仅供内部参考，请勿外传

证 券 研 究 报 告

黄金中长期仍有上行空间，短期择时静待宏观共振

全球资产配置每周聚焦 (20260828-20260904)

证券分析师：金倩婧 A0230513070004 冯晓宇 A0230521080005
林遵东 A0230524100005 王胜 A0230511060001

2026.9.7

SWS RESEARCH

仅供内部参考，请勿外传

报告摘要

- **热点聚焦：黄金中长期中枢趋升，战术择时静待宏观共振。**黄金定价基于供需格局、法币信用、美债实际利率、避险属性四条框架展开，黄金中长期向上的核心逻辑仍是美国财政赤字居高不下与去美元化，年内交易重点跟踪美债利率的周期性波动与波动率等指标。**但近期的主要锚点是美债利差（30Y-10Y）：实际利率可以解释美伊冲突后油价上行、流动性压缩带来的下跌，却无法解释2026年3月以来金价再度大幅上涨——期间10Y实际利率（最新2.45%）并未同步回落，伦敦金现3月高点一度接近5278美元，最新仍运行在4387美元附近。30Y-10Y美债利差（最新2.82%）才是本轮反转的核心定价变量，背后体现了美元信用风险溢价的上行。2024年以来金价与全球权益滚动相关性基本高于0.9（沪金对中证全指0.93、恒生0.92、MSCI美国0.90），黄金更多体现为美元信用的对冲和替代，而不是传统负相关避险品。**
- **黄金四重框架的近期数据状态：供需格局上，**2026年3月全球央行单月净卖出约177吨，加剧金价波动，但4-6月重新净买入62/42/51吨，短期波动不改央行购金大趋势；2023-2025年央行购金374/398/421吨，全部官方机构购金1051/1092/863吨，主权基金等其他官方机构明显加码。投资需求方面，SPDR黄金ETF从2026年2月27日（美伊冲突爆发）之后快速回落，然后2026年8月开始见底回升。**法币信用上，**截至2026年6月外国持有美债前三分别为欧盟23%、日本12%、英国10%，中国降至第五约7%；海外官方持有美债占美债总额从2012年25%回落至约10%。美伊冲突后日本因日元贬值压力大幅抛售美债，冲突以来外国美债持仓合计约减少1904亿美元。2025年6月黄金占全球央行外储约24%，1996年以来首次超过美债（23%）。**美债实际利率**对近期上涨的解释力下降，更多让位于信用定价。短期关注加息预期变化的影响，8月非农数据出台后加息预期有小幅升温。**避险属性**更多为提供脉冲机会，2026年美国政策不确定性指数预计维持在250以上，中期选举年历史上不确定性多在下半年抬升，短线情绪集中在美伊冲突。
- **战术上静待波动率消化后再等下一轮宏微观共振。**复盘2019年5月、2020年7月、2024年3月、2025年2月几轮突破，新行情起点大多是波动率回落到低位；当前隐含波动率偏低、偏度处于历史底部、成交认沽认购比中性，量能放大而价格超卖，短线更像高位震荡消化，而不是新趋势已经启动。
- **全球资本市场回顾：**本周（20260828-20260904）全球大类资产呈现能化强势领跑、商品内部反转与权益市场显著分化的特征。1）固收与汇率：10Y美债收益率上涨至4.78%，美元指数震荡回落，主要非美货币多数迎来反弹走强；全球主要债券资产价格窄幅震荡，固收市场整体表现稳健。2）权益方面：巴西股市大幅领涨，越南及美股标普500、纳斯达克等小幅收涨；而欧洲三大股指、中国A股及港股恒生科技等则普遍承压回调。3）商品方面：前期回调的布伦特原油、欧美天然气及能源指数大幅反弹领涨；农产品内部明显分化，大豆逆势收涨，而小麦大幅下挫拖累农业综合指数承压；贵金属（黄金、白银）亦延续小幅回调。**全球资金流向跟踪：**过去一周，全球资金流入货币市场基金，新兴股市流出而发达股市流入；固收基金方面，美国债市流入明显，本周流入153.3亿美元；权益基金方面，中国股市流出46.5亿美元。截至2026/9/2，外资内资整体流出中国股市。海外资金主动和被动方面，海外主动基金过去一周流出0.3亿美元，而海外被动基金过去一周流出6.7亿美元。内资和外资方面，外资过去一周流出7.0亿美元，内资流出40.5亿美元。美股资金大幅流入能源、医疗保健和通信，而科技板块出现较大流出，中国股市资金流入医疗保健、房地产和基建。**全球资产性价比指标：**截至2026/9/4，市盈率分位数角度上看，上证指数的估值分位数低于标普500和法国CAC40，高于德国DAX和恒生国企，达到过去10年来的75.9%，但是从PE的绝对水平来看，上证指数、沪深300和恒生国企的估值依旧大幅低于美股。ERP角度上来看，巴西圣保罗、沪深300和上证指数的ERP分位数仍然较高，从股债性价比的角度来说，中国股市相比全球仍有较好的配置价值。截至2026/9/4，标普500、道琼斯指数、纳斯达克指数和欧洲斯托克600指数的ERP分位数分别为1%、10%、14%、2%。标普500的风险调整后收益所处分位数上升至76%，纳斯达克100的风险调整后收益所处分位数上升至68%，沪深300的风险调整收益分位数大幅抬升至91%。**全球资产风险情绪指标：**美股方面，指数层面，标普500位于20日均线上方，本周认沽认购比例与上周相比下降。本周美国散户看涨比例为39.74%，环比上周上升6.82%。A股方面，期权持仓层面，截至2026/9/4，沪深300 10月到期看涨期权周均持仓增量较8/28全线进一步放大，其中4800点虚值合约呈现脉冲式激增，多头资金在虚值看涨端博弈情绪显著升温。隐含波动率层面，截至2026/9/4，沪深300期权隐含波动率中枢全线上移，市场短期波动预期明显回升。期限结构方面，本周大宗商品期限结构呈现原油强化、沪铜高位延续特征。原油价格强劲反弹带动近端溢价大幅走阔，期限结构曲线全线显著上移，陡峭的Backwardation结构进一步深化；沪铜价格续创阶段新高，近月升水高位小幅回落，但期限结构整体上抬，现货端偏紧格局仍在持续。**全球经济数据：**美国8月新增非农录得16.2万人，劳动力市场显现韧性；中国8月制造业PMI边际回暖，需求端订单重回扩张。
- **风险提示：资产价格短期波动或无法代表长期趋势；欧美经济深度衰退或超预期；特朗普执政期间美国政策方向出现重大转变。**

仅供内部参考，请勿外传

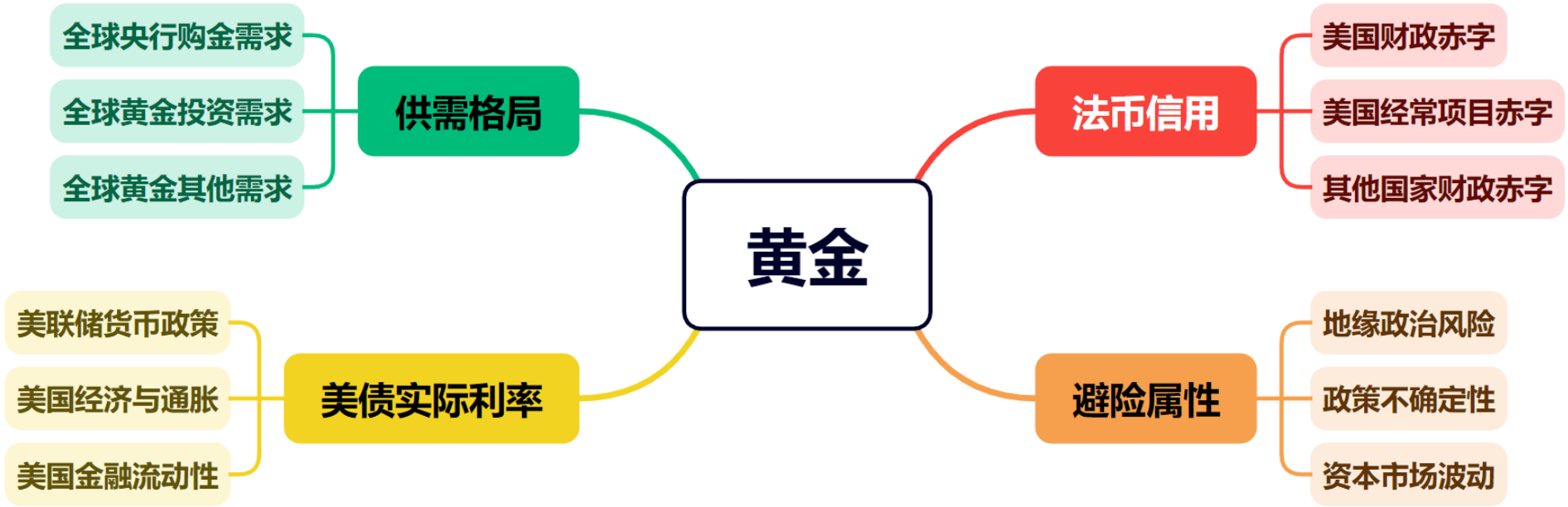
主要内容

1. **每周热点聚焦：黄金中长期中枢趋升，战术择时静待宏观共振**
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流出
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下降，A股隐含波动率上升
5. 全球经济数据：美国非农强劲反弹，中国制造业PMI边际回暖
6. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

黄金展望：美元信用驱动 VS 美债利率周期驱动

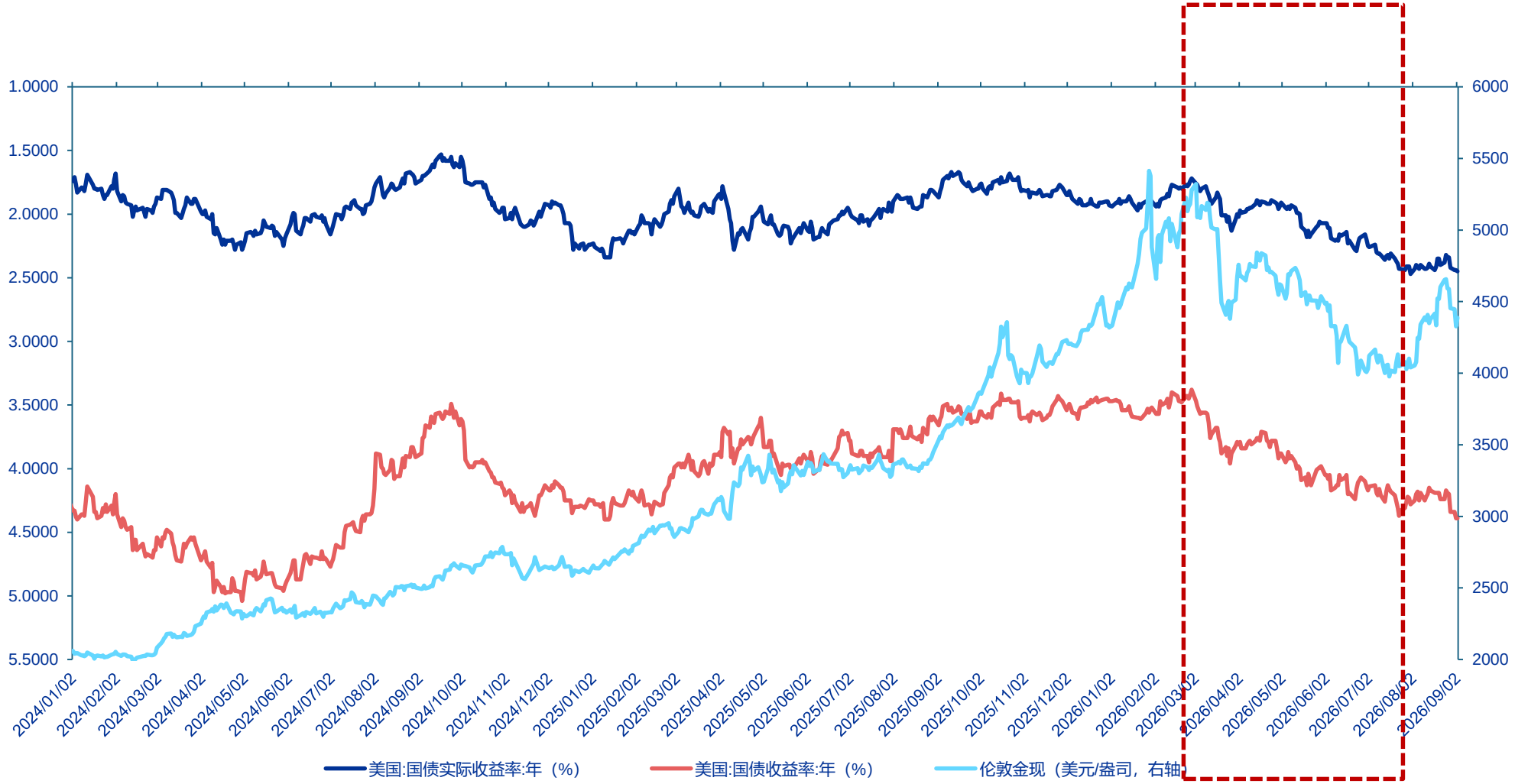
- 2023年-2024年，俄乌冲突激发全球央行购金加速+美国财政赤字大幅扩张，驱动黄金价格大幅走高
- 2025年，全球黄金ETF在美联储预防式降息背景下大幅流入，从流动性角度继续驱动黄金价格大涨
- 2026年上半年美伊冲突爆发后，油价上行导致美国加息预期大幅升温，黄金ETF大幅流出，黄金流动性再度承压。



