下载日志已记录，仅供内部参考

油价仍是核心变量，复盘2000年以来国际油价经历过的四轮完整周期

——资产配置周报（2026/09/07-2026/09/11）

证券分析师
王鸿行 S0630522050001
whxing@longone.com.cn
证券分析师
谢建斌 S0630522020001
xjb@longone.com.cn
证券分析师
刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn
证券分析师
张季恺 S0630521110001
zjk@longone.com.cn
证券分析师
陈伟业 S0630526020001
cwy@longone.com.cn

投资要点

- **全球大类资产回顾。**9月11日当周，全球股市普遍收跌，但创业板指数收红；主要商品期货中原油上涨，黄金、铜、铝下跌；美元指数小幅下跌，人民币收平，欧元贬值，日元升值。1）权益方面：创业板指>深证成指>纳指>标普500>沪深300指数>上证指数>法国CAC40>科创50>日经225>道指>英国富时100>德国DAX30>恒生指数>恒生科技指数。2）美债长端收益率与美元同步走强，黄金当周小幅下跌；原油受中东地缘局势持续升级并向关键航运通道扩散影响，当周大幅上涨。3）工业品期货：南华工业品价格指数上涨，炼焦煤、水泥上涨，螺纹钢、混凝土下跌；高炉开工率环比小幅上涨；乘用车截至9月6日当周销量3.51万辆，环比-33.19%，同比-19.00%；BDI环比下跌3.34%。4）国内利率债收益率涨跌不一，全周中债1Y国债收益率下跌0.45BP至1.2292%，10Y国债收益率上涨0.95BP收至1.6899%。5）美债收益率大幅上行。2Y/10Y美债收益率当周分别上涨26BP、18BP至4.63%、4.96%。6）美元指数收于99.09，周下跌0.06%；日元对美元升值1.53%。

- **国内权益市场。**9月11日当周，风格方面，成长>金融>周期>消费，日均成交额为18786亿元（前值19513亿元）。申万一级行业中，共有7个行业上涨，24个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为通信（+6.87%）、建筑材料（+3.05%）、综合（+2.09%）；跌幅靠前的行业为非银金融（-4.62%）、计算机（-4.61%）、美容护理（-4.61%）。

- **油价仍是核心变量，复盘2000年以来国际油价经历过的四轮完整周期。**至9月11日当周，国际油价较之前一周大幅上涨超9%，胡塞武装对沙特石油基础设施的袭击，“东西管道”的潜在破坏可能会危及沙特300-400万桶/天的原油出口。在国际油价上行的同时，当周10年美债收益率上涨18BP至4.96%，历史复盘美债利率与国际油价走势正相关性较大，控制通胀与保持美债投资吸引力成为美联储利率决议的关键。复盘2000年以来国际油价的四轮完整周期走势，在开采技术进步和经济增速放缓背景下，整体油价的高点下移；但由于原油库存下降和部分永久产能的破坏，2026年以来的油价重心有抬高趋势。从历史上来看，高油价通常会催生新的科技应用如互联网、页岩油、新能源等产业，反之新的科技革命对应的资本开支投入也会抬高资金成本。相较于原油的供应紧张，海外炼油产能瓶颈对于通胀的影响更大，关注具有海外炼油资源和受益于成品油出口的标的。长期而言，对于AI算力的投入和新的AI应用革命仍是投资主线，半导体的设备国产化进程确定，模型成本下降带来使用量的上升，关注需求量增长的确定性和价格的持续性。对于与商品价格关联度较高的标的，如农业、有色等，建议资源属性优先，叠加价格弹性。

- **利率与汇率。**资金面由偏松回归均衡：公开市场投放与到期基本持平，DR回升、存单净融资增加。央行将在月中连续开展隔夜逆回购，体现对短期波动的精细管理。8月国内物价温和回升、外贸保持韧性，近期政府债净融资增加，长端继续下行的动力减弱；经济修复仍待消费、投资和信用结构验证，债市维持低位震荡，配置重于追涨。中东冲突推升油价，叠加贸易紧张和核心通胀环比回升，美国通胀预期转强，美债中短端上行更明显，议息会议前快速转向宽松交易的依据不足。人民币在强势区间整理，美债上行尚未转化为持续贬值压力。后续重点看国内经济金融数据、央行中期工具续作及美联储利率决议和点阵图。

