仅供内部参考，请勿外传

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 09 月 06 日

有转机，在何时？

策略定期报告

证券研究报告

林荣雄 分析师
SAC 执业证书编号：S1450520010001
linrx1@sdicsc.com.cn

邹卓青 分析师
SAC 执业证书编号：S1450524060001
zouzq2@sdicsc.com.cn

黄玮宗 分析师
SAC 执业证书编号：S1450525070002
huangwz1@sdicsc.com.cn

相关报告

2026 与 2021：再均衡的宿命	2026-03-29
最关键问题：类比 2021 年初还是类比 2022 年初？	2026-03-25
“躲”可以理解，但不至于“跑”	2026-03-22
“一边倒”行不通	2026-03-15
永立潮头，东方不败——基于实战检验的 A 股“抓主线”投资方法论	2026-03-13

本周上证指数跌 0.56%，沪深 300 跌 1.33%，创业板指跌 4.03%，恒生指数涨 0.26%，价值风格表现强于成长风格，大盘股涨幅居前。本周全 A 日均交易额 19643 亿，环比上周有所下降。步入 9 月以来大盘虽回稳，但量能持续萎缩成为比较突出的问题，结构依然呈现低位板块无序轮动，以股息防御-国证 2000 为代表杠铃策略占优的特征，整体行情颇为“磨人”。在这样的环境中，我们一方面对结构要维持耐心，毕竟根据此前统计 A 股每年平均大致只有 60%的时间段主线清晰，40%处于无明确主线状态，其中 15%的时间就会像当前一样既无共识主线又持续缩量。另一方面，检视眼下很难说对大盘就失去信心，毕竟从中报来看 A 股基本面的支撑依然较强，2026H1 全 A/全 A 两非盈利增速分别为 16.82%/16.22%，环比 2026Q1 的 7.63%/13.05%明显抬升，全 A 两非盈利同比连续两个报告期维持双位数增长，主要归结于科技+出海的结构性景气主导，截止中报科技+出海盈利占比进一步提升接近 50%，我们始终认为当该比例突破 50%时参考历史经验会形成新盈利周期。

基于产业跟踪和定价的角度，我们一直在等待 AI 科技板块系统性转机，这点预计会在 Q4 明确下来。当股价在高位的时候天然对利空敏感，这点在 7 月 AI 暴跌过程中体现得尤为明显；同时，在下跌过程中对利多脱敏。客观而言近来一段时间 AI 产业层面是有好消息的：例如博通和 Snowflake 都在 9 月 2 日公布业绩，博通证明上游算力资本开支并没有出现明显降温，Snowflake 则进一步验证，AI 的商业化开始从算力建设向企业数据层传导，这里更像是产业链利润池开始向下游扩散，而不是上游景气结束。对应在美股层面，6 月底以来美国科技“七姐妹”指数上涨约 10.8%，英伟达上涨 18.2%、已经重新逼近高位，意味着最核心的算力资产没有被抛弃，但费城半导体指数却下跌约 14.4%，这说明市场并没有撤出 AI 或科技，而是在从半导体广谱 Beta 转向业绩靠谱的核心硬件龙头 + 软件/平台层。真正承压的是过去跟随 AI Capex 一起普涨、但缺乏扎实业绩支撑的二三线半导体和部分硬件链。结合来看，对于本轮 AI 科技暴跌的本质或许更要从资金博弈的角度而非产业逻辑受损的角度去作判断。对外这是一场美与非美国家在 AI 产业链话语权与利润分配的激烈冲突；对内这是相当一批绝对收益考核的资金与公募主观多头在 AI 高拥挤度背景下一次交锋搏杀。只要产业逻辑没问题，经过一个季度消化，四季度 AI 回归的概率大。

基于宏观策略的视角，当前 A 股大方向的定价由国内盈利扩散（K 型分化） + 海外流动性双因子（美债利率）共同决定，两大变量交叉形成四类宏观情景，具体对应：第一、K 型分化收敛 + 美债利率上行对应顺周期接棒：地产、消费、投资数据改善，Q4 稳增长政策效果落地，但美债利率上行压制成长估值，流动性环境并不支持高估值赛道持续扩张。市场风格转向大盘蓝筹占优，顺周期板块接力科技主线，布局地产链、资源品和大消费板块。第二、K 型分化收敛 + 美债利率下行对应全面牛市：属于内外环境共振的最优情景。国内盈利大面积修复，同时美债利率下行解除海外流动性约束，基本面与流动性形成双重利好，行情突破单一赛道限制，核心资产、顺周期、科技成长多线受益，市场具备走出全面牛市的基础条件。第三、K 型分化不收敛 + 美债利率上行对应杠铃策略：内需修复不及预期，盈利扩散受阻，叠加美债利率抬升压制成长板块。双重约束下市场难以形成持续性主线，指数震荡、板块轮动快。配置采取杠铃策略：一端配置银行、煤炭等高股息防御底仓；另一端布局小盘股、贵金属博取弹性收益，以均衡配置应对高波动。第四、K 型分化不收敛 + 美债利率下行对应科技 M 顶：国内基本面修复乏力，流动性宽松无法向实体盈利传导，美债利率下行释放成长估值空间，策略上把握科技反弹窗口。目前看，当前国内 K 型经济收敛无法确认，而海外层面美债利率居高不下，后续取决 9 月中旬美联储议息会议。眼下 8 月非农数据虽大幅超预期，但没有解决“通胀是否需要加息”的问题，8 月 CPI 要到 9 月 11 日公布，这个数据边际定价权尤为值得关注。

最后，我们反复强调的是在国内宏观经济 K 型分化没有收敛之前，资本市场“无科技不成牛”，最终结束始终趋向是 M 而非 A。值得再次提醒的是每次大跌/高切低之后总会有变化，有些品种就再也回不来了，且反弹最持续品种都未必是此前下跌最多品种。决定主线切不切不是涨幅大小，而是旧主线产业景气能否跨期验证（60%-70%是前后主线大换血，30%-40%是仍是同主线）。即便前后主线不变，核心品种也会发生变化，这意味着后续 AI 定价重心将从“涨价”（例如：存储+光纤+电子布）转向“量增”（例如：硬件中量增部门：国产算力+PCB+光通信），二三线品种也此阶段将优于核心龙头品种。值得注意的是历史上新主线尚未形成的空窗期内以中证 1000 和国证 2000 为代表的小微盘相对大盘胜率偏高。

风险提示：国内政策不及预期、海外货币政策变化超预期，历史测算不代表未来。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 近期权益市场重要交易特征梳理 4
2. 内部因素：8 月 PMI 产需双双转正，就业与预期尚未跟随 25
3. 外部因素：美国经济温和增长，PMI 景气度分化，非农远超预期 28
3.1. 美伊冲突推升油价，美国经济温和扩张但成本压力加剧 28
3.2. 美国 8 月制造业动能放缓，服务业需求明显走强 29
3.3. 美国 8 月非农新增就业远超预期，政策焦点重新转向通胀 31

图表目录

图 1. 本周美股涨跌不一、港股涨跌不一（%） 5
图 2. 本周低市净率指数占优 6
图 3. 主要指数涨跌幅一览 6
图 4. 本周涨幅居前的细分板块 6
图 5. 本周万得全 A 日均成交额有所下降 6
图 6. 当前市场成交额逐步接近 2 个标准差的区间底部 7
图 7. 南向资金年初以来流入速度小幅增加 7
图 8. 1 月以来南向资金流入方向 8
图 9. 1 月以来南向资金流出方向 8
图 10. 科创板、创业板获得资金资金净流入 8
图 11. 股票型 ETF 在市场企稳后停止流入，并在 8 月份转向流出 9
图 12. 融资资金流入趋势已经出现阶段性反转，同时股票型 ETF 在 7 月份也大规模流入 9
图 13. 融资余额在市场企稳后回升至 2.6 万亿元上方 9
图 14. 主动偏股基金大概率在 7 月底到 8 月初才有明显降仓行为，8 月份以来仓位已经有效下降 10
图 15. A 股高切低指数目前快速下降已经接近区间底部 11
图 16. A 股高切低历史行情中高位主线的回顾和涨跌幅梳理 12
图 17. 主线切换的“空窗期”小微盘的胜率较高 12
图 18. AI 领域内部细分出现明显分化现象 13
图 19. 量增部门反弹幅度明显超过此前领跌的价涨部门 14
图 20. 二三线公司反弹幅度明显高于龙头公司 14
图 21. 当前 TMT 板块成交额占比下降到 35%左右的中位水平 14
图 22. 8 月至今一级行业涨跌幅梳理 15
图 23. 8 月至今二级行业涨跌幅梳理 15
图 24. 8 月市场重要指数的月度涨跌幅(%) 15
图 25. 全 A 营收利润增速与 ROE 16
图 26. 全 A 两非营收利润增速与 ROE 16
图 27. 科技+出海成为明确盈利主线（剔除金融） 16
图 28. A 股海外收入占比与海外利润占比持续攀升 17
图 29. 美股科技内部分化显著，开始出现“硬切软”的迹象 18
图 30. 博通和 Snowflakes 的财报数据拆解 18
图 31. 美股科技内部分化显著，开始出现“硬切软”的迹象 18
图 32. 当前 K 型分化和美债利率的组合形成四种结构 19
图 33. 当前杠铃策略重新占优，相对超额回到 2026 年初水平 20
图 34. 8 月以来利率再次走入下行通道，对应杠铃策略再度占优 20
图 35. 3m10s 利差走阔 21

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

图 36. 近一周中美利差走阔 21
图 37. 长端美债收益率基本走阔 21
图 38. 本周美元指数走弱 22
图 39. 本周黄金走弱 22
图 40. 本周原油价格走强（美元/桶） 23
图 41. 本周铜价上涨 24
图 42. 生产与新订单指数同步高增拉动制造业 PMI 上行 26
图 43. 大小企业差继续扩大至 2.7 26
图 44. 建筑业 PMI 受极端天气影响继续走弱 26
图 45. 高频数据跟踪 27
图 46. 7 月主要宏观数据情况 28
图 47. 美联储 8 月褐皮书的经济评述 29
图 48. 美国 8 月制造业 PMI 小幅走低 30
图 49. 美国 8 月服务业 PMI 新订单指数大幅回升 31
图 50. 美国 8 月非农就业数据意外超预期 32
图 51. 美国 8 月失业率持平预期 32
图 52. 美国 8 月 ADP 就业数据回落 33
图 53. 美国 8 月非农就业数据与 ADP 就业数据对比 33
图 54. CME 加息概率（9 月 5 日更新） 34

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

1. 近期权益市场重要交易特征梳理

结合近期与市场投资者的交流，复盘本周全球和A股的行情与市场环境，有以下几个特征值得关注：

本周主要美股指数涨跌不一。纳指累涨0.40%，标普累涨0.09%，道指累跌0.27%。盘面上，能源板块领涨，周涨幅达2.31%；科技上涨2.09%，公用事业上涨0.89%，金融上涨0.80%，医疗保健上涨0.45%，工业上涨0.28%。下跌板块方面，可选消费跌幅居前，周跌幅为1.23%；房地产下跌1.20%，材料下跌0.86%，通讯下跌0.74%，日常消费下跌0.42%。总体来看，本周美股受美伊冲突升级、美联储政策路径剧烈摇摆与非农数据冲击三重因素主导，周初连续两日收跌、周三油价涨势暂停带动反弹、周四随美联储理事沃勒偏鸽表态大涨、周五非农大超预期后又回落，全周纳指与标普小幅收涨、道指微跌；能源与科技板块领涨，可选消费与房地产领跌。

本周推动美股走势的消息面因素主要包括以下几个方面：一、美伊冲突升级压制风险偏好、推升油价。周初美伊军事冲突升级，美军对伊朗境内目标实施打击、伊朗以导弹和无人机袭击美军基地，沙特油轮在霍尔木兹海峡遭袭并造成船员遇难，WTI原油全周累涨9.50%至91.38美元/桶，通胀预期升温压制估值，美股周初连续两日收跌。二、美联储政策路径剧烈摇摆。周二美联储理事巴尔表示若通胀不充分降温应果断加息，美联储褐皮书显示经济活动温和扩张、金融市场对9月加息定价一度升至约65%；周四理事沃勒表示若未来两周数据延续通胀放缓趋势，将倾向支持9月维持利率不变，9月加息概率由约63%回落至52%，标普500单日大涨1.07%、创8月4日以来最大单日涨幅；周五美国8月非农新增就业16.2万人、远超预期的5.5万人，9月加息概率再度升至58%，美股三大指数终结两连涨集体收跌。三、AI产业消息面多空交织。博通第三财季净营收同比增长86%至295.91亿美元、AI半导体收入同比增长221%，但第四财季指引略低于市场预期、周四股价收跌2.74%；Snowflake第二财季营收同比增长35%并上调全年产品收入指引，戴尔因AI服务器订单创纪录大涨15.76%，英伟达宣布以129.3亿美元收购Hugging Face。四、消费板块走弱。露露乐蒙二季度营收同比下降4%、低于市场预期，周五收盘大跌17.38%、创2018年4月以来最低收盘价；特斯拉Cybercab发布活动披露信息有限、缺乏规模目标与时间表，近千辆车辆又遭美国交通安全监管审查，周五股价跌5.92%，拖累可选消费板块全周领跌。

本周美股纳指累涨0.40%、标普累涨0.09%、道指累跌0.27%，周内走势由美联储政策路径与美伊局势共同主导。展望后市，一是9月议息会议前货币政策路径仍是核心变量，8月非农大超预期后9月加息概率升至58%，下周公布的8月CPI与PPI数据将成为最后一道关口，若通胀偏强，加息担忧将进一步压制高估值成长股；二是油价与地缘变量，霍尔木兹海峡通航未恢复、沙特原油出口降至多年低位，若油价延续上行，将推高美债收益率、加重通胀压力并压制美股估值；三是AI板块内部多空交织，博通指引不及预期与AI基建债务可持续性隐忧提示估值风险，但存储、光通信等细分方向仍受AI资本开支支撑。整体看，政策路径与油价不确定性较高，美股短期或以高波动震荡为主。

本周主要港股指数涨跌不一。恒生指数累涨0.26%，恒生科技累跌0.77%。盘面上，金融业板块领涨，周涨幅达4.71%；综合企业上涨3.07%，电讯业上涨0.08%。下跌板块方面，原材料业跌幅居前，周跌幅为3.22%；工业下跌3.11%，医疗保健业下跌1.87%，非必需性消费下跌1.83%，地产建筑业下跌1.76%，资讯科技业下跌1.63%，必需性消费下跌0.81%，能源业下跌0.59%，公用事业下跌0.15%。总体来看，本周港股受美债收益率上行与加息预期升温压制而震荡，恒生科技全周走弱；内银等金融板块与综合企业逆势领涨，原材料业与工业领跌。

本周港股涨跌互现，核心驱动因素如下：一、美债收益率上行与加息预期重定价抑制估值修复。周初美伊冲突升级叠加美联储官员鹰派表态，10年期美债收益率升至近20个月高位，市场对9月加息定价一度升至约65%，港股科网股承压、恒生科技周初连续走低；周四美联储理事沃勒放鸽、加息预期降温，周五港股权重科网股普涨、恒生指数单日上涨1.74%，但

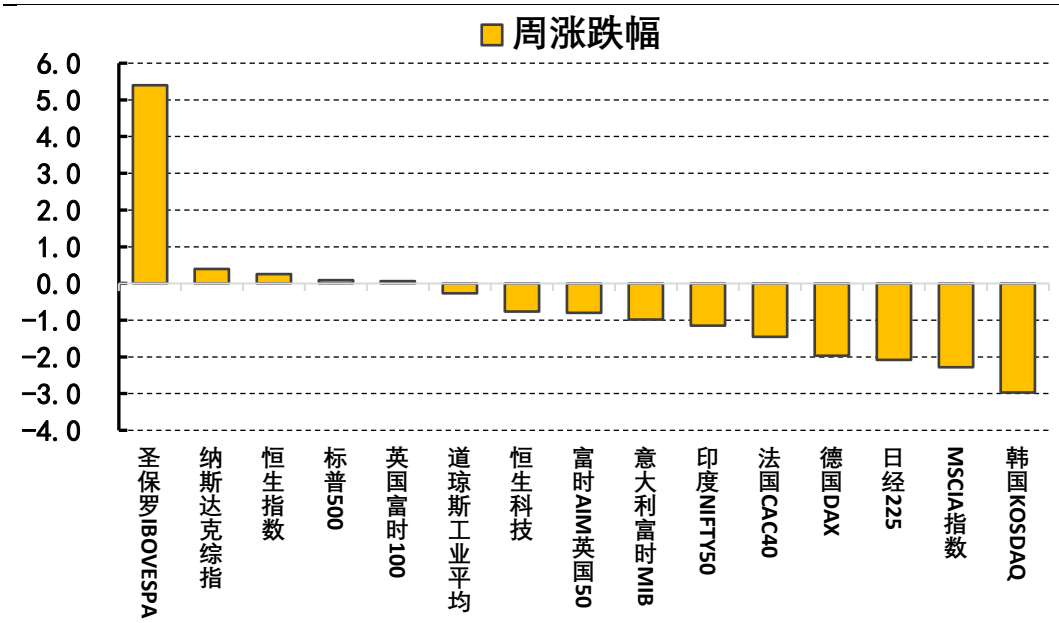
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