仅供内部参考，请勿外传

实际利率可以解释下跌，但是没有办法解释近期的大幅上涨

- 实际利率可以解释下跌（美伊冲突导致的油价大幅上升，流动性压缩），但是没有办法解释近期的大幅上涨。

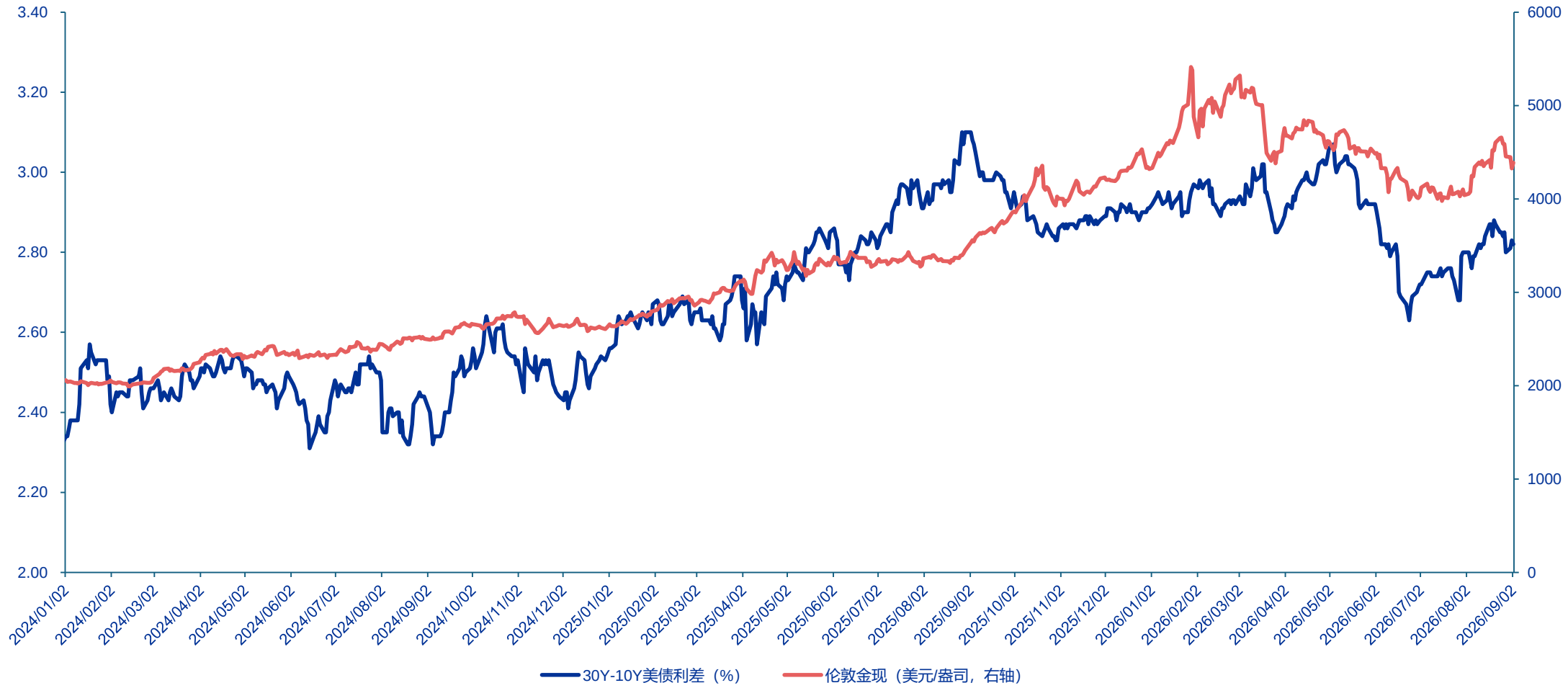


资料来源：Wind，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

金价近期反转的核心定价逻辑是信用（美债利差来表示）

- **30Y-10Y美债利差才是近期金价反转真正的核心逻辑，背后是美元信用风险溢价的上行。**



资料来源：Wind、申万宏源研究

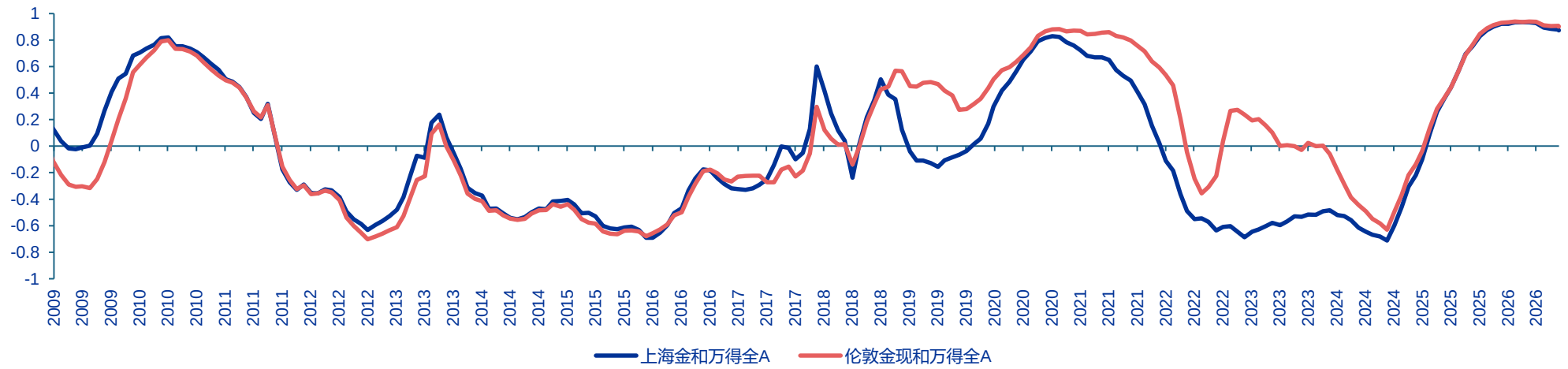
仅供内部参考，请勿外传

背后的核心是美元信用的对冲和替代

- 从2024年以来，金价与中国权益市场呈现极强的正相关性（基本高于0.9）。

2024年以来	中证全指	恒生指数	MSCI美国	MSCI欧洲	日经225	新兴市场（除中国）	另类资产指数	中债综合指数	全球综合债	ICE布油
恒生指数	0.93									
MSCI美国	0.92	0.92								
MSCI欧洲	0.80	0.87	0.76							
日经225	0.84	0.68	0.80	0.63						
新兴市场（除中国）	0.73	0.87	0.79	0.87	0.45					
另类资产指数	-0.53	-0.55	-0.64	-0.25	-0.43	-0.32				
中债综合指数	0.76	0.89	0.86	0.82	0.50	0.88	-0.57			
全球综合债	0.61	0.57	0.59	0.70	0.52	0.73	0.01	0.50		
ICE布油	-0.68	-0.81	-0.74	-0.62	-0.39	-0.75	0.45	-0.82	-0.30	
SHFE黄金	0.93	0.92	0.90	0.87	0.85	0.73	-0.54	0.80	0.54	-0.70

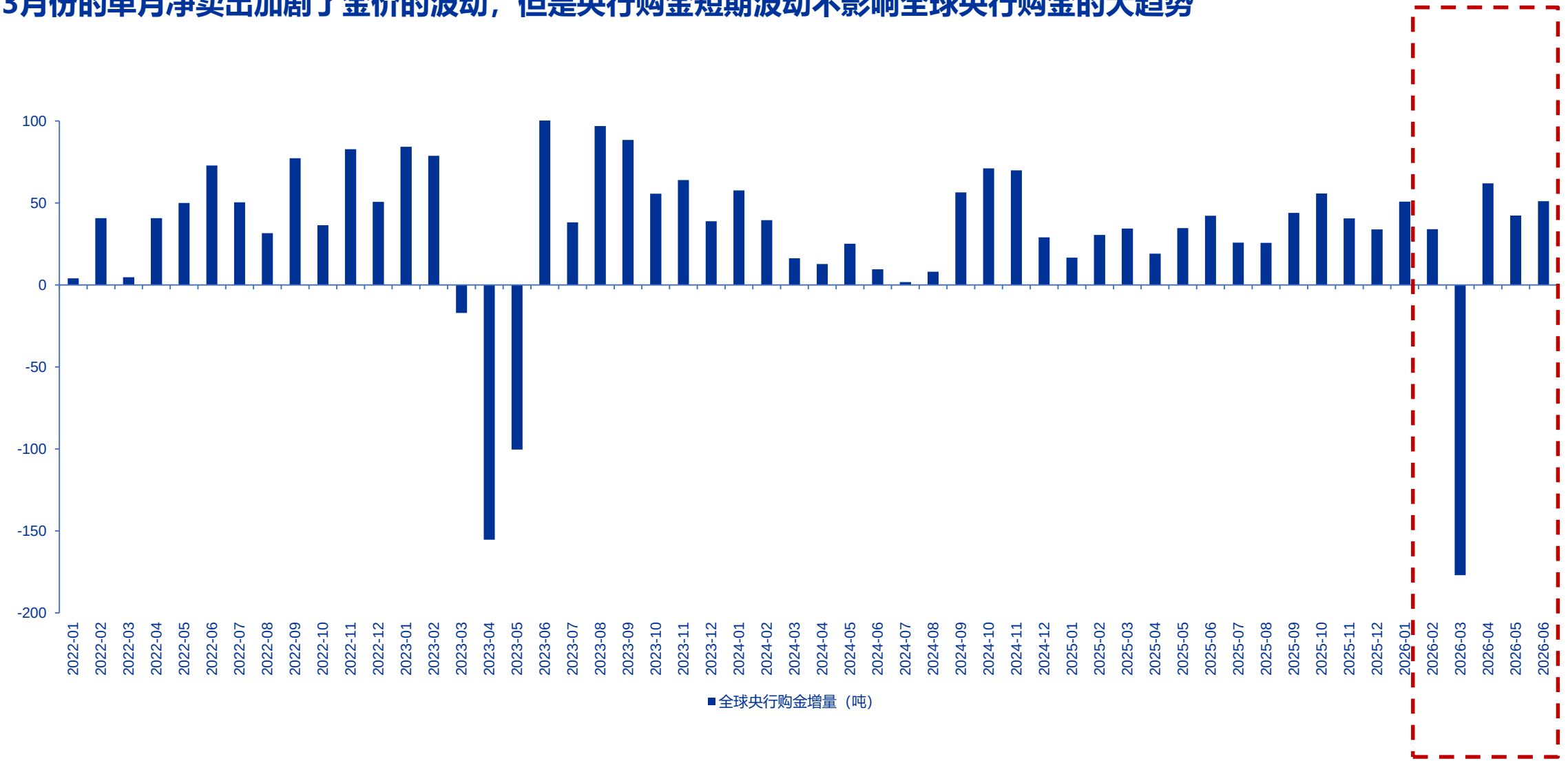
滚动2年相关性



仅供内部参考，请勿外传

央行购金短期波动不影响全球央行购金的大趋势

- 3月份的单月净卖出加剧了金价的波动，但是央行购金短期波动不影响全球央行购金的大趋势



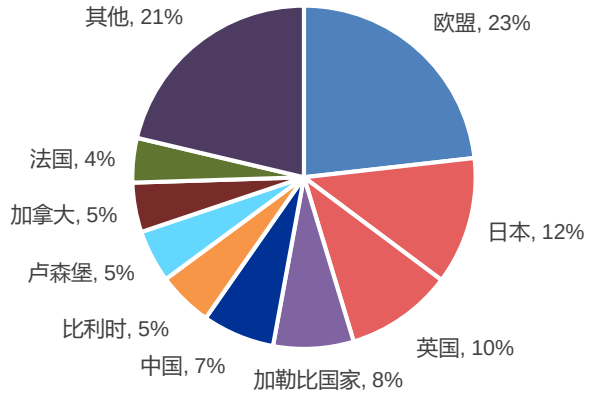
资料来源：Wind、彭博、申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

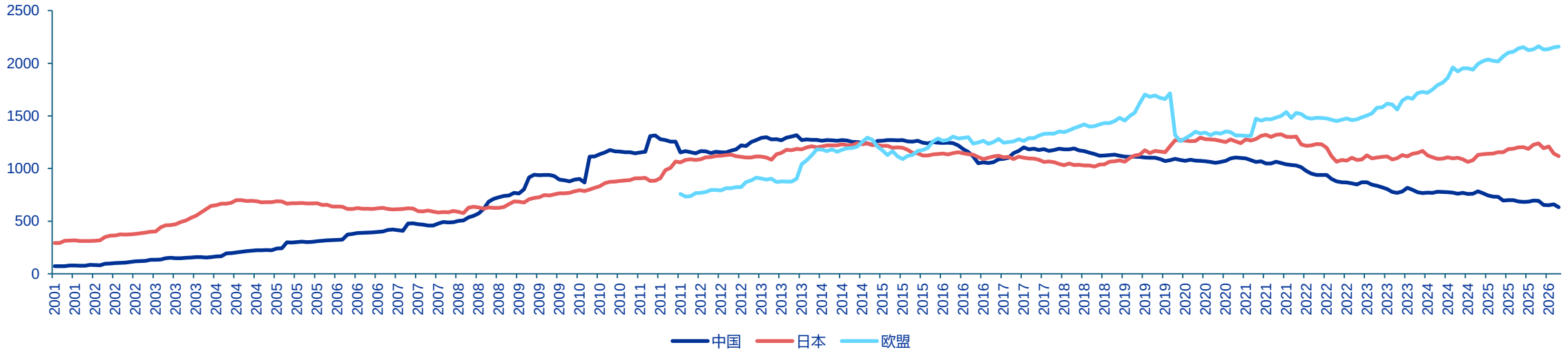
2018年以来，欧盟各国、日本增持美国国债，而中国大幅卖出

- 从2018年以来，欧盟大幅增持美国国债，日本小幅增持美国国债，而中国持续卖出美国国债。
- 截至2026年6月，欧盟（23%）、日本（12%）、英国（10%）分别为持有美债的前三大外国投资者，而中国掉到第五（7%）。

202606美国国债金额的外国投资者中，各国持有占比



美国:外国投资者持有美国国债金额（十亿美元）

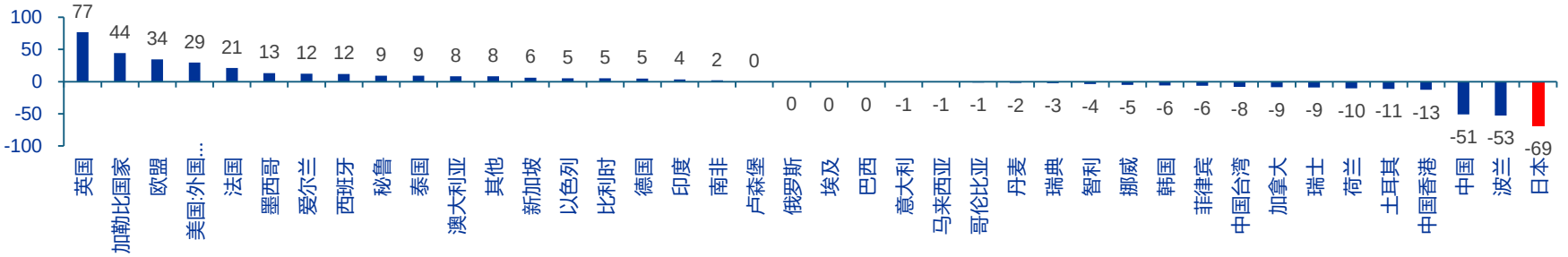


仅供内部参考，请勿外传

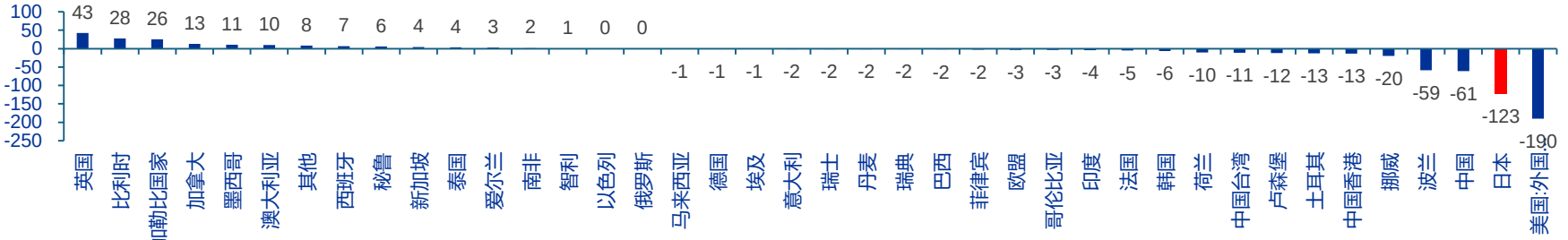
美伊冲突之后，日本转而大幅抛售美国国债

- **2026年以来，特别是美伊冲突以后，由于日元贬值压力，日本持续卖出美国国债，只有英国、欧盟内部等国家买入美国国债。**

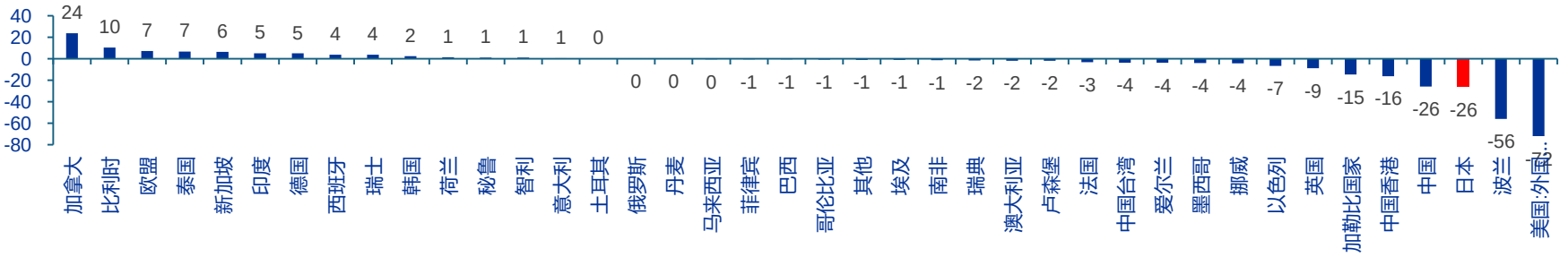
2026年以来美国国债持有量增量（十亿美元）



美伊冲突以来美国国债持有量增量（十亿美元）



6月美国国债持有量增量（十亿美元）

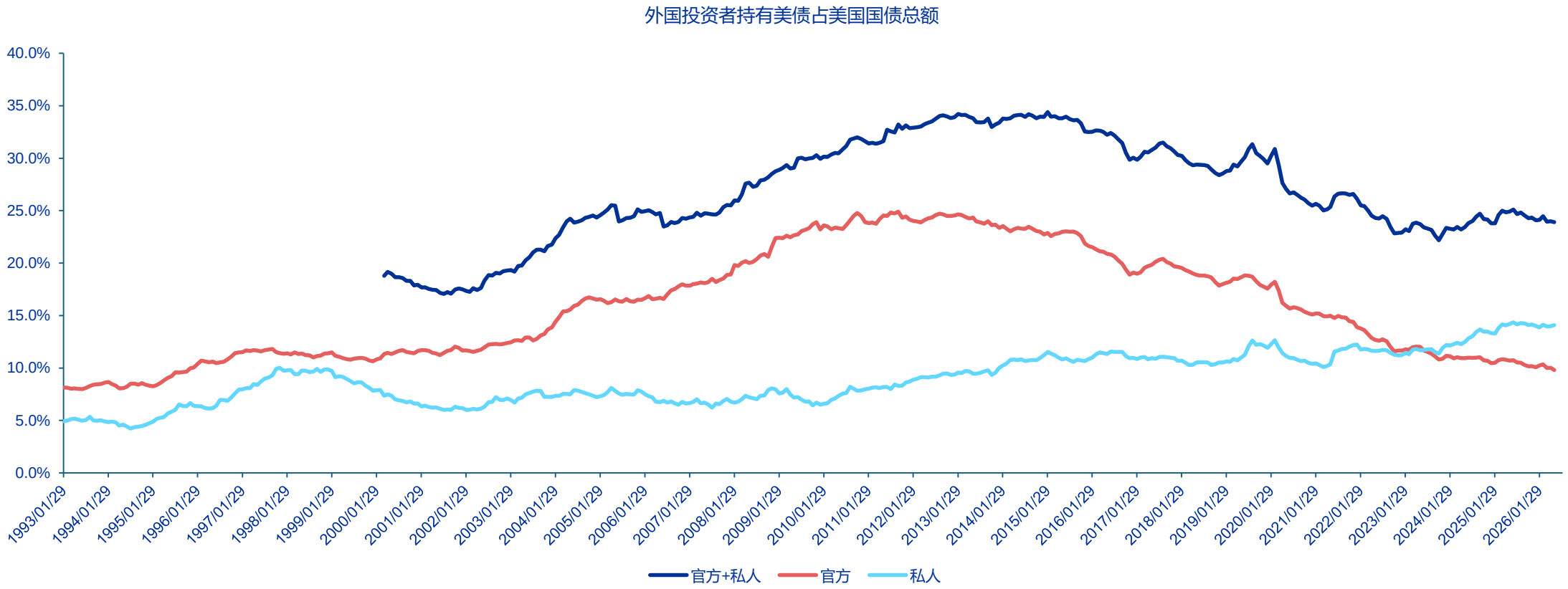


资料来源：Wind、申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

美国海外官方投资者持有美债占比已经回落至10%

- 美国外国投资者持有美债占美国国债总额在2014年见顶后持续回落至今。其中，官方占比的下行是主要驱动力，而私人仍在持续增持。
- 美国海外官方投资者持有美债占国债总额的比例从2012年的25%持续下行至10%。

