震荡

8 月两市成交额持续回落，ETF 成交额高位回落，南向资金、北向资金回落，两融余额低位震荡。新发基金份额自 2022 年起维持在较低水平，26 年 1 月至 6 月基本维持在千亿左右，7 月起持续回落，8 月为 493 亿份。

两市成交额持续回落，沪深两市成交额（MA5）上半月基本在 2-2.5 万亿区间震荡，下旬加速回落，一度跌破 2 万亿，最低为 19237 亿元，市场量能回落。

港股通成交净额回落，8 月港股通成交净额周度均值为-18 亿元，而 7 月均值为 167 亿元，8/22 当周成交净额为-99 亿元，8/29 当周回正至 84 亿元。

北向资金继续回落，8 月陆股通成交额（MA5）跌破 3000 亿元（8/14），最低为 2734 亿元（8/27），陆股通成交额占比（MA5）一度跌破 13%。

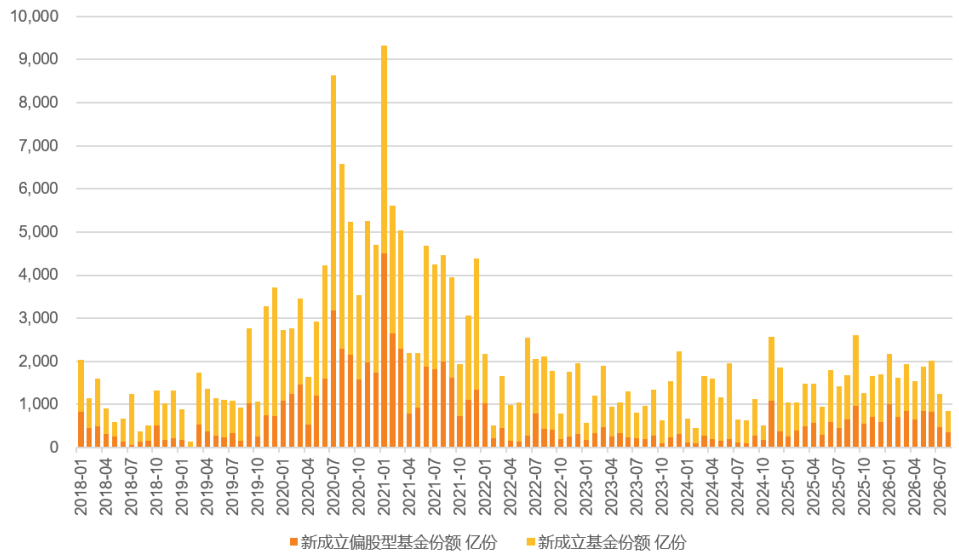
融资融券余额低位震荡，7 月两融余额跌破 2.7 万亿后，8 月维持在 2.7 万亿以下，月内在 2.6-2.7 万亿区间震荡，两融余额占 A 股流通市值比重基本维持在 2.55%-2.6%之间，降杠杆暂告一段落，截至 8/31，融资余额为 26355 亿元，融券余额为 293 亿元。

ETF 成交额高位回落。8 月成交额周度均值为 8536 亿元，7 月则为 10856 亿元，8/16 当周 ETF 成交额回落至 7485 亿元，同期 ETF 成交额占两市成交额比重回落至 6.4%。



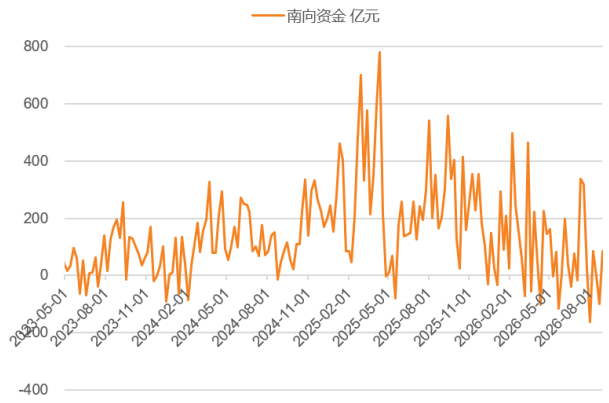
仅供内部参考，请勿外传

图 37：新发基金情况



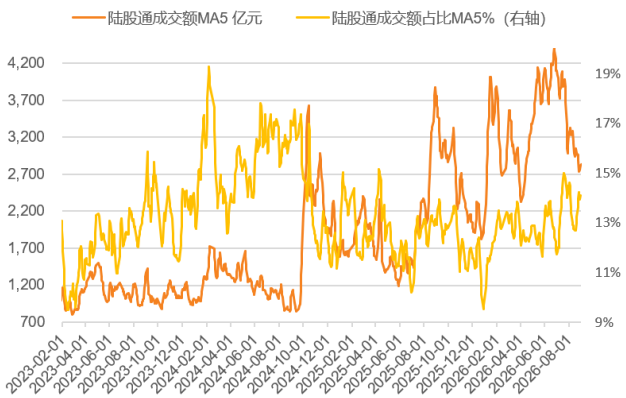
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：8 月南向资金回落



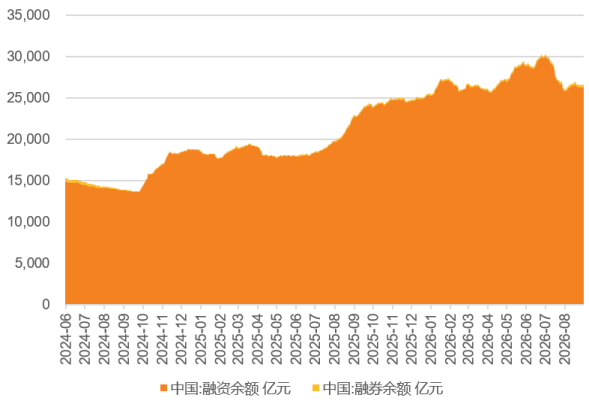
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：8 月北向资金成交额继续回落



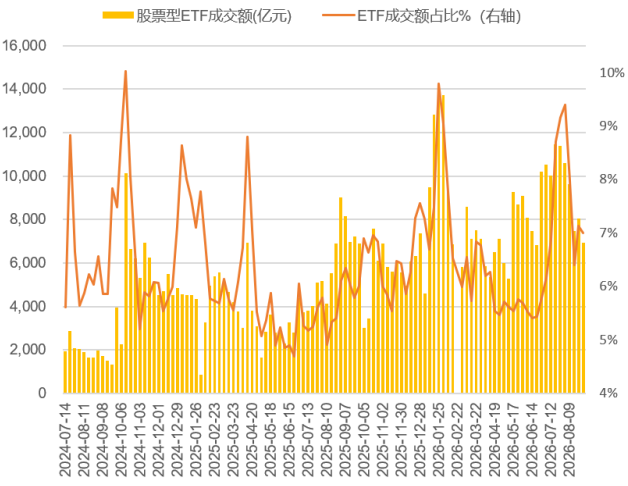
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：两融余额回落维持在 2.7 万亿以下



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：ETF 成交额 8 月回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3. 风险提示

地缘风险超预期，政策落地时滞，流动性收紧超预期。

仅供内部参考，请勿外传

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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、评估及预测无需通知即可随时更改。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，天风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。
天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com