- **风险提示：**周度基金仓位为预估，存在偏差风险；政策落地不及预期；地缘政治局势超预期；上游成本压力超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1. 核心观点：油价仍是核心变量，复盘 2000 年以来国际油价经历过的四轮完整周期 5

1.1. 市场观点与资产配置建议 5
1.2. 全球大类资产回顾 6
1.3. 国内权益市场回顾 8

2. 利率及汇率跟踪 8

2.1. 资金面：偏松回归均衡 8
2.2. 利率债：物价与供给抬高下行门槛，长端维持低位震荡 9
2.3. 美债：通胀预期升温，中短端承压更明显 9
2.4. 汇率：人民币人民币强势区间整理 9

3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪 10

3.1. 能源跟踪 10
3.2. 黄金跟踪 12
3.3. 金属铜跟踪 14

4. 行业及主题 16

4.1. 行业高频跟踪 16
4.2. 主要指数及行业估值水平 18

5. 重要市场数据及流动性跟踪 19

5.1. 8 月出口韧性仍强 19
5.2. 8 月通胀：输入性影响再现 20
5.3. 9 月美联储加息门槛进一步下降，但年内是否继续加息仍不确定 21
5.4. 资金及流动性跟踪 23

6. 市场资讯 24

6.1. 海外市场资讯 24
6.2. 国内市场资讯 24
6.3. 政策面 25

7. 财经日历 25

8. 风险提示 26

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1 2000 年以来的国际油价变化 6
图 2 全球主要大类资产周度表现，% 7
图 3 中债美债周度表现，BP 7
图 4 申万一级行业周度涨跌幅，% 8
图 5 原油价格，美元/桶 11
图 6 天然气价格，美元/百万英热 11
图 7 美国原油产量与钻机数，万桶/天，台 11
图 8 美国燃料库存，百万桶 11
图 9 美国炼厂原油加工量及开工率，万桶/天，% 12
图 10 中国原油进口及炼厂加工量，万吨/天 12
图 11 美国汽油与原油现货价差，美元/桶 12
图 12 国内的成品油价差，元/吨，元/吨 12
图 13 美元指数与伦敦金现，美元/盎司 13
图 14 VIX 与金价，美元/盎司 13
图 15 10Y-2Y 美国国债利差，%，bps 13
图 16 10Y-2Y 中国国债利差，%，bps 13
图 17 中美国债收益率与金价，美元/盎司，% 13
图 18 CME FedWatch 对美联储降息概率预测 13
图 19 2000 年以来我国央行黄金储备，万盎司，美元/盎司 14
图 20 全球黄金 ETF 总持仓量，吨，% 14
图 21 金属铜价格，元/吨，美元/吨 15
图 22 铜精矿 25%Cu：远期现货综合指数，美元/千吨 15
图 23 铜精矿和电解铜库存，万吨 15
图 24 中国矿产粗铜产量，万吨 15
图 25 中国矿产粗铜和电解铜产量，万吨 15
图 26 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，% 15
图 27 中国电解铜和需求缺口，万吨 16
图 28 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手 16
图 29 SHFE 中国电解铜单边交易交割量，吨 16
图 30 上海平水铜、升水铜升贴水，元/吨 16
图 31 247 家钢厂高炉产能利用率，% 16
图 32 乘用车日均零售销量，辆 16
图 33 BDI 指数 17
图 34 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米 17
图 35 30 城新房成交面积，万平方米 17
图 36 14 城二手房成交面积，万平方米 17
图 37 主要行业高频数据 17
图 38 主要指数估值及分位数水平，% 18
图 39 各行业指数估值及分位数水平，% 18
图 40 以美元计价出口同比增速及进口同比增速， % 20
图 41 CPI 环比季节性，% 21
图 42 CPI 交通和通信环比季节性，% 21
图 43 PPI 石油开采加工、燃料加工当月同比，% 21
图 44 PPI 电子设备及耐用消费品当月同比，% 21
图 45 美国 CPI 数据拆分 23
图 46 两融余额，亿元，亿元 23