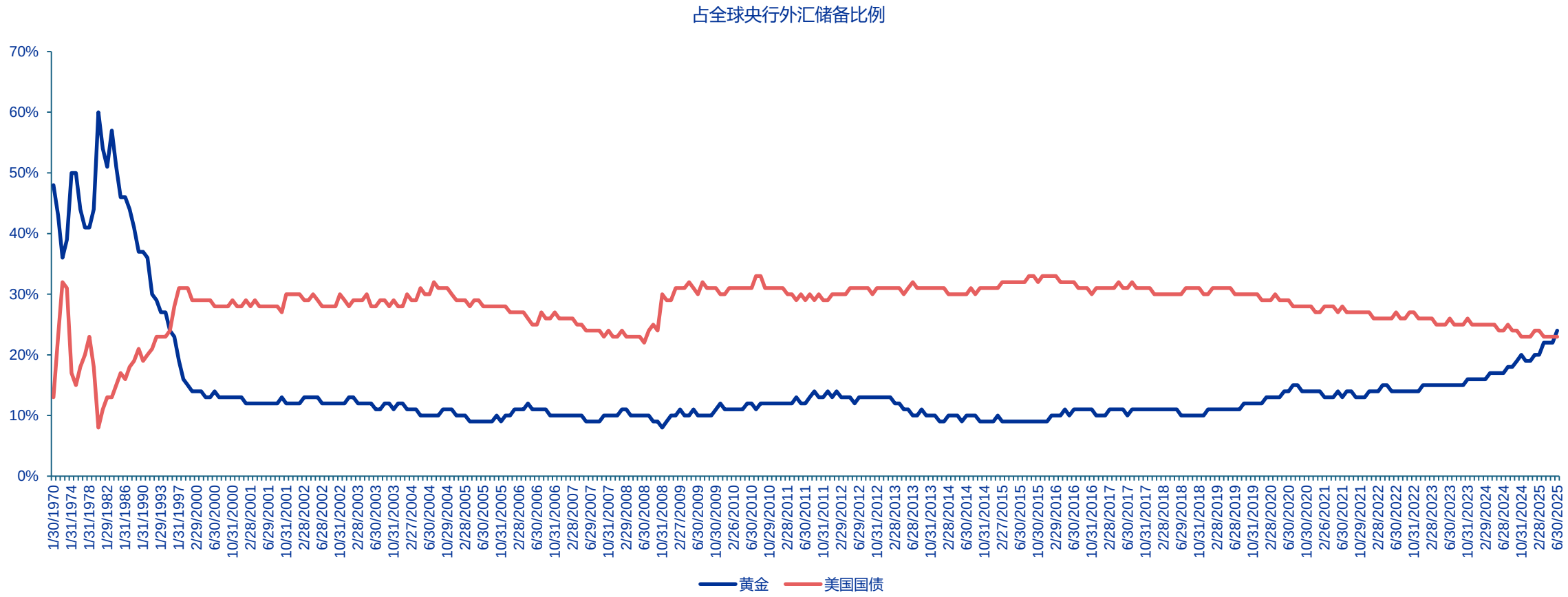


仅供内部参考，请勿外传

全球各国的外汇储备资产多样化本质是对美元体系信任度的降低

全球各国的外汇储备资产多样化本质是对美元体系信任度的降低。

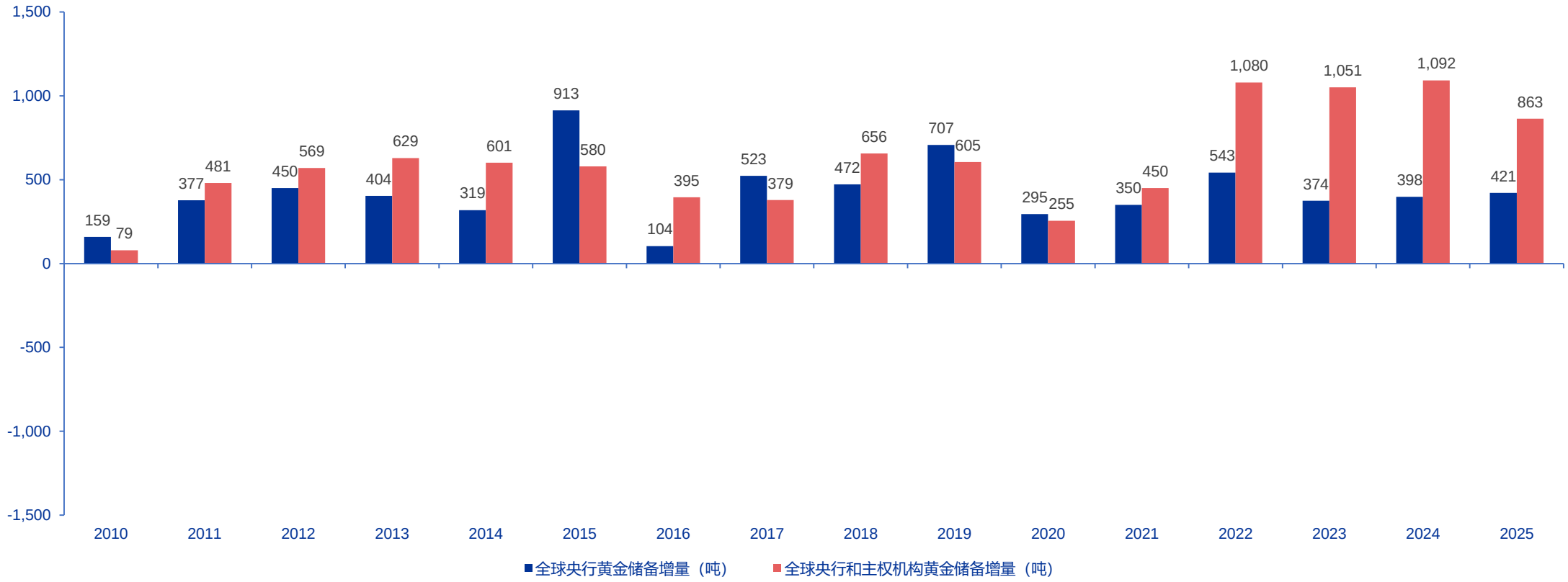
- 从1996年以来，黄金占全球央行外汇储备比例首次超过美国国债。
- 韩国央行时隔13年重启实物黄金采购，以分散外汇储备。



仅供内部参考，请勿外传

除了全球央行之外，其他官方机构似乎也在加大购金

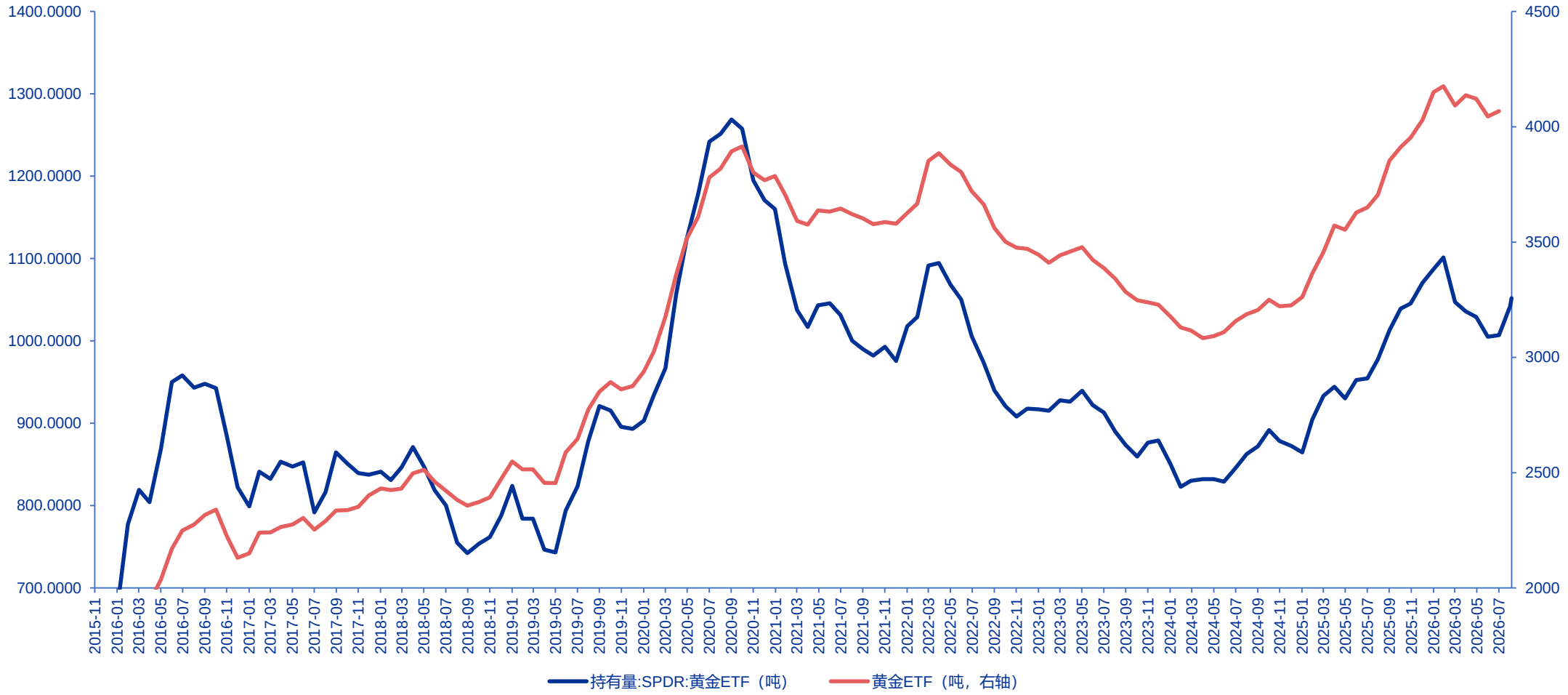
- 除了全球央行之外，2022年以来其他官方机构也在加大黄金购买。
- 根据世界黄金业协会披露数据，2022年之后，央行购买的黄金的量显著低于全球所有官方机构购买的黄金量，比如2023-2025年央行购买374、398、421吨，而全球所有官方机构购买的黄金量为1051、1092、863吨。



仅供内部参考，请勿外传

黄金ETF增量：高频数据观察

- 欧美ETF流入增量可以通过SPDR黄金ETF持有量、国内黄金ETF净流入额，来进行高频的观察。

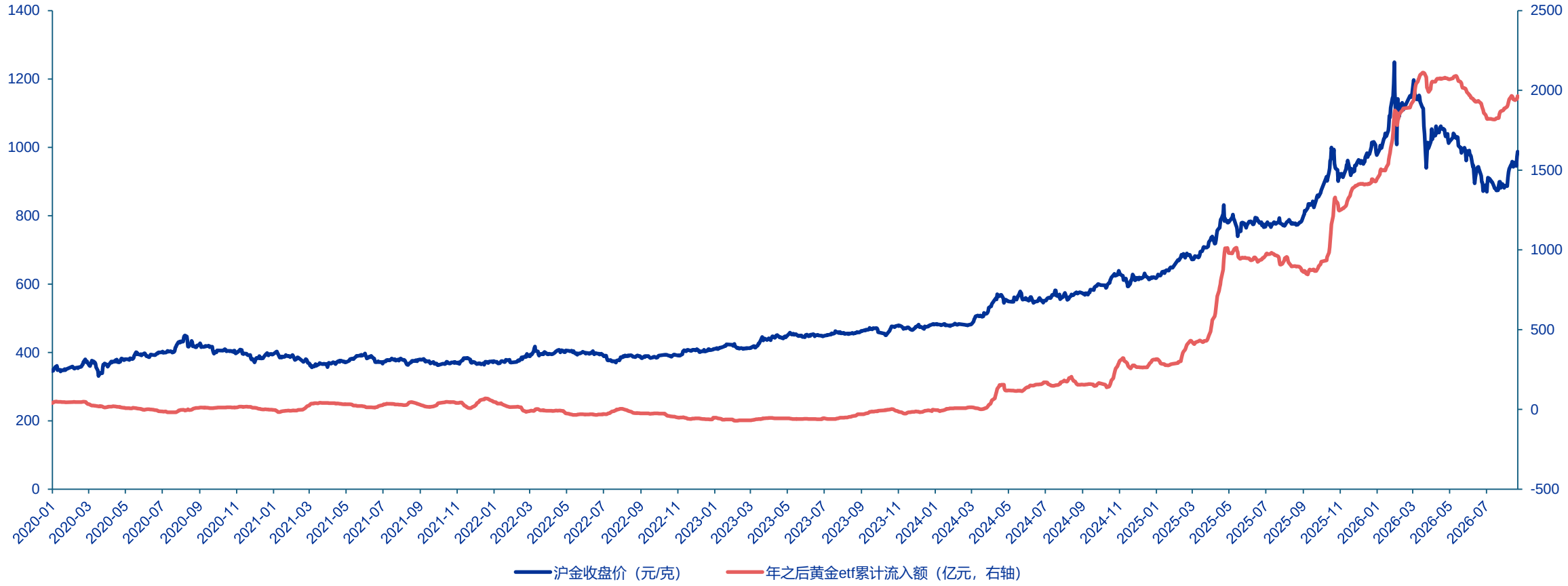


资料来源：Wind、彭博、申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

黄金ETF增量：高频数据观察

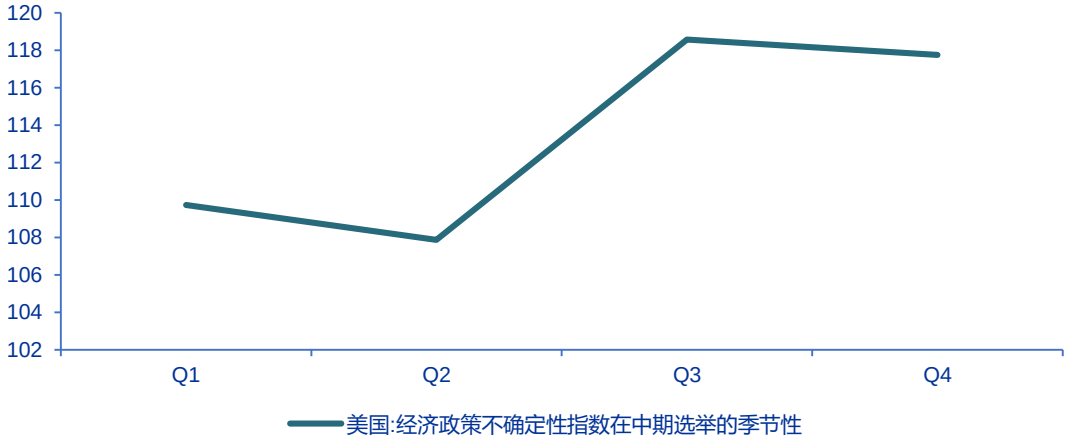
- 欧美ETF流入增量可以通过SPDR黄金ETF持有量、国内黄金ETF净流入额，来进行高频的观察。