全周恒生科技仍收跌 0.77%。二、内地政策与基本面信号密集。中国 8 月制造业 PMI 回升至 49.8，财新（RatingDog）制造业 PMI 升至 51.5、创两个月新高；国常会部署规范招商引资，七部门发文推动商品消费、破除汽车限购限制，工信部等十部门设立国家中小企业发展基金二期、聚焦新能源、新材料、机器人及量子科技等产业，对市场情绪形成一定支撑。三、AI 与科技产业事件密集。据媒体报道，月之暗面以保密形式向港交所递交上市申请、正以 500 亿美元投前估值推进 IPO 前融资；智谱上半年营收同比增长近 400%、云端商业化提速；希音 9 月 1 日在港上市、上市第三日跌近 9%。AI 大模型公司资本化与商业化提速，为港股科技板块提供产业催化。四、房贷新政落地推进带动金融地产板块走强。政策方面，8 月 28 日央行、金融监管总局联合印发房地产信贷管理新规、将个人住房贷款期限由最长 30 年延长至 40 年，本周媒体报道存量房贷亦已可延期、上海部分银行已开放申请（延期期限与原贷款期限合计不超过 40 年），政策文件明确此举有助于降低月供压力、提升购房人的贷款能力，对住房需求形成支撑；盘面上，周三内银股午后拉升、中国银行盘中创历史新高，周五地产股集体活跃、融创、龙湖、碧桂园、万科齐升，带动金融业板块全周大涨 4.71%、领涨港股。

本周恒指累涨 0.26%、恒生科技累跌 0.77%，指数间分化明显，美债收益率上行与加息预期压制高估值科技板块，金融与综合企业板块逆势领涨提供支撑。展望后市，支撑与压制因素兼有。支撑方面，内地 PMI 重回扩张区间边缘、促消费与中小企业政策密集落地，有望托底经济预期；金融板块受内银股走强带动，地产链情绪边际改善；AI 产业事件催化延续。压制方面，下周美国 8 月 CPI 与 PPI 数据将决定加息路径，非农大超预期后 9 月加息概率升至 58%，若通胀偏强，美债收益率与美元将再度上行并压制港股估值；油价高位运行推升全球通胀预期；恒生科技仍面临外部流动性扰动。整体看，港股短期或以震荡为主。

图1. 本周美股涨跌不一、港股涨跌不一（%）



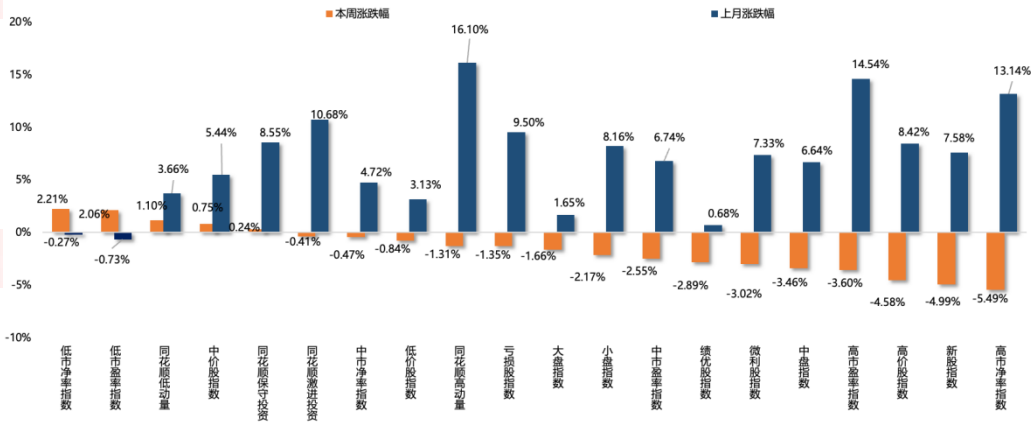
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

第一，本周上证指数跌 0.56%，沪深 300 跌 1.33%，中证 500 跌 3.07%，创业板指跌 4.03%，恒生指数涨 0.26%。价值风格表现强于成长风格，大盘股涨幅居前，行业方面 Sora 概念(文生视频)和兵装重组概念行业领涨。本周全 A 日均交易额 19643 亿，环比上周有所下降。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

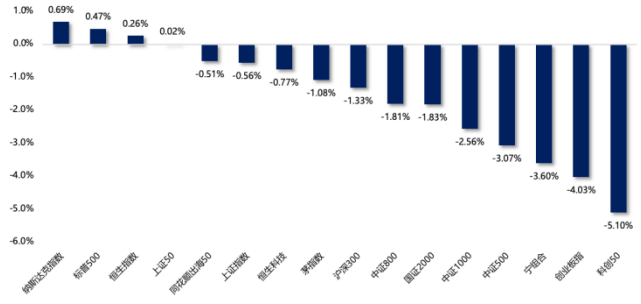
仅供内部参考，请勿外传

图2.本周低市净率指数占优



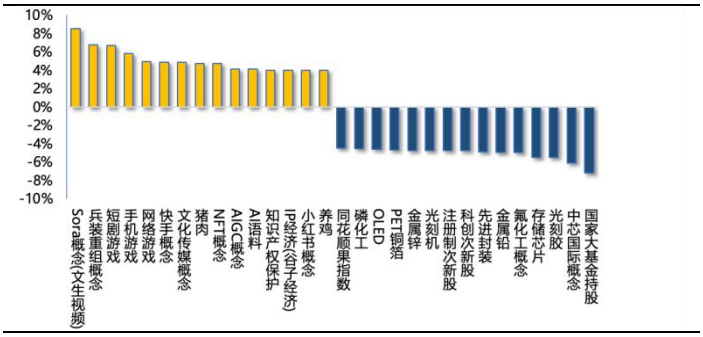
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图3.主要指数涨跌幅一览



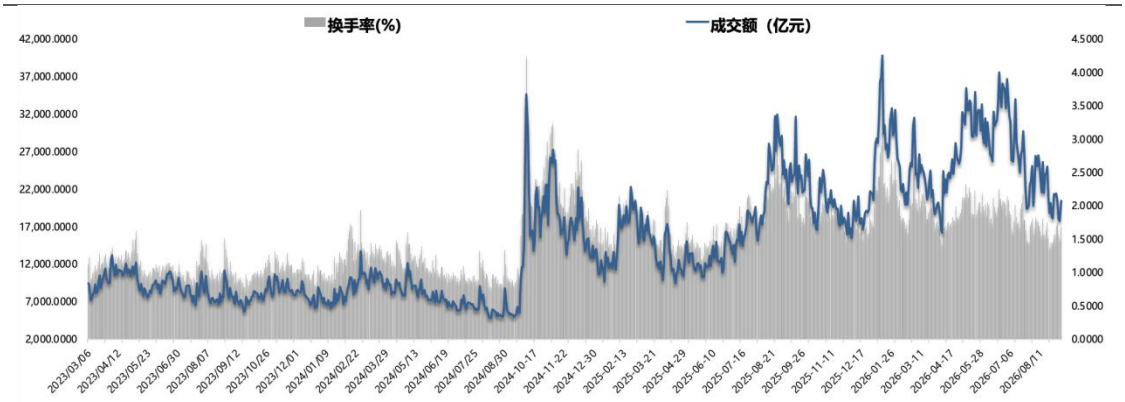
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图4.本周涨幅居前的细分板块



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

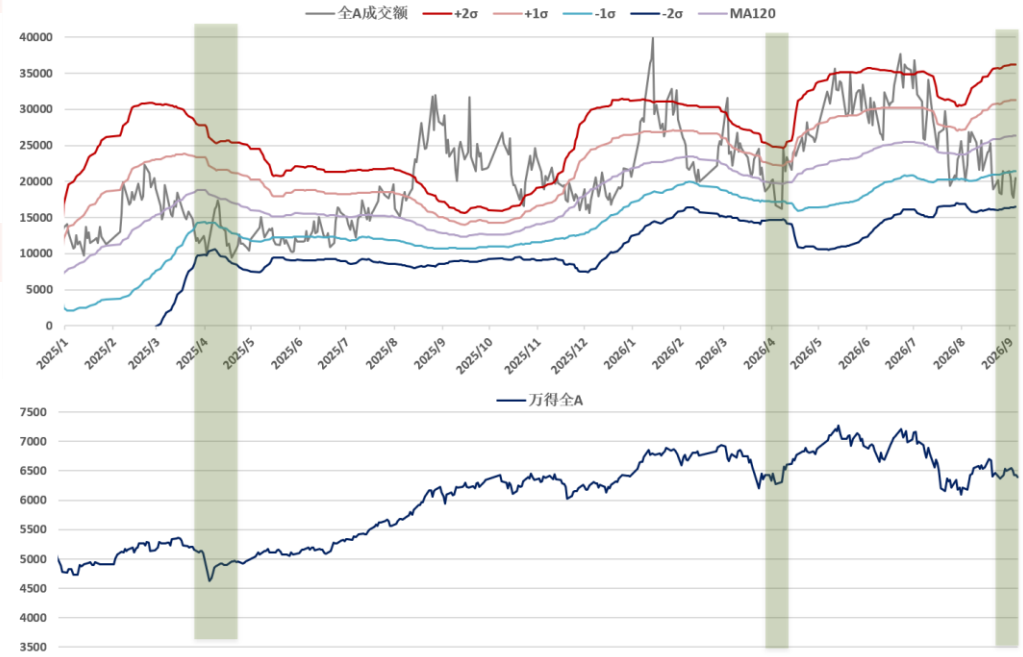
图5.本周万得全A日均成交额有所下降



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图6.当前市场成交额逐步接近2个标准差的区间底部



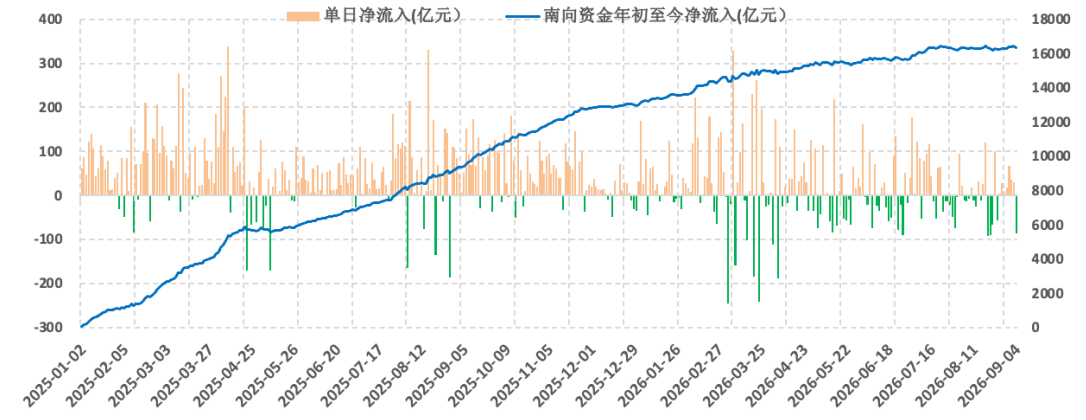
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第二，增量资金层面，2026年以来南向资金重启流入。截至9月4日，2025年以来南向资金累计流入港股达到16,349.41亿元，今年以来净流入达到3350.71亿元，上周净流入63.73亿元。从结构上看，1月以来南向资金在结构上偏好互联网（腾讯、小米、快手）、金融股（建设银行、中国银行）、半导体（中芯国际、建涛积层板、建滔集团）、油气开采（中国石油股份、中国海洋石油）等。从净流出方面来看，主要在集中在金融服务（香港交易所、中国平安、中国太保）、贵金属（紫金矿业、中国铝业、长飞光纤光缆）、多品类销售（阿里巴巴-W）。而南向资金流入流入结构的再平衡，也反映出近期港股市场所遇到的一些阻碍：

分母端来看，受制于日央行加息和美联储放鹰等等因素，南向资金从去年11月开始流入速度大幅度放缓，同时亚洲其他市场如日本和韩国的强势表现，也导致港股市场流动性受到压制。

分子端来看，传统行业受困于PPI走弱和地产下行，而科技行业又因为资本开支的前景（芯片限制）和行业竞争等因素，无法进一步上修盈利预期，导致从基本面来看当前的港股并不具备吸引外资的相对高景气度。

图7.南向资金年初以来流入速度小幅增加

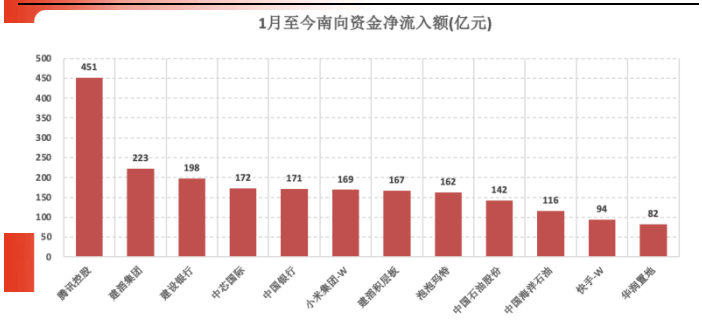


资料来源：Wind、国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

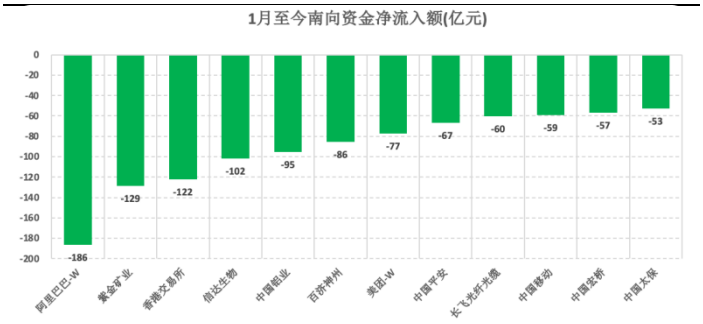
仅供内部参考，请勿外传

图8.1 月以来南向资金流入方向



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

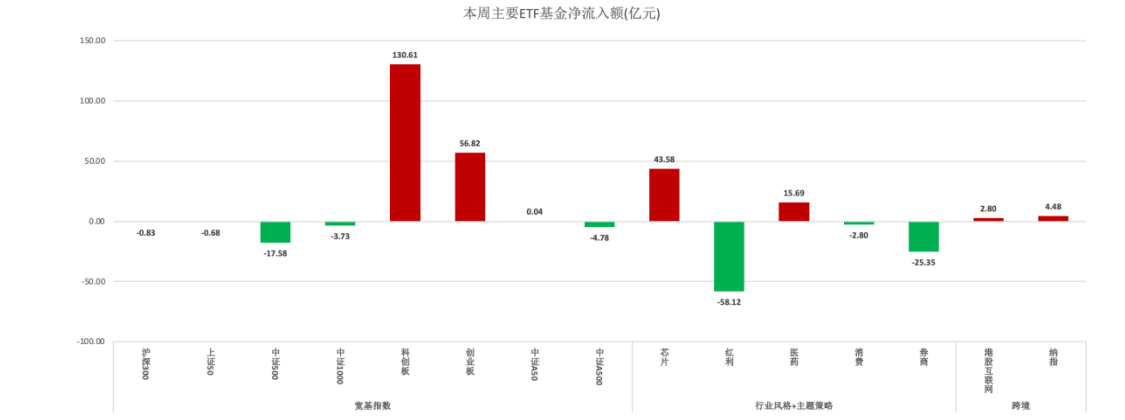
图9.1 月以来南向资金流出方向



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

ETF 资金方面：本周 ETF 资金整体呈现一定分化，科创板、创业板、中证 A50 获得净流入 130.61、56.82、0.04 亿元，沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000、中证 A500 净流出 0.83、0.68、17.58、3.73、4.78 亿元。主题 ETF 方面，芯片、医药 ETF 净流入 43.58、15.69 亿元，红利 ETF、消费 ETF、券商 ETF 净流出 58.12、2.80、25.35 亿元。港股互联网、纳指净流入 2.80、4.48 亿元。

图10.科创板、创业板获得资金资金净流入



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第三，进一步挖掘增量资金层面，值得注意的是 7 月以来大幅度净流入的股票型 ETF 资金以及大规模流出的融资资金，两者的趋势均在 8 月市场反弹开始后出现休整。

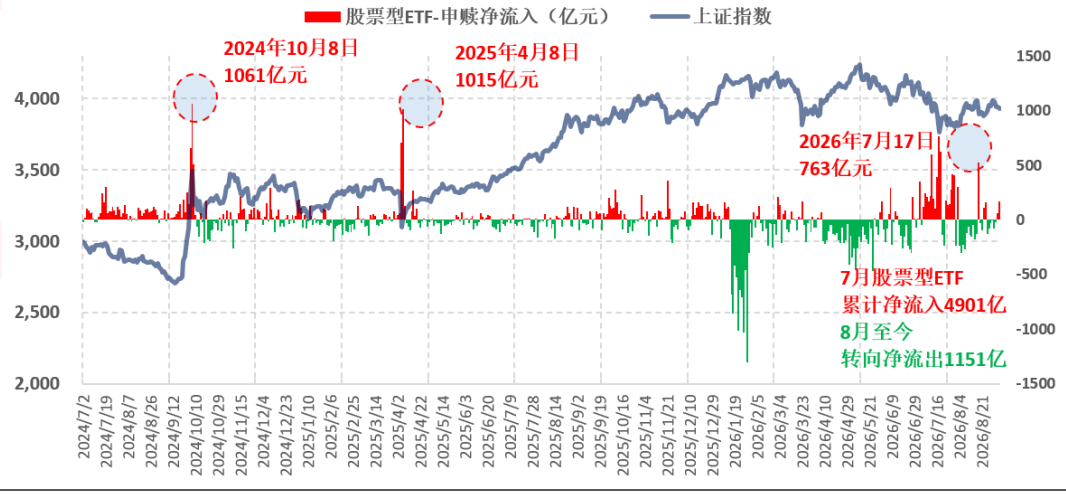
股票型 ETF：7 月份在科技板块带动市场持续下跌的环境下，融资资金大规模流出引发流动性担忧。股票型 ETF 开始持续大规模净流入，集中流向科创 50、创业板指、中证 A500 等偏成长领域，对冲了融资盘流出带来的流动性冲击。7 月份股票型 ETF 总计净流入达到 4899 亿元。而 8 月以来随着市场企稳反弹，股票型 ETF 转向流出 1151 亿元。

