下载日志已记录，仅供内部参考

美国股债汇，三次三杀

策略周末谈（0907）

证券研究报告

2026 年 09 月 07 日

分析师

曹柳龙 S0800525010001

caoliulong@research.xbmail.com.cn

王超特 S0800525100005

wangchaote@xbmail.com.cn

联系人

缪一宁

miaoyining@research.xbmail.com.cn

- **核心结论**

1、美国连续 3 次“股债汇三杀”，全球市场可能再次走向“困境时刻”

8 月 14 日、17 日和 31 日，美国已经连续发生 3 次“股债汇三杀”。我们今年 3.29《美股大跌前，这个指标或亮红灯》提示：1980 年以来的 16 轮美股大跌之前，有 15 轮都观察到连续 3 次以上“股债汇三杀”。8 月美债高利率期间，美国连续 3 次“股债汇三杀”，我们需要警惕，美股可能再次爆发流动性危机。

2、化解“困境时刻”的三条路径：美国银行业兜底 or 重塑“强美元叙事”

美伊冲突迁延日久但美国未占据上风，导致上半年的“强美元叙事”被明显削弱，全球资金加速撤离美国资产，也是推动美债高利率的因素之一。而美债高利率期间，8 月美国连续 3 次“股债汇三杀”，正将全球市场推向“困境时刻”。我们判断：缓解当前美债高利率，将全球市场拉出“困境”的方法，要么是让美国银行业更大规模购买美债，要么是重塑“强美元叙事”。

3、路径一（基准假设）：特朗普 TACO+沃什不加息，美国银行业增加购债

中期选举临近，或削弱了特朗普政府升级地缘冲突的意愿，进而转向：TACO + 美联储不加息，美联储维持利率稳定的阻力也相对较小。在此基准情景下，缓解美债高利率压力的可行路径之一，是推进巴塞尔协议Ⅲ与 SLR 等监管调整，引导商业银行体系承接更多美债供给，来缓解当前美债高利率的困境。事实上，今年 3 月巴塞尔协议Ⅲ的提案调整和意见征询已在推进中。在此路径下，上半年“强美元叙事”对金价的约束会缓解，黄金/有色有望成为四季度的核心方向；为国内政策空间打开创造有利条件，地产/消费也有望迎来系统性修复的契机。

4、路径二（较小概率）：美伊冲突升级+沃什加息，重塑“强美元叙事”

特朗普政府决策或难以揣摩，即便中期选举临近，也不排除特朗普转向激进政策组合的可能性：升级美伊冲突并占据上风+美联储鹰派加息重塑“强美元叙事”，恢复全球投资者对美元资产的信心，吸引全球资金回流美国资产（购买美债）。上周五沃什在杰克逊霍尔会议上表示：他将坚定基于数据进行政策框架决策，而非临时决议。沃什已经将是否加息的决策条件明确表达。后续如果我们观察到（1）特朗普对美伊冲突的发言继续升级+（2）美国 CPI 超预期，那么，特朗普政府可能选择激进的政策组合。万一成功重塑“强美元叙事”（较小概率），全球资产可能重回今年二季度：“强美元叙事”不仅约束金价，因流动性收紧对国内政策空间或形成制约，黄金/有色以及中国的地产/消费也可能受到影响。

5、路径三（较大概率）：美伊冲突升级+沃什加息，未重塑“强美元叙事”

如果特朗普政府选择激进的政策组合，更可能遭遇的局面是：美伊冲突升级但美国仍未占据上风+美联储加息但仍未重塑“强美元叙事”，届时，全球投资者可能加速减持美国资产（抛售美债），长期美债和短期美债市场都可能遭遇系统性

下载日志已记录，仅供内部参考

风险，美股也可能加速走向“流动性危机”，并“倒逼”美联储不得不转向 QE，黄金/有色以及中国的地产/消费可能也是先抑后扬，并有望迎来系统性重估契机。

6、布局高概率方向：黄金/有色+地产/消费

我们难以精确预判前述高利率环境最终演化至哪一条路径，我们要做的或是布局更高概率的方向。无论特朗普政府选择加大美国银行业购买美债的规模，还是选择激进政策组合来重塑“强美元叙事”但并未起效，全球流动性或都将变得更加宽松：金价的“锚”也有望切换回美元信用裂痕定价，为中国政策空间进一步打开创造有利条件，地产/消费有望迎来系统性修复契机——

（1）黄金/有色：若 9 月 18 日美联储不加息，金价有望突破前高，有色也有望得到系统性重估。**（2）地产/消费：**一旦美联储更加宽松，有望为国内化债政策创造更好的条件，地产和消费行业有望迎来系统性修复。**（3）港股互联网：**AI 叙事将从北美切换回中国，从硬件切换到软件，重视中国半导体硬件&港股互联网系统性重估的机会。

风险提示：国际局势变化风险，美债利率超预期上行，产业政策变化风险，地产/消费政策或不及预期等。

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

引言 4
一、 美国连续 3 次“股债汇三杀”，全球市场可能再次走向“困境时刻” 4
二、 化解“困境时刻”的三条路径：美国银行业兜底 or 重塑“强美元叙事” 6
三、 路径一（基准假设）：特朗普 TACO+沃什不加息，美国银行业增加购债 8
四、 路径二（较小概率）：美伊冲突升级+沃什加息，重塑“强美元叙事” 10
五、 路径三（较大概率）：美伊冲突升级+沃什加息，未重塑“强美元叙事” 10
六、 行业配置：布局高概率方向：黄金/有色+地产/消费 11
七、 市场复盘及展望 13
八、 风险提示 20

图表目录

图 1：2026 年 8 月以来“股债汇三杀”再次频发 4
图 2：历史上四类流动性冲击下，标普 500&上证指数&黄金在危机期间均面临较大回撤 5
图 3：全球对国防安全越发重视，非美地区军费支出均有所增长 6
图 4：美伊冲突持续将近半年，霍尔木兹海峡通行仍受阻 6
图 5：中国开放模型降价，或进一步冲击美国科技回报 6
图 6：长短端美债高利率制约，9 月加息可能得不偿失 6
图 7：美债压力下的三情景演绎：特朗普行为 × 沃什货币政策 7
图 8：美债持有人结构中，美联储和国外投资者的比例均下降 8
图 9： 2020 年美债市场流动性恶化期间，美国曾临时把美债和准备金排除出 SLR 9
图 10：美国 8 月非农超预期，使得加息概率再度摇摆 9
图 11：若美元信用裂痕扩大，或将加速海外投资者减持美债 11
图 12：流动性危机爆发，或类似科网时刻，政策救市转向宽松 11
图 13：行业配置建议关注 AI+涨价的【牛市杠铃】，重视黄金/有色+地产/消费 12
图 14：市场复盘 19
图 15：市场展望 19