下载日志已记录，仅供内部参考

图 47 普通股票型、偏股混合型基金仓位，% 23
图 48 DR007、7 天期 OMO 利率，% 24
图 49 SHIBOR 3M，% 24
图 50 财经日历 25

下载日志已记录，仅供内部参考

1.核心观点：油价仍是核心变量，复盘 2000 年以来国际油价经历过的四轮完整周期

1.1.市场观点与资产配置建议

1）油价仍是核心变量，复盘 2000 年以来国际油价经历过的四轮完整周期。至 9 月 11 日当周，国际油价较之前一周大幅上涨超 9%，胡塞武装对沙特石油基础设施的袭击，“东西管道”的潜在破坏可能会危及沙特 300-400 万桶/天的原油出口。在国际油价上行的同时，当周 10 年美债收益率上涨 18BP 至 4.96%，历史复盘美债利率与国际油价走势正相关性较大，控制通胀与保持美债投资吸引力成为美联储利率决议的关键。复盘 2000 年以来国际油价的四轮完整周期走势，在开采技术进步和经济增速放缓背景下，整体油价的高点下移；但由于原油库存下降和部分永久产能的破坏，2026 年以来的油价重心有抬高趋势。从历史上来看，高油价通常会催生新的科技应用如互联网、页岩油、新能源等产业，反之新的科技革命对应的资本开支投入也会抬高资金成本。相较于原油的供应紧张，海外炼油产能瓶颈对于通胀的影响更大，关注具有海外炼油资源和受益于成品油出口的标的。长期而言，对于 AI 算力的投入和新的 AI 应用革命仍是投资主线，半导体的设备国产化进程确定，模型成本下降带来使用量的上升，关注需求量增长的确定性和价格的持续性。对于与商品价格关联度较高的标的，如农业、有色等，建议资源属性优先，叠加价格弹性。

2000 年以来，国际油价经历过四轮完整的周期。我们以布伦特每日交易的原油期货价格走势为复盘：

- 2001 年 11 月至 2008 年 12 月：布伦特油价从 2001 年 11 月的最低点 17.68 美元/桶开始启动，最终收于 2008 年 12 月的最低点 36.61 美元/桶，在 2008 年 7 月触及历史最高的 146.08 美元/桶。其中：中国于 2001 年 12 月 11 日正式加入世界贸易组织；2002-2008 年期间，全球 GDP 不变价年均同比增速为 4.31%。
- 2008 年 12 月至 2016 年 1 月：布伦特原油价格从 2008 年 12 月的最低点 36.61 美元/桶，期间反弹至 2011 年 4 月份的 126.65 美元/桶的区间高点，后回落至 2016 年 1 月的低点的 27.88 美元/桶。2009-2015 年期间，全球 GDP 不变价年均同比增速为 3.25%。
- 2016 年 1 月至 2020 年 4 月：布伦特原油价格从 2016 年 1 月的最低点 27.88 美元/桶，期间反弹至 2018 年 10 月的 86.29 美元/桶的区间高点，后回落至 2020 年 4 月的低点 19.33 美元/桶。2016-2019 年期间，全球 GDP 不变价年均同比增速为 3.42%，而 2020 年因为新冠疫情导致全球 GDP 同比下降 2.71%。
- 2020 年 4 月至 2025 年 12 月：布伦特原油价格从 2020 年 4 月的最低点 19.33 美元/桶，期间反弹至 2022 年 3 月的 127.98 美元/桶的区间高点，后回落至 2025 年 12 月的低点 58.92 美元/桶。2020-2025 年期间，全球 GDP 不变价年均同比增速为 2.98%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图1 2000 年以来的国际油价变化