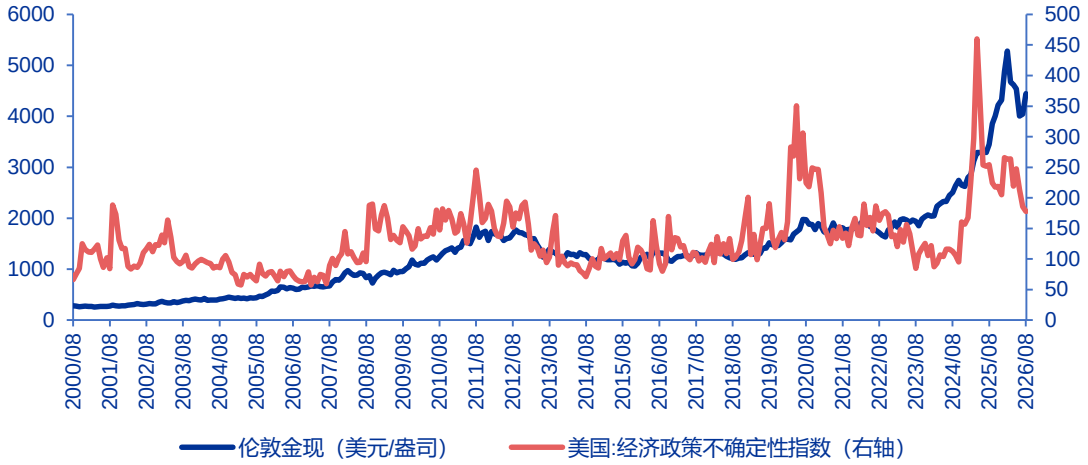


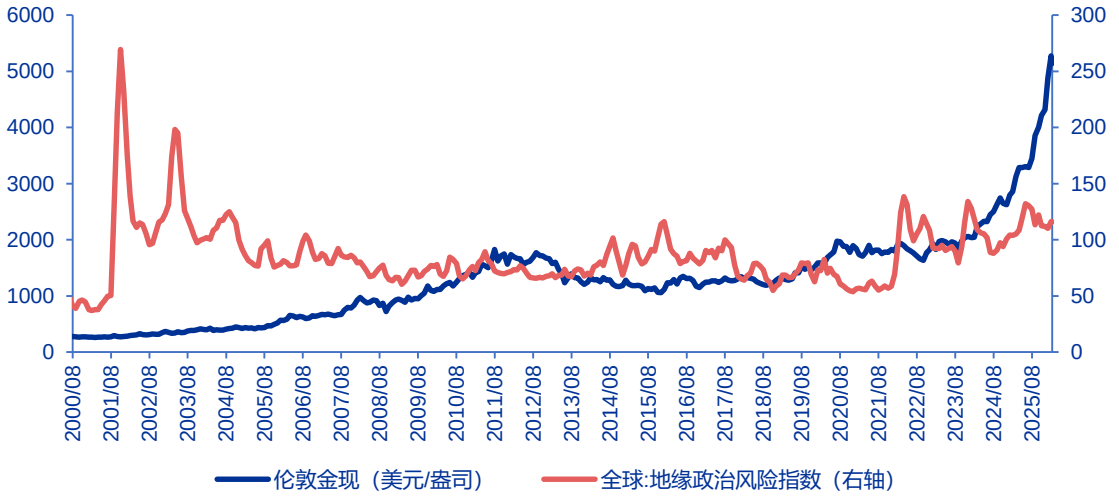
仅供内部参考，请勿外传

避险属性：风险偏好扰动给黄金带来阶段性脉冲机会

- 不确定性指标，比如地缘政治风险、美国政策不确定性和VIX对黄金价格有脉冲性影响。
- 总量来看，2026年我们认为美国经济政策不确定性指数预计维持在250以上的高位。
- 节奏来看，2026年中期选举历史上的节奏主要为下半年政策不确定性或将出现一定抬升。





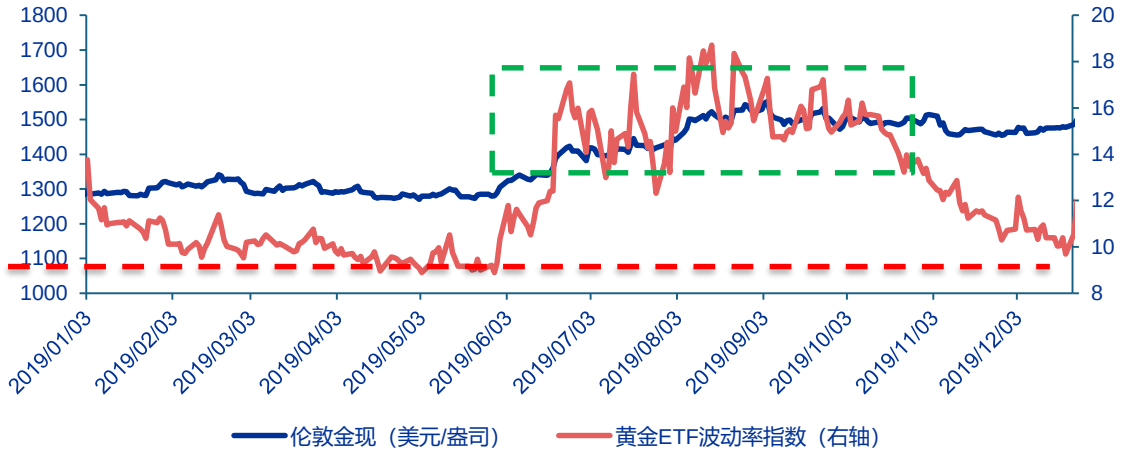


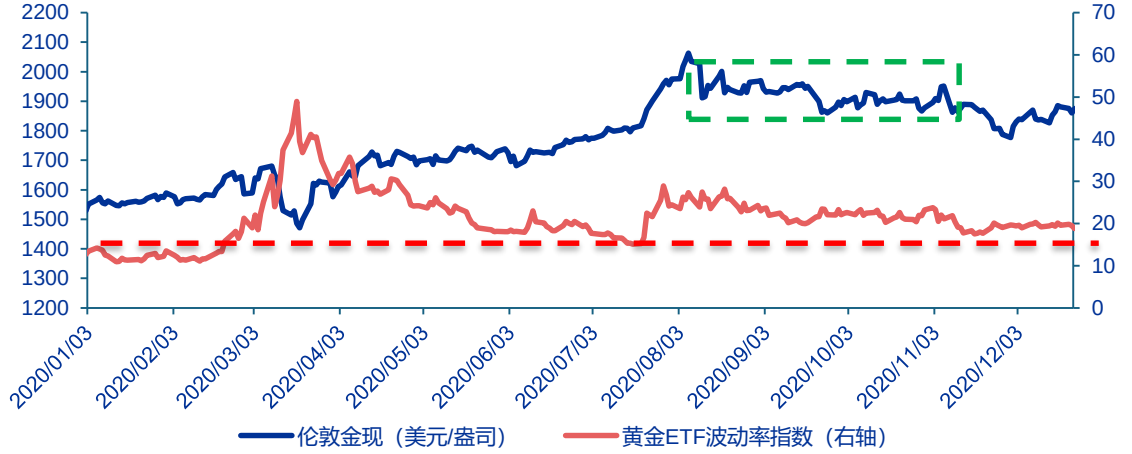
资料来源：Wind、彭博、申万宏源研究

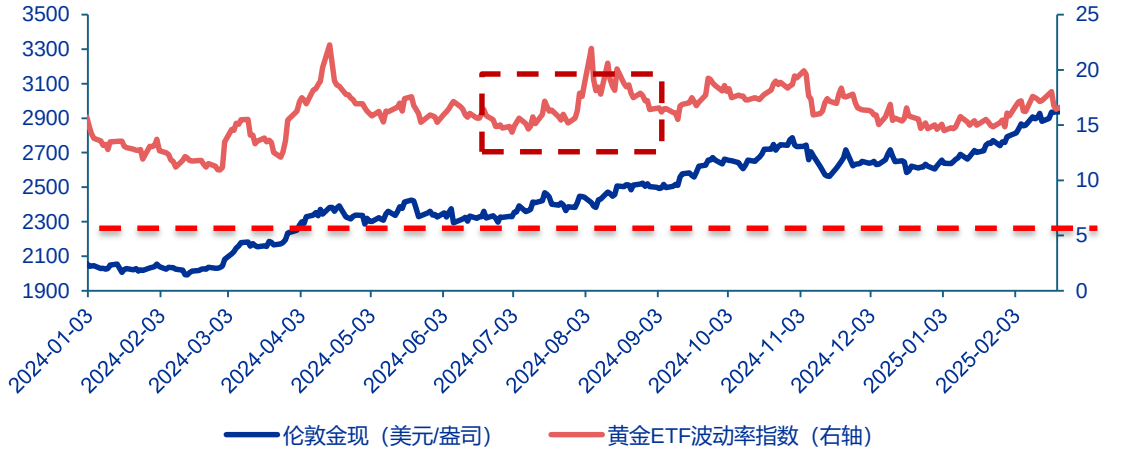
仅供内部参考，请勿外传

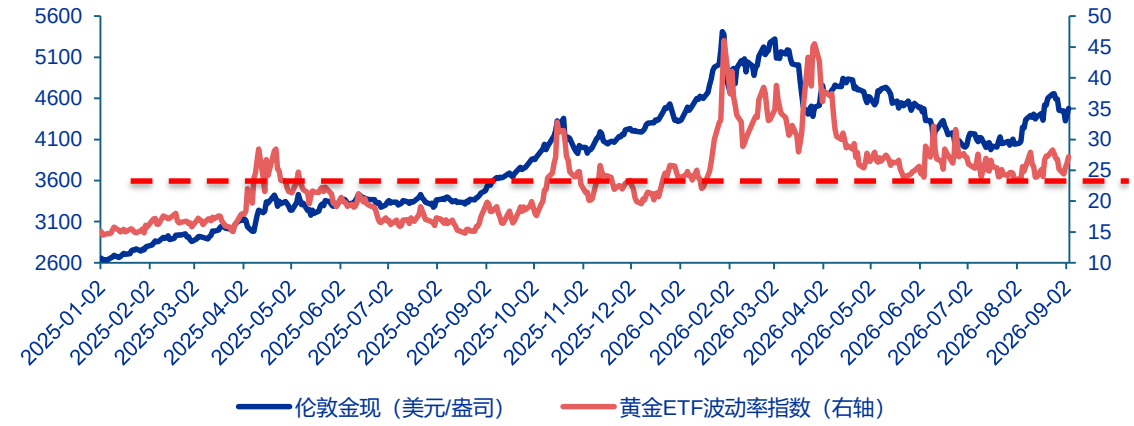
交易层面来看：新一轮行情的起点大都是波动率回落到低位

- **复盘历史黄金突破上涨的行情，新一轮行情的起点大概率都是波动率回落到低位。**复盘黄金2019年5月、2020年7月、2024年3月、2025年2月的几波金价突破行情来看，波动率回到低位是新一轮上涨或者下跌行情启动的前提。





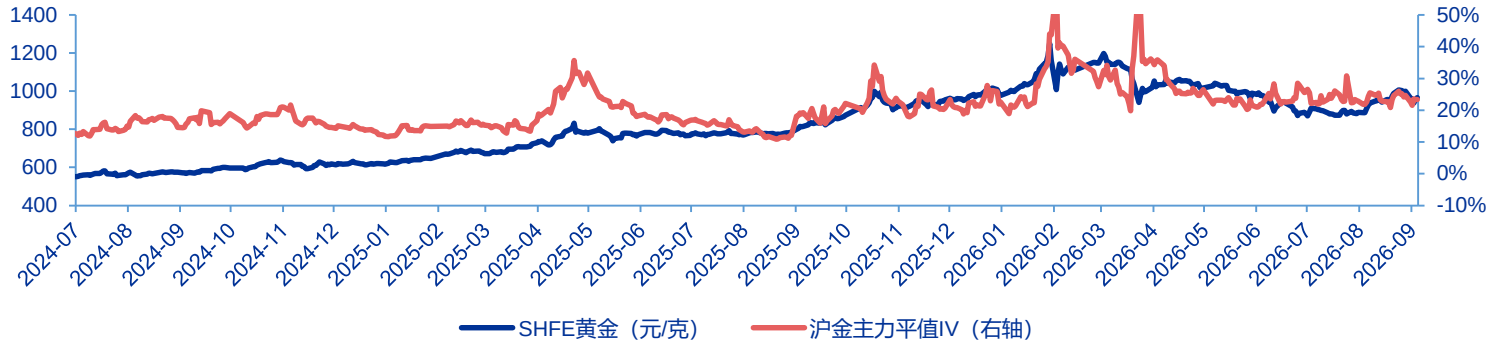


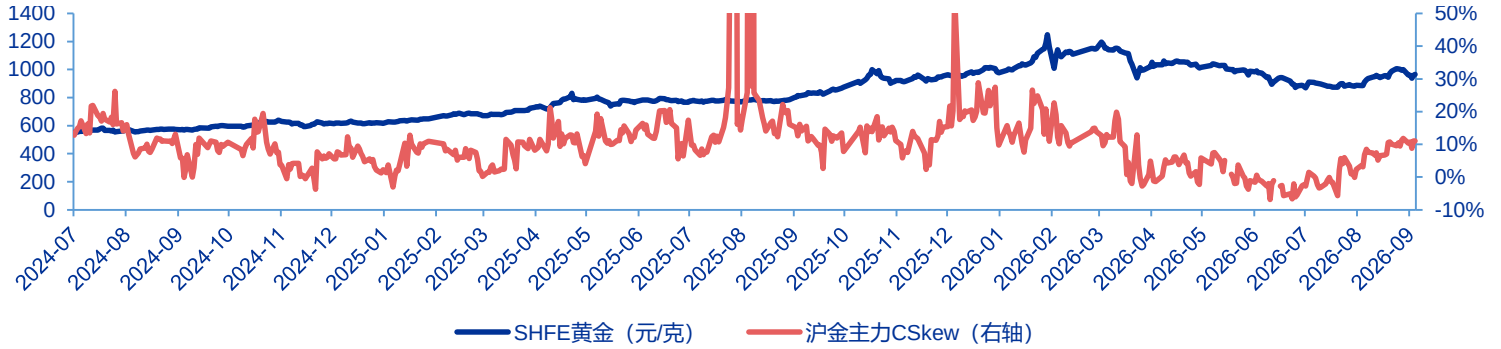


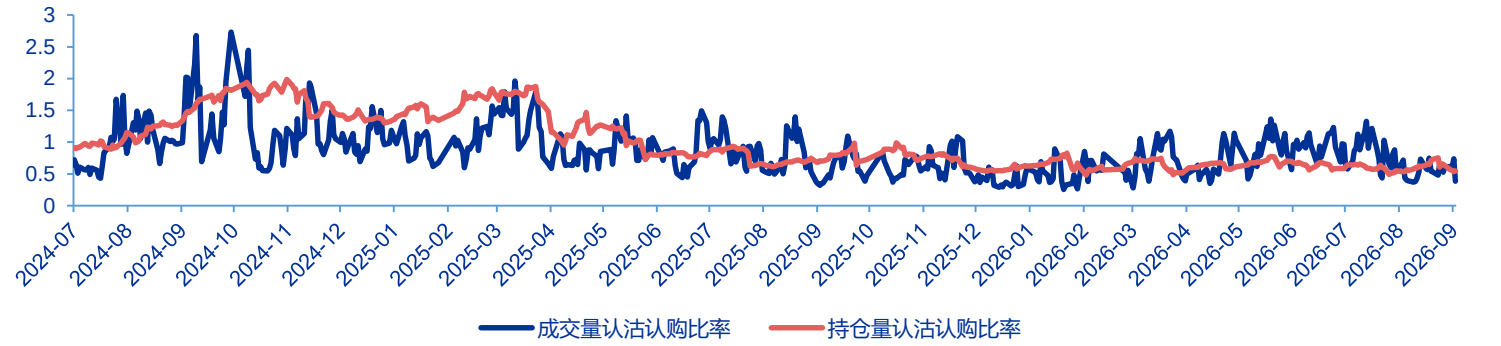
仅供内部参考，请勿外传

短期来看，静待金银高位震荡消化波动率

- 隐含波动率仍处于低位
- 偏度处于历史底部区域
- 成交量认沽认购比处于历史中性位置







资料来源：Wind、彭博、申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

短期来看，静待金银下一轮宏微观共振

- **宏观层面来看，黄金四大定价因素的乐观倾向均未出现改变，则向上空间仍存，短期情绪主要集中在地缘争端事件，特别是伊美争端。**

打分		突破行情特征	2026/9/3	突破	见顶	见顶回落第一天
看多	量	COMEX成交量（为前一日倍数）	0.94	1.34	0.94	1.39
		沪金成交量（为前一日倍数）	1.61	1.18	0.99	1.12
		中国黄金ETF成交量（为前一日倍数）	1.87	0.80	1.08	0.92
		COMEX黄金ETF成交量（为前一日倍数）	1.04	1.08	0.87	1.57
中性	价	COMEX均线偏离度	-2.80	1.93	4.52	1.48
		历史百分位数	5.20%	79.34%	92.18%	58.00%
		沪金均线偏离度	-4.03	5.14	3.10	3.25
		历史百分位数	1.00%	49.32%	82.42%	69.36%
		COMEX RSI	38.61	75.12	80.56	57.33
		沪金 RSI	26.53	165.36	71.93	67.56
中性	衍生品	沪金波动率的历史百分位数	89.7%	22.4%	96.9%	96.4%
		comex黄金波动率的历史百分位数	90.3%	27.4%	84.4%	83.6%
		认沽认购比成交量历史分位数	45.20%	41.78%	26.00%	22.75%
		认沽认购比持仓量历史分位数	6.7%	67.4%	84.3%	85.5%
中性	资金面	沪金净流入额（为前一日倍数）	1.24	0.19	0.41	1.01
		SHFE净多仓历史百分位数	52.0%	26.3%	60.5%	55.1%
		COMEX净多仓历史百分位数	72.8%	49.2%	54.4%	54.3%