表 1：针对美国商业银行监管规则调整的提案和制度推进情况 9
表 2：近期特朗普、沃什、贝森特等人针对美伊冲突、通胀和经济方面的言论 10
表 3：市场回顾 14
表 4：本周估值概览 16
表 5：经济数据 17

下载日志已记录，仅供内部参考

引言

美债高利率期间美国连续 3 次“股债汇三杀”，这或是美股大跌的前置信号，全球市场可能正陷入“困境时刻”。我们认为：若特朗普政府选择让美国银行业出来兜底，全球市场可能安然度过本次“困境”；若特朗普政府选择激进政策组合试图重塑“强美元叙事”，美股可能加速走向“流动性危机”。黄金/有色以及中国的地产/消费，有望成为“困境”中的“避风港”。

一、美国连续3次“股债汇三杀”，全球市场可能再次走向“困境时刻”

8 月 14 日、17 日和 31 日，美国已经连续发生 3 次“股债汇三杀”。我们今年 3.29《美股大跌前，这个指标或亮红灯》提示：1980 年以来的 16 轮美股大跌之前，有 15 轮都观察到连续 3 次以上“股债汇三杀”。典型事件冲击包括：

（1）地缘冲突类：2025 年中美关税冲击、1990 年伊拉克入侵科威特、1978 年伊斯兰革命、1973 年第一次石油危机；

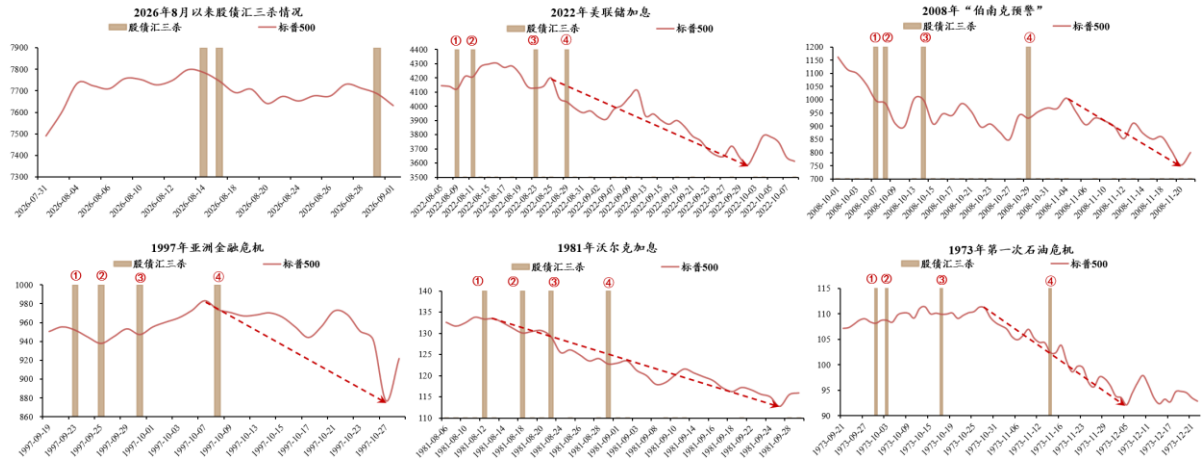
（2）金融危机类：2008 年伯南克预警、2001 年科技股崩盘、1998 年 LTCM 暴雷、1997 年亚洲金融危机；

（3）美联储加息类：2022 年加息、2018 年加息、1981 年加息；

（4）资金踩踏类：2023 年硅谷银行危机、2002 年会计丑闻、1987 年黑色星期一、1980 年亨特兄弟操纵白银。

当“股债汇三杀”频发或意味着在宏观事件冲击下资产的避险能力系统性失效，而这可作为辅助观察危机的指标之一。8 月美债高利率期间，美国连续 3 次“股债汇三杀”，我们需要警惕，美股可能再次爆发流动性危机。

图 1：2026 年 8 月以来“股债汇三杀”再次频发



资料来源：Wind，环球网，中新网，财联社，环球网，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：历史上四类流动性冲击下，标普 500&上证指数&黄金在危机期间均面临较大回撤

历史上典型事件冲击下，引发的流动性危机和资金踩踏							
类型	事件冲击	下跌起点	下跌终点	下跌时间（月）	标普500期间最大回撤	上证指数期间最大回撤	黄金期间最大回撤
地缘冲突	2025年：中美“贸易关税”冲击	2025-02-20	2025-04-08	1.6	-21.2%	-11.6%	-6.7%
	2020年：全球公共卫生安全事件冲击	2020-02-19	2020-03-23	1.1	-35.0%	-13.9%	-14.8%
	1990年：伊拉克入侵科威特	1990-07-16	1990-10-11	2.9	-20.3%	-	-8.5%
	1978年：伊朗爆发伊斯兰革命	1978-10-12	1978-11-14	1.1	-12.2%	-	-15.0%
	1973年：第一次石油危机	1973-10-29	1974-10-03	11.3	-44.0%	-	-17.0%
金融危机	2008年：伯南克预警	2008-08-29	2009-03-06	6.3	-48.8%	-31.2%	-26.8%
	2001年：科技崩盘与“911事件”	2001-08-24	2001-09-21	0.9	-20.4%	-7.2%	-5.4%
	1998年：俄罗斯危机LTCM暴雷	1998-07-20	1998-10-08	2.7	-22.5%	-21.6%	-8.5%
	1997年：亚洲金融危机的蔓延	1997-10-08	1997-10-27	0.6	-10.8%	-3.2%	-8.1%
联储加息	2022年：联储超预期的鹰派加息	2022-08-17	2022-10-13	1.9	-18.8%	-11.0%	-9.4%
	2018年：通胀升温与联储加息	2018-01-29	2018-02-09	0.4	-11.8%	-14.6%	-3.4%
	1981年：沃尔克加息	1981-08-11	1982-08-12	12.2	-23.7%	-	-36.0%
资金踩踏	2023年：硅谷银行危机	2023-02-03	2023-03-13	1.3	-8.9%	-3.4%	-6.0%
	2002年：会计丑闻冲击	2002-05-20	2002-07-23	2.1	-28.1%	-9.0%	-6.2%
	1987年：“黑色星期一”	1987-08-26	1987-12-04	3.3	-35.8%	-	-4.9%
	1980年：亨特兄弟操纵白银	1980-02-13	1980-03-27	1.4	-17.1%	-	-30.9%

资料来源：Wind，财联社，外交部，央视网，环球网，新华社，华尔街见闻，中新网，经济参考报，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