资料来源：Wind，东海证券研究所

2）利率与汇率。资金面由偏松回归均衡：公开市场投放与到期基本持平，DR 回升、存单净融资增加。央行将在月中连续开展隔夜逆回购，体现对短期波动的精细管理。8 月国内物价温和回升、外贸保持韧性，近期政府债净融资增加，长端继续下行的动力减弱；经济修复仍待消费、投资和信用结构验证，债市维持低位震荡，配置重于追涨。中东冲突推升油价，叠加贸易紧张和核心通胀环比回升，美国通胀预期转强，美债中短端上行更明显，议息会议前快速转向宽松交易的依据不足。人民币在强势区间整理，美债上行尚未转化为持续贬值压力。后续重点看国内经济金融数据、央行中期工具续作及美联储利率决议和点阵图。

3）新的一周主要经济数据与展望。新的一周，市场关注点将集中在美联储的 9 月政策会议上，通胀高于预期使得加息预期有所上升，但我们认为市场也提前消化了 CPI 报告公布后美联储将加息 25 个基点的预期。美国的其他经济数据主要包括进口价格、零售销售和工业生产，预计 8 月份进口价格环比上涨、零售额预计增长、工业生产预计将略高于 7 月份的增幅。在欧洲，英国央行将公布利率决定，市场预计维持利率在 3.75%不变，但后期仍将加息。在德国，ZEW 经济景气指数预计将连续第五个月改善；与此同时，欧元区工业生产预计将出现六个月来的首次下降。在中国，将关注 8 月份的经济数据，包括工业生产、社会零售额、固定资产投资、新增人民币贷款等。在日本，关注日本央行的政策会议，由于持续的通胀压力，普遍预计将利率上调 25 个基点至 1.25%；此外关注日本 8 月份的贸易和通胀数据，预计核心通胀率稳定，而贸易逆差可能会扩大，进出口增长预计将放缓。