融资余额：截至 9 月 4 日全市场融资余额从 3 万亿以上回落至 2.6 万亿，对应今年 4 月中旬的水平，7 月份当月融资资金净流出达到 4079 亿元，结合主要科技行业融资资金的流出情况看，当前融资资金整体或已经接近出清。8 月份融资资金回流 472 亿元，主要由市值上升被动贡献，融资余额占流通市值比例的提升较为微弱。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

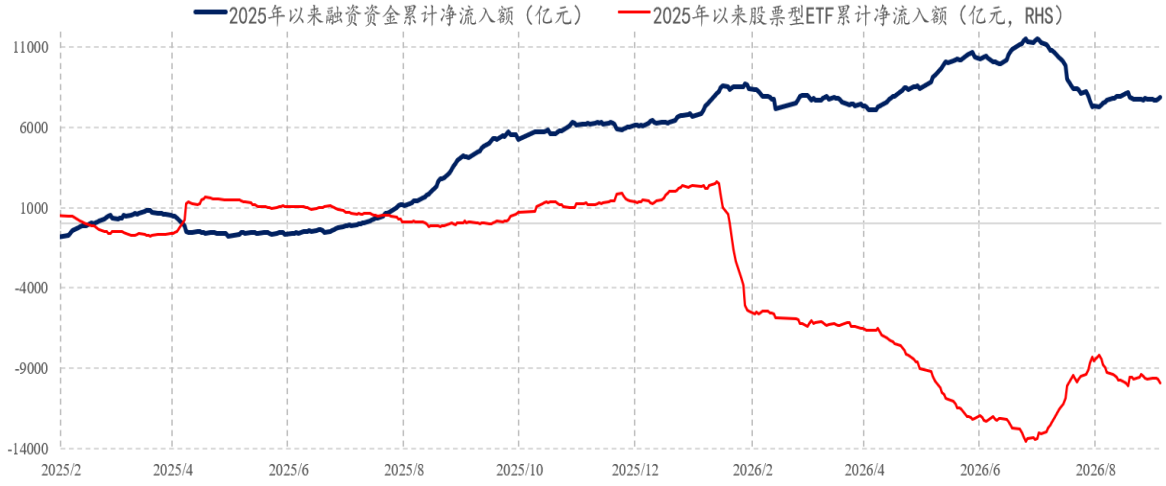
仅供内部参考，请勿外传

图11.股票型 ETF 在市场企稳后停止流入，并在 8 月份转向流出



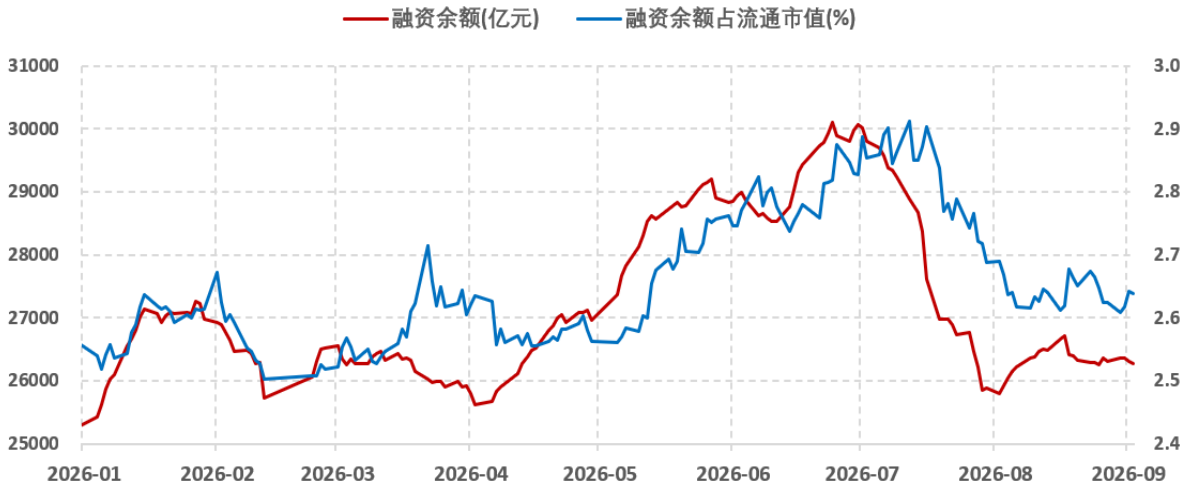
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图12.融资资金流入趋势已经出现阶段性反转，同时股票型 ETF 在 7 月份也大规模流入



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图13.融资余额在市场企稳后回升至 2.6 万亿元上方



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

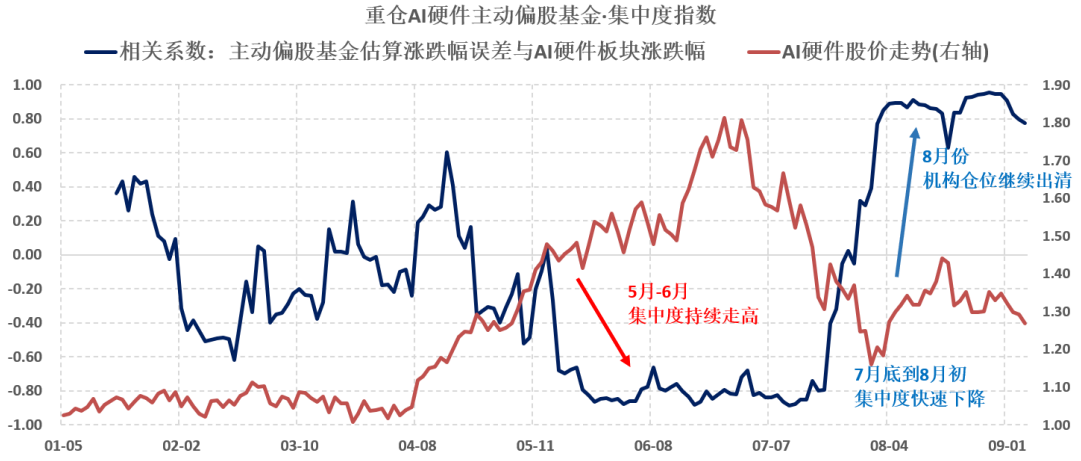
反观本轮 AI 硬件行情另一股核心力量——主动偏股公募基金的表现，则与融资盘呈现完全不同的特征。我们基于基金历史持仓和净值走势估算出当日的基金涨跌幅，并减去基金实际的涨跌幅得到“基金估算涨跌幅误差”这一指标（简称估算误差），解读要点有以下两点：

第一，评估重仓 AI 硬件与未重仓 AI 硬件的估算误差，以未重仓 AI 硬件的组作为对照组，当两者走势接近时，意味着估算误差基本由市场整体波动和测算精度解释。而当两者出现明显差异，典型阶段是今年 6 月份至今，则意味着重仓 AI 硬件的基金出现了一些显著的调仓行为。

第二，当涨跌幅误差在板块上涨时转负，下跌时转正，对应基金实际上在该板块的仓位比估算值更高，也就是“上涨时实际涨幅更大，下跌时实际跌幅也更大”，对应是今年 6 月到 7 月下旬。而从 7 月底开始到本周五，涨跌幅误差在上涨时转正，下跌时转负，对应基金实际仓位比估算更低，也就是“上涨时实际涨幅更小，下跌时实际跌幅也更小”，这意味着重仓 AI 硬件的主动偏股基金在硬件板块上的暴露出现了明显下降。

进一步将这一指标进行提炼，不难发现“集中度”提升的时候，涨跌幅误差和板块涨幅负相关，反之在“集中度”下降的时候，涨跌幅误差和板块涨幅正相关。由此，我们通过重仓硬件的主动基金的估算涨跌幅误差与硬件板块收益率的相关系数，可以直观观察到机构持仓集中度的变化。结论仍然是，在 7 月下旬主动偏股基金开始减仓科技，到 8 月初对科技的集中度已经有效下降。

图14.主动偏股基金大概率在 7 月底到 8 月初才有明显降仓行为，8 月份以来仓位已经有效下降



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第四，从近期的市场表现来看，“高切低”指数已经完全回落至区间底部并企稳，并且科技板块有一定幅度的反弹，同时医药、有色等板块均有所表现。至此我们可以推测，本轮从 6 月中旬开启的高切低行情，已经全面结束，新一轮的主线行情正在孕育中。

需要注意的是，一般而言，高切低结束后市场会迎来一段“空窗期”，也就是指数调整已经结束但主线尚不清晰，进入到无序轮动的混沌阶段。这一“空窗期”在历史的高切低行情中，平均的长度在 1 个月~6 个月。而影响“空窗期”长短的因素有三个：

首先，最主要的因素是“市场背景”，如果市场在切换期间明显走弱，类似 2018 年和 2023 年，则空窗期会长达一个季度到半年，而如果市场在切换期间维持高位震荡，牛市预期仍在，类似 2025 年至今，则空窗期往往在 1-2 个月之间；

其次，是否存在强产业趋势和强催化，类似 2019 年~2020 年、2024 年~2025 年，产业趋势明确时，市场资金会在板块止跌企稳后，较快回流确定性更高的方向。

最后，出清是否彻底/下跌是否充分，跌幅较深下跌较快的情况，如 2025 年 4 月、2024 年 9 月，则主线出现更快，类似 2018 年、2022 年持续阴跌、出清较慢的情况则混沌轮动的阶段会更差。

综合来看，我们认为“本轮市场下跌的空间已经较为充分，但时间上仍需要经历一段空窗期来完成筹码的出清”，结合当前牛市叙事、产业趋势仍在、短期跌幅较深，我们认为本轮“空窗期”的长度在 1-2 个月之间，这期间市场可能进入主线较为混乱的阶段。而“空窗期”恰恰也是进行充分研究和布局的最佳时点

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

那么，具体而言，在高切低结束后，新一轮主线的诞生又有什么规律可循？

第一，基于 2016 年 4 月至 2026 年 7 月共十一轮高切低样本，核心判断是：相邻两轮主线“显著不一样”是常态，约七八成为主线的大换血，决定主线切不切的不是涨幅大小，而是旧主线产业景气能否跨期验证。

第二，伪主线由短期催化驱动，快速轮动，约七八成概率在下一轮被切换换血。 其典型形态有三类：一是周期涨价，如 2017 年供给侧改革驱动的钢铁、有色、煤炭，本质是一次性去产能催化，价格见顶后盈利弹性递减，无法形成可跨期验证的产业趋势；二是主题炒作，如 2023Q1 的通信、传媒、计算机，叙事强而盈利闭环弱，主题退潮后缺乏基本面托底；三是红利避险，如 2024 年的高股息银行、公用事业，其定价前提是宏观悲观预期与避险溢价，一旦政策或风险偏好反转，前提条件可能在数个交易日内失效。三类催化的共同特征是缺乏“渗透率上行、资本开支扩张、订单与量价可延续”的产业支撑，因而上一轮的高位品种在下一轮往往不仅不再领先，甚至沦为跌幅居前。

第三，真主线由中长期驱动、具备持续性，产业趋势本身构成资金定价的“引力中心”。 全样本中仅有新能源（2020-2021）与 AI（2024-2026）两段构成系统性延续，其判别标准不是涨幅高低，而是景气能否跨期验证。当产业趋势可被反复验证时，中途所有下跌都不构成主线切换，而只是内部再平衡或外部冲击导致的节奏中断，行情虽会被利率、关税、地缘等叙事打断，但最终仍回归景气方向：2021 年春节后美债利率上行虽瓦解白酒抱团，新能源却在前后两段均居涨幅第一，抱团对象仅由“白酒+新能源”收敛为“新能源+资源”；2025 年 4 月对等关税导致 AI 应用+机器人集体暴跌后，资金并未离开 AI，而是沿产业链由应用迁徙至景气验证度更高的算力硬件。因此，当一轮下跌发生，首要判断不是“切换到什么风格”，而是“这条主线背后的产业景气是否已到达拐点”；若订单、资本开支与量价逻辑未被证伪，多数属于上车点而非下车点。

第四，落到当前，2026 年 7 月起 AI 硬科技高位补跌、煤炭与石油石化及银行等红利资源相对占优，其结构与 2021 年 11 月新能源估值极致后深跌去化的形态高度相似，而尚未出现足以定义下一主线的新现象级产业趋势。据此框架，判断的核心仍在于 AI 产业景气（订单、资本开支、量价）在估值消化之后能否重新主导定价：若能，则更接近 2025 年式急跌后回归，下一轮主线仍是 AI；若出现可匹敌的新趋势或强政策主线，则转为风格切换；若长期滞留红利资源而缺乏新的产业锚，则 2022 年式混沌空窗的风险相应上升。

第五，根据上述规律推断，我们认为下一轮高位主线大概率仍是 AI，但内部核心赛道将再次切换。上一轮主线的核心逻辑是“价涨”，而下一轮 AI 主线的核心可能落在"由 Agent/推理需求爆发驱动的量增链条"——即 Token 推理算力（含国产算力芯片、先进 Fab、先进封装、算力租赁等）、光模块出货量（1.6T 放量）、AIDC 电力配套、端侧 AI 等。

另外，对于当前高低切换完成，上轮主线板块下跌结束，但新主线尚未形成的空窗期，我们对历史上完整的 10 轮高切低行情进行了复盘。在“空窗期”内，小微相对大盘胜率偏高、市值越往下弹性往往越大。小微盘明显跑输的时间仅在 2023 年底至 2024 年初，流动性危机引发小微盘踩踏下跌的阶段。其他 9 轮行情，以中证 1000 和中证 2000 为代表的小微盘均占优。

图15.A 股高切低指数目前快速下降已经接近区间底部



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图16.A股高切低历史行情中高位主线的回顾和涨跌幅梳理

高切低轮次	①分化期领涨行业（高位主线，指数上行）	②高切低期上涨/抗跌板块（指数回落）	③见底反弹期领涨行业（新主线）	前后主线一致性	逻辑解释
2016/4（分化2015/12-2016/4）	食品饮料-0.53%、银行-2.75%、煤炭-3.09%（熊市抗跌）	食品饮料-1.41%、银行-4.14%、有色-6.79%（继续抗跌）	电子+19.99%、计算机+16.02%、军工+13.73%（反弹初期）	发生变化	分化期为熊市抗跌的消费+金融+资源，反弹期切向电子/计算机/军工科技成长；熊市见底后低估值周期与科技估值修复接棒，主线从防御抗跌换血为
2017/8（分化2017/1-2017/8）	钢铁+27.71%、有色+24.62%、食品饮料+22.35%（供给侧周期+白马）	食品饮料+3.49%、银行-12.50%、石油石化-14.19%（只有白马抗跌）	综合+21.82%、房地产+18.04%、电气设备+13.06%（反弹初期）	发生变化	供给侧周期（钢铁/有色）行情行至尾声，叠加2018去杠杆深跌，见底后资向低估值地产链与电气设备成长，主线从上游周期彻底换血为顺周期消费与
2019/5（分化2018/12-2019/5）	农林牧渔+49.59%、食品饮料+39.67%、家电+22.61%（消费+科技）	电子+3.68%、休闲服务+3.56%、食品饮料+2.86%（成长+消费抗跌）	电子+19.65%、计算机+15.56%、食品饮料+11.06%（反弹初期）	部分变化	分化期以猪周期+白酒（农林牧渔/食品饮料）为核心，反弹期猪周期见顶，向半导体/计算机等科技成长扩散，食品饮料仍在但退居其后；主线由消费切换为科技主导，消费部分延续
2021/2（分化2020/7-2021/2）	电气设备+62.00%、休闲服务+56.68%、石油石化+53.51%（新能源+顺周期+核心消费）	公用事业+14.18%、环保+11.02%、建筑装饰+3.97%（低位防御补涨）	美容护理+25.71%、医药+15.49%、电气设备+13.00%（反弹初期）	主线延续	白酒核心资产抱团瓦解，但新能源（电气设备）产业趋势强、反弹期仍居前抱团对象从"白酒+新能源"收敛为"新能源+周期资源"，是同一条主线的延续内部再平衡而非切换
2021/11（分化2021/3-2021/11）	电气设备+56.78%、有色+30.60%、煤炭+30.13%（新能源延续+资源）	煤炭+15.79%、休闲服务+9.29%、商业贸易+2.43%（仅资源/消费抗跌）	电力设备+54.11%、汽车+46.04%、有色+36.10%（反弹初期）	短期延续、随后变化	2022熊市真空期，反弹初期仍是新能源/资源惯性反抽，但新能源估值难以，无新产业趋势，资金随后在存量板块无序轮动，直到AI一期主线（2023现才真正换血
2023/7（分化2023/1-2023/7）	通信+33.11%、传媒+28.39%、计算机+16.68%（TMT/AI一期+中特估）	煤炭+11.79%、医药-3.39%、公用事业-6.42%（仅煤炭上涨，普跌）	银行+9.07%、煤炭+8.42%、家电+4.77%（反弹初期）	发生变化	TMT/AI一期行情见顶叠加2023下半年阴跌，风险偏好回落，资金避险转向息红利（银行）与资源（煤炭），主线由科技成长彻底换血为防御红利
2024/7（分化2024/1-2024/7）	银行+16.58%、公用事业+9.08%、家电+6.73%（高股息防御）	非银-3.10%、家电-3.41%、传媒-4.53%（普跌，防御相对抗跌）	计算机+50.72%、电子+41.08%、非银+40.93%（924后AI另起炉灶）	发生变化	"924"政策组合拳引爆牛市，资金从防御红利（银行/公用）大举切向AI应用科技成长（计算机/电子），高低主线完全换血，属政策催化下的另起炉灶
2025/2（分化2024/9-2025/2）	计算机+62.02%、电子+53.49%、综合+42.71%（AI应用+机器人）	农林牧渔+2.83%、公用事业-1.30%、食品饮料-1.48%（防御抗跌，AI大跌）	美容护理+20.67%、汽车+14.75%、商贸零售+14.24%（反弹初期）	大方向延续（AI链内部扩散）	关税冲击引发AI应用急跌，反弹初期虽是超跌消费/汽车修复领涨，但主线回到AI算力（通信/电子）内部扩散；AI仍是本轮牛头，属主线内部再平衡被替代
2025/9（分化2025/6-2025/9）	通信+59.84%、电子+56.64%、电力设备+54.17%（AI算力+新能源+有色）	石油石化+8.55%、银行+8.12%、煤炭+7.19%（红利/资源抗跌，AI回落）	通信+21.81%、军工+20.57%、有色+17.52%（反弹初期）	主线延续	AI算力阶段性获利回调，资金短暂避险切向红利/资源，但反弹期迅速回到军工+AI硬科技，AI主线未被替代，仅经历浅回调后的再确认
2026/3（分化2026/1-2026/3）	石油石化+16.87%、煤炭+16.20%、综合+11.17%（资源+红利防御）	通信+4.44%、石油石化+3.17%、医药+1.94%（回调极短，微涨）	电子+38.87%、通信+34.79%、机械+19.87%（反弹初期）	发生变化	红利/资源行情快速见顶，AI硬科技景气回升、快速接力（无干净空窗），由资源红利换血为AI硬科技（电子/通信）
2026/7（分化2026/4-2026/6）	电子+88.35%、通信+56.88%、建材+35.58%（AI硬科技）	煤炭+12.79%、石油石化+10.31%、银行+8.57%（6/30后红利资源抗跌）	新主线尚不清晰		本轮高切低已于6/30发生，AI硬科技高位主线大幅回落，资金切向煤炭/石化/银行等红利资源防御；新主线尚不清晰，暂表现为由AI换向红利资源