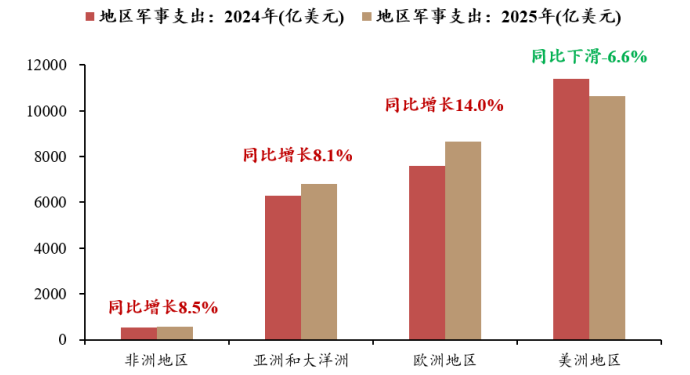
二、化解“困境时刻”的三条路径：美国银行业兜底or重塑“强美元叙事”

2022-2024 年美联储大幅缩表，导致美国市场流动性收紧，但美债和美股未出现系统性风险，主要源于当时的“强美元叙事”吸引全球资金流向美国，支撑美债和美股。当时的“强美元叙事”主要依赖美国的地缘优势+经济韧劲+美联储鹰派加息。

当前，支撑“强美元叙事”的三支柱呈现走弱迹象，“强美元叙事”或难以为继。其一，美伊冲突迁延日久但美国未占据上风，动摇了“石油美元”的基础，削弱全球投资者对美元/美债的信心。其二，AI 增长预期或走弱支撑美国强经济叙事可能被打破。中国高性价比模型正在冲击美国的 AI 资本开支预期，AI 驱动的美国经济高增长叙事面临下修风险。

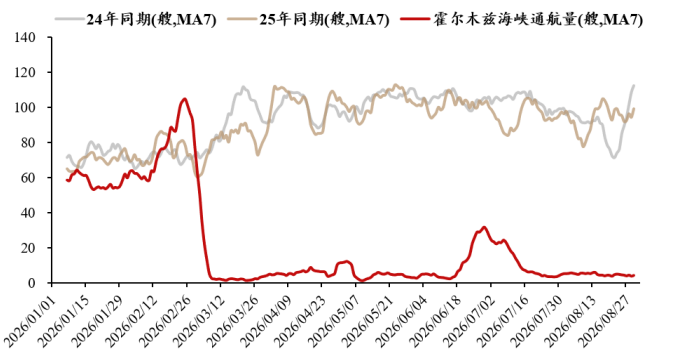
年初以来，全球资金加速撤离美国资产，也是推动美债高利率的因素之一。美债高利率期间，8 月美国连续 3 次“股债汇三杀”，正将全球市场推向“困境时刻”。我们判断：缓解当前美债高利率，化解“困境”的方法，要么是让美国银行业更大规模购买美债，要么是重塑“强美元叙事”。

图 3：全球对国防安全越发重视，非美地区军费支出均有所增长



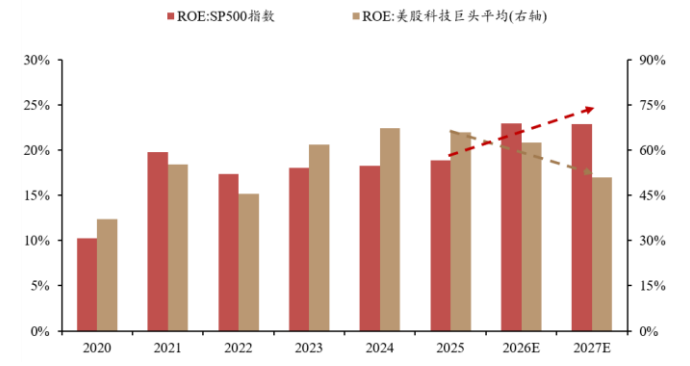
资料来源：SIPRI，西部证券研发中心

图 4：美伊冲突持续将近半年，霍尔木兹海峡通行仍受阻



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：中国开放模型降价，或进一步冲击美国科技回报



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 6：长短端美债高利率制约，9 月加息可能得不偿失



资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

美债高利率正将全球市场推向“困境时刻”，特朗普政府的选择是最大的不确定性来源，未来的演绎情况或呈现为 3 个走向——

（1）选择让美国银行业加大购买美债的规模，缓解当前的美债高利率困境（基准假设）；

（2）升级美伊冲突+美联储加息重塑“强美元叙事”，让全球资金重新回流美国资产购买美债（较小概率）；

（3）要么升级美伊冲突+美联储加息，但无法重塑“强美元叙事”，这会加速美股走向“流动性危机”，可能使得美联储不得不转向 QE。

图 7：美债压力下的三情景演绎：特朗普行为 × 沃什货币政策



资料来源：Wind，联邦储备委员会，BPI，美国财政部，金融界，财联社，西部证券研发中心

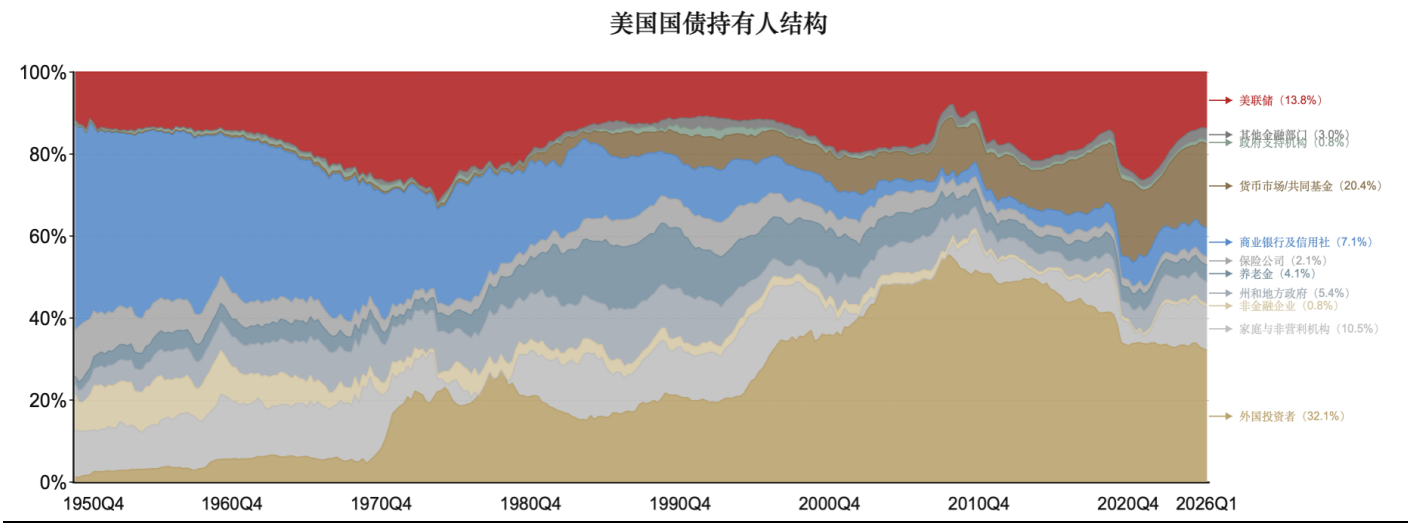
下载日志已记录，仅供内部参考

三、路径一（基准假设）：特朗普TACO+沃什不加息，美国银行业增加购债

在美国地缘优势和经济高增长叙事均同步走弱的背景下，假设 9 月美联储加息，或也未必能重塑市场对“强美元叙事”的信心。因此，中期选举临近，或削弱了特朗普政府升级地缘冲突的意愿，进而转向：TACO +美联储不加息，美联储维持利率稳定的阻力也相对较小。在此基准情景下，缓解美债高利率压力的可行路径之一，或是通过为美债引入新的边际购买方，来缓解“美债高利率”。