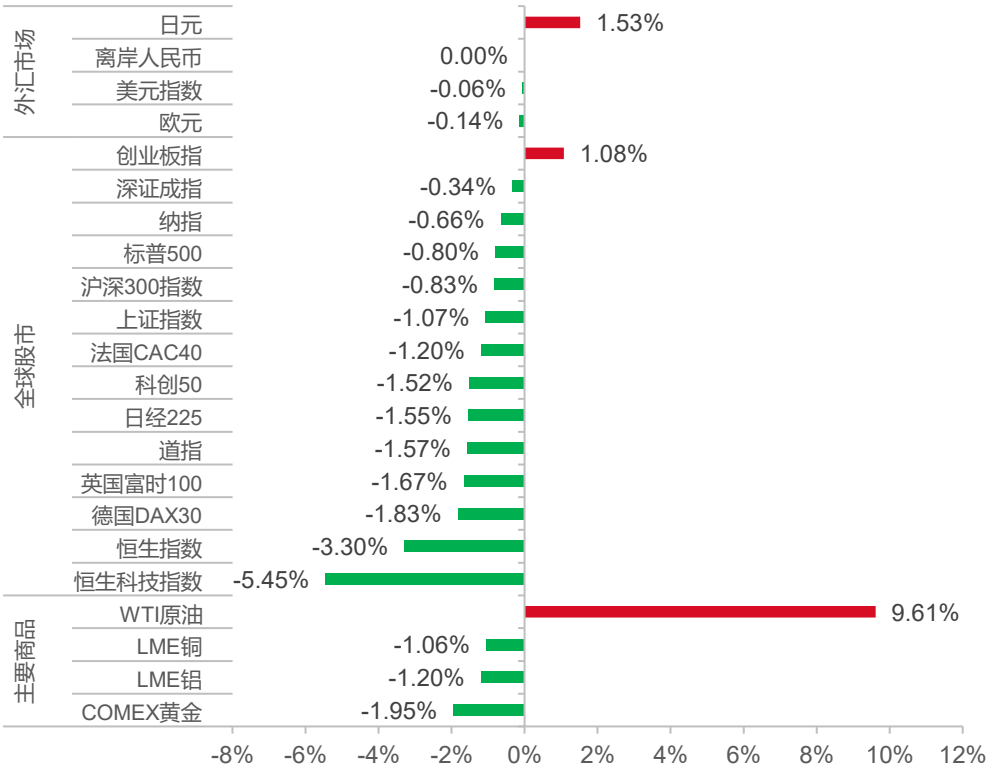
1.2.全球大类资产回顾

9 月 11 日当周，全球股市普遍收跌，但创业板指数收红；主要商品期货中原油上涨，黄金、铜、铝下跌；美元指数小幅下跌，人民币收平，欧元贬值，日元升值。1）权益方面：创业板指>深证成指>纳指>标普 500>沪深 300 指数>上证指数>法国 CAC40>科创 50>日经 225>道指>英国富时 100>德国 DAX30>恒生指数>恒生科技指数。国内来看，8 月通胀上行，油价、金价、铜价等输入性因素对通胀的影响再现，耐用消费品价格环比明显上涨，PPI 的结构分化仍然比较明显，黑色金属以及非金属加工价格的回稳，可能需要财政节奏以及政策性金融工具落地推动下，相关实物需求的回升。海外来看，能源价格上行带动 CPI 环比上行符合预期，核心服务环比超市场预期，除了酒店价格上涨外，教育和通信分项拉动了 CPI 环比 0.09pct，不过这大概率是短期波动，长期持续上涨的可能性较低。数据公布后，市场更多的是在交易“靴子落地”。超预期的 8 月通胀以及非农降低了美联储下周加息的门槛，同时

下载日志已记录，仅供内部参考

若不加息，反而容易使美联储的政策路径以及反应函数更加模糊，进而继续推动长债收益率上行。虽然 9 月加息确定性强，但年内是否继续加息仍存不确定性。2）美债长端收益率与美元同步走强，黄金当周小幅下跌；原油受中东地缘局势持续升级并向关键航运通道扩散影响，当周大幅上涨。3）工业品期货：南华工业品价格指数上涨，炼焦煤、水泥上涨，螺纹钢、混凝土下跌；高炉开工率环比小幅上涨；乘用车截至 9 月 6 日当周销量 3.51 万辆，环比-33.19%，同比-19.00%；BDI 环比下跌 3.34%。4）国内利率债收益率涨跌不一，全周中债 1Y 国债收益率下跌 0.45BP 至 1.2292%，10Y 国债收益率上涨 0.95BP 收至 1.6899%。5）美债收益率大幅上行。2Y 美债收益率当周上涨 26BP 至 4.63%，10Y 美债收益率上涨 18BP 至 4.96%；10Y 日债收益率上行 1.0BP 至 2.9200%。6）美元指数收于 99.09，周下跌 0.06%；离岸人民币对美元持平上周；日元对美元升值 1.53%。

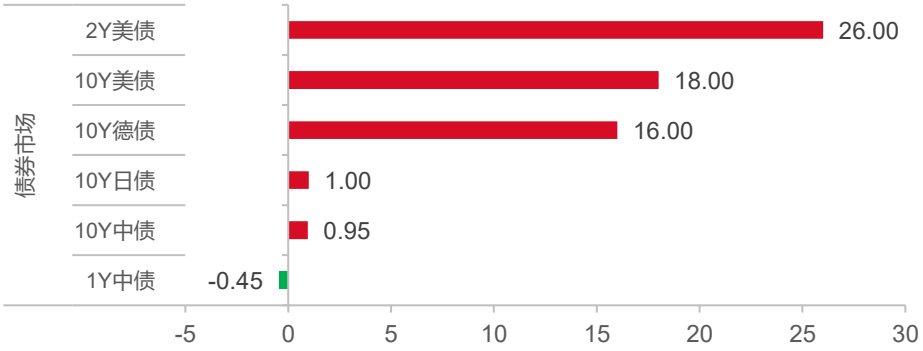
图2 全球主要大类资产周度表现，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