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图17.主线切换的“空窗期”小微盘的胜率较高

历轮风格切换后至下一轮主线开启前：主要宽基指数涨幅对比

单位：% | 高亮标注每一轮次涨幅最高的指数

轮次	上一轮切换结束后	下一轮主线开启前	上证50	沪深300	中证800	中证1000	中证2000	中证500	中证全指	当轮最高指数
2016年4月	2016/5/18	2017/1/3	11.20	8.30	8.54	7.58	**18.46**	9.16	9.51	中证2000 18.46%
2017年8月	2018/10/18	2018/12/3	2.42	4.58	5.65	11.88	**12.31**	9.24	7.39	中证2000 12.31%
2019年5月	2019/8/9	2020/7/1	8.00	15.77	18.25	**28.76**	22.20	26.33	20.82	中证1000 28.76%
2021年2月	2021/3/24	2021/4/30	-0.72	2.28	2.73	1.48	-0.25	**4.29**	2.72	中证500 4.29%
2021年11月	2022/4/26	2023/1/3	-1.56	1.91	4.00	18.27	**21.40**	10.92	8.64	中证2000 21.40%
2023年7月	2023/12/26	2024/2/8	**3.50**	0.52	-0.46	-12.95	-25.37	-3.11	-7.63	上证50 3.50%
2024年7月	2024/9/13	2024/10/18	21.38	23.73	24.15	**28.66**	26.08	25.43	25.26	中证1000 28.66%
2025年2月	2025/4/8	2025/6/20	6.23	7.17	7.04	9.15	**15.05**	6.67	8.93	中证2000 15.05%
2025年9月	2025/11/21	2026/1/5	3.04	3.35	4.66	5.63	6.21	**8.34**	4.87	中证500 8.34%
2026年3月	2026/4/7	2026/5/15	4.49	9.43	10.52	**15.21**	15.07	13.29	11.91	中证1000 15.21%
平均值	—	—	**5.80**	**7.70**	**8.51**	**11.37**	**11.12**	**11.05**	**9.24**	中证1000 11.37%

资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第五，近期科技领域尤其是AI硬件集体反弹，部分个股反弹幅度较大，整体来看我们认为本周的行情属于情绪极致释放后的超跌反弹，从前面对于高切低行情的复盘来看，大概率不是全面反转和冲击前高的行情。我们从行业和个股两个层面深入观察：

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

从细分行业层面看，领涨的 PCB(+23.3%)、光通信(+23.2%)、MLCC(+22.3%)、CPO(+22.2%)、电子布/PET 铜箔(+19.8%)本质是同一条逻辑——"AI 硬件涨价+放量"双击。这些方向的共同点是"涨价验证、订单锁定"，且中报业绩正在兑现。排名同样靠前、更依赖"算力增量"的光刻机(+18.1%)、先进封装(+16.8%)与半导体材料(+14.2%)紧随其后；而英伟达概念/GPU(+12.8%)、服务器指数(+13.8%)则由英伟达 FY27Q2 业绩超预期催化叠加龙头业绩预告驱动，整体落在+13%~+18%区间。

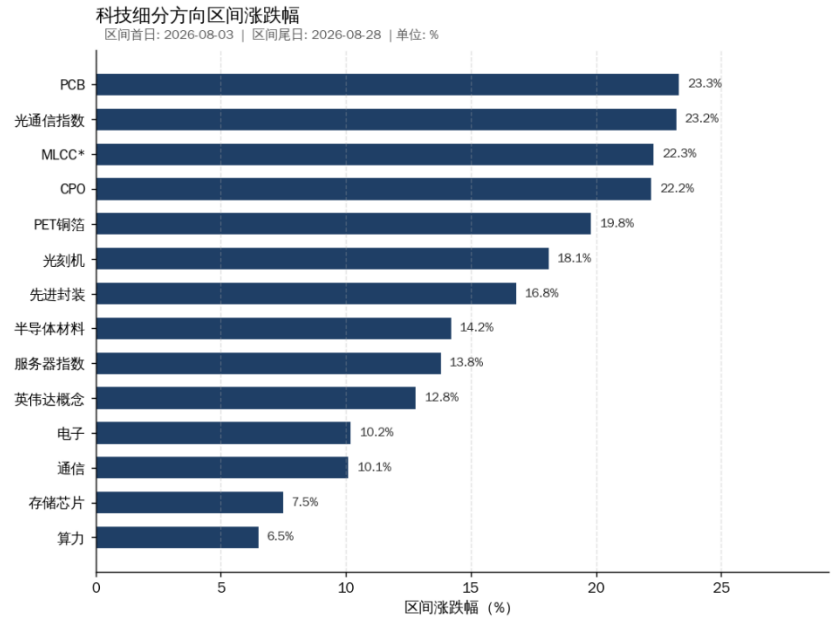
总结而言，本轮 AI 硬件的反弹，优先关注"涨价+放量+业绩兑现"三重确定性的中上游材料/元件（PCB 链、MLCC、光模块），其次才是逻辑正确但需等待利空落地的存储、设备。若后续存储反噬利空充分释放（关注 CSPcapex 指引、韩系厂商长协/反买动向），存储有望迎来"二次产业回归"的补涨，这是当前排名靠后方向的潜在超额收益来源。

从个股层面看，呈现“超跌反弹”特征，前期跌幅越深，本轮反弹越快：8 月反弹幅度与 7 月跌幅呈清晰的负相关：7 月跌幅在-40%~-60%区间的个股，8 月反弹普遍落在 15%~40%甚至更高；而 7 月仅微跌或逆势上涨（纵轴 0 以上）的个股，8 月反弹幅度大多挤在 0~10%的左侧。这说明**本轮反弹在个股维度上，弹性首先由"前期超跌深度"决定，是资金对错杀筹码的技术性修复。值得注意的是散点的"发散度"很高——相同 7 月跌幅下，8 月反弹幅度差异巨大。**例如 7 月同样跌-40%的个股，8 月反弹从 5%到 55%都有分布。这正是**基本面分化的体现。换言之，超跌是反弹的"必要条件"，但涨价/业绩兑现才是决定弹性上限的"充分条件"。**

进一步复盘 8 月以来的市场表现来看，申万一级行业呈现明显的“硬科技与资源占优、传统消费与金融拖后”的非对称修复：通信（约+13.7%）、综合、电子（约+10.1%）、有色金属（约+9.5%）、机械设备领涨，医药、石油石化、基础化工、建材、煤炭等紧随其后，上进行业数量亦明显多于下行板块；同期中证全指约+3.9%、创业板指约+6.0%，明显强于沪深 300（约+0.7%），说明行情弹性更多落在成长与中小市值一侧，而非权重大盘的全面抬升。

结构上，通信/电子对应算力与硬件链的重新定价，有色兼具流动性弹性与供给约束，机械设备则连带先进制造扩散；相较之下，计算机小幅回撤、并未重现电子通信的强度，显示科技内部已从全面主题交易转向可验证环节。拖累端集中在美容护理、食品饮料、非银、公用与传媒，以及银行等偏防御/红利资产，消费与金融地产风格整体落后，印证资金风险偏好回升后，更多是在切回进攻方向，而非延续 7 月红利资源占优的防御思路。

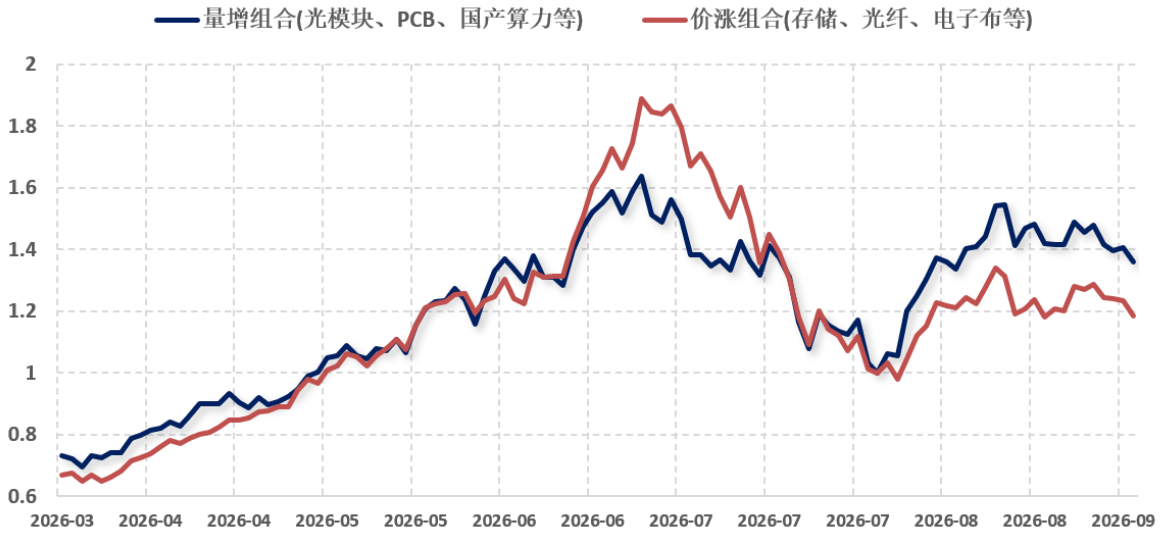
图18.AI 领域内部细分出现明显分化现象



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图19.量增部门反弹幅度明显超过此前领跌的价涨部门



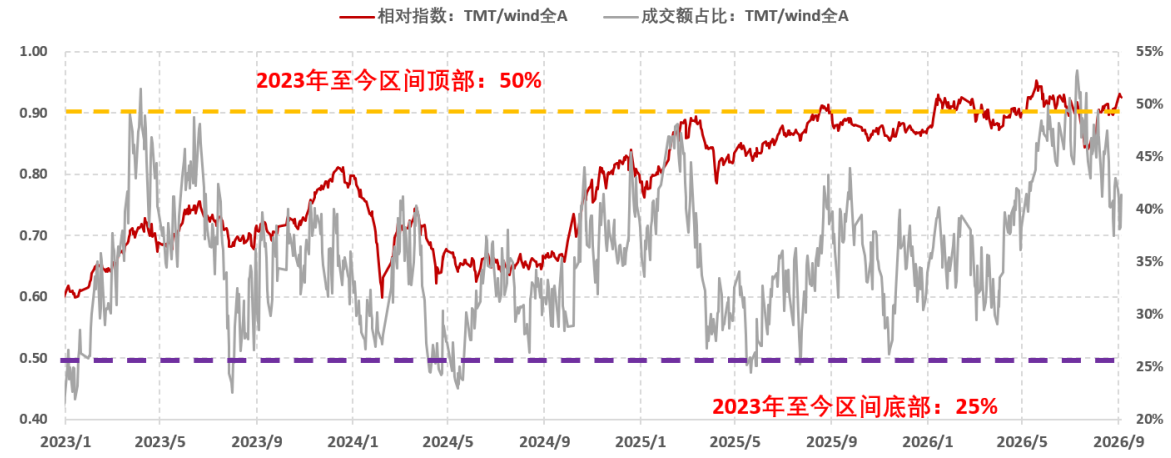
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图20.二三线公司反弹幅度明显高于龙头公司



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

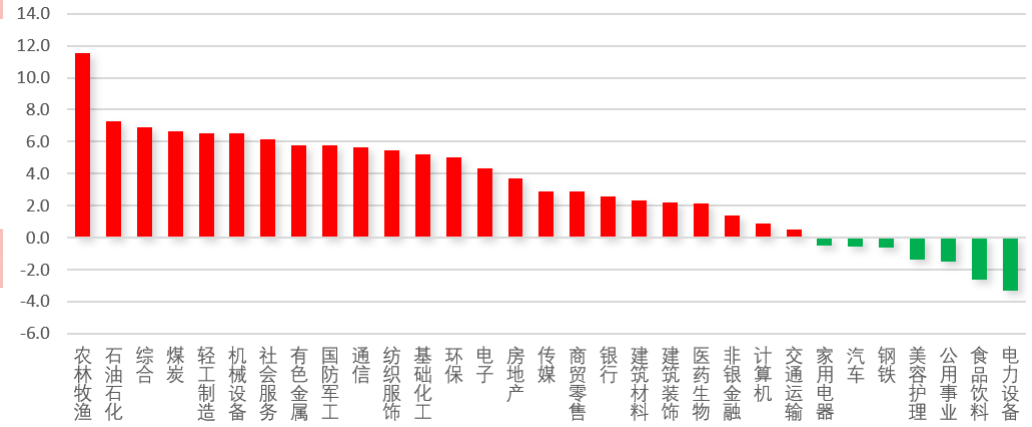
图21.当前 TMT 板块成交额占比下降到 35%左右的中位水平



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

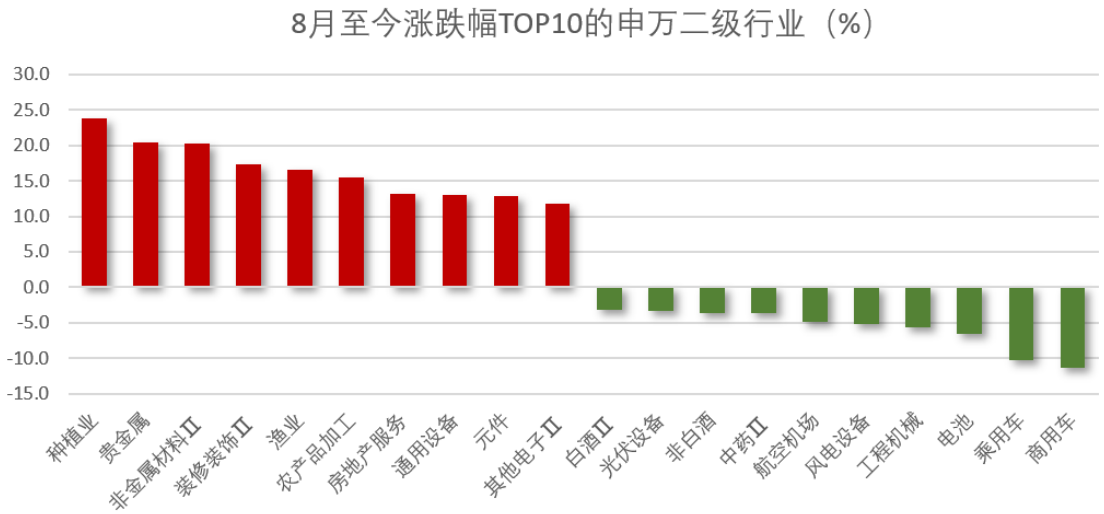
仅供内部参考，请勿外传

图22.8 月至今一级行业涨跌幅梳理



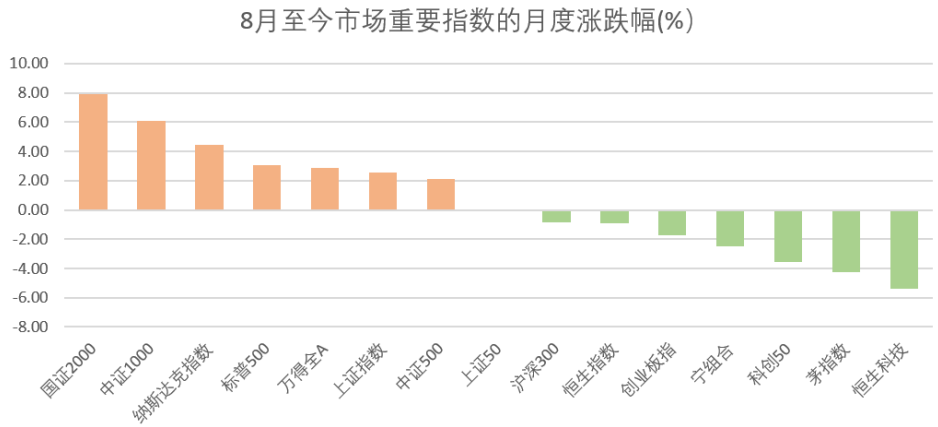
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图23.8 月至今二级行业涨跌幅梳理



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图24. 8 月市场重要指数的月度涨跌幅(%)