目前来看，美国的银行或是当前较好的候选，由于其受限于资本监管约束对国债的增持幅度明显偏小，这或是下一步美联储的改革推进的方向。事实上，针对商业银行监管的调整放松已经在进行了，25 年 11 月第一轮提案通过调降 eSLR 并且已经落地执行，今年 3 月巴塞尔协议III的提案调整和意见征询已在推进中，后续或有望进一步针对商业银行的监管改革。在此路径下，上半年“强美元叙事”对金价的约束会缓解，黄金/有色有望成为四季度的核心方向；为国内政策空间打开创造有利条件，地产/消费也有望迎来系统性修复的契机。

图 8：美债持有人结构中，美联储和国外投资者的比例均下降

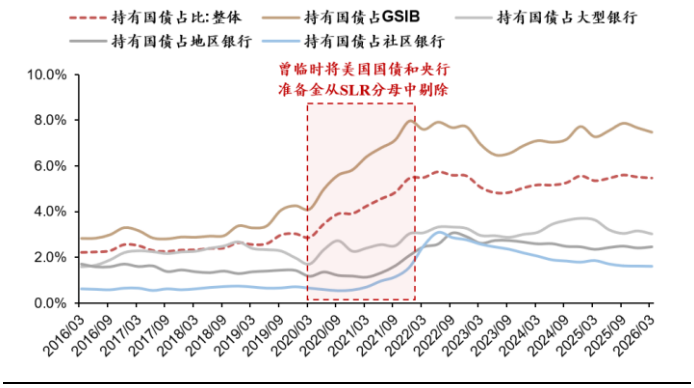


资料来源：Wind，西部证券研发中心

WESTERN SECURITIES 西部证券

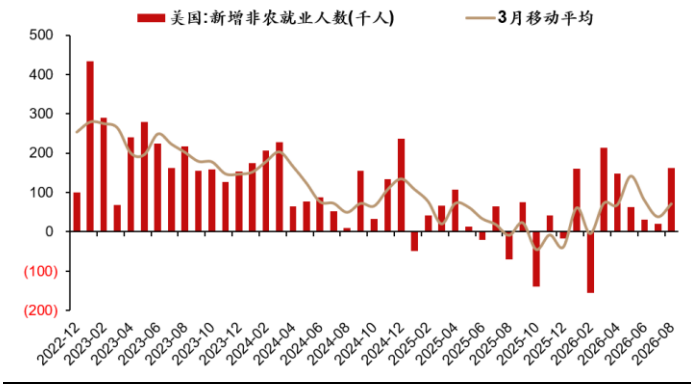
下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：2020 年美债市场流动性恶化期间，美国曾临时把美债和准备金排除出 SLR



资料来源：圣路易斯联储，西部证券研发中心

图 10：美国 8 月非农超预期，使得加息概率再度摇摆



资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 1：针对美国商业银行监管规则调整的提案和制度推进情况

时间	内容	进程
2020.04	2020年4月，美联储宣布临时修改SLR规则，将银行持有的美国国债以及存放在美联储的准备金从SLR分母中剔除，政策目的明确包括缓解美债市场压力等。	临时实行
2025.03	贝森特呼吁调整SLR，认为该比率对银行资产负债表构成限制，并加剧了国债市场的流动性压力。	呼吁调整
2025.06	Fed、FDIC、OCC就补充杠杆率拟议规则提案中提出把 GSIB eSLR 缓冲从 5% 降至 3.5%~4.25%。	拟议提案
2025.11	eSLR 最终规则通过把 eSLR 缓冲下调为 3.5%~4.25%（2026年4月1日强制实施），但明确拒绝把美债单独剔除出 SLR 的分母。	政策落地
2026.03	Fed、FDIC、OCC针对三项银行资本框架改革再次提案，涉及Basel III Endgame中对银行资本监管的调整。（意见征询截止至2026.6.18，尚未发布最终规则）	再度提案
2026.05	美国财政部TBAC会议记录总结一级交易商观的反馈，认为近期修改的eSLR以及2026年3月提出的银行资本改革“有利于美债市场”，预计将带来存款机构对国债证券的额外需求，并有望释放资产负债表空间。	市场反馈
2026.06	美国银行2026Q1增持650亿美元美债，总持仓升至约1.8万亿美元	市场反馈

资料来源：联邦储备委员会，BPI，证券时报，美国财政部，圣路易斯联储，西部证券研发中心



下载日志已记录，仅供内部参考

四、路径二（较小概率）：美伊冲突升级+沃什加息，重塑“强美元叙事”

考虑到特朗普政府决策或难以揣摩，即便中期选举临近，也不排除特朗普转向激进政策组合的可能性：升级美伊冲突并占据上风+美联储鹰派加息重塑“强美元叙事”。（1）美伊冲突加剧且美国占上风，重振强美元叙事的军事支柱；（2）沃什鹰派加息，强劲打压通胀预期。在通胀回落与美元走强的正反馈下，或能修复“强美元叙事”，而强美元叙事一旦回归，或将恢复全球投资者对美元资产的信心，吸引全球资金回流美国资产（购买美债）。

上周五沃什在杰克逊霍尔会议上表示：他将坚定基于数据进行政策框架决策，而非临时决议。沃什已经将是否加息的决策条件明确表达。后续如果我们观察到（1）特朗普对美伊冲突的发言继续升级+（2）美国 CPI 超预期，那么，特朗普政府可能选择激进的政策组合。万一成功重塑“强美元叙事”（较小概率），全球大类资产可能重回今年二季度：“强美元叙事”不仅会约束金价，因流动性收紧对国内政策空间也可能形成制约，黄金/有色以及中国的地产/消费也可能受到影响。