仅供内部参考，请勿外传

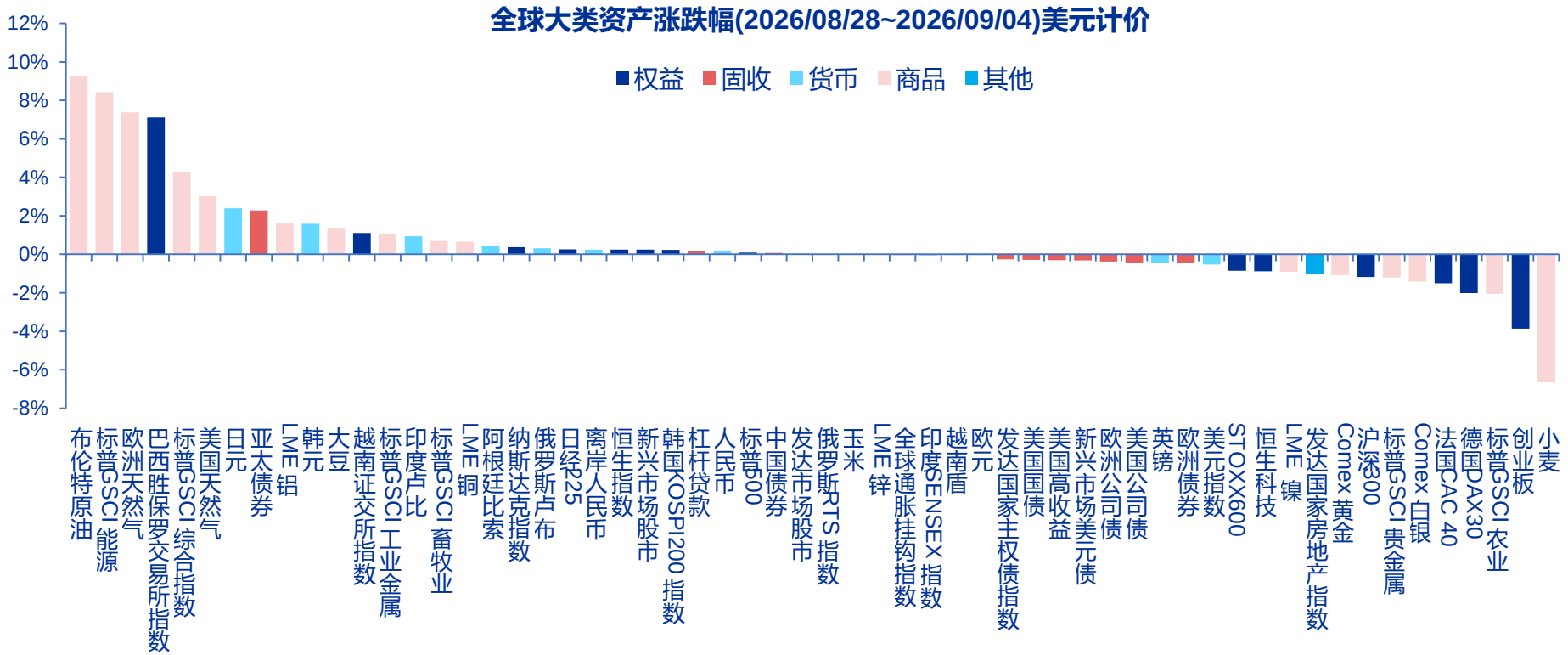
主要内容

1. 每周热点聚焦：黄金中长期中枢趋升，战术择时静待宏观共振
2. **全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流出**
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下降，A股隐含波动率上升
5. 全球经济数据：美国非农强劲反弹，中国制造业PMI边际回暖
6. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

市场回顾：能化强势反弹领跑，农产品走势分化，中欧股市相对承压

- **全球资本市场回顾：本周（20260828-20260904）全球大类资产呈现能化强势领跑、商品内部反转与权益市场显著分化的特征。1）固收与汇率：**10Y美债收益率上涨至4.78%，美元指数震荡回落，主要非美货币多数迎来反弹走强；全球主要债券资产价格窄幅震荡，固收市场整体表现稳健。**2）权益方面：**巴西股市大幅领涨，越南及美股标普500、纳斯达克等小幅收涨；而欧洲三大股指、中国A股及港股恒生科技等则普遍承压回调。**3）商品方面：**前期回调的布伦特原油、欧美天然气及能源指数大幅反弹领涨；农产品内部明显分化，大豆逆势收涨，而小麦大幅下挫拖累农业综合指数承压；贵金属（黄金、白银）亦延续小幅回调。



资料来源：Factset、申万宏源研究 注：图中数据为美元计价，文字中数据来源于后续表格数据

仅供内部参考，请勿外传

全球股市：欧日及国内成长承压，拉美与部分新兴市场表现亮眼

		最新收盘价格(2026/09/04)	期间涨跌幅(2026/08/28~2026/09/04)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	ERP
A股+港股+转债	上证指数	3930	-0.56%	2.8%	-3.1%	-3.7%	15.3%	54%
	沪深300	4548	-1.13%	-1.1%	-7.3%	-1.2%	13.7%	66%
	创业板指	3287	-4.10%	-5.8%	-19.6%	3.9%	49.0%	91%
	上证50	2924	0.00%	1.6%	1.1%	-1.7%	7.5%	69%
	中证1000	7508	-2.26%	3.1%	-10.8%	-7.2%	22.2%	83%
	科创50	1577	-5.11%	-2.4%	-9.2%	14.2%	54.5%	50%
	恒生指数	25651	0.13%	-0.8%	1.6%	1.6%	28.0%	6%
	恒生科技	4570	-0.18%	-6.5%	-8.2%	-5.4%	1.5%	15%
	恒生中国企业指数	8555	0.18%	-0.2%	0.6%	0.8%	17.5%	14%
	中证转债	484	-2.14%	-3.7%	-3.9%	-5.8%	15.9%	
	北证50	1088	2.22%	-0.5%	-11.6%	-22.9%	4.0%	43%
全球股指	印度SENSEX30	76515	-1.10%	-2.4%	2.9%	-3.3%	-2.2%	15%
	德国DAX	26046	-2.10%	-0.6%	4.4%	7.6%	30.8%	2%
	法国CAC40	8279	-1.15%	-4.5%	0.4%	1.4%	13.2%	4%
	西班牙IBEX35	20051	0.00%	0.1%	9.7%	14.7%	73.8%	7%
	英国富时100	10831	0.11%	-0.4%	4.5%	2.5%	33.4%	25%
	标普500	7719	0.09%	-0.2%	1.8%	12.4%	30.7%	1%
	欧洲STOXX600(欧元)	650	-0.18%	-1.1%	4.1%	6.1%	28.7%	2%
	日经225	65021	-2.11%	1.7%	-3.6%	19.9%	63.0%	8%
	泰国SET指数	1596	0.51%	-1.3%	0.0%	15.2%	14.0%	11%
	韩国综合股价200	1052	-1.13%	5.1%	-23.8%	38.9%	230.9%	22%
	沪深300	4548	-1.13%	-1.1%	-7.3%	-1.2%	13.7%	66%
	巴西IBOVESPA指数	185147	5.44%	4.1%	8.7%	-0.1%	53.9%	60%
	胡志明指数	1853	1.11%	4.3%	1.2%	1.9%	45.7%	18%
	恒生指数	25651	0.13%	-0.8%	1.6%	1.6%	28.0%	6%
	阿根廷MERV	3049121	2.33%	-4.4%	-3.9%	18.2%	20.3%	
	发达市场		.%	.%	.%	.%	.%	
	新兴市场	1726	0.21%	4.5%	-1.9%	17.3%	60.1%	

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来，其中ERP计算中，A股、港股以10年期国债利率为基础，而其他全球性指数以10年期美债利率为基础

仅供内部参考，请勿外传

10Y美债利率上涨至4.78%，美元指数下跌至99.2，油价大幅上涨

			期间涨跌幅(2026/08/28~2026/09/04,BP)	近一月涨跌幅(BP)	近三月涨跌幅(BP)	近六月涨跌幅(BP)	近一年涨跌幅(BP)	百分分位数
美国债市	美国10年国债收益率	4.78%	5	15	31	69	20	99%
	10年美债实际利率	2.43%	1	3	32	63	19	70%
	10年美债通胀预期	2.35%	4	12	-1	6	1	82%
	2年美债收益率	4.37%	3	17	32	83	12	89%
	1年美债收益率	4.13%	-2	9	31	55	62	81%
	美债期限利差（10年-2年）	0.41%	2	-2	-1	-14	8	39%
	美债期限利差（10年-3个月）	0.87%	4	13	18	49	66	50%
	10年中债收益率	1.68%	-1	-3	-3	-10	1	3%
	1年中债收益率	1.23%	2	7	7	-6	15	5%
	3个月中债收益率	1.21%	1	4	13	-4	30	5%
	期限利差：国开债（10年期-1年期）	0.38%	2	4	-2	-6	-14	18%
	信用利差：5年AAA企业债-5年国开债	0.19%	-1	-1	3	0	-22	5%
	等级利差：5年企业债（AA-AAA）	0.14%	1	-8	-10	-19	-27	1%
	息差：1年AAA级同业存单-FR007	0.07%	-1	2	2	4	70	16%
	R007	1.36%	-3	-6	-3	-9	-78	7%
	R001	0.85%	-19	-57	-53	-34	-169	8%
	中美利差（10年中债利率-10年美债利率）	-3.10%	-6	-18	-34	-79	-19	0%
	中美利差（1年中债利率-1年美债利率）	-2.90%	4	-2	-24	-61	-47	11%

			期间涨跌幅(2026/08/28~2026/09/04,BP)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	动态风险调整后收益
大宗商品	LME铝（美元/吨）	3296.0	1.7%	2.3%	-10.1%	-1.4%	29.2%	93%
	Comex黄金（美元/盎司）	4477.2	-0.60%	7.8%	-2.1%	-15.3%	56.4%	53%
	LME铜（美元/吨）	14378.5	0.65%	2.2%	3.2%	10.1%	61.4%	90%
	ICE布油（美元/桶）	95.9	8.56%	22.6%	7.6%	43.0%	79.9%	91%
	NYMEX天然气（美元/百万英热单位）	2.9	2.01%	7.9%	-13.9%	-10.2%	-28.5%	18%
其他	美元指数	99.2	-0.53%	-0.7%	-0.3%	0.4%	-8.2%	36%
	美元兑人民币	7.3	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.6%	
	欧元兑美元	.	.%	.%	.%	-.%	.%	%
	CBOE波动率	14.5	0.69%	-11.9%	-5.6%	-31.3%	-16.5%	19%

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来，其中ERP计算中，A股、港股以10年期国债利率为基础，而其他全球性指数以10年期美债利率为基础

仅供内部参考，请勿外传

本周A股行业中传媒与银行领涨；港股银行与多元金融领涨

A股行业	期间涨跌幅(2026/08/31~2026/09/04)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数
传媒	6.03%	31.1%	38.2%	93.1%
银行	4.03%	47.8%	38.2%	64.9%
农林牧渔	3.34%	92.8%	30.9%	51.8%
国防军工	2.41%	42.1%	41.4%	98.2%
商贸零售	1.82%	67.0%	15.5%	73.3%
非银金融	1.51%	0.0%	21.0%	100.0%
食品饮料	1.47%	22.5%	3.5%	93.1%
美容护理	1.18%	10.7%	5.3%	97.6%
社会服务	1.11%	34.7%	10.1%	91.0%
家用电器	1.01%	47.4%	21.6%	86.2%
轻工制造	0.74%	60.0%	30.7%	71.2%
计算机	0.49%	65.6%	22.4%	98.1%
公用事业	0.31%	50.7%	48.4%	84.9%
交通运输	0.10%	49.6%	25.4%	79.4%
纺织服饰	-0.22%	45.4%	39.9%	89.0%
汽车	-0.31%	64.9%	8.0%	71.1%

A股行业	期间涨跌幅(2026/08/31~2026/09/04)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数
建筑装饰	-0.94%	66.4%	37.5%	49.2%
房地产	-0.94%	62.5%	21.6%	59.6%
石油石化	-1.37%	47.5%	82.0%	76.4%
钢铁	-1.63%	68.7%	44.9%	51.4%
环保	-1.66%	41.6%	49.1%	85.7%
机械设备	-1.75%	76.2%	54.7%	61.3%
医药生物	-2.00%	27.1%	12.4%	92.9%
煤炭	-2.95%	71.8%	82.6%	40.4%
基础化工	-3.40%	50.8%	53.9%	75.1%
综合	-3.48%	89.6%	39.6%	65.0%
电力设备	-3.95%	17.1%	37.8%	91.1%
通信	-4.06%	75.9%	72.6%	81.3%
建筑材料	-4.26%	87.4%	58.2%	39.2%
有色金属	-5.01%	9.9%	70.5%	93.1%
电子	-5.36%	73.4%	67.4%	82.1%

港股行业	期间涨跌幅(2026/08/31~2026/09/04)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数
银行	5.33%	83.0%	87.4%	7.8%
多元金融	3.03%	0.1%	50.3%	99.8%
媒体	1.43%	10.4%	7.3%	64.1%
食品与主要用品零售	1.03%	20.4%	5.6%	22.4%
电信服务	0.22%	31.8%	15.3%	9.0%
商业和专业服务	0.12%		92.9%	
保险	0.00%	0.0%		89.2%
家庭与个人用品	-0.01%	2.2%	0.4%	31.6%
公用事业	-0.26%	5.0%		56.2%
能源	-0.49%	30.9%		28.1%
食品、饮料与烟草	-.%	.%	.%	.%
消费者服务	-0.98%	6.8%	22.4%	47.0%

港股行业	期间涨跌幅(2026/08/31~2026/09/04)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数
资本货物	-1.33%	94.7%	25.7%	0.4%
运输	-1.44%	25.3%		41.8%
房地产	-1.49%		42.4%	
技术硬件与设备	-1.74%	78.4%	24.2%	4.3%
零售业	-1.91%	87.5%	32.4%	4.2%
制药、生物科技与生命科学	-2.05%	78.2%	31.0%	2.6%
医疗保健设备与服务	-2.26%	13.9%		27.1%
耐用消费品与服装	-2.33%	21.3%		28.0%
软件与服务	-2.33%	6.3%	8.9%	23.3%
材料	-2.68%	61.7%	49.7%	16.8%
半导体与半导体生产设备	-.%	.%	.%	.%
汽车与汽车零部件	-4.52%	87.9%	4.3%	5.1%

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来，其中ERP计算中，A股、港股以10年期国债利率为基础，而其他全球性指数以10年期美债利率为基础

仅供内部参考，请勿外传

全球资金流入货币市场基金，新兴股市流出而发达股市流入；固收基金方面，美国债市流入明显，本周流入153.3亿美元；权益基金方面，中国股市流出46.5亿美元

- 过去一周，全球资金流入货币市场基金，新兴股市流出而发达股市流入；固收基金方面，美国债市流入明显，本周流入153.3亿美元；权益基金方面，中国股市流出46.5亿美元。
- 相对资金流入方面，最近一周，中国权益基金相对流出明显，富时3倍做空中国ETF出现明显流出。