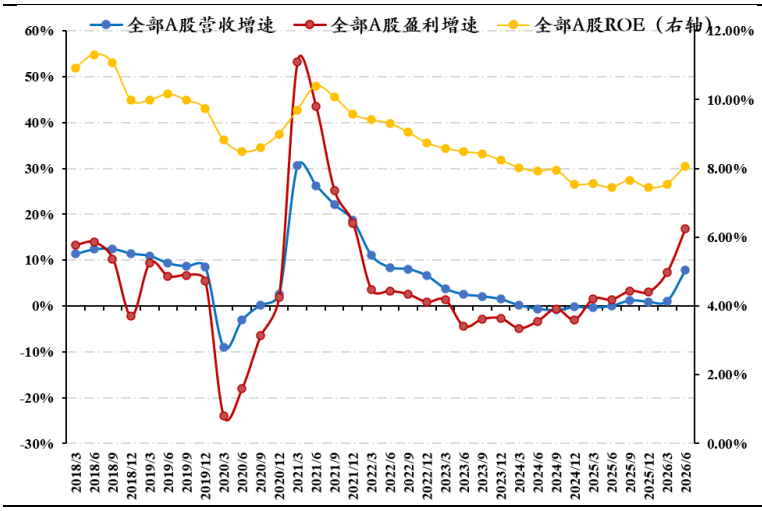
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第七，2026 中报已披露完毕，整体来看，2026H1 全 A/全 A 两非盈利增速分别为 16.82%/16.22%，环比 2026Q1 的 7.63%/13.05%明显抬升（分别提升 9.19/3.17pct），亦显著高于 2025 年年报的 2.63%/-0.83%，全 A 两非盈利同比连续两个报告期维持双位数增长，主要归结于结构性

仅供内部参考，请勿外传

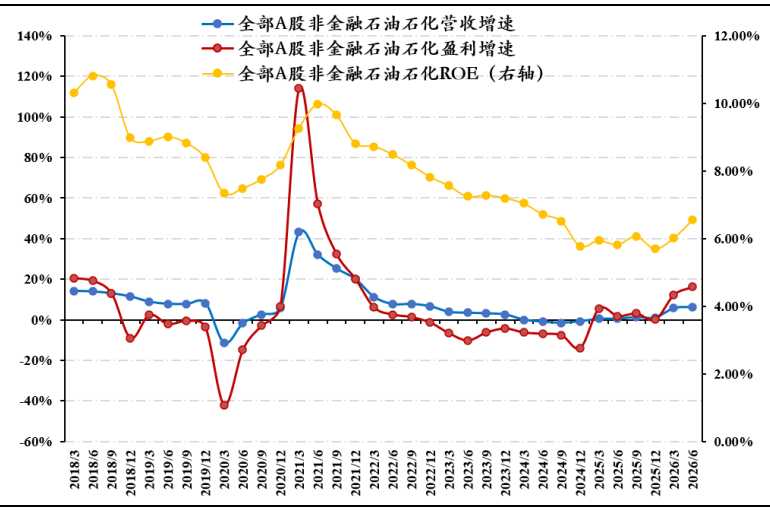
景气主导，2026Q2 单季业绩环比加速亦提供支撑。得益于硬件为代表的科技与新能源为代表的出海方向盈利释放，叠加部分上游资源品业绩高增长，A 股盈利进入修复进程当中。但内外需之间的分化仍然需要关注，整体业绩层面来看，内需仍是拖累项，意味着 PPI 出现环比回升之后，补库的动能来源于出海，预计后续盈利持续性需要进一步观察内需回暖以及潜在的高油价冲击。如果从营收的角度来看，2026H1 全 A/全 A 两非营收同比分别为 7.82%/6.25%，环比 2026Q1 的 1.09%/5.66%继续回升，相比 2025 年的 1.23%/1.14%明显改善。拆分结构来看，中报科技+出海盈利占比接近 50%（剔除金融），科技+出海盈利占比当前正进一步上升。A 股正在迎来新的盈利周期。

图25.全 A 营收利润增速与 ROE



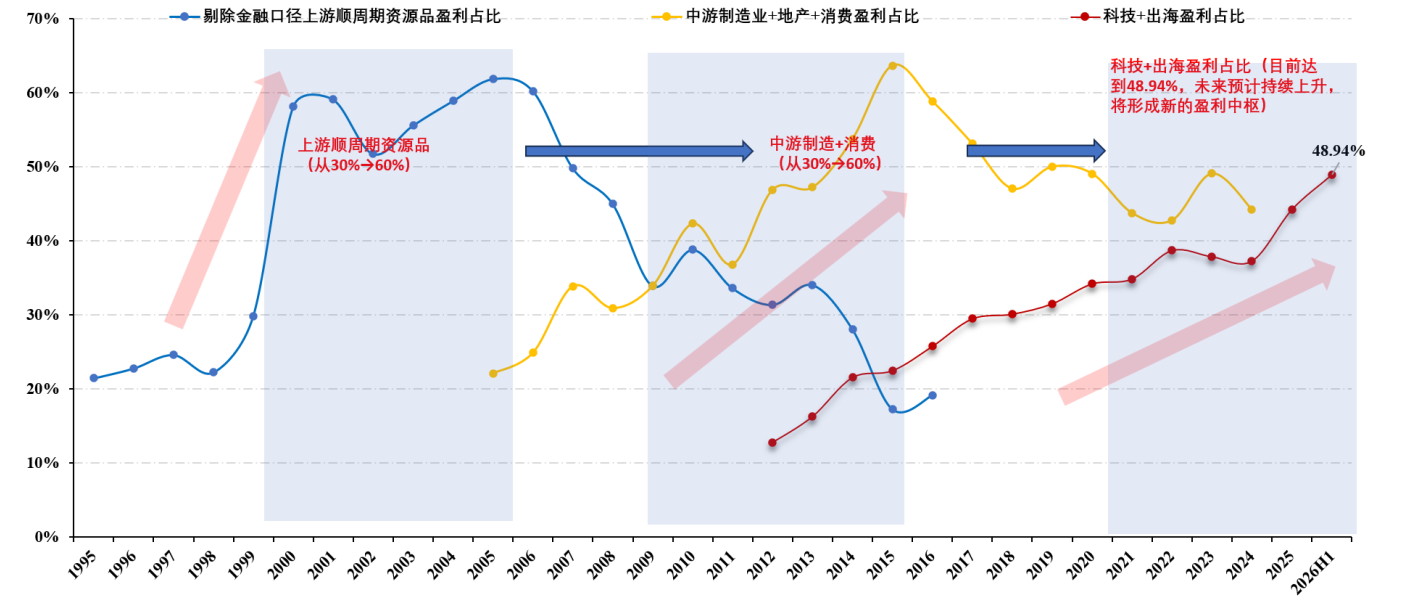
资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图26.全 A 两非营收利润增速与 ROE



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图27.科技+出海成为明确盈利主线（剔除金融）

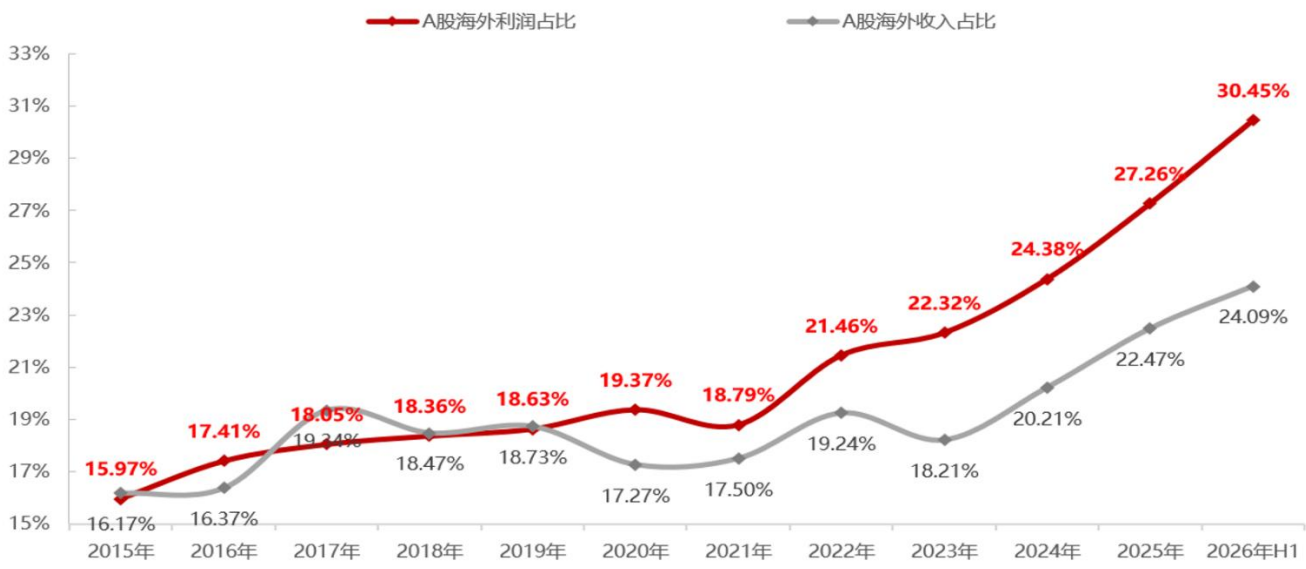


资料来源：wind，国投证券证券研究所。上游资源品：包含一级行业钢铁、煤炭、石油石化、有色金属、基础化工。中游制造+消费+地产：电力、机械、房地产、食品饮料、家电、汽车、医药、美容护理、商贸零售、纺织服装。科技：电子、通信、计算机、传媒、部分新能源。2026H1 出海为实际数据，且包含汇兑损失。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

图28.A 股海外收入占比与海外利润占比持续攀升



资料来源：wind，国投证券证券研究所。注：以披露海外业务数据的上市企业为统计口径，计算方式为海外业务毛利/整体毛利。

第八，当前科技股的走势依然是市场高度关注的方向，产业层面其实并没有太多坏消息，博通和 Snowflake 都在 9 月 2 日公布业绩,博通证明上游算力资本开支并没有出现明显降温，定制 ASIC、网络互联和推理基础设施的需求仍然很强，说明“AI Capex 见顶”至少目前缺乏足够证据；Snowflake 则进一步验证，AI 的商业化开始从算力建设向企业数据层传导，企业为了部署 Agent、调用内部数据和运行 AI workload，正在增加对数据平台的消费。投资逻辑因此也在发生变化：过去两年最简单的交易是“AI=买芯片”，现在开始进入“AI 全栈重估”，上游硬件仍有增长，但市场会越来越看重超预期能力；数据云、数据库、企业软件等此前预期相对较低的环节，一旦证明 AI 能带来真实增量收入，估值弹性反而可能更大。这里更像是产业链利润池开始向下游扩散，而不是上游景气结束。

这两家公司的财报信号也体现在美股市场的结构中，6 月底以来美国科技“七姐妹”指数上涨约 10.8%，英伟达上涨 18.2%、已经重新逼近高位，但费城半导体指数却下跌约 14.4%，这说明市场并没有撤出 AI 或科技，而是在从半导体广谱 Beta 转向少数核心硬件龙头 + 软件/平台层。英伟达即将新高意味着最核心的算力资产没有被抛弃，只是进入了“淘汰赛”阶段，真正承压的是过去跟随 AI Capex 一起普涨、但业绩分化开始加大的二三线半导体和硬件链。

而 A 股科技的核心问题也呼之欲出了，美股虽然在做 AI 内部结构切换，但科技总盘子依然有新的承接方向，硬件里有英伟达，软件里还有 Snowflake、数据库、云服务、Agent 等一整条可以交易的资产；A 股对这一轮 AI 的映射却高度集中在电子、通信、算力设备、光模块等硬件链，缺少足够成熟、能够直接映射美国企业软件重估的上市公司。因此，当费半走弱时，A 股科技板块很难像美股一样完成“科技内部轮动”，电子和通信直接跟着硬件周期下跌，资金只能向科技之外寻找新的风险收益组合。

于是市场在缺乏增量资金和主线的环境下，重新拥抱杠铃策略，6 月底至今电子和通信都有接近 30%的跌幅，而中证红利和微盘股指数分别上涨 11%和 18%。这意味着**风险偏好并没有全面收缩，但市场暂时不愿意继续给中间地带的科技成长资产支付高估值**：一端买红利，追求确定性和现金流；另一端买微盘，追求题材、交易弹性和独立于全球科技定价的收益。

仅供内部参考，请勿外传

图29.美股科技内部分化显著，开始出现“硬切软”的迹象



资料来源：wind，国投证券证券研究所

图30.博通和 Snowflakes 的财报数据拆解



资料来源：wind，国投证券证券研究所

图31.美股科技内部分化显著，开始出现“硬切软”的迹象



资料来源：wind，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

第九，把 A 股风格拆成两个相对独立的宏观变量：**国内看盈利能不能从少数高景气行业向更广泛的经济部门扩散，海外看美债利率对估值的压制是增强还是减弱。** 国内的“K 型分化”决定谁有盈利，美债利率决定市场愿意给多高估值。两者交叉以后，才会出现顺周期、全面牛市、杠铃和科技主导这四种不同的市场结构。

图里的四个象限可以这样理解：

K 型分化收敛 + 美债利率上行：顺周期接棒。 国内地产、消费、投资开始修复，盈利从科技向传统行业扩散，但海外利率仍高，所以市场更容易从高估值科技切向地产、消费、资源品等低估值顺周期资产。

K 型分化收敛 + 美债利率下行：全面牛市。 这是最理想的组合，盈利扩散与估值扩张同时发生，科技、消费、金融、周期都有机会，指数行情的基础也最扎实。

K 型分化不收敛 + 美债利率上行：杠铃策略。 国内缺乏全面盈利修复，高利率又压制高估值成长，于是资金更倾向两端配置：一端是仍有产业景气支撑的科技龙头，另一端是红利、资源、高股息等现金流资产，中间大量普通行业反而缺少明确方向。

K 型分化不收敛 + 美债利率下行：科技 M 顶。 实体经济没有全面改善，但折现率下降，最直接受益的是有独立景气度的 AI、PCB、光模块、半导体等科技方向。由于盈利仍高度集中，行情容易表现为少数科技资产反复创新高、指数和多数股票跟不上，所以更容易出现科技板块面向年内二顶的反弹。

图32.当前 K 型分化和美债利率的组合形成四种结构



资料来源：wind，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图33.当前杠铃策略重新占优，相对超额回到 2026 年初水平



资料来源：wind，国投证券证券研究所

图34.8 月以来利率再次走入下行通道，对应杠铃策略再度占优



资料来源：wind，国投证券证券研究所

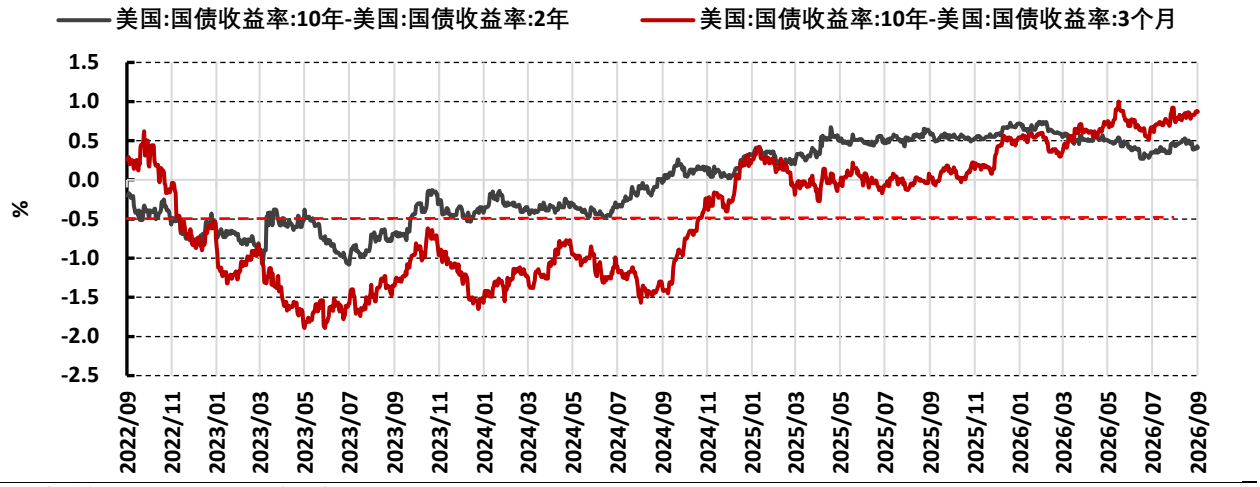
美国 3 个月国债收益率报收 3.91%，前值 3.90%；10 年期国债收益率报收 4.78%，前值 4.73%。本周美债收益率整体上行，短端与长端同步走升，主要受以下因素驱动：一、美联储政策路径剧烈摇摆。周二美联储理事巴尔放鹰、褐皮书显示经济活动温和扩张，市场对 9 月加息定价一度升至约 65%；周四理事沃勒表示若通胀延续放缓将倾向支持 9 月按兵不动，9 月加息概率由约 63%回落至 52%，短端收益率当日回落；周五 8 月非农新增就业 16.2 万人远超预期，9 月加息概率再度升至 58%，2 年期收益率收盘报 4.37%、盘中触及 4.416%、创 2025 年 1 月以来新高。二、油价大涨重燃通胀预期。美伊冲突升级令 WTI 原油全周累涨 9.50%，美国柴油零售均价升至 5.85 美元/加仑、刷新历史纪录，能源涨价向服务业价格传导，通胀预期升温压制长端。三、财政与供给压力延续。美国联邦债务总额突破 40 万亿美元，挪威主权财富基金拟削减约 800 亿美元美国国债敞口、转向机构 MBS，AI 资本开支驱动的企业债发行持续放量、对长端收益率形成额外上行压力，长端供需矛盾未解。全周来看，2 年期累计上行 3 个基点，10 年期累计上行 5 个基点，3 个月期上行 1 个基点，2s10s 利差走阔至 0.41%。