表 2：近期特朗普、沃什、贝森特等人针对美伊冲突、通胀和经济方面的言论

领域	时间	事件内容
美伊冲突	2026.9.3	美国官员及知情人士透露，美国总统特朗普正在私下权衡是否宣布与伊朗的战争结束。
	2026.9.3	媒体称：美国“速战速决”计划或落空，美防长正悄然延长战力部署，美伊冲突或将延至2027年。
	2026.9.2	伊朗代理国防部长伊本·礼萨称，美方近期多场交战“均告失败”，伊方已掌握有关敌方技术能力及作战方式的“准确且有价值的信息”，并正在根据相关经验，为未来可能发生的作战设计相应的军事体系。
	2026.9.1	美国财政部长贝森特表示：一旦海湾国家正在建设中的替代运输管道投入使用，帮助各国绕开霍尔木兹海峡向全球市场运输石油，该海峡“将成为一片毫无价值的水域”。
通胀与加息	2026.9.4	美国总统特朗普再次呼吁美联储降低利率。
	2026.9.3	美联储理事沃勒表示：“预计下个月CPI和PPI将处于合理水平，目前的利率设定可以使美国回到2%的通胀水平，给通胀回落一个机会，可以等一个议息会议再做决定。”
	2026.9.2	美国财长贝森特称：美国核心通胀“得到很好控制”。
	2026.8.28	美联储主席沃什在杰克逊霍尔央行年会主旨演讲提到：“我们必须确保通胀清晰且速度足够快地朝着我们的目标值2%移动。”，并强调行动决议是基于数据导向的政策框架，而不是临时决策。
财政与经济	2026.9.4	美国财长贝森特表示：最新非农数据显示美国经济不仅仅由AI建设热潮驱动。（美国8月非农就业人数增加16.2万人，预估为增加5.5万人，前值为减少2.3万人）
	2026.9.3	美国财长贝森特表示：回购国债的目标是消除“不良结果”：将回购流动性差、期限长的债券，通过回购可释放银行的资产负债表空间，为银行在国债招标时购买更多债券腾出了空间。
	2026.8.31	美国财长贝森特表示：摆脱债务的唯一方法是通过经济增长来实现。
	2026.8.31	美国财长贝森特指出：今年美债市场在全球其他主要债市中“表现最佳”。贝森特还表示，与许多发达经济体相比，美国处于更有利的位置，因为即使面临巨额预算赤字，其经济仍在持续增长。
	2026.8.24	据两位美国财政部高级官员透露，美国财政部可利用其一般账户（TGA）中的资金来为购买政府债券的支出提供支持。贝森特目前已将TGA的余额规模扩大至约9,500亿美元。

资料来源：金融界，财联社，西部证券研发中心

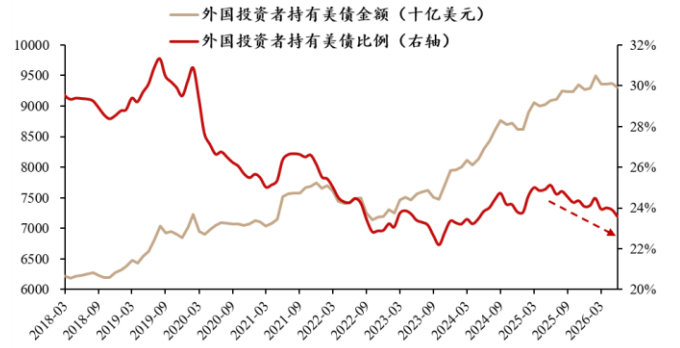
五、路径三（较大概率）：美伊冲突升级+沃什加息，未重塑“强美元叙事”

如果特朗普政府选择激进的政策组合，更可能出现的局面是：美伊冲突升级但美国仍未占据上风+美联储加息但仍未重塑“强美元叙事”。（1）美伊冲突激化但局势依旧不明朗，美

下载日志已记录，仅供内部参考

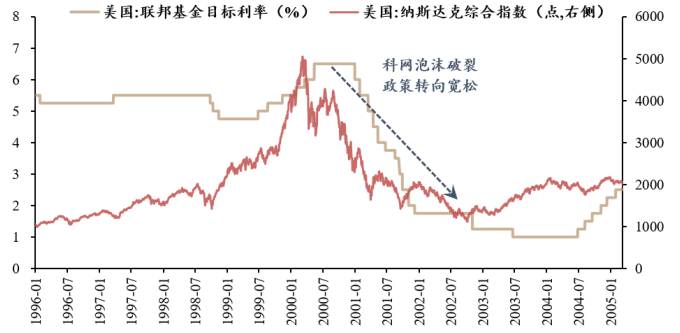
国国际影响力与军事可信度大幅受损，影响美元走弱；（2）沃什鹰派加息，强财政利息负担与长端利率螺旋攀升，美债或先于经济步入危机。全球投资者可能加速减持美国资产（抛售美债），长期美债和短期美债市场都可能遭遇系统性风险，美股也可能加速走向“流动性危机”，并“倒逼”美联储不得不转向 QE，黄金/有色以及中国的地产/消费可能也是先抑后扬，并有望迎来系统性重估契机。

图 11：若美元信用裂痕扩大，或将加速海外投资者减持美债



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 12：流动性危机爆发，或类似科网时刻，政策救市转向宽松



资料来源：Wind，西部证券研发中心

六、行业配置：布局高概率方向：黄金/有色+地产/消费

我们难以精确预判前述高利率环境最终演化至哪一条路径，我们要做的或是布局更高概率的方向。无论特朗普政府选择加大美国银行业购买美债的规模，还是选择激进的政策组合以重塑“强美元叙事”但并未起效，全球流动性全球流动性或都将变得更加宽松变得更加宽松：金价的“锚”也有望切换回美元信用裂痕定价，为中国政策空间进一步打开创造有利条件，地产/消费有望迎来系统性修复契机——

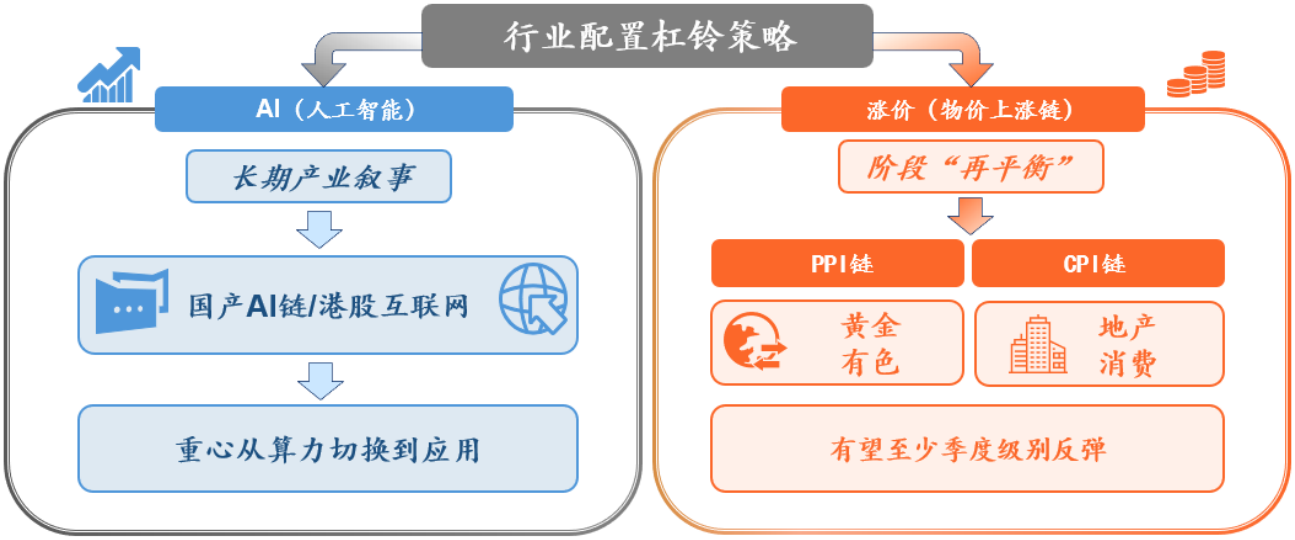
（1）黄金/有色：若 9 月 18 日美联储不加息，可能加大市场对美联储控通胀职责的质疑，黄金有望切换回美元信用裂痕定价，金价有望快速修复前高甚至再创新高，有色股估值也有望将得到修复；