大类资产类别基金(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1
全球货币市场	299.6	1170.5	5456.0	1314.4	3510.5	3907.4	3451.4	1010.0	3260.0
发达市场股市	82.3	1096.7	9137.0	4187.5	2824.5	2617.2	1266.2	1073.7	2096.8
新兴市场股市	-53.9	-85.3	-479.3	-1156.7	-132.8	899.3	220.2	272.0	-188.6
全球政府债券	62.8	310.0	1656.4	570.8	477.7	442.9	417.5	361.6	335.8
新兴市场债券	11.3	89.0	430.1	311.5	-0.2	351.2	278.4	192.0	6.0
投资级企业债	-6.1	109.2	842.3	374.7	205.9	509.8	517.1	116.7	200.5
高收益债券	15.0	58.6	143.1	119.9	-91.2	30.0	222.5	-26.0	119.9

大类资产类别基金	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3
全球货币市场	0.3%	1.0%	4.1%	1.2%	2.3%	3.7%	3.4%
发达市场股市	0.0%	0.4%	3.4%	1.6%	1.1%	1.1%	0.6%
新兴市场股市	-0.2%	-0.3%	-1.7%	-3.9%	-0.5%	3.6%	0.9%
全球政府债券	0.3%	1.6%	9.1%	3.2%	2.7%	2.6%	2.5%
新兴市场债券	0.2%	1.2%	6.1%	4.4%	0.0%	5.4%	4.7%
投资级企业债	0.0%	0.6%	5.0%	2.2%	1.2%	3.2%	3.4%
高收益债券	0.2%	0.8%	2.0%	1.7%	-1.3%	0.4%	3.3%

固收类基金，分国家/地区(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1
发达欧洲国家	-2.4	108.0	839.5	316.4	228.2	341.0	436.6	303.3	269.0
美国	153.3	766.4	4897.0	1714.5	1638.1	1509.9	1760.1	390.1	1254.3
日本	1.8	7.4	58.6	19.5	15.8	22.0	30.7	2.2	-2.9
中国	8.0	54.5	165.9	212.0	-129.7	229.6	135.7	183.3	15.3
新兴市场	14.3	106.5	573.5	376.1	38.9	409.5	332.7	233.7	37.3
印度	0.2	1.1	10.6	8.6	0.6	4.2	1.8	-3.1	-3.6

固收类基金，分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3
发达欧洲国家	0.0%	0.5%	3.8%	1.5%	1.0%	1.6%	2.2%
美国	0.3%	1.3%	8.3%	2.9%	2.8%	2.7%	3.3%
日本	0.2%	0.8%	6.5%	2.1%	1.8%	2.4%	3.5%
中国	0.4%	3.0%	9.0%	13.0%	-8.7%	14.8%	11.8%
新兴市场	0.2%	1.1%	6.2%	4.1%	0.4%	4.7%	4.2%
印度	0.1%	0.4%	4.0%	3.2%	0.2%	1.6%	0.7%

权益类基金，分国家/地区(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1
发达欧洲国家	42.0	192.0	1269.5	223.1	763.8	381.4	331.1	446.4	356.2
美国	-3.5	673.6	6151.6	3535.9	1265.4	1869.1	679.9	449.8	1493.4
日本	22.5	97.6	618.2	43.6	357.9	104.3	-26.7	-1.7	120.2
中国	-46.5	-203.4	-1842.7	1233.8	-982.4	563.2	150.9	121.8	-166.4
新兴市场	-43.3	-37.2	-106.8	1001.1	-19.6	969.6	274.6	330.3	-145.2
印度	0.4	2.9	-17.8	-48.2	39.4	22.2	11.7	24.1	-40.0

权益类基金，分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3
发达欧洲国家	0.1%	0.4%	2.8%	0.5%	1.7%	0.9%	0.9%
美国	0.0%	0.3%	3.3%	1.9%	0.7%	1.1%	0.4%
日本	0.1%	0.5%	3.5%	0.2%	2.1%	0.7%	-0.2%
中国	-0.4%	-1.8%	-14.2%	-10.1%	-7.4%	4.3%	1.2%
新兴市场	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-2.8%	-0.1%	3.2%	1.0%
印度	0.0%	0.1%	-1.1%	-1.8%	1.0%	0.7%	0.4%

全球投资中国基金/ETF(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1
主动型固收共同基金	-0.1	0.0	-13.7	-9.8	-3.6	2.9	-0.2	3.7	-10.0
被动型固收共同基金	0.4	1.1	6.8	4.1	0.6	0.1	0.9	-0.8	-0.5
安硕中国ETF	0.0	1.3	-7.6	-2.0	-5.8	-0.5	5.6	0.9	0.7

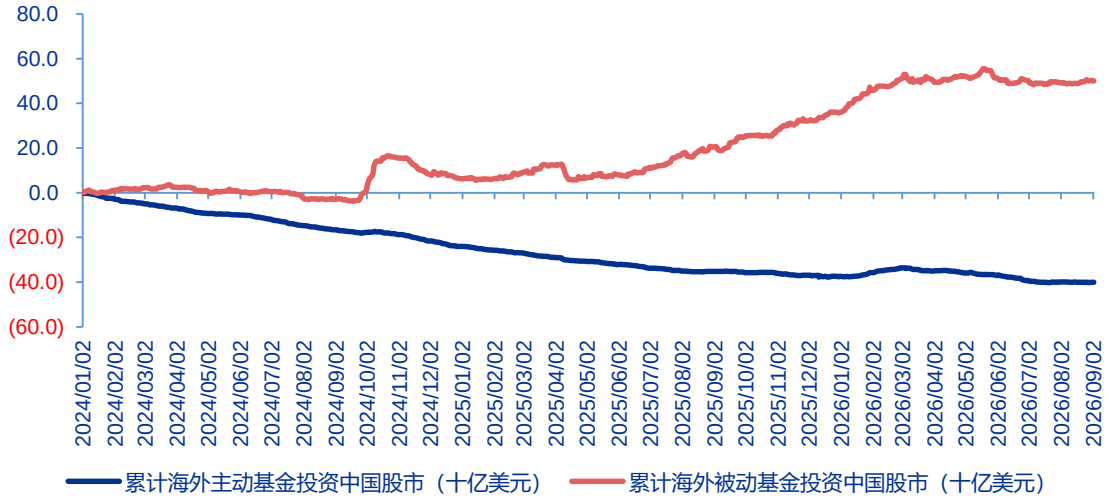
海外投资中国基金类别	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3
主动型固收共同基金	0.0%	0.0%	-3.4%	-2.4%	-0.9%	0.7%	-0.1%
被动型固收共同基金	0.6%	1.6%	10.7%	6.5%	1.0%	0.1%	1.5%
安硕中国ETF	0.0%	2.1%	-12.1%	-3.1%	-9.2%	-0.8%	8.9%
富时三倍做空中国ETF	-1.4%	5.9%	-94.2%	-45.3%	-76.3%	-100.8%	59.8%

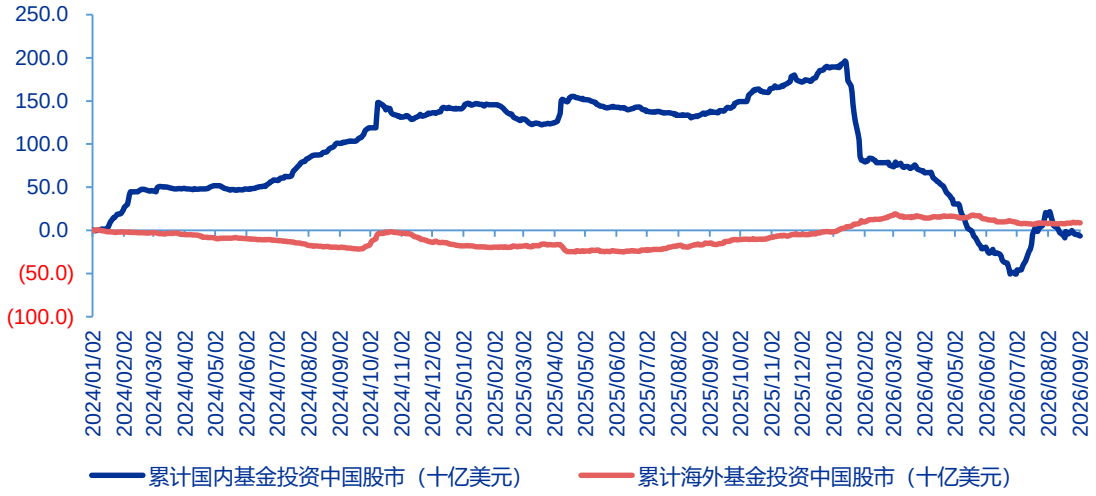
资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除ETF数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

仅供内部参考，请勿外传

过去一周，外资内资均流出中国股市

- 截至2026/9/2，过去一周，外资内资整体流出中国股市。
- 海外资金主动和被动方面，海外主动基金过去一周流出0.3亿美元，而海外被动基金过去一周流出6.7亿美元。
- 内资和外资方面，外资过去一周流出7.0亿美元，内资流出40.5亿美元。





资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除ETF数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

仅供内部参考，请勿外传

过去一周，美股资金大幅流入能源、医疗保健和通信，而科技板块出现较大流出，中国股市资金流入医疗保健、房地产和基建

美国权益基金行业资金流向(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1
能源	10.1	11.7	99.1	6.0	109.1	3.9	-23.2	-40.0	-38.9
医疗保健	4.1	19.9	30.5	-20.2	0.2	48.2	-32.2	-44.5	-38.3
通信	1.5	-4.8	-31.2	-4.9	-20.4	8.7	8.1	14.1	4.7
基建	1.4	-0.7	52.9	30.0	19.6	8.9	7.4	1.2	-10.4
公用事业	1.2	0.7	5.2	-7.1	6.1	24.2	17.5	17.7	3.4
材料	0.9	3.8	45.2	23.7	23.5	7.0	0.4	-4.0	-2.5
房地产	-0.9	-5.6	12.7	18.9	-6.6	13.0	-2.4	2.6	-22.7
金融	-2.1	-39.0	-22.6	-32.2	-3.0	-19.0	52.4	-82.7	27.2
工业品	-2.4	6.6	192.7	103.1	81.6	43.8	50.3	2.2	-8.1
消费	-2.6	-6.4	-40.2	-32.7	-7.0	-21.8	-13.5	-3.0	32.9
科技	-10.0	-38.4	375.1	187.2	22.0	151.1	-45.4	-54.4	91.9

全球中国权益基金行业资金流向(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1
医疗保健	0.6	-34.0	32.5	15.0	34.7	40.2	21.6	-24.1	3.1
房地产	0.5	0.4	0.7	-3.6	3.5	-3.2	-1.0	0.2	4.0
基建	0.0	0.0	-0.4	0.0	-0.3	-0.4	0.2	-0.3	-0.1
消费	-0.1	-2.2	-23.8	-12.1	-6.1	2.3	26.7	-5.9	0.8
公用事业	-0.5	-3.1	11.1	6.2	5.2	0.6	0.1	-0.2	2.9
材料	-0.8	-1.2	58.1	-45.8	105.9	21.2	53.0	-1.1	4.2
科技	-0.9	2.8	66.3	-332.9	125.0	245.9	40.8	63.0	-18.6
通信	-1.2	-10.4	88.9	36.6	39.2	6.8	11.7	-1.0	1.7
工业品	-3.0	-4.7	56.6	-9.0	65.9	11.0	7.2	-1.3	0.8
能源	-3.0	-8.7	11.7	-12.0	31.5	2.1	9.3	0.2	3.2
金融	-.	-.	-.	-.	.	.	.	.	.

资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除ETF数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 每周热点聚焦：黄金中长期中枢趋升，战术择时静待宏观共振
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流出
3. **资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平**
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下降，A股隐含波动率上升
5. 全球经济数据：美国非农强劲反弹，中国制造业PMI边际回暖
6. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

上证指数的PE分位数位于历史的75.9%，但绝对水平相比美股差距仍然明显

- 截至2026/9/4，市盈率分位数角度上看，上证指数的估值分位数低于标普500和法国CAC40，高于德国DAX和恒生国企，达到过去10年来的75.9%，但是从PE的绝对水平来看，上证指数、沪深300和恒生国企的估值依旧大幅低于美股。
- ERP角度上来看，巴西圣保罗、沪深300和上证指数的ERP分位数仍然较高，从股债性价比的角度来说，中国股市相比全球仍有较好的配置价值。

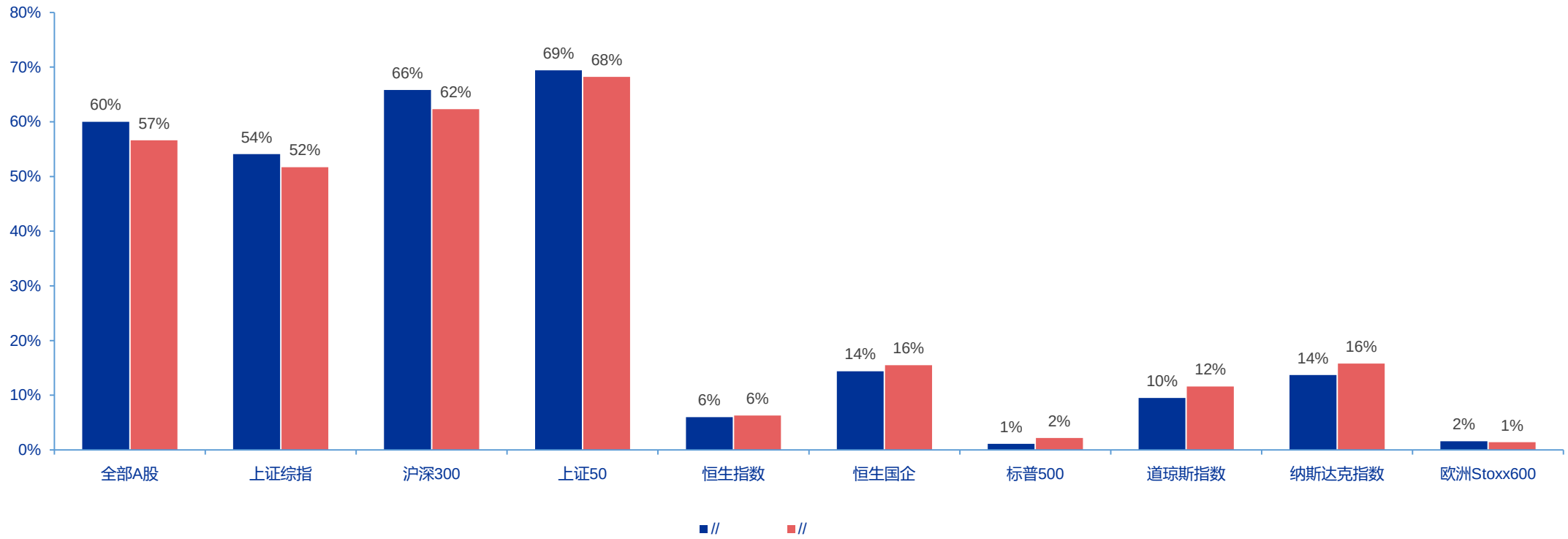
市场名称	PE所处分位数	2026-09-04的PE	2025年4月PE	2022年4月PE	2018年12月PE	市场名称	ERP所处分位数	2026-09-04的ERP	2025年4月ERP	2022年4月ERP	2018年12月ERP
标普500	81.7%	26.7	24.2	21.4	17.7	沪深300	65.8%	5.7%	6.6%	5.6%	6.5%
法国CAC40	79.6%	19.7	16.6	14.7	14.4	巴西圣保罗交易所指数	59.9%	5.2%	6.0%	12.3%	3.1%
上证指数	75.9%	15.9	13.8	11.9	11.0	上证指数	54.1%	4.6%	5.6%	5.5%	5.9%
德国DAX	73.9%	16.9	15.0	14.0	12.2	富时100	25.4%	1.4%	1.8%	4.1%	6.2%
恒生国企	71.4%	9.7	8.8	8.4	8.5	韩国KOSPI200	22.3%	3.2%	4.3%	5.2%	9.0%
西班牙IBEX35	71.2%	16.5	11.0	9.0	10.8	富时大马吉隆坡综合指数	20.4%	2.4%	1.4%	3.4%	2.5%
沪深300	69.8%	13.6	12.1	11.8	10.2	越南证交所指数	17.5%	3.3%	4.0%	3.6%	3.6%
恒生指数	68.0%	11.3	9.4	9.5	9.5	印度Sensex	15.1%	0.2%	0.2%	1.1%	1.5%
斯托克600	67.0%	17.6	14.5	15.1	13.7	恒生国企	14.4%	5.5%	6.9%	9.0%	9.0%
富时100	54.2%	16.2	15.8	14.3	11.2	泰国证交所100	10.7%	1.8%	2.2%	2.4%	4.0%
日经225	50.5%	20.0	16.5	15.2	13.8	日经225	7.8%	0.2%	1.6%	3.7%	4.5%
韩国KOSPI200	46.2%	12.6	11.4	12.3	8.5	西班牙IBEX35	7.4%	1.3%	4.6%	8.2%	6.5%
越南证交所指数	29.4%	12.3	11.9	15.5	15.8	恒生指数	6.0%	4.1%	6.2%	7.6%	7.9%
巴西圣保罗交易所指数	26.9%	10.0	9.6	6.6	17.3	法国CAC40	3.6%	0.3%	1.6%	3.9%	4.2%
印度Sensex	18.7%	20.3	21.2	24.9	23.7	德国DAX	2.0%	1.1%	2.2%	4.3%	5.4%
泰国证交所	.%	.	.	.	.	斯托克	.%	.%	.%	.%	.%
富时马来西亚	4.6%	14.0	16.9	15.9	19.2	标普500	1.1%	-1.0%	-0.4%	1.8%	2.9%