本周美债收益率整体上行，3 个月期累计上行 1 个基点至 3.91%、2 年期上行 3 个基点至 4.37%、10 年期上行 5 个基点至 4.78%。展望后市，一是美联储政策路径仍是核心变量，非农大超预期后 9 月加息概率升至 58%，下周 8 月 CPI 与 PPI 数据将检验加息预期，若通胀偏强，短端收益率将进一步上行；二是油价与地缘反复，霍尔木兹海峡通航未恢复、沙特出口降至多年低位，若油价延续上行，将重燃通胀预期并压制长端；三是财政与供给因素，美债规模突破 40 万亿美元、主权基金拟减持美债、AI 融资潮带来的企业债供给压力，叠加美国劳动节假期后将迎来 3 年期、10 年期和 30 年期国债集中拍卖，长端收益率面临结构性上行压力。整体看，美债后续走势面临较大不确定。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

图35.3m10s 利差走阔



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图36.近一周中美利差走阔



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图37.长端美债收益率基本走阔



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

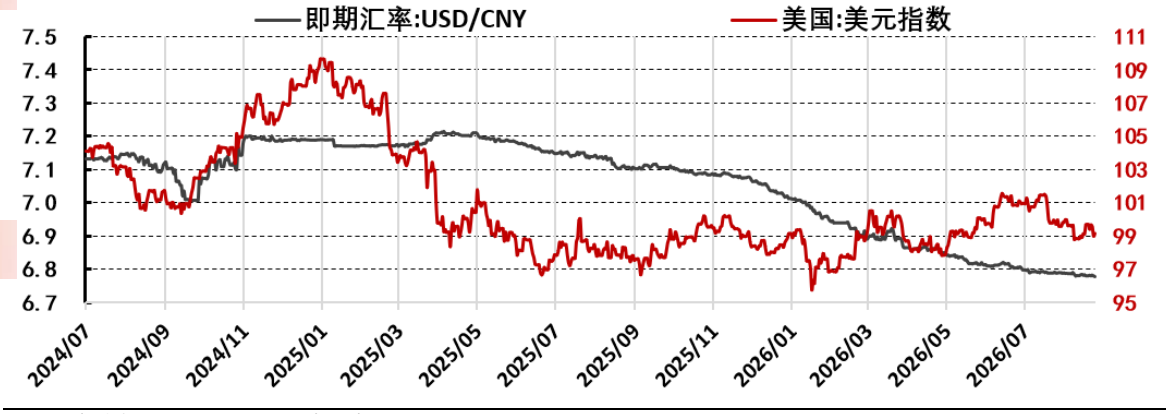
美元指数报收 99.15，前值 99.68；欧元兑美元报收 1.1619，前值 1.1598；美元兑日元报收 156.10，前值 159.97；美元兑人民币报收 6.7787，前值 6.7811。本周美元指数整体走弱、全周累计下跌约 0.53%，主要受以下因素驱动：一、日元急升带动美元走低。日本央行审议委员高田创提出可能超常规、连续加息，市场完全定价日本央行 9 月加息 25 个基点，叠加美国财政部长贝森特表态支持日元走强、市场戒备美日再度联手干预，日元两个交易日累计升值近 3%、创 2024 年 8 月以来最大两日涨幅，美元兑日元全周下跌 2.42%，对美元指数构成主要拖累。二、美联储政策路径摇摆。周四理事沃勒发表偏鸽表态、9 月加息概率回落至 52%，美元指数盘中一度跌破 99 关口；周五非农大超预期后加息概率回升，美元指数反弹、收于 99.15 附近。

本周美元指数全周下跌约 0.53%，日元急升是主要拖累，欧元、人民币小幅走强。展望后市，一是美联储政策路径仍是核心变量，非农大超预期后 9 月加息概率升至 58%，若下周通胀数据偏强，美元有望重新走强；二是日元方面，日本央行 9 月加息接近完全定价、美日利差收窄预期支撑日元偏强，美元兑日元短期或维持低位；但若日元再度转弱并逼近 160 关口，日本央行或在未来几次会议上连续加息以支撑日元，日元波动将放大、美元兑日元双向波动风险上升。整体看，美元短期或以震荡为主。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

图38. 本周美元指数走弱



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

伦敦金现报收 4430.52 美元/盎司，前值 4453.67 美元/盎司；COMEX 黄金期货报收 4477.20 美元/盎司，前值 4504.10 美元/盎司。本周金价先抑后扬再回落、全周小幅收跌，伦敦金现累计下跌约 0.52%、COMEX 黄金期货累计下跌约 0.60%，主要路径如下：一、周初加息预期升温令金价连续走低。周一、周二现货黄金连续收跌，周二收盘报 4327.28 美元/盎司、当日盘中一度跌近 3%，创本周收盘新低。二、周三美元走软与美债收益率回落推动金价 V 形反转。当日油价涨势在五周高位附近按下暂停键、通胀担忧随之降温，10 年期美债收益率从盘中高点回落，叠加日本央行鹰派信号推动日元急涨、美元走软，现货黄金盘中最低触及 4282.63 美元后 V 形反转、单日回升 1.38%、收报 4387.12 美元/盎司，重新逼近 4400 美元。三、周四沃勒偏鸽表态引发金价大涨。美联储理事沃勒倾向支持 9 月按兵不动，加息预期降温、美元走弱，现货黄金单日上涨近 2%、收报 4472.54 美元/盎司，盘中站上 4500 美元关口。四、周五非农爆表令金价回吐。8 月非农新增就业 16.2 万人远超预期，9 月加息概率回升至 58%，现货黄金盘中一度跌超 2%至 4365.25 美元，随后收复大半失地、收报 4430.52 美元/盎司。

本周金价自 8 月下旬高位回落后高波动震荡、全周小幅收跌，周内受美联储政策路径、油价与地缘因素共同主导。展望后市，一是实际利率与美元走势仍是短期主导，美国 10 年期实际利率由 2.42%升至 2.43%，非农大超预期后 9 月加息概率升至 58%，若下周通胀数据偏强、加息预期升温，金价仍面临调整压力；二是油价与政策紧缩的传导，美伊冲突升级、美国柴油零售均价刷新历史纪录，油价高位推升通胀与政策紧缩预期，若下周通胀数据偏强、加息预期升温，金价将承压；若地缘局势缓和、油价回落，压制因素亦将缓解；三是央行购金提供中期需求支撑，全球央行净买入规模总体保持在历史高位；荷兰央行将约 120 亿美元黄金储备从美洲转移至伦敦，但此举属于储备布局调整而非新增购金，反映地缘不确定性下储备资产多元化与去美元化的制度性趋势，强化黄金的储备配置逻辑。整体看，黄金短期或以震荡为主，方向取决于下周通胀数据与美伊局势。

图39. 本周黄金走弱



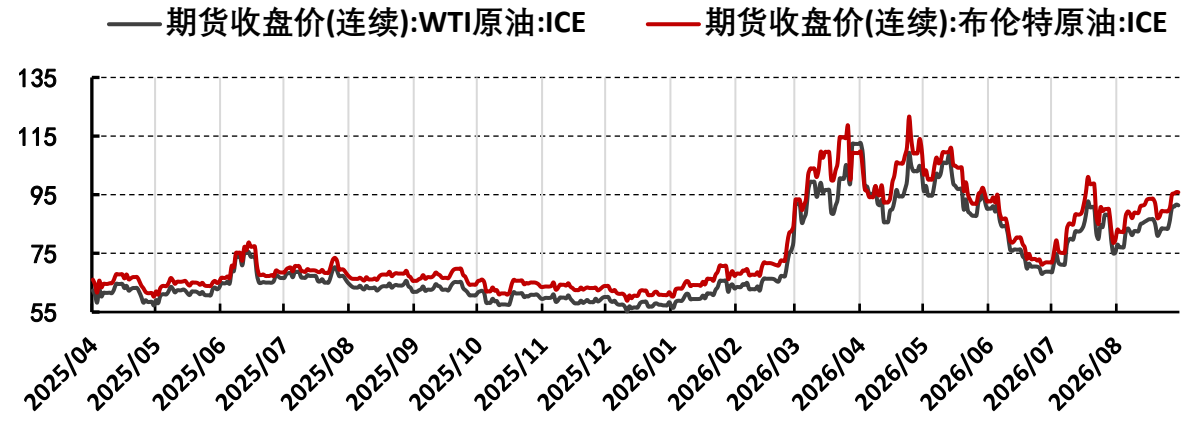
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

本周 WTI 报收 91.38 美元/桶，前值 83.45 美元/桶；IPE 布伦特原油报收 95.85 美元/桶，前值 89.37 美元/桶。本周油价大幅上涨，WTI、布伦特全周分别累涨 9.50%、7.25%，创 7 月 20 日当周以来最大单周涨幅，主要受以下因素驱动：一、美伊冲突升级令地缘风险溢价大幅回升。周初美伊军事冲突升级，美军对伊朗境内目标实施打击、伊朗以导弹和无人机袭击美军基地并扩大不合规船只名单，沙特油轮在霍尔木兹海峡遭袭并造成船员遇难；船运数据显示周四仅 4 艘大宗商品船通过海峡，前一日为 9 艘、10 日均值约 15 艘，海峡通行受阻。二、沙特原油出口骤降加剧供应担忧。据油轮追踪数据，沙特 8 月可观测原油出口量约为每日 300 万桶、创 2017 年初有记录以来最低，胡塞武装对红海航线的封锁令沙特绕开霍尔木兹海峡的替代出口通道失效，两条通道同步承压。三、供给端偏紧。EIA 数据显示，美国商业原油库存减少 450 万桶至 4.245 亿桶、炼厂开工率升至 98%，美伊冲突叠加乌克兰打击俄罗斯炼油设施令全球炼能承压，美国柴油零售均价升至 5.85 美元/加仑、刷新历史纪录。

本周油价在美伊冲突升级与供应担忧推动下大幅上涨，布伦特重回 95 美元上方、创 7 月底以来新高。展望后市，一是霍尔木兹海峡通航状况仍是全球原油定价的核心变量，当前每日通过海峡的大宗商品船数量明显低于均值，美伊双方态度均较强硬，伊朗议会议长称不允许违反既有谅解备忘录的通航安排，若海峡通行持续受阻，油价或维持高位；二是沙特出口恢复节奏存在不确定性，红海替代通道遭封锁后，沙特或需绕道非洲、额外增加数千英里航程并推高运输成本；三是油价的下行风险来自地缘溢价消退与供给端增量。美国财政部长贝森特预计，伊朗冲突结束后油价或回落至 40 美元；同时，美国与委内瑞拉签署多项石油合作协议、雪佛龙宣布未来五年投资 70 亿美元、目标 2028 年后将委内瑞拉产量翻倍至 60 万桶/日，若地缘局势缓和、地缘溢价消退，上述供给增量将对油价形成压制。整体看，油价短期或以高位宽幅震荡为主，方向取决于美伊局势与海峡通航恢复情况。

图40. 本周原油价格走强（美元/桶）



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

LME 铜报收 14415.5 美元/吨，前值 14294 美元/吨，全周小幅上涨约 0.85%。本周铜价在历史高位附近高位震荡，主要受以下因素驱动：一、美铜关税预期交易降温、跨市价差收窄。前期受美国精炼铜关税预期驱动、全球铜资源加速流入美国形成的“虹吸效应”本周出现降温，周一 COMEX 铜自历史高位区回落逾 1%、周二基本持平，COMEX 与 LME 铜价差由高位收窄至约 211 美元/吨附近，跨市套利资金获利了结、市场重新评估关税落地节奏。二、库存区域分化延续、国内加速去库。LME 铜库存约 23.4 万吨、处于相对低位，COMEX 铜库存约 69 万吨、高位续增，全球库存继续向美国集中；SMM 全国主流地区铜库存 9 月 3 日降至 8.89 万吨、周环比减少 2.06 万吨，且低于去年同期，非美地区可流动库存偏紧与国内去库共同支撑铜价；SMM 现货电解铜升水回落至 265 元/吨，下游维持刚需采购、“金九银十”旺季需求兑现尚待观察。全周来看，LME 铜在 14200 至 14420 美元区间运行，周五收报 14415.5 美元。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

本周 LME 铜小幅上涨约 0.85%至 14415.5 美元/吨，高位偏强。展望后市，支撑方面，美元短期或维持震荡、若下周通胀数据偏弱美元进一步走弱将利好铜价；国内铜库存持续去化、LME 可交割库存处于低位、矿端供应偏紧格局延续，为铜价提供支撑；美国铜关税落地前，COMEX 相对 LME 的溢价结构或维持。压制方面，油价高企推升全球通胀预期、若加息预期升温将压制宏观风险偏好与基本金属表现；现货升水回落显示下游对高价位接受度有限，“金九银十”旺季需求兑现待观察。整体看，铜价短期或维持高位震荡。

图41. 本周铜价上涨



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2. 内部因素：8 月 PMI 产需双双转正，就业与预期尚未跟随

近期公布的 8 月 PMI 显示，制造业景气度自 7 月的回落中反弹、但仍未站上荣枯线，产需两端同月转正，而就业、预期与价格转嫁能力三项均未跟上。总量方面，8 月制造业 PMI 为 49.8%、较 7 月回升 0.6 个百分点，连续第二个月位于收缩区间但已贴近临界点，非制造业商务活动指数持平于 49.0%，综合 PMI 产出指数回升 0.2 个百分点至 49.5%。回升主要由需求带动，新订单指数上升 2.1 个百分点至 50.6%、明显快于生产指数上升的 0.5 个百分点，采购量与在手订单同步回升，调查的 21 个行业中有 16 个行业 PMI 较上月上升，景气面同步扩大；未跟上的有三处——从业人员指数 48.7%与生产经营活动预期指数 53.8%各回落 0.3 个百分点，中型企业 PMI 逆势下降 0.3 个百分点至 49.4%、大小企业差扩大至 2.7 个百分点，以及主要原材料购进价格与出厂价格分别升至 56.6%和 50.4%之后、两者价差由 5.4 个百分点重新扩大至 6.2 个百分点，涨价收益仍留在上游。结构上，改善集中在消费品等下沿门类与大型企业，消费品行业 PMI 回升 1.2 个百分点至 49.0%、大型企业 PMI 升至 50.6%重回扩张区间，而高技术制造业回落 0.4 个百分点至 52.9%、装备制造业持平，K 型分化以下沿修复而非上沿加速的方式有所收敛；非制造业内部同样是分化取代总量变化，建筑业受暴雨台风扰动施工降至 46.9%，服务业持平于 49.3%。整体看，8 月 PMI 是一次"广度改善、成色偏弱"的回升。后续需重点关注 9 月能否跨过荣枯线，其次是购销价差能否收窄、上游涨价对中下游利润的挤压是否缓解，以及就业与预期能否跟上产需的修复。具体而言：

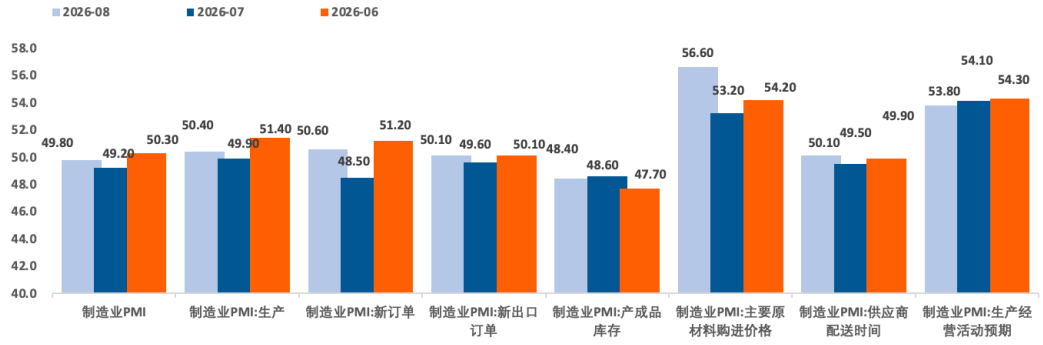
- 8 月制造业 PMI 为 49.8%，较 7 月的 49.2%回升 0.6 个百分点，连续第二个月位于收缩区间但已贴近临界点。8 月制造业 PMI 回升幅度好于季节性，其原因是极端天气冲击缓和与 8 月扩内需政策发力。非制造业商务活动指数持平于 49.0%，综合 PMI 产出指数回升 0.2 个百分点至 49.5%。
- 制造业 PMI 方面，回升主要由需求带动，且呈现需求修复快于生产的表现。8 月新订单指数大幅上升 2.1 个百分点至 50.6%，生产指数上升 0.5 个百分点至 50.4%，两者同月回到临界点以上，产需差收窄 1.6 个百分点至 -0.2 个百分点。采购量指数上升 1.1 个百分点至 50.5%，在手订单指数上升 0.9 个百分点至 46.7%。新出口订单指数上升 0.5 个百分点至 50.1%、重回扩张区间，而进口指数上升 1.1 个百分点至 48.6%、仍在临界点下方。景气面同步扩大，调查的 21 个行业中有 16 个行业 PMI 较上月上升。而就业与预期都没有跟上产需的回升，从业人员指数下降 0.3 个百分点至 48.7%，生产经营活动预期指数下降 0.3 个百分点至 53.8%。库存与价格方面，购进与出厂价差重新走扩。主要原材料购进价格指数上升 3.4 个百分点至 56.6%，出厂价格指数上升 2.6 个百分点至 50.4%、重返扩张区间。主要原因是近期原油、有色金属价格上行，有色金属冶炼及压延加工业两个价格指数均升至 60.0%以上。购进与出厂价差由 7 月的 5.4 个百分点扩大至 6.2 个百分点，涨价的收益仍留在上游，下游无法转嫁成本。库存两项同步去化，原材料库存指数下降 0.2 个百分点至 48.1%，产成品库存指数下降 0.2 个百分点至 48.4%。新订单大幅回升而产成品库存微降，体现制造业有被动去库存迹象。分规模看，大型企业 PMI 上升 1.1 个百分点至 50.6%、重回扩张区间，小型企业上升 0.5 个百分点至 47.9%，而中型企业 PMI 下降 0.3 个百分点至 49.4%，大小企业差继续扩大 0.6 个百分点至 2.7 个百分点。分行业来看，本月经济 K 型分化有所收敛。8 月消费品行业 PMI 回升 1.2 个百分点至 49.0%，是本月改善幅度最大的大类之一。而高端制造 PMI 有所降低，高技术制造业为 52.9%，较上月回落 0.4 个百分点；装备制造业持平。
- 非制造业方面，非制造业商务活动指数持平于 49.0%，但新订单指数下降 0.3 个百分点至 44.1%，业务活动预期指数下降 0.4 个百分点至 55.0%，投入品价格和销售价格分别上升 1.4 个百分点至 51.1%和 49.3%。建筑业商务活动指数下降 0.1 个百分点至 46.9%，其原因是部分地区受暴雨台风等极端天气影响、施工进度放缓；但除商务活动本身，其余分项方向普遍向上。新订单指数上升 2.3 个百分点至 42.4%，从业人员指数上升 2.1 个百分点至 43.0%，投入品价格和销售价格分别上升 2.5 和 2.1 个百分点至 51.2%和 49.8%，业务活动预期持平于 51.8%。服务业商务活动指数持平于 49.3%，新订单指数下降 0.7 个百分点至 44.5%，从业人员指数下降 0.4 个百分点至 45.8%，业务活动预期指数下降 0.5 个百分点至 55.5%、继续位于 55.0%以上的较高景气区间。行业内部仍然呈现 K 型分化：邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数均高于 55.0%，业务总量保持较快增长；批发、零售、资本市场服务等行