（2）地产/消费： 7 月政治局会议将稳定房地产市场等任务提升到“筑牢安全屏障”的高度，政策托底信号明确，一旦美联储更加宽松，有望为国内化债政策创造更好的条件，居民资产负债表也将迎来修复契机，地产和消费行业有望迎来系统性修复。中长期看，地产/消费历经深度调整，估值与机构持仓均处于历史低位，在政策托底驱动下，有望构成长期配置机会。

（3）港股互联网：AI 叙事将从北美切换回中国，从硬件切换到软件，重视中国半导体硬件&港股互联网系统性重估的机会。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：行业配置建议关注 AI+涨价的【牛市杠铃】，重视黄金/有色+地产/消费



资料来源：西部证券研发中心绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

七、市场复盘及展望

7.1 市场复盘

本周 A 股市场、海外市场与其他大类资产表现：

东财全 A 本周下跌 1.20%，上证指数本周下跌 0.56%，沪深 300 本周下跌 1.33%，中证 500 本周下跌 3.07%，创业板指本周下跌 4.03%，科创 50 本周下跌 5.10%。

各类市场风格中，大盘价值本周上涨 2.32%，大盘成长本周下跌 2.72%，小盘价值本周下跌 0.87%，小盘成长本周下跌 3.70%。

大类行业中，金融服务与服务业本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 3.27%、1.93%，中游材料与 TMT 本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-3.38%、-3.03%。

一级行业中，本周涨跌幅前三行业为传媒、银行、农林牧渔，涨跌幅分别为 6.03%、4.03%、3.34%；本周涨跌幅后三行业为电子、有色金属、建筑材料，涨跌幅分别为-5.36%、-5.01%、-4.26%。

本周境外市场涨跌不一，其中标普 500 上涨 0.09%、恒生指数上涨 0.26%。

大宗商品原油上涨，金属分化，其中布油上涨 8.80%、COMEX 黄金下跌 1.16%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 1.68%，较上周下降 1.45 个 BP。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：市场回顾

本周市场回顾							
A股市场					境外市场与其他大类资产		
重要市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	境外市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅
东财全A	0.89%	-1.20%	-0.33%	0.00%	标普500	0.49%	0.09%
上证指数	1.20%	-0.56%	-0.98%	-0.65%	道琼斯工业指数	0.53%	-0.27%
沪深300	-0.21%	-1.33%	-1.77%	-1.44%	恒生指数	-1.63%	0.26%
中证500	0.52%	-3.07%	2.51%	2.84%	英国富时100	0.07%	0.06%
创业板指	-3.42%	-4.03%	2.60%	2.93%	德国DAX	1.66%	-1.97%
科创50	0.52%	-5.10%	17.35%	17.68%	日经225	0.59%	-2.09%
市场风格指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	国际汇率	最新值	周度环比变化
大盘价值	1.08%	2.32%	-3.57%	-3.24%	美元指数	99.16	-0.53%
大盘成长	-1.65%	-2.72%	-2.45%	-2.12%	美元兑人民币	6.71	-0.14%
小盘价值	1.53%	-0.87%	-1.56%	-1.23%	港元兑人民币	0.86	-0.16%
小盘成长	-0.28%	-3.70%	1.61%	1.94%	英镑兑人民币	9.08	-0.57%
大类板块	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	欧元兑人民币	7.80	-0.28%
周期类	1.20%	-1.94%	-1.50%	-1.17%	100日元兑人民币	4.29	1.95%
资源类	2.31%	-2.84%	8.27%	8.60%	主要利率	最新值	周度环比变化
中游材料	3.02%	-3.38%	0.28%	0.61%	中国十年期国债收益率	1.68%	-1.45BP
中游制造	-0.46%	-1.74%	-7.89%	-7.56%	中国一年期国债收益率	1.23%	2.05BP
大消费	0.69%	-0.13%	-11.40%	-11.07%	期限利差（10Y-1Y）	0.45%	-3.50BP
可选消费	1.33%	-0.36%	-14.78%	-14.45%	R007	1.40%	-0.50BP
必需消费	0.28%	0.02%	-9.07%	-8.74%	DR007	1.37%	-1.33BP
金融服务	1.74%	3.27%	-1.40%	-1.07%	7天逆回购利率	1.40%	0BP
服务业	1.52%	1.93%	-2.86%	-2.53%	美国十年期国债收益率	4.78%	5.00BP
TMT	0.21%	-3.03%	15.23%	15.56%	大宗商品	上周涨跌幅	本周涨跌幅
本周涨跌幅前三/后三一级行业	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	ICE布油	-4.73%	8.80%
传媒	0.22%	6.03%	-13.80%	-13.47%	WTI原油	-4.16%	9.38%
银行	0.02%	4.03%	0.42%	0.75%	COMEX黄金	-3.77%	-1.16%
农林牧渔	6.46%	3.34%	-9.60%	-9.27%	COMEX白银	-3.51%	-1.43%
建筑材料	1.97%	-4.26%	7.90%	8.23%	LME铜	0.70%	0.65%
有色金属	1.68%	-5.01%	-1.23%	-0.90%	LME铝	-0.02%	1.67%
电子	0.15%	-5.36%	26.88%	27.21%	上期所螺纹钢	2.44%	1.83%

资料来源：Choice，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

从静态估值的角度看：

（1）A 股总体 PE（TTM）从上周的 21.18 倍升至本周的 21.26 倍，PB（LF）从上周的 1.78 倍维持在本周的 1.78 倍；A 股非金融 PE（TTM）从上周的 36.86 倍维持在本周的 36.86 倍，PB（LF）从上周的 2.49 倍升至 2.50 倍；

（2）创业板 PE（TTM）从上周的 61.37 倍升至本周的 61.97 倍，PB（LF）从上周的 4.33 倍升至本周的 4.36 倍；科创板 PE（TTM）从上周的 140.36 倍升至本周的 142.09 倍，PB（LF）从上周的 5.98 倍升至本周的 6.06 倍；