仅供内部参考，请勿外传

全部A股的ERP边际较上周上行，处于历史中性水平

- **全部A股的ERP分位数本周录得60%，上周为57%。**
- **截至2026/9/4，**标普500、道琼斯指数、纳斯达克指数和欧洲斯托克600指数的ERP分位数分别为1%、10%、14%、2%。

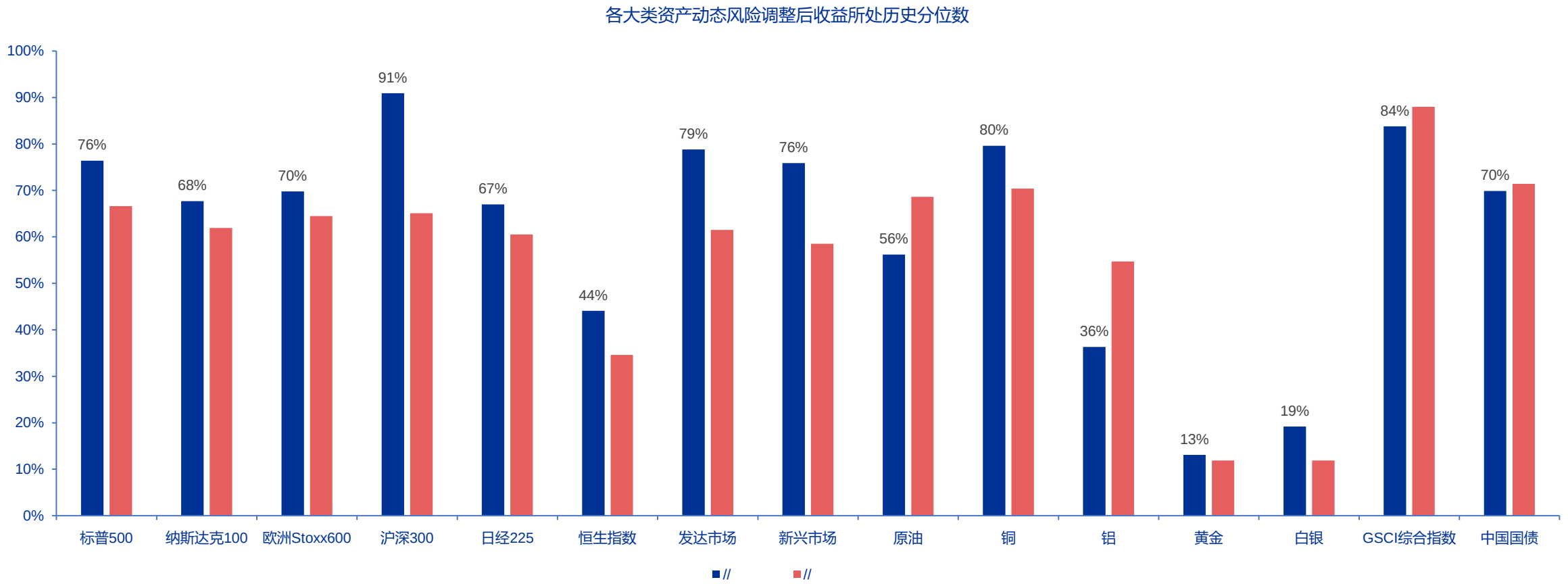
全球股市隐含ERP历史分位数（2006年以来）



仅供内部参考，请勿外传

本周权益类资产的动态风险调整后收益分位数多数上升

- **截至2026/9/4，标普500的风险调整后收益所处分位数上升至76%，纳斯达克100的风险调整后收益所处分位数上升至68%，沪深300的风险调整收益分位数大幅抬升至91%。**



仅供内部参考，请勿外传

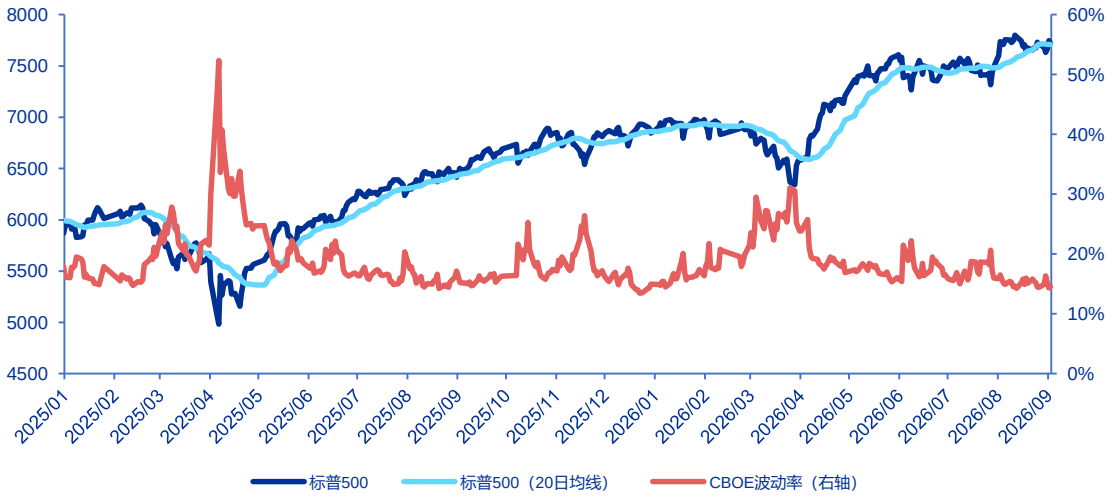
主要内容

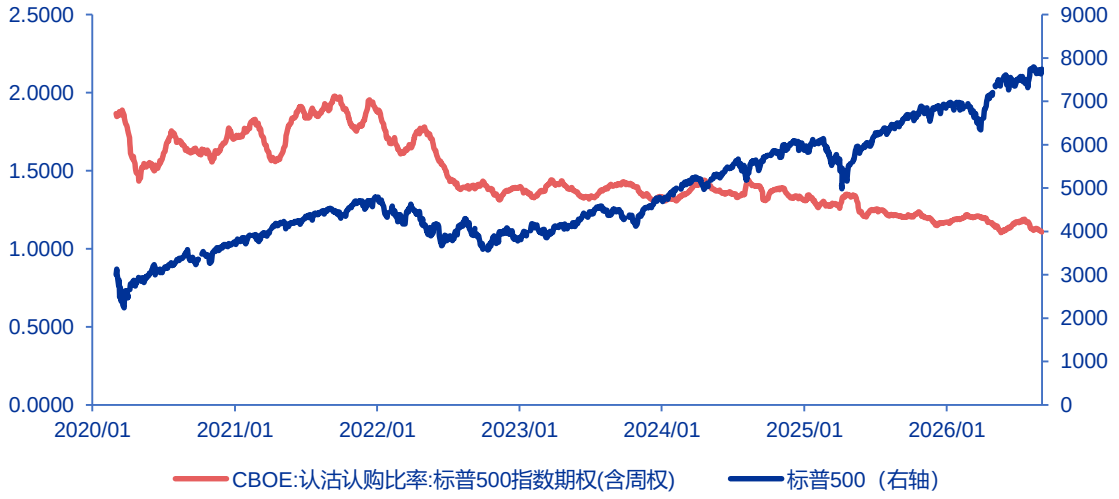
1. 每周热点聚焦：黄金中长期中枢趋升，战术择时静待宏观共振
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流出
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. **资产风险情绪：美股认沽/认购比例下降，A股隐含波动率上升**
5. 全球经济数据：美国非农强劲反弹，中国制造业PMI边际回暖
6. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

美股市场：标普500位于20日均线上方，本周认沽认购比例较上周下降

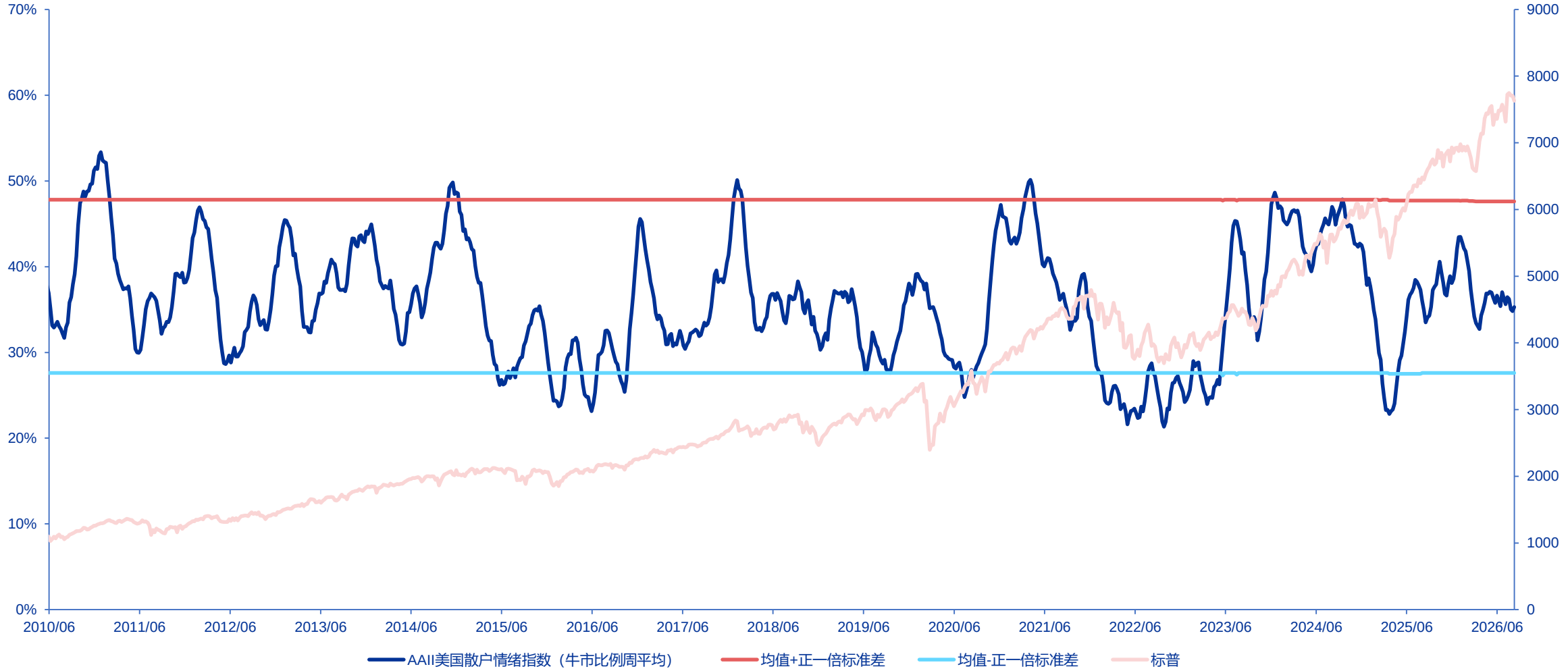
- 截至2026/09/04，标普500指数收于7718.60点，持续运行于20日均线上方，技术面呈现稳步震荡态势；CBOE波动率指数稳定在14.53%附近，市场整体风险溢价偏低、恐慌情绪维持在阶段低位。
- 本周标普500指数期权认沽/认购比率继续回落，市场防御情绪边际降温，美股风险偏好整体保持平稳。





仅供内部参考，请勿外传

美股情绪指标：本周美国散户看涨比例为39.74%，环比上周上升6.82%



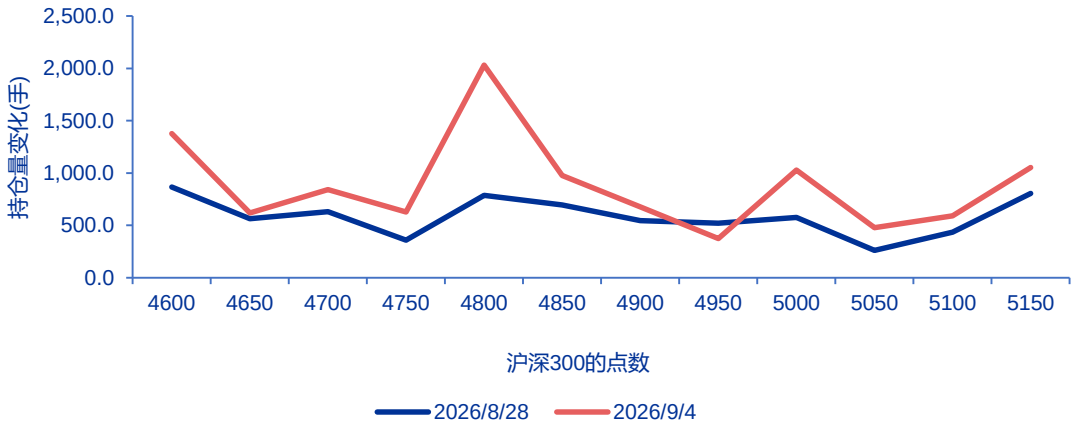
资料来源：美国个人投资者协会，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

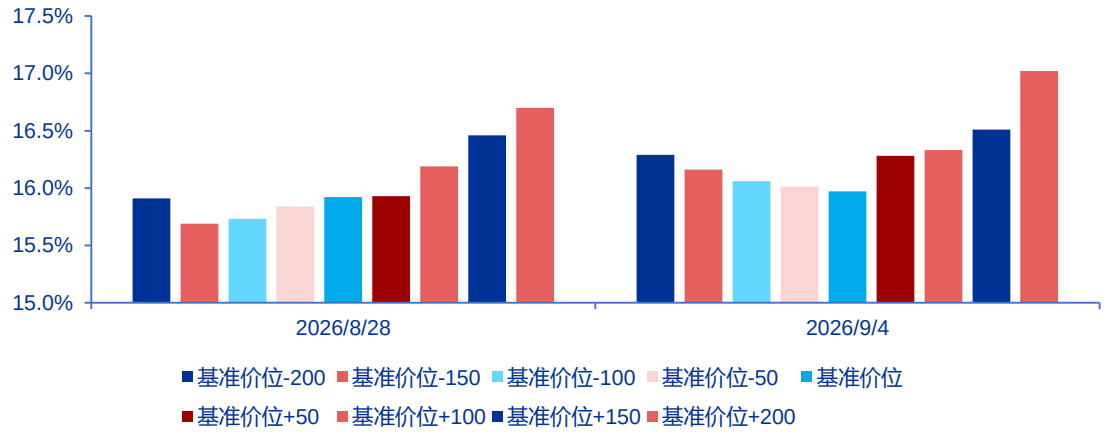
中国期权市场：10月看涨期权虚值端大幅增仓，隐含波动率中枢全线上移

- **期权持仓层面，**截至2026/9/4，沪深300 10月到期看涨期权周均持仓增量较8/28全线进一步放大，其中4800点虚值合约增量突破2000手、呈现脉冲式激增，多头资金在虚值看涨端博弈情绪显著升温。
- **隐含波动率层面，**截至2026/9/4，沪深300期权隐含波动率中枢全线上移，平值价位隐波回升至16.0%上方，高行权价（基准价位+200）隐波攀升至17.0%；波动率曲线偏度依然陡峭，市场短期波动预期明显回升。