备注：美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升贬值。

图3 中债美债周度表现，BP



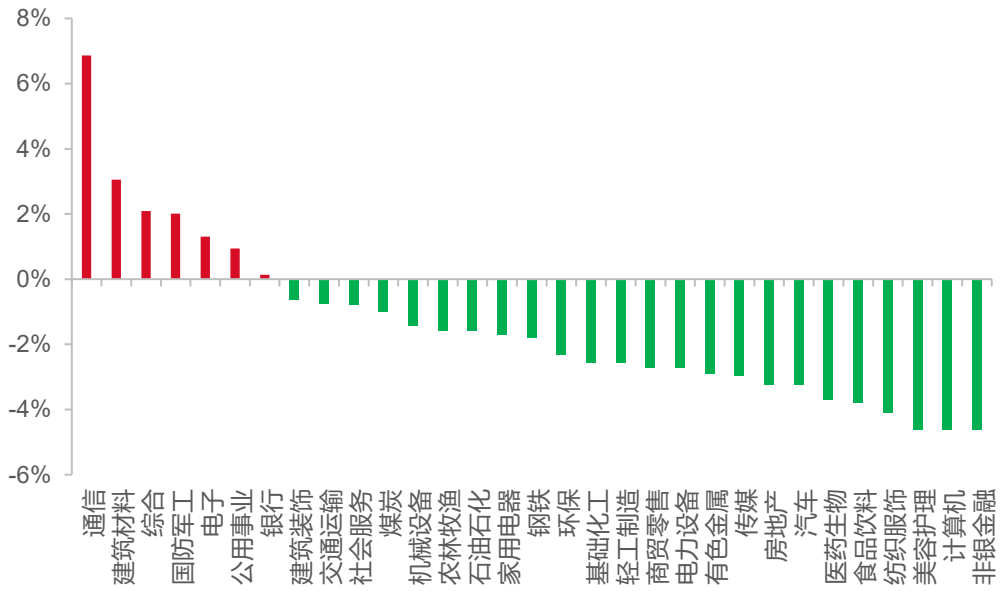
资料来源：同花顺，东海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至 9 月 11 日当周，风格方面，成长>金融>周期>消费，日均成交额为 18786 亿元（前值 19513 亿元）。申万一级行业中，共有 7 个行业上涨，24 个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为通信（+6.87%）、建筑材料（+3.05%）、综合（+2.09%）；跌幅靠前的行业为非银金融（-4.62%）、计算机（-4.61%）、美容护理（-4.61%）。

图4 申万一级行业周度涨跌幅，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所，9/7-9/11

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：偏松回归均衡

9 月 7 日至 11 日，7 天逆回购投放 85 亿元、到期 100 亿元，净回笼 15 亿元；3 个月买断式逆回购投放与到期均为 5000 亿元，全口径同样净回笼 15 亿元。9 月 11 日 DR001、DR007 分别为 1.42%、1.42%，较 9 月 4 日上行约 6bp、5bp，回到 1.40%的 7 天逆回购政策利率上方附近。数量基本平衡而价格抬升，说明月初偏松状态有所收敛。

央行操作仍以匹配需求为主。9 月 9 日 7 天逆回购为零，10 日、11 日分别恢复 30 亿元、40 亿元，公告继续强调全额满足一级交易商需求。央行 9 月 10 日预告于 14 日至 17 日开展隔夜逆回购，每日操作量不超过 6000 亿元。这是隔夜工具在月中场景的延续应用，有助于平滑税期等短期波动；每日上限不代表实际投放，更不能加总为中期净投放。

同业存单体现银行补负债需求。9 月 7 日至 11 日存单发行约 6594 亿元、到期约 4370 亿元、净融资约 2224 亿元。9 月 11 日 1M、3M、6M、1Y AAA 存单收益率分别为 1.42%、1.44%、1.46%、1.49%，较 9 月 4 日分别变化约+3bp、0bp、0bp、+1bp。中期流动性没有新增补充，存单净融资仍较多，短期限负债成本先行回升。判断资金面维持均衡，隔夜操作有助于限制短期波动，但不会自动带动 1M—1Y 负债成本下行。后续重点看月中 6 个月买断式逆回购对 5000 亿元到期量的续作安排，以及月内 6000 亿元 MLF 到期的对冲力度。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.利率债：物价与供给抬高下行门槛，长端维持低位震荡