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

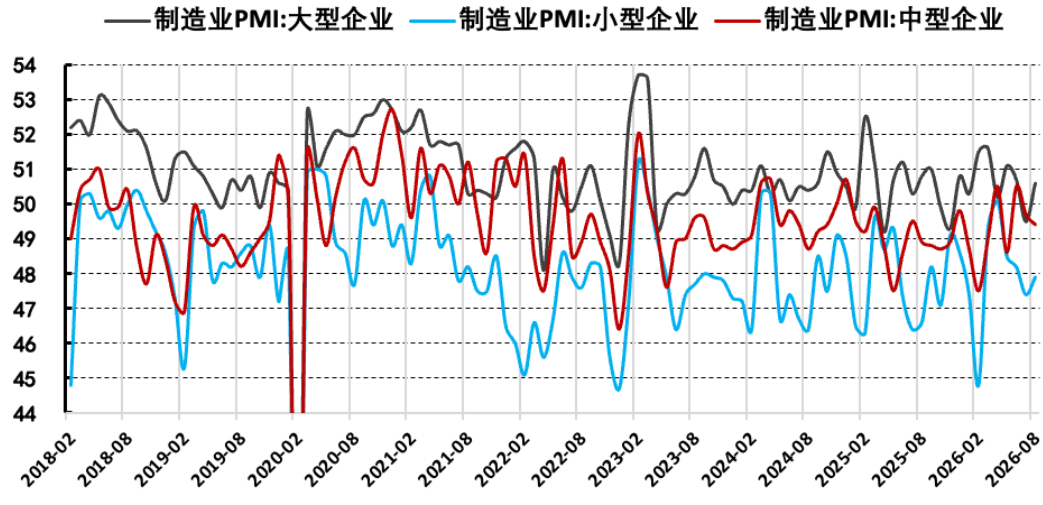
业则低于临界点。

图42.生产与新订单指数同步高增拉动制造业 PMI 上行



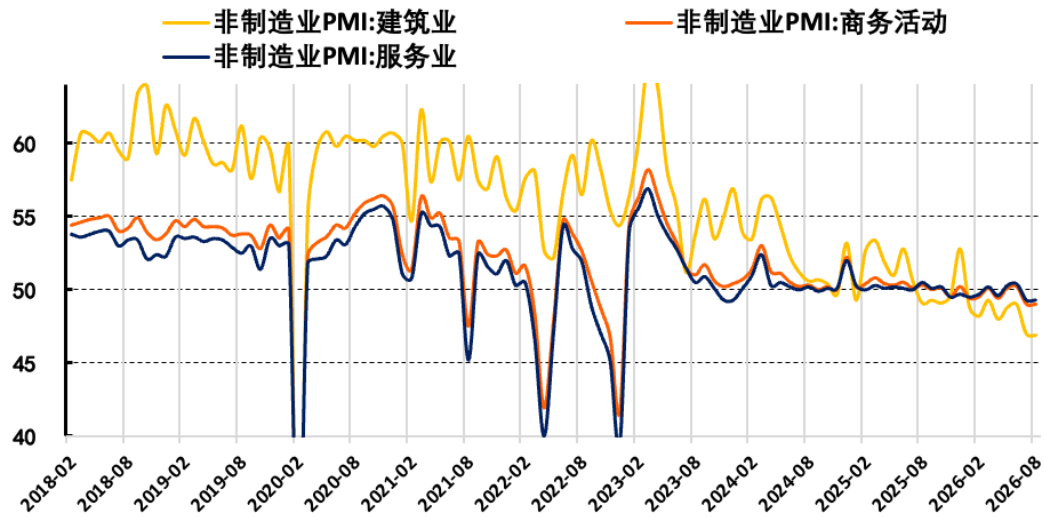
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图43.大小企业差继续扩大至 2.7



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图44.建筑业 PMI 受极端天气影响继续走弱



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图45.高频数据跟踪

高频数据跟踪							
行业	指标名称	最新日期	频率	最新值	单位	当期同比	当期环比
投资	建材综合指数	2026/9/4	日度	114		0.75%	0.08%
煤炭行业	煤炭库存	2026/9/4	日度	602	万吨	-2.90%	-0.66%
石油化工行业	地炼开工率	2026/9/3	周度	55.09	%	12.13%	2.88%
	涤纶长丝开工率	2026/9/3	周度	73.78	%	-19.17%	-0.67%
	焦化企业开工率	2021/12/31	周度	66.99	%	-20.61%	0.66%
钢铁行业	高炉开工率(247家)	2026/9/4	周度	82.64	%	-0.67%	0.39%
	生铁日均产量	2026/8/20	旬度	182.00	万吨/天	-5.41%	-1.62%
	粗钢日均产量	2026/8/20	旬度	196.50	万吨/天	-7.09%	-0.41%
	钢材日均产量	2026/8/20	旬度	191.50	万吨/天	-6.54%	5.28%
	建筑钢材品种库存	2026/9/4	周度	228.05	万吨	-0.56%	-3.07%
	高炉炼铁产能利用率	2026/9/4	周度	88.84	%	-1.47%	0.09%
汽车行业	全钢胎开工率	2026/9/4	周度	63.92	%	-2.55%	0.33%
	半钢胎开工率	2026/9/4	周度	65.10	%	-11.38%	-0.37%
	乘用车销量	2026/8/31	周度	83815	辆/日	25.83%	78.91%
房地产	30大城市商品房成交面积	2026/9/3	日度	22.92	万平方米	3.47%	-15.79%
	一线	2026/9/3	日度	10.47	万平方米	87.69%	-15.39%
	二线	2026/9/3	日度	8.02	万平方米	-30.39%	11.20%
	三线	2026/9/3	日度	4.43	万平方米	-12.37%	-41.94%
基建	石油沥青开工率	2026/9/2	周度	21.40	%	-37.79%	-0.93%
	水泥发运率	2026/9/4	周度	38.96	%	-2.38%	0.31%
出口	中国出口集装箱运价指数	2026/9/4	周度	1837.01		58.87%	0.16%
	波罗的海干散货指数	2026/9/3	日度	3488		76.25%	4.71%
商品价格	猪肉	2026/9/4	日度	16.35	元/公斤	-6.46%	0.99%
	农产品批发价格指数	2026/9/4	日度	116.47		-0.94%	0.86%
	蔬菜	2026/9/4	日度	4.67	元/公斤	-6.79%	2.19%
	布伦特原油	2026/9/3	日度	95.52	美元/桶	38.15%	6.49%
	螺纹钢	2026/9/4	日度	3160.00	元/吨	1.61%	1.64%
	南华工业品指数	2026/9/4	日度	4107.04		14.62%	3.31%
	南华农业品指数	2026/9/4	日度	1087.13		-0.64%	0.20%
	玻璃	2026/9/4	日度	971.00	元/吨	-14.30%	5.77%
	LME铜	2026/9/3	日度	14359.00	美元/吨	46.92%	-1.14%

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

图46.7 月主要宏观数据情况

指标名称	单位	2026-01	2026-02	2026-03	2026Q1	2026-04	2026-05	2026-06	2026Q2	2026-07
GDP	同比(%)	5.00				4.30				
	环比(%)	1.30				0.90				
CPI	同比(%)	0.20	1.30	1.00	0.90	1.20	1.20	1.00	1.00	0.50
	环比(%)	0.20	1.00	-0.70	-	0.30	-0.10	-0.30	-	-0.10
PPI	同比(%)	-1.40	-0.90	0.50	-0.60	2.80	3.90	4.10	1.50	3.50
	环比(%)	0.40	0.40	1.00	-	1.70	0.50	-0.30	-	-0.70
PMI	指数	49.30	49.00	50.40	-	50.30	50.00	50.30	-	49.20
工业增加值	同比(%)	6.30		5.70	6.10	4.10	4.50	5.30	5.40	4.50
M1期末值	同比(%)	4.90	5.90	5.10	5.10	5.00	5.50	4.00	4.00	4.00
M2期末值	同比(%)	9.00	9.00	8.50	8.50	8.60	8.60	8.00	8.00	7.70
失业率	调查失业率(%)	5.20	5.30	5.40	5.30	5.20	5.10	5.00	5.10	5.20
社会消费品零售总额	同比(%)	-	-	1.70	2.40	0.20	-0.60	1.00	1.30	0.60
全国固定资产投资	累计同比(%)	1.80		1.70		-1.60	-4.10	-5.70	-5.70	-6.70
全国居民人均可支配收入	累计同比(%)	5.00				5.60				
房地产开发投资	累计同比(%)	-11.10		-11.20	-11.20	-13.70	-16.20	-18.00	-18.00	-19.20
农业增加值	累计同比(%)	3.70				3.60				
服务业增加值	累计同比(%)	5.20				5.20				
基础设施投资	累计同比(%)	-	11.40	8.90	8.90	4.30	0.60	-2.40	-2.40	-3.60
制造业投资	累计同比(%)	-	3.10	4.10	4.10	1.20	-0.40	-1.20	-1.20	-1.70
社融期末存量	同比(%)	8.20	8.20	7.90	7.90	7.80	7.70	7.40	7.40	7.40
进口总值	同比(%)	24.00	11.20	24.30	20.50	20.50	21.50	29.40	22.10	21.20
出口总值	同比(%)	8.00	36.00	2.50	11.90	9.70	13.80	20.80	13.40	17.80

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

3. 外部因素：美国经济温和增长，PMI 景气度分化，非农远超预期

3.1. 美伊冲突推升油价，美国经济温和扩张但成本压力加剧

美伊冲突再度升级，霍尔木兹海峡供应风险成为市场定价的核心变量。9 月 1 日，美军对伊朗革命卫队目标实施新一轮空袭，伊朗随即以导弹和无人机展开反击，双方表态均显示军事行动存在进一步升级的可能。受此影响，WTI 和布伦特原油盘中分别突破 90 美元和 95 美元，市场开始评估海峡航运受阻及中东原油供应中断风险。油价上涨通过汽油、运输和生产成本推升通胀，削弱居民实际购买力；同时也压缩美联储保持观望的空间，CME 隐含的 9 月加息 25bp 的概率一度升至 68%以上。短期看，冲突升级将继续支撑原油及能源板块，并对利率敏感资产形成压制；后续走势主要取决于霍尔木兹海峡是否出现实质性运输中断，若冲突仍停留在有限报复层面，油价地缘溢价可能回落，若海峡航运进一步受限，油价或继续上涨，并推动市场进一步上调通胀和加息预期。

根据最新公布的《褐皮书》，2026 年 8 月美国经济活动整体温和扩张，但增长仍呈现明显的结构性分化。自 7 月初以来，12 个联储辖区中有 10 个报告经济活动略有至温和增长，另有 2 个辖区基本持平。消费支出整体仅略有增长，高端消费和旅游需求仍具韧性，但汽车销售普遍疲软，居民受油价、融资成本上升及信心偏弱影响，对价格更为敏感，部分消费向折扣和低价产品转移。制造业在多数辖区回暖，数据中心建设、国防订单及相关设备需求构成核心支撑；非住宅建筑亦有所增长，项目高度集中于数据中心，而住宅建设则继续走弱。金融条件略有改善，贷款规模整体保持稳定或增长。农业情况较前期略有改善，但种植业仍受干旱和成本压力制约，畜牧业相对较强。就业仅极小幅增长，3 个辖区温和增长、4 个辖区略有增长、5 个辖区持平；制造业、建筑业及部分服务业仍有招聘需求，但零售和酒店业用工需求走弱，熟练技工与技术人才短缺。价格方面，8 个辖区报告温和上涨、2 个略有上涨、1 个小幅上涨、1 个强劲上涨；能源、运输、金属、石化产品、关税及医疗保险成本共同推升投入品价格，但终端需求偏弱限制了向消费行业的成本传导。

本轮褐皮书反映出美国经济正处于“投资端偏强、消费端偏弱，成本上行但传导受限”的状态。数据中心、国防和能源相关投资支撑制造业、非住宅建设及技术岗位需求，成为经济扩张的主要来源；但住房建设下滑、汽车销售疲软、零售和餐饮等可选消费承压，显示增长基础并不均衡。能源、运费和原材料价格上升已广泛传导至制造业和建筑业，若油价高位延续，企业成本压力仍可能进一步向商品和服务价格传导；但消费者价格敏感度上升，也意味着企业更可能通过压缩利润率、削减非核心投资和放缓招聘应对冲击。对 9 月议息会议而言，就业增长偏弱和消费分化支持政策保持审慎，而能源与关税相关成本、贷款需求稳定及数据中心投资偏强，则增加通胀反复的风险。后续需重点关注油价走势、下一轮通胀数据，以及制造业扩张能否从数据中心和国防链条向更广泛的私人需求扩散。

仅供内部参考，请勿外传

图47.美联储8月褐皮书的经济评述

辖区	经济活动	就业情况	物价情况	关键行业表现
波士顿	略有扩张	略有增长	略有上涨（燃料、能源、运输和关税推升成本）	制造业、非金融服务和信贷活动略有改善；旅游消费温和增长，零售总体持平。住宅销售温和回升，商业地产总体稳定，甲级写字楼租赁改善；高等教育活动走弱。
纽约	温和增长	基本不变	温和上涨（售价涨幅略放缓，但能源、原材料和关税推升投入成本）	制造业增长加快，半导体、网络设备、国防及数据中心相关订单较强；服务业温和增长。高端消费和旅游较强，住宅市场略有改善；商业地产表现强劲，办公及工业地产活跃。
费城	温和增长	略有增长	温和上涨	制造业强劲增长，非制造业略有增长；旅游活动温和增长。零售销售略降，住宅销售继续走弱；非住宅建筑总体持平，物流地产租赁改善。
克利夫兰	温和增长	略有增长	温和上涨（燃料、原材料、运费和保险成本压力仍强）	制造业需求强劲，主要受数据中心和国防支出带动；非金融服务和贷款需求增长。住宅销售略有回升，数据中心带动商业建筑需求；消费者支出连续第四期下降。
里士满	温和增长	温和增长	温和上涨	消费支出温和增长，旅游和体验型消费较强，零售商品消费偏弱；非金融服务温和增长。制造业持平，港口货运量温和增长；住宅和商业地产季节性放缓，金融服务贷款需求稳定。
亚特兰大	温和增长	基本不变	温和上涨（保险、医疗、食品及运费成本上升）	零售、旅游和住宅销售温和增长；商业地产、制造业和能源行业温和增长。数据中心相关建设、航空航天和国防制造较强；交通运输需求略有增长，贷款增长温和。
芝加哥	略有增长	略有增长	温和上涨	制造业需求温和增长，国防、金属、机械、汽车和重卡生产较强；消费者支出总体持平。住宅建设和房地产活动偏弱，非住宅建设持平，数据中心仍是主要支撑；农业收入预期改善。
圣路易斯	温和增长	基本不变	强劲上涨（保险、能源、建材及农业投入品成本上升）	制造业和非金融服务温和增长，国防、能源和数据中心建设相关需求较强；消费者支出表现分化。住宅地产略有走弱，商业地产仍较稳定但增速放缓；农业压力仍在，但农户预期有所改善。
明尼阿波利斯	略有增长	温和增长	温和上涨（钢铝和燃油价格上升）	金融服务、商业建筑和制造业增长；建筑活动集中于基础设施和数据中心项目。消费者支出下降，住宅建设和能源活动持平；农业整体疲软，干旱拖累作物，但畜牧业表现较好。
堪萨斯城	基本稳定（内在动能走弱）	基本不变	温和上涨（钢价、设备、运输及人工成本上升）	制造业和零售企业去库存、控制采购，消费者支出略有下降。数据中心带动电力和可再生能源投资；住宅按揭需求下降；种植业受干旱拖累，畜牧业保持较强。
达拉斯	温和增长	温和增长	温和至强劲上涨（制造业价格压力最突出）	制造业、银行业和能源活动增长加快，非金融服务增速放缓；零售温和增长，但汽车销售疲软。油田活动回升，工业地产改善；住宅市场低迷，干旱拖累农业生产。
旧金山	基本稳定	基本不变	温和上涨（油价、关税、运输及建材成本推升价格）	零售销售持平，消费者和商业服务需求略有走弱；制造业和农业整体变化不大。住宅房地产继续降温，商业地产和金融服务基本稳定；商业贷款需求稳健，按揭需求走弱。

资料来源：FED，国投证券证券研究所

3.2. 美国8月制造业动能放缓，服务业需求明显走强

8月美国制造业PMI录得54.6，低于预期55.2，低于前值55.6。从分项看，产出指数小幅走低，录得58.3，前值58.5；新订单指数大幅回落至53.7，前值56.7；新出口订单指数回升至53.2，前值53.0；就业指数下降1.6至51.2；物价指数与前值71.1持平。