沪深300的10月到期看涨期权的周均持仓量环比变化



沪深300期权的各价位隐含波动率



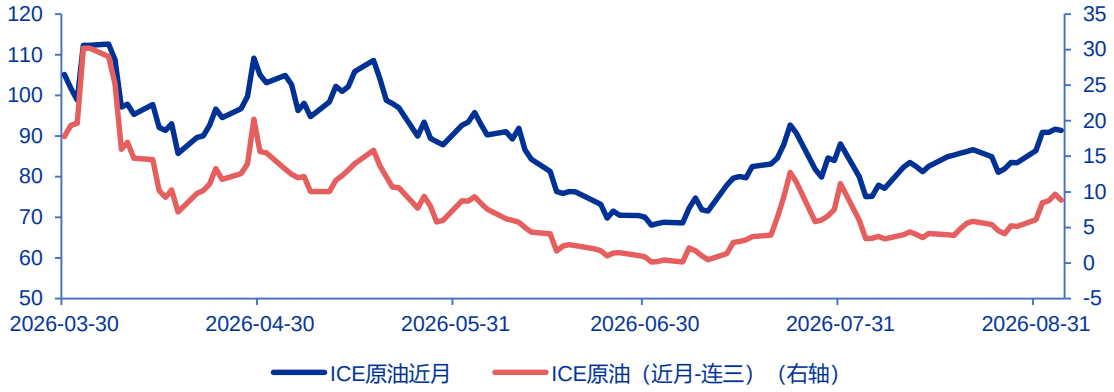
资料来源：iFind、申万宏源研究 注：选取期权为沪深300在2026年10月的看涨期权，基准价为当日沪深300收盘价向上取整

仅供内部参考，请勿外传

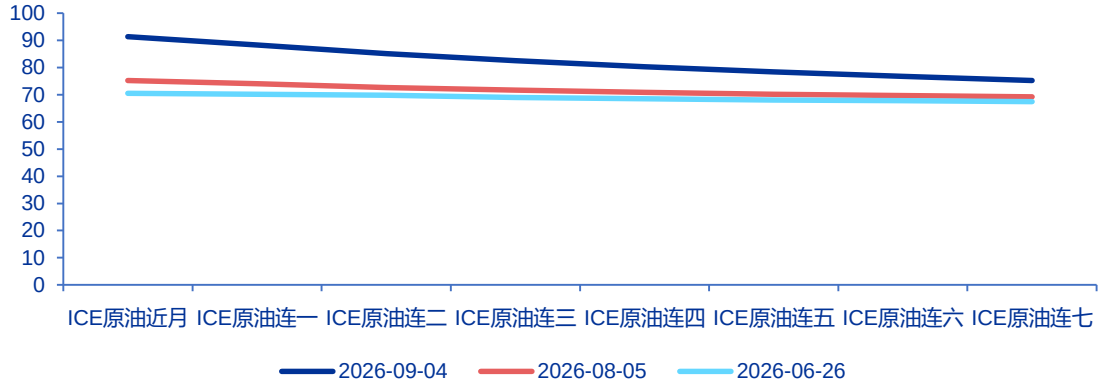
期限结构方面：原油溢价全线抬升，沪铜升水高位收敛偏紧延续

- **本周大宗商品期限结构呈现原油强化、沪铜高位延续特征。**原油价格强劲反弹带动近端溢价大幅走阔，期限结构曲线全线显著上移，陡峭的Backwardation结构进一步深化；沪铜价格续创阶段新高，近月升水高位小幅回落，但期限结构整体上抬，现货端偏紧格局仍在持续。

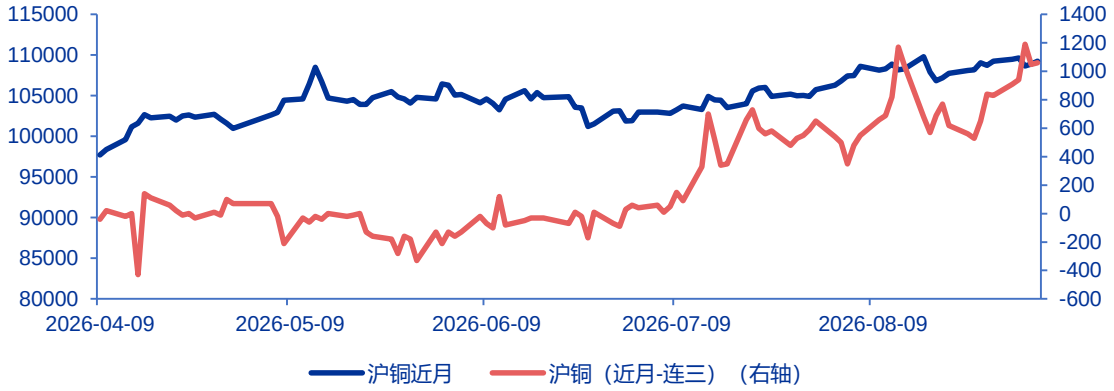
原油期限结构（美元/桶）



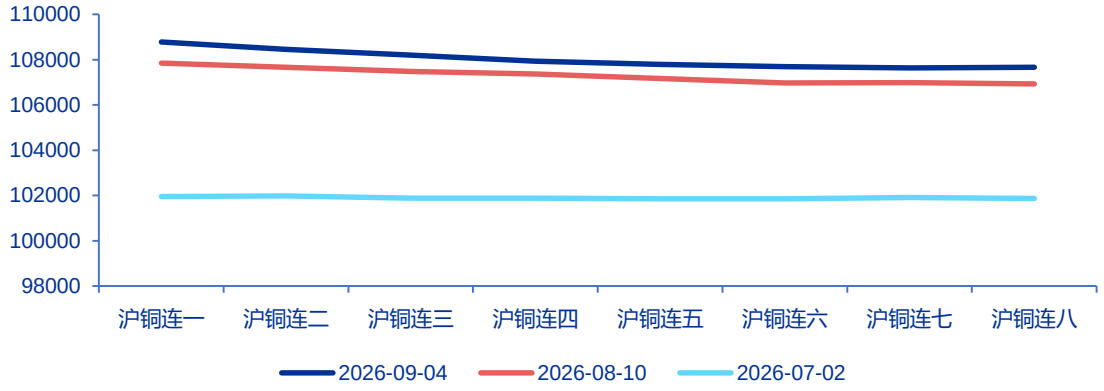
原油期限结构（美元/桶）



沪铜期限结构（元/吨）



沪铜期限结构（元/吨）



仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 每周热点聚焦：黄金中长期中枢趋升，战术择时静待宏观共振
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流出
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例下降，A股隐含波动率上升
5. **全球经济数据：美国非农强劲反弹，中国制造业PMI边际回暖**
6. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

美国经济：新增非农录得16.2万人显著修复，劳动力市场显现韧性

			2026-08-31	2026-07-31	2026-06-30	2026-05-31	2026-04-30	线性图
经济指标	经济景气度	实际GDP折年同比/%			2.1			
		实际GDP折年季调环比/%			1.5			
		制造业PMI/%	54.6	55.6	53.3	54.0	52.7	
		非制造业PMI/%	55.4	54.1	54.0	54.5	53.6	
		密歇根消费者信心指数	51.7	55.2	49.5	44.8	49.8	
	通胀	CPI同比/%		3.4	3.5	4.2	3.8	
		核心CPI同比/%		2.5	2.6	2.9	2.8	
		PCE同比/%		3.7	3.7	4.1	3.8	
		核心PCE同比/%		3.3	3.3	3.5	3.3	
		PPI同比/%		4.7	5.5	5.8	5.7	
		核心PPI同比/%		4.2	4.7	4.4	4.9	
		1年通胀预期/%	4.0	4.2	4.6	4.8	4.7	
		5年通胀预期/%	3.2	3.3	3.3	3.9	3.5	
供给	生产	制造业工业生产指数同比/%		1.3	1.6	1.6	1.5	
		工业产能利用率/%		76.3	76.2	76.1	76.1	
		PMI——工业产出指数/%	58.3	58.5	52.2	54.3	53.4	
	劳动力市场	新增非农就业人数/千人	162.0	21.0	31.0	63.0	148.0	
		失业率/%	4.1	4.1	4.2	4.3	4.3	
		平均时薪环比/%	0.27	0.16	0.27	0.21	0.16	
	库存	美国:库存总额:季调环比/%				0.4	0.6	
需求	消费	个人实际可支配收入同比/%				0.1	-1.0	
		个人实际消费支出同比/%		1.3	1.6	1.6	1.5	
		零售和食品服务销售额同比/%		5.0	6.8	7.2	5.1	
		PMI——新订单指数/%	53.7	56.7	56.0	56.8	54.1	
	地产	新房销售同比/%		-6.3	2.0	1.3	-8.6	
		成屋销售同比/%		0.7	3.8	3.7	0.5	
		新房开工同比/%		-13.5	2.6	-8.3	1.0	
		成屋开工同比/%		2.4	-1.8	-0.4	-1.5	
信贷与杠杆		M同比/%		.	.	.	.	
		M1同比/%		5.8	5.6	5.6	4.7	

资料来源：Wind、申万宏源研究 注：红色底色代表数据边际上行，绿色底色代表数据边际下行

仅供内部参考，请勿外传

中国经济：8月制造业PMI边际回暖，需求端订单重回扩张

		2026-08-31	2026-07-31	2026-06-30	2026-05-31	2026-04-30	线性图
经济和通胀景气度指标	实际GDP当季同比/%			4.3			
	GDP季调环比/%			0.9			
	工业增加值增速/%		4.5	5.3	4.5	4.1	
	制造业PMI/%	49.8	49.2	50.3	50	50.3	
	服务业PMI/%	49.3	49.3	50.4	50.3	49.6	
	CPI同比/%		0.5	1	1.2	1.2	
	核心CPI同比/%		0.9	1	1.1	1.2	
	PPI同比/%		3.5	4.1	3.9	2.8	
消费	社会消费品零售总额增速（%，当期）		0.6	1	-0.6	0.2	
	PMI——新订单指数/%	50.6	48.5	51.2	49.9	50.6	
	房地产销售面积增速/%		-11.8	-11.6	-10.8	-10.2	
	房地产新开工面积增速/%		-24	-23.4	-22.6	-22	
投资	固定资产投资增速/%		-6.7	-5.7	-4.1	-1.6	
	制造业投资增速/%		-1.7	-1.2	-0.4	1.2	
	基建投资增速/%		-4.1	-2.4	0.8	4.9	
	房地产投资增速/%		-20.4	-18	-15.9	-13.4	
	服务业投资/%		-9.5	-8.4	-6.8	-4.2	
出口	出口同比/%		23.9	26.9	19.2	14.0	
	进口同比/%		27.6	35.8	27.3	25.3	
信贷与杠杆	M2/%		7.7	8	8.6	8.6	
	M1/%		4	4	5.5	5	
	社会融资存量同比/%		7.4	7.4	7.7	7.8	
	新增人民币贷款/亿元		-3400	16100	5200	-100	
	新增中长期人民币贷款/亿元		-3502	7184	-771	-7508	
利润	工业企业利润同比/%		17.6	18.7	18.8	18.2	

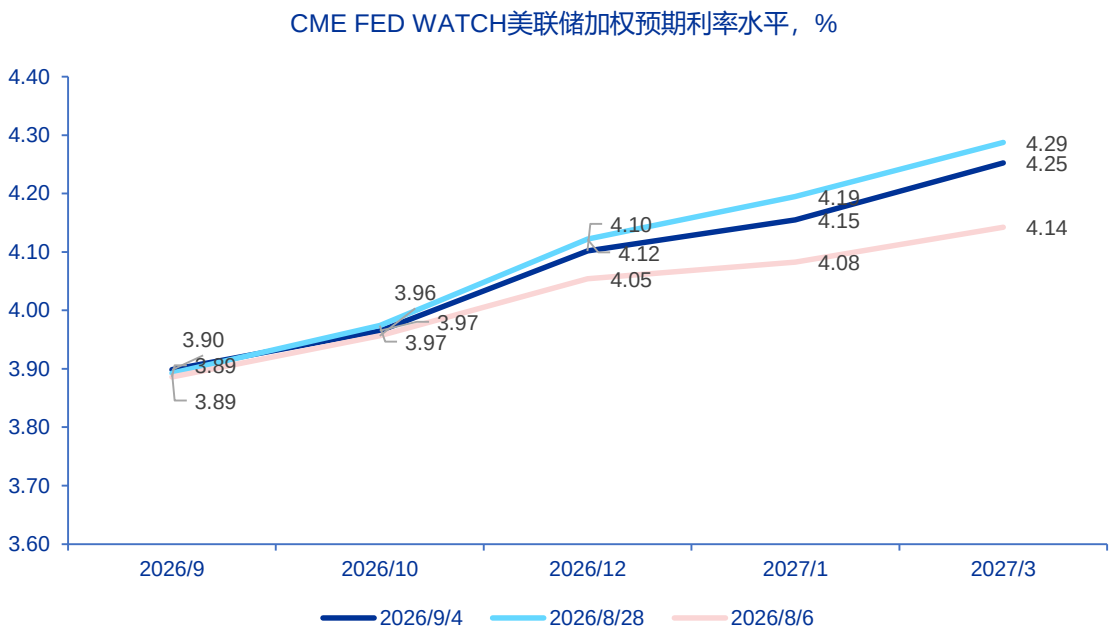
资料来源：Wind、申万宏源研究 注：红色底色代表数据边际上行，绿色底色代表数据边际下行

仅供内部参考，请勿外传

美联储加息预期：远期预期利率中枢上移，9月加息25bp概率接近六成

- **美联储CME远期加权预期利率曲线较8月中旬明显抬升，衍生品市场对紧缩定价显著强化；9月议息会议加息25bp（至375-400bp）的概率攀升至 59.4%，年内进一步紧缩预期重回主导。**

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.0%	40.6%	59.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	29.8%	54.4%	15.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	14.0%	41.4%	36.3%	8.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	10.8%	35.1%	37.4%	14.8%	1.9%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	6.6%	25.6%	36.5%	23.6%	6.9%	0.8%	0.0%
2027/4/28	0.0%	5.6%	22.7%	34.9%	25.6%	9.4%	1.7%	0.1%
2027/6/9	0.0%	4.4%	19.0%	32.3%	27.6%	12.9%	3.4%	0.5%
2027/7/28	0.0%	4.2%	18.4%	31.7%	27.8%	13.6%	3.8%	0.6%
2027/9/15	0.0%	4.0%	17.8%	31.1%	27.9%	14.2%	4.2%	0.7%
2027/10/27	0.1%	4.3%	18.1%	31.0%	27.6%	13.9%	4.1%	0.7%
2027/12/8	0.4%	5.4%	19.1%	30.8%	26.5%	13.2%	3.8%	0.6%



仅供内部参考，请勿外传

下周重要经济指标：中美8月CPI/PPI通胀，国内贸易与社融数据

日期	时间	国家/地区	指标名称
2026/9/7	待定	中国	8月官方储备资产(亿美元)
	待定	中国	8月黄金储备(万金衡盎司)
2026/9/8	待定	中国	8月进出口金额:累计值(亿美元)
	20:55	美国	9月05日红皮书商业零售销售:周同比(%)
2026/9/9	9:30	中国	8月PPI:同比(%)
	9:30	中国	8月CPI:同比(%)
2026/9/10	待定	中国	8月M2:同比(%)
	待定	中国	8月新增人民币贷款(亿元)
	待定	中国	8月M1:同比(%)
	待定	中国	8月M0:同比(%)
	待定	中国	8月社会融资规模:当月值(亿元)
	待定	中国	8月社会融资规模存量:同比(%)
	待定	中国	8月社会融资规模存量(万亿元)
	20:30	美国	8月29日续请失业金人数:季调(人)
	20:30	美国	9月05日初请失业金人数:季调(人)
	20:30	美国	8月PPI最终需求:季调:同比(%)
	20:30	美国	8月核心PPI最终需求:季调:同比(%)
2026/9/11	20:30	美国	8月CPI:季调:环比(%)
	22:00	美国	9月密歇根大学消费者现况指数(初值)(1966年2季=100)
	22:00	美国	9月密歇根大学消费者预期指数(初值)(1966年2季=100)
	22:00	美国	9月密歇根大学1年期通胀率预期(初值)(%)
	:	美国	月密歇根大学年期通胀率预期(初值)(%)

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

- **1、资产价格短期波动或无法代表长期趋势**，选取解读的资产价格具有幸存者和样本偏差，且资产价格短期波动对于长期基本面趋势的指示意义不全面；
- **2、欧美经济深度衰退或超预期**，欧美经济超预期衰退导致资本市场出现恐慌，市场波动增大后导致资产价格波动难以解读；
- **3、特朗普执政期间美国政策方向出现重大转变**，特朗普的后续政策方向出现重大转变。

仅供内部参考，请勿外传

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：
以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；
增持（Outperform）：相对强于市场表现5%～20%；
中性（Neutral）：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
减持（Underperform）：相对弱于市场表现5%以下。
行业的投资评级：
以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。
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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。
本报告采用的基准指数：沪深300指数（A股）、恒生中国企业指数（H股）、纳斯达克指数（美股）

仅供内部参考，请勿外传

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

仅供内部参考，请勿外传

有信仰 敢担当
守正创新 追求卓越

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

金倩婧
jinqj@swsresearch.com

冯晓宇
fengxy2@swsresearch.com

王胜
wangsheng@swsresearch.com

林遵东
linzd@swsresearch.com