国债短端小幅下行，中长端略有回升。9 月 11 日 1M、3M、6M、1Y 国债收益率分别为 1.12%、1.20%、1.21%、1.23%，较 9 月 4 日分别变化约 0bp、-1bp、-2bp、-0.45bp；5Y、10Y、30Y 分别为 1.42%、1.69%、2.15%，分别上行约 2bp、1bp、1bp。10 年期仍在 1.70%附近拉锯，30 年期没有延续快速下行，表现更接近低位震荡。

国内物价和外贸数据削弱了单边做多的依据。8 月 CPI 同比上涨 0.8%、核心 CPI 上涨 1.0%，PPI 同比上涨 3.8%，CPI 与 PPI 环比均上涨 0.4%。能源价格是重要推动因素，价格修复有所增强，但不能据此认定终端需求已经全面改善。人民币计价的 8 月出口、进口分别同比增长 18.6%、21.7%，外贸保持韧性，对增长预期构成支撑；进口金额增长仍需与价格因素区分，不能直接等同于内需实物量同比例回升。

供给端也较月初增加。9 月 7 日至 11 日政府债发行约 4215 亿元、偿还约 910 亿元、净融资约 3305 亿元，高于 8 月 31 日至 9 月 4 日的约 1990 亿元。融资供给增加叠加资金价格回归，长端进一步下行需要更强的基本面证据。当前仍按低位震荡处理，以票息和配置为主，追涨的性价比有限。9 月中旬将公布的经济数据将验证生产、消费、投资和地产的修复程度，金融数据则重点区分政府债贡献与居民、企业中长期贷款需求；外贸和价格改善尚不足以替代内需及信用结构的验证。

2.3.美债：通胀预期升温，中短端承压更明显

美债收益率全线上行，1—5 年上行幅度大于超长端。9 月 11 日 1M、3M、6M、1Y 美债收益率分别为 3.93%、4.07%、4.12%、4.35%，较 9 月 4 日分别上行 14bp、16bp、14bp、22bp；2Y、5Y、10Y、30Y 分别为 4.63%、4.78%、4.96%、5.35%，分别上行 26bp、24bp、18bp、11bp。2 年期上行幅度最大，10 年与 2 年利差由 41bp 收窄至 33bp，曲线呈熊市趋平特征，市场对政策利率维持高位的担忧上升。

通胀数据没有提供快速转向宽松交易的条件。美国 8 月 CPI 环比上涨 0.4%，高于 7 月的 0.1%；核心 CPI 环比上涨 0.3%，高于 7 月的 0.2%。汽油价格上涨 3.9%，贡献超过三分之一的整体月度涨幅。尽管核心 CPI 同比降至 2.4%，环比回升仍提示价格压力尚未稳定消退。8 月 PPI 环比上涨 0.4%、同比上涨 5.4%，其中商品价格环比上涨 1.1%，服务价格上涨 0.1%，生产端压力更多来自商品；扣除食品、能源和贸易服务后环比仍上涨 0.3%。

通胀预期转强的直接触发是中东冲突持续带来的能源涨价。9 月 9 日布伦特原油重回每桶 100 美元上方，推高市场对后续汽油和运输成本的担忧；这与 8 月汽油涨价已经拉动 CPI 形成衔接，市场担心能源冲击继续传导，而非仅在交易过去一个月的数据。同时，核心 CPI 环比加快、住房价格环比由 0.1%升至 0.3%，使能源冲击之外的价格压力也难以忽视。9 月密歇根大学调查初值中，一年期通胀预期由 4.0%跳升至 4.6%，长期预期仅由 3.3%微升至 3.4%；调查指出燃料价格反弹和贸易紧张加重居民对生活成本的担忧。

预计美债短期仍承压，核心通胀同比放缓不足以抵消环比回升和商品价格压力。9 月 15 日至 16 日 FOMC 会议及经济预测是下一关键节点，重点看点阵图、通胀预测和对价格持续性的判断。