根据ISM制造业商业调查委员会主席的表态，8月美国制造业PMI为54.6，较7月回落1.0，制造业延续扩张，但增长动能有所减弱。需求端出现降温，新订单指数由56.7降至53.7，订单积压指数由55.0降至51.8，表明新增需求放缓，企业在手订单对后续生产的支撑也有所减弱。产出指数仍处于58.3的较高水平，但增速连续放缓；客户库存指数由40.7回升至42.8，仍处于过低区间，意味着终端库存尚未形成明显压力，后续仍存在一定补库空间。供给端的约束仍较突出。供应商交付指数升至59.3，反映美伊冲突、关税和原材料短缺继续拉长交付周期；价格指数维持在71.1的高位，钢铁、铝、石油相关产品和关税仍是成本上涨的主要来源。就业指数虽然连续第三个月处于扩张区间，但小幅回落至51.2，六大制造行业中仅运输设备行业增加就业，表明企业在订单增长放缓的背景下，用工态度趋于谨慎。制造业GDP中处于收缩的行业占比由20%升至22%，处于强力收缩状态的行业GDP占比由0%升至2%，说明制造业内部的疲弱范围略有扩大。整体来看，8月制造业仍受到生产扩张和客户低库存的支撑，但订单增速放缓、企业用工趋于谨慎，叠加供应链和价格压力居高不下，制造业扩张动能已较7月有所减弱。

8月美国服务业PMI指数录得55.4，高于预期及前值54.1。分项来看，商业活动指数上升至61.7，前值59.1。新订单指数大幅上升3.7至60.9。就业指数小幅回升，但依旧处在负区间，录得47.8，前值47.4。价格指数小幅上升至72.6，前值70.3。

根据ISM服务业调查委员会主席的表态，8月份服务业PMI指数攀升至55.4，较上月提高1.3，服务业扩张速度明显加快。商业活动指数上升2.6至61.7，为2022年11月以来最高；

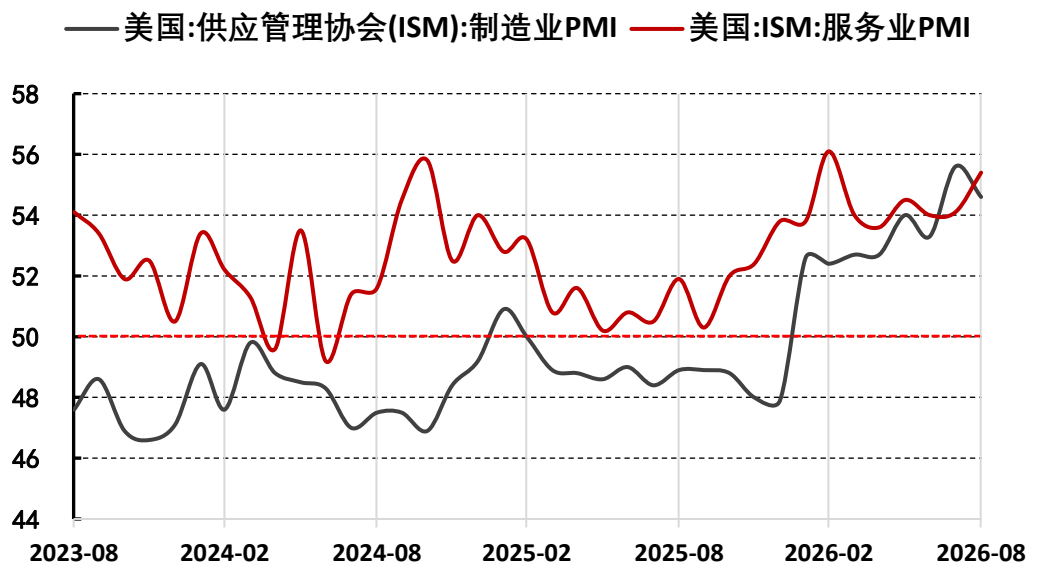
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

新订单指数上升 3.7 至 60.9，接近 2023 年 2 月以来最高水平，表明服务需求明显增强。订单积压指数也升至 55.6，为连续第七个月扩张，部分受访者将积压订单增加归因于企业人员不足。住宿餐饮、文化娱乐等行业普遍受到夏季季节性需求提振，关税和中东冲突则重新成为企业反映最多的供应链影响因素。就业指数仅小幅回升 0.4 至 47.8，连续第二个月处于收缩区间，并较 12 个月平均水平低 1.0，说明需求改善尚未充分转化为企业招聘，但采取裁员措施的企业占比由 7 月的 19.0%降至 17.1%，商业活动和新订单升至近年高位，后续用工需求可能有所改善。供应价格指数方面，物价指数上升 2.3 至 72.6，为 2022 年 8 月以来最高，且近六个月中已有五个月高于 70，显示服务业成本压力仍然突出。供应商交付指数下降 1.5 至 51.3，连续第四个月回落，并较 12 个月平均水平低 2.4，表明交付仍在放缓，但供应链紧张程度继续缓解。库存指数上升 5.3 至 56.7，企业库存扩张明显加快；库存情绪指数升至 54.1，连续第 40 个月处于库存偏高区间，表明企业普遍认为当前库存水平偏高。整体 8 月份服务业需求和经营活动明显增强，但就业仍在收缩，价格压力进一步上升，呈现需求走强、招聘偏弱、成本高企的特征。

8 月美国 PMI 显示制造业与服务业景气度继续分化。制造业 PMI 虽保持扩张，但新订单、订单积压和就业增速均有所放缓，表明生产动能边际减弱。服务业则明显走强，商业活动和新订单分别升至 2022 年 11 月和 2023 年 2 月以来高位，订单积压同步增加，成为经济扩张的主要动力，但增长仍面临成本与就业约束，关税、中东冲突及能源价格继续推高企业成本，制造业和服务业投入成本压力均处于高位，增加了后续通胀反复的风险。就业改善明显落后于需求，制造业就业虽处扩张区间但增速放缓，服务业就业连续两个月收缩，反映企业在成本高企和政策不确定性下仍然谨慎招聘。展望后续，美国经济仍有望保持扩张，服务消费和较低的客户库存构成主要支撑，但制造业需求放缓、就业恢复缓慢以及关税和中东局势带来的通胀压力，仍将限制增长以及后续货币政策空间

图48.美国 8 月制造业 PMI 小幅走低



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图49.美国8月服务业PMI新订单指数大幅回升

	制造业				服务业		
	2026-08	2026-07	2026-06		2026-08	2026-07	2026-06
制造业PMI	54.60	55.60	53.30	服务业PMI	55.40	54.10	54.00
新订单	53.70	56.70	56.00	新订单	60.90	57.20	55.10
产出	58.30	58.50	52.20	商业活动	61.70	59.10	55.40
就业	51.20	52.80	49.70	就业	47.80	47.40	51.20
供应商交付	59.30	58.90	57.40	供应商交付	51.30	52.80	54.40
自有库存	50.60	51.20	51.40	库存	56.70	51.40	51.20
客户库存	42.80	40.70	42.30	库存景气	54.10	52.50	52.60
物价	71.10	71.10	73.00	物价	72.60	70.30	67.70
订单库存	51.80	55.00	50.50	订单库存	55.60	50.90	54.90
新出口订单	53.20	53.00	48.50	新出口订单	56.30	52.00	50.40
进口	52.50	55.70	52.90	进口	51.30	52.80	54.40

资料来源：iFind，国投证券证券研究所

3.3. 美国8月非农新增就业远超预期，政策焦点重新转向通胀

8月美国非农新增就业16.2万人，远超预期的5.5万人，前值为2.1万人。失业率4.1%维持不变，符合预期。劳动参与率61.6%，高于前值61.4%。平均每小时工资同比增长3.1%，高于预期3%，低于前值3.2%，环比增长0.3%，高于前值0.2%，持平预期。

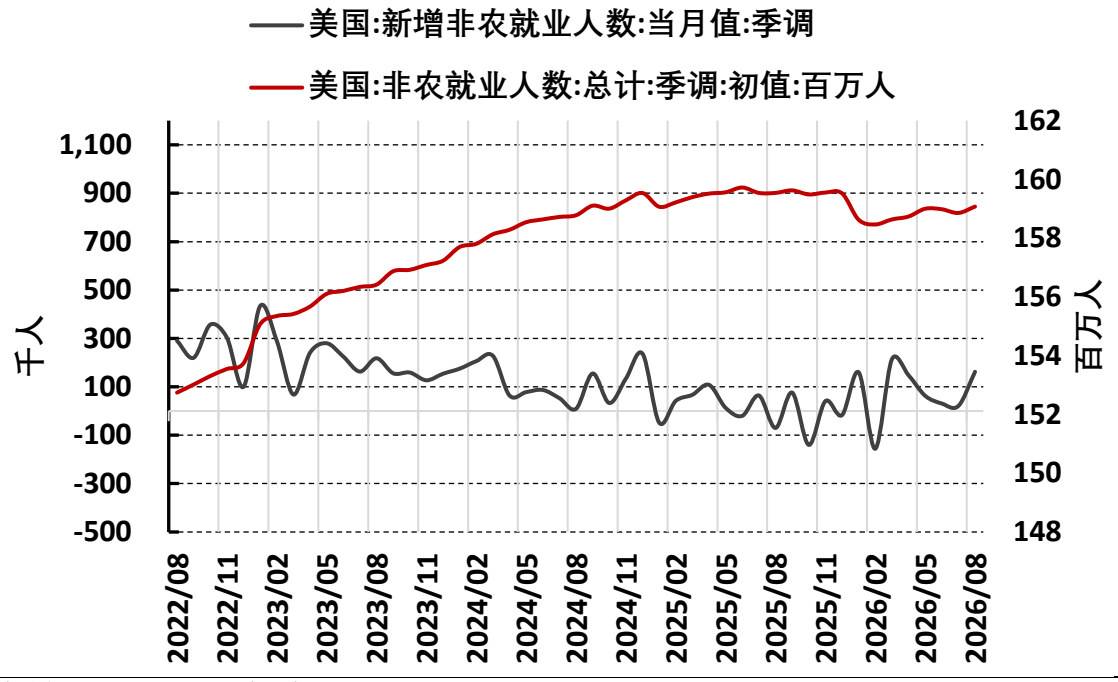
从细分行业来看，商品制造就业人数增加4.1万人，其中制造业增加了1.6万人，建筑业增加2.2万人，矿产行业增加了0.3万人。服务就业增加了8.6万人，主要贡献来自于休闲和酒店、教育和保健服务两个行业，分别增加了6.2万人和2.9万人。政府就业人数新增3.5万人，主要来自地方政府增加5.0万人。

此外，8月ADP私营部门就业人数增加3.8万人，低于前值4.6万人。细分来看，商品生产部门就业减少1.0万人，其中制造业减少1.7万人，建筑业新增1.2万人，采矿业裁减0.5万人。服务业就业整体增加4.8万人，主要来源于教育和保健服务增加了4.5万人。

8月就业明显好于预期，但尚不足以证明劳动力市场重新过热。过去三个月非农月均新增7.1万人，低于8月单月读数；工资同比继续放缓至3.1%，劳动参与率则回升至61.6%。数据的主要政策含义是降低了加息可能造成就业快速恶化的担忧，使9月决策焦点进一步集中于通胀。

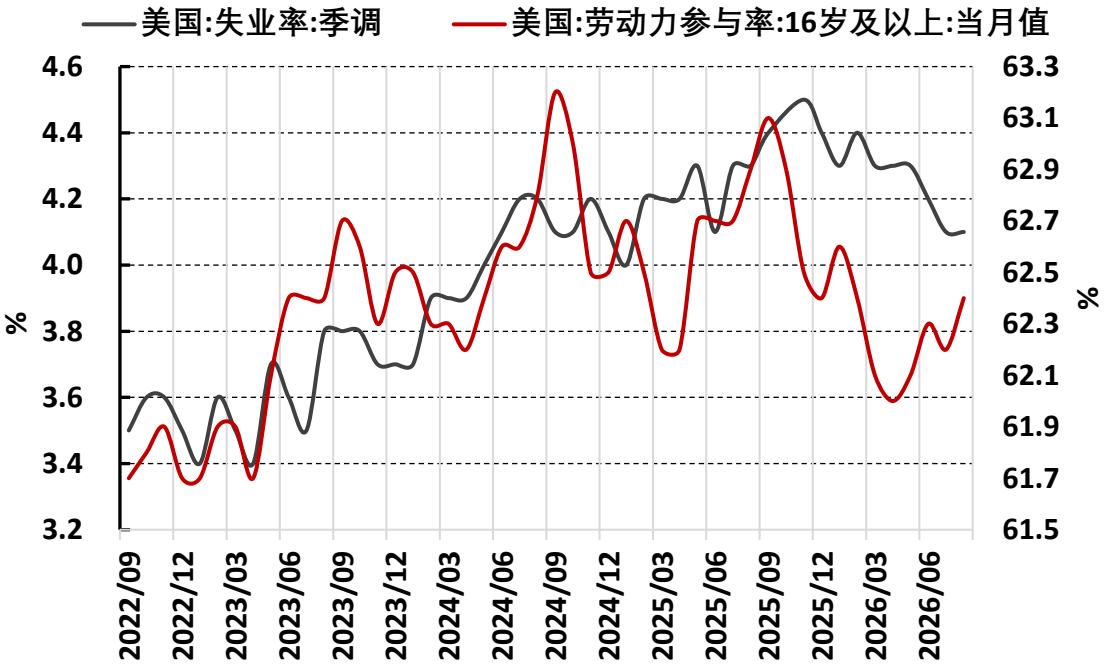
仅供内部参考，请勿外传

图50.美国 8 月非农就业数据意外超预期



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

图51.美国 8 月失业率持平预期

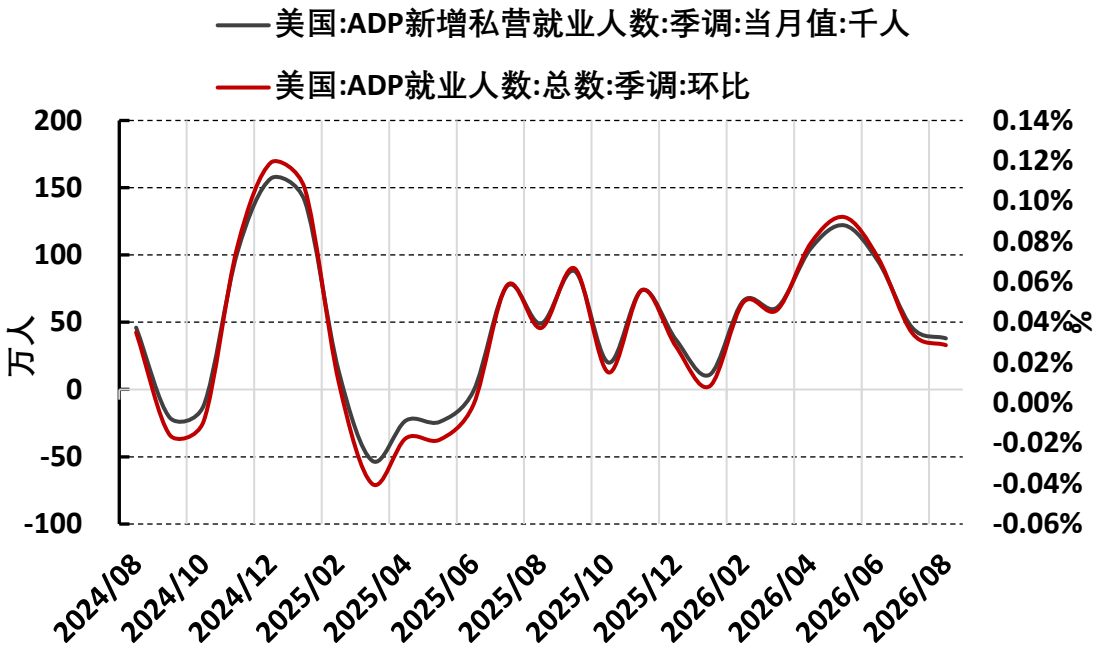


资料来源：iFind，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

图52.美国 8 月 ADP 就业数据回落



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

图53.美国 8 月非农就业数据与 ADP 就业数据对比

	新增非农就业数据（万人）			新增ADP就业数据（万人）		
	2026-08	2026-07	2026-06	2026-08	2026-07	2026-06
总计	16.2	2.1	3.1	3.8	4.6	9.5
商品端	4.1	2.9	1.4	-1.0	0.0	0.2
制造业	1.6	1.4	1.3	-1.7	0.1	0.5
建筑业	2.2	1.8	0.3	1.2	0.3	0.2
采矿业	0.3	-0.3	-0.2	-0.5	-0.4	-0.5
服务端	8.6	4.2	1.2	4.8	4.6	9.3
金融活动	-1.1	-1.1	0.2	0.6	0.8	1.1
运输仓储业	1.6	3.4	0.4	-0.5	-0.3	1.5
专业和商业服务	1.0	1.5	3.6	-1.6	0.5	0.3
休闲和酒店	6.2	-2.1	-5.4	1.6	-0.8	0.2
教育和保健服务	2.9	1.2	5.0	4.5	3.7	4.8
信息业	-2.3	0.5	-1.9	-0.4	0.1	0.7
其他服务	0.3	0.8	-0.7	0.6	0.6	0.7
政府	3.5	-5.0	0.5	/	/	/
联邦政府	-0.5	-0.6	0.0	/	/	/
州政府	-1.0	1.8	-0.5	/	/	/
地方政府	5.0	-6.2	1.0	/	/	/

资料来源：iFind，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

图54.CME 加息概率（9 月 5 日更新）

	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%

资料来源：CME，国投证券证券研究所



仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市
地　址：深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层
邮　编：518046

上海市
地　址：上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层
邮　编：200082

北京市
地　址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层
邮　编：100034