（3）创业板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从上周的 4.53 升至本周的 4.56，相对 PB（LF）从上周的 3.06 升至本周的 3.09；科创板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从上周的 10.35 升至本周的 10.46，相对 PB（LF）从上周的 4.22 升至本周的 4.30；

（4）A 股总体总市值本周下降 0.94%；A 股非金融总市值本周下降 1.90%；

（5）A 股非金融 ERP 从上周的 1.02%升至本周的 1.10%，股债收益差从上周的-0.09%走阔至本周的-0.10%。

从动态估值的角度看：

（1）A 股总体重点公司全动态 PE 从上周的 14.39 倍降至本周的 14.33 倍；A 股非金融重点公司全动态 PE 从上周的 20.27 倍降至本周的 19.98 倍；

（2）创业板重点公司全动态 PE 从上周的 27.55 倍降至本周的 27.04 倍；科创板重点公司全动态 PE 从上周的 69.81 倍降至本周的 67.48 倍；

（3）创业板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 2.23 降至本周的 2.18；科创板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 5.65 降至本周的 5.47；

（4）A 股非金融重点公司全动态 ERP 从上周的 3.24%升至本周的 3.33%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4：本周估值概览

西部策略估值周报简表：本周估值主要变化											
总市值较上周变化		A股总体		-0.94%	A股总体剔除金融服务业		-1.90%				
估值水平		PE（TTM）			PB（LF）			全动态PE			
		本周数值	历史分位数	周度环比变化	本周数值	历史分位数	周度环比变化	本周数值	历史分位数	周度环比变化	
市场整体	A股总体	20.89	85.0%	-0.29	1.75	47.5%	-0.03	14.33	76.8%	-0.06	
	A股非金融	35.93	80.5%	-0.93	2.44	58.0%	-0.06	19.98	72.3%	-0.29	
	沪深300	13.47	73.5%	-0.06	1.40	34.5%	-0.02	12.39	77.3%	0.03	
	创业板	59.70	51.5%	-1.67	4.20	55.0%	-0.13	27.04	30.1%	-0.51	
	科创板	133.99	78.8%	-6.07	5.71	71.3%	-0.27	67.48	77.2%	-2.33	
大类板块	周期类	29.36	78.5%	-0.86	1.88	57.5%	-0.05	15.49	65.3%	-0.21	
	资源类	16.02	46.5%	-0.87	1.91	82.0%	-0.07	12.04	40.2%	-0.37	
	中游材料	40.57	80.0%	-1.12	1.80	50.0%	-0.06	16.09	66.3%	-0.29	
	中游制造	42.95	90.0%	-0.86	2.26	45.0%	-0.05	19.91	68.3%	0.14	
	大消费	56.19	98.5%	-0.31	2.32	5.5%	-0.01	21.10	65.3%	0.51	
	可选消费	104.52	98.5%	-3.74	1.90	22.5%	-0.01	18.08	91.9%	0.19	
	必需消费	43.29	77.5%	0.13	2.70	3.0%	-0.01	23.41	34.6%	0.77	
	金融服务	7.62	37.5%	0.22	0.81	19.0%	0.01	7.53	52.7%	0.23	
	服务业	12.44	53.5%	0.17	1.08	13.5%	0.01	9.86	54.2%	0.20	
	TMT	54.47	65.5%	-1.77	4.24	87.5%	-0.14	33.68	83.4%	-1.40	
本周涨幅靠前的一级行业	传媒	53.82	53.5%	3.02	2.36	25.5%	0.14	18.85	8.0%	1.77	
	银行	7.36	83.5%	0.27	0.70	28.0%	0.01	7.35	81.4%	0.30	
	农林牧渔	-140.86	4.5%	9.96	2.46	5.5%	0.08	55.39	93.4%	12.31	
	国防军工	78.77	52.0%	-3.84	3.20	41.5%	0.07	32.32	13.0%	0.87	
	商贸零售	-34.54	10.5%	-0.71	1.65	8.5%	0.03	20.68	31.1%	0.52	
本周涨幅靠后的一级行业	电力设备	46.68	57.0%	-1.42	2.82	45.0%	-0.11	22.68	47.2%	0.16	
	通信	31.21	26.5%	-0.62	2.80	75.0%	-0.04	23.10	44.7%	-0.61	
	建筑材料	177.46	1.00	13.97	1.56	30.5%	-0.09	22.68	96.9%	0.22	
	有色金属	17.93	15.5%	-0.88	3.30	77.0%	-0.17	12.32	9.5%	-0.42	
	电子	66.10	77.5%	-3.66	6.08	99.0%	-0.38	44.65	96.4%	-2.63	
债市收益率	股市收益率（A股非金融）	本周数值	历史分位数	周度环比变化	股债比较（A股非金融vs10Y国债）	本周数值	历史分位数	周度环比变化			
10Y国债收益率	PE倒数	2.78%	23.4%	0.07%	ERP	1.10%	70.6%	0.08%			
	股息率	1.58%	55.7%	-0.02%	股债收益差	-0.10%	94.0%	-0.01%			
1.68%	全动态PE倒数	5.01%	31.3%	0.07%	全动态ERP	3.33%	34.5%	0.09%			

资料来源：Choice，西部证券研发中心 注：截至本周五收盘 估值单位：倍

WESTERN SECURITIES 西部证券

下载日志已记录，仅供内部参考

7.2 经济数据

表 5：经济数据

数据类别	主要变化
宏观经济	**美国 8 月非农就业超预期：** 8 月中国制造业 PMI49.80%，高于 7 月的 49.20%； 8 月美国失业率(季调)4.10%，较 7 月维持不变； 8 月美国新增非农就业人数 16.20 万人，高于 7 月的 2.10 万人； 8 月美国新增 ADP 就业人数 3.80 万人，低于 7 月的 4.60 万人； 8 月美国非制造业 PMI55.40%，高于 7 月的 54.10%； 8 月美国 ISM 制造业 PMI54.60%，低于 7 月的 55.60%； 7 月欧元区失业率(季调)6.40%，较 6 月维持不变； 8 月德国 IFO 商业景气指数(季调)88.80%，高于 7 月的 86.70%； 8 月德国 CPI 同比 2.90%，高于 7 月的 2.80%； 8 月德国 ZEW 经济景气指数 34.20，高于 7 月的 26.30； 8 月德国 ZEW 经济现状指数-61.10，高于 7 月的-77.60。
上游资源品	本周 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约)4477.20 美元/盎司，高于上周的 4453.80 美元/盎司； 本周阴极铜期货收盘价(活跃合约)108.71 元/千克，高于上周的 108.41 元/千克； 本周铝期货收盘价(活跃合约)24.19 元/千克，高于上周的 23.80 元/千克； 本周中国铜冶炼厂粗炼费(TC)-20166.00 美元/千吨，低于上周的-19430.00 美元/千吨； 本周中国铜冶炼厂精炼费(RC)-20.26 美分/磅，低于上周的-19.62 美分/磅； 本周 LME 铜库存 93.62 万吨，低于上周的 118.63 万吨； 本周 LME 铝库存 98.34 万吨，低于上周的 123.41 万吨； 本周英国布伦特原油(Dtd)现货价 97.39 美元/桶，高于上周的 90.00 美元/桶； 本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 89.95 美元/桶，高于上周的 83.31 美元/桶。
中游材料	本周尿素(小颗粒)出厂价 1692.00 元/吨，低于上周的 1694.00 元/吨； 上周华东地区 PTA 市场均价 6144.00 元/吨，低于前一周的 6351.00 元/吨； 本周高炉开工率 82.66%，高于上周的 82.30%； 本周主要钢厂开工率 36.06%，低于上周的 36.70%； 本周铁矿石综合价格指数 950.00 元/吨，较上周维持不变； 本周南华玻璃指数 723.24 点，高于上周的 686.86 点。
必需消费	8 月下旬生猪市场价 10.90 元/千克，低于 8 月中旬的 11.00 元/千克。
可选消费	上周 30 大中城市:商品房成交面积 162.81 万平方米，高于前一周的 140.07 万平方米。
TMT	8 月电影票房收入 58.33 亿元，同比下降 2.64%，相比 7 月的 23.41%转负； 8 月液晶电视面板价格 62.00 美元/片，低于 7 月的 64.00 美元/片。

资料来源：Wind，西部证券研发中心

7.3 经济要闻回顾

支持举措密集落地“六张网”建设按下快速键：随着一系列协调推进会议相继召开、协同机制加快建立、相关专项实施方案陆续落地、一个个重大项目渐次推进，“六张网”建设

下载日志已记录，仅供内部参考

呈现加速之势。专家表示，水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网和物流网等“六张网”建设，既是一个个重大工程项目，又是投资领域一项综合的系统工程，下半年要着力推动“六张网”建设加快从规划布局阶段转向形成实物工作量阶段，将实现对产业链上下游更大的拉动作用。

（资料来源：新华社）

中国证监会就私募基金募集监管办法公开征求意见：为进一步规范私募投资基金募集业务活动，进一步压实募集环节适当性义务，切实防控募集阶段风险，促进私募基金行业健康发展，中国证监会起草了《私募投资基金募集监督管理办法（征求意见稿）》，现向社会公开征求意见，意见反馈截止时间为 2026 年 10 月 4 日。

（资料来源：新华社）

7.4 未来重点关注

9 月 7 日欧元区公布第二季度 GDP 年率修正值；

9 月 8 日美国公布 8 月纽约联储 1 年通胀预期；

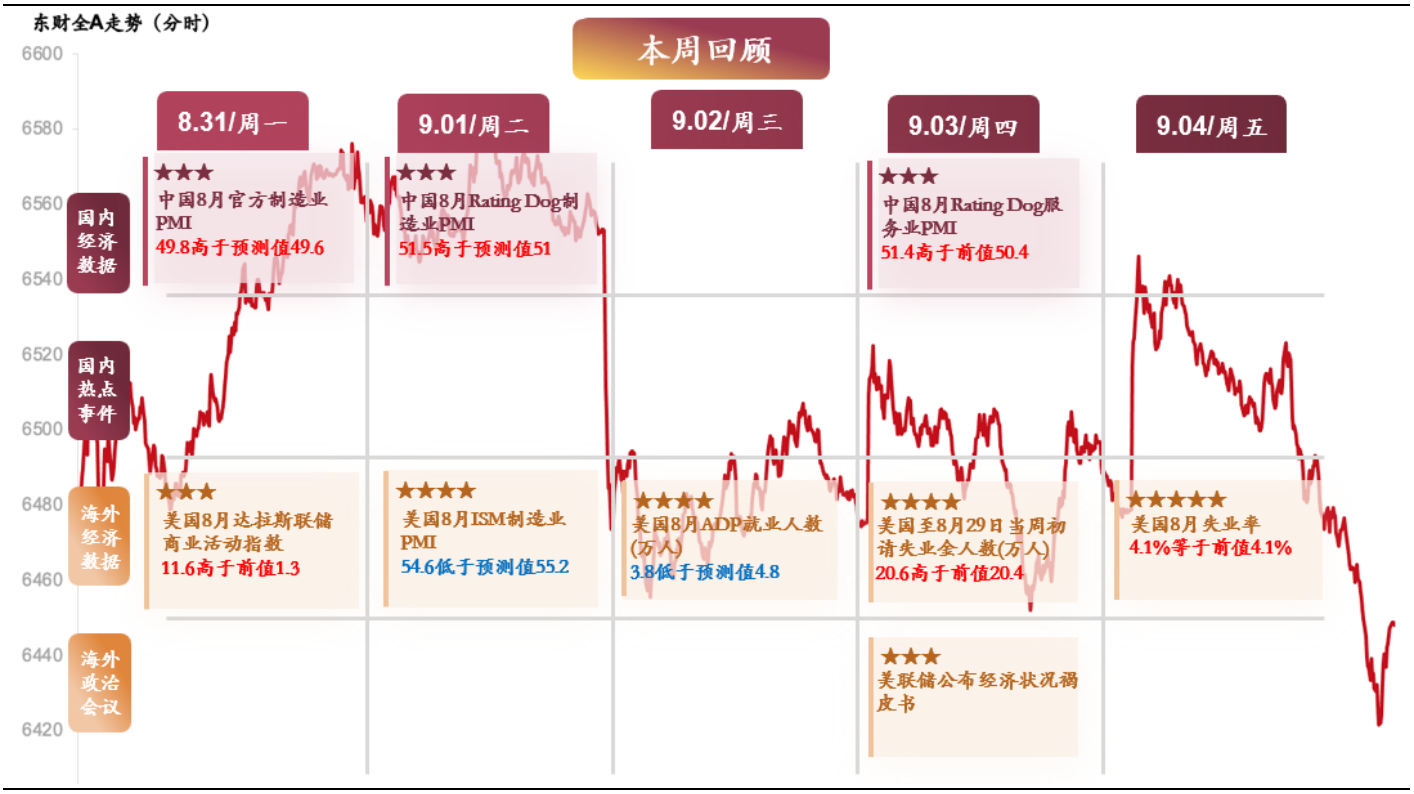
9 月 9 日中国公布 8 月 CPI 年率；

9 月 10 日美国公布至 9 月 5 日当周初请失业金人数(万人)；

9 月 11 日美国公布 8 月未季调 CPI 年率。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 14：市场复盘



资料来源：Choice，Wind，金十数据，西部证券研发中心

图 15：市场展望



资料来源：Wind，金十数据，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

八、风险提示

国际局势变化风险，美债利率超预期上行，产业政策变化风险，地产/消费政策或不及预期等。

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

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；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。

分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。