2.4.汇率：人民币人民币强势区间整理

人民币由持续走强转为窄幅整理。9 月 11 日离岸人民币为 6.7081，较 9 月 4 日小幅贬值约 2 点；美元指数为 99.0901，回落 0.0649。人民币前期升值节奏放缓，6.7000 附近进入反复消化阶段。外贸韧性为人民币供求提供基本面支撑。美债收益率明显上行而人民币基本稳定，表明美元利率压力尚未转化为持续贬值压力。后续重点看美联储决议后美元方向，

下载日志已记录，仅供内部参考

以及国内经济金融数据对增长和人民币资产预期的验证。美元利率高位会增加人民币短期波动，但在现有汇率表现下，外部压力仍可控。

3.原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1.能源跟踪

截至 9 月 11 日当周，WTI 油价周内震荡上行，于周五收于 100.05 美元/桶，较上周同期上涨 9.4%。截至 2026 年 9 月 4 日当周，美国原油产量为 1394.7 万桶/天，同比增长 45.2 万桶/天。美国炼厂吞吐量为 1758.6 万桶/天，开工率 97.8%。美国工作钻机数量或实现走势反转，2026 年 9 月 11 日当周，美国钻机数 591 台，较去年同期增长 52 台；其中采油钻机数 459，较去年同期增长 34 台。

欧盟重申继续加码对俄制裁，能源涨价未改既定方向。欧盟 9 月 10 日表示，将继续制裁与俄军工复合体关联企业、与俄支付系统挂钩的机构及影子船队；中东冲突升级推升能源价格，普氏 9 月 10 日评估即期布伦特 120.31 美元/桶，8 月底尚不足 90 美元/桶。欧盟 7 月通过第 21 轮制裁包，涉及俄境内外部分炼厂、船只及贸易商，已致俄损失约 5000 亿欧元。美国曾在 3—6 月豁免部分对俄制裁，乌拉尔原油贴水一度收窄至 4 月 14 日的 17.65 美元/桶，9 月 10 日重回 22.05 美元/桶；欧洲入冬前库存低于去年，TTF 月前合约升至 82.115 欧元/兆瓦时、为 2022 年 12 月以来最高。制裁收紧供给叠加补库偏慢，或继续支撑油气价格。

地缘冲突推动美国柴油基准创新高。9 月 9 日美湾超低硫柴油评估价 4.816 美元/加仑，单日涨 24.07 美分，创 2006 年 5 月以来新高；NYMEX 10 月合约收于 4.801 美元/加仑，创 2022 年 4 月以来新高。美湾出口超低硫柴油、取暖油及中西部 Group 3 管道柴油同步刷新纪录，分别升至 444.41、448.45 和 479.10 美分/加仑；美湾超低硫柴油对 WTI 裂解价差升至 98.352 美元/桶。涨价源于美军击毁 5 艘伊朗油轮后伊朗的报复袭击，而美国炼厂开工率已达 98%，8 月出口创 5420 万桶纪录。大西洋沿岸库存降至 1843 万桶、为 2014 年以来最低，叠加供应商 9 月起 75 天检修，区域馏分油供应难缓解。

11 月交付山东的俄罗斯 ESPO 原油溢价升破 20 美元/桶，中国买家竞购有限船货。报价自 9 月初对 ICE 布伦特的约 4~5 美元/桶，升至 9 月 9 日 DES 山东的 15~16 美元/桶并突破 20 美元/桶；普氏 9 月 10 日评估 ESPO CFR 北亚 105.01 美元/桶，前高为 4 月 30 日的 110.03 美元/桶。大型买家吸纳大部分 ESPO 及少量 Sokol 与 Sakhalin Blend 船货，留给小型地炼的货量有限。山东地炼 8 月进口 ESPO 约 320 万吨，俄油总进口 442 万吨、环比增 38.8%，1—8 月累计 3782 万吨、同比增 63.6%。因伊朗现货减少，部分地炼 10 月原料覆盖不足，折价货源收缩迫使地炼转向替代原油，成本趋升。

欧盟入冬前储气率明显低于往年，欧洲燃气协会呼吁以系统韧性替代指令性储气目标。截至 9 月 7 日，欧盟储气库填充率 67.1%，低于 2025 年同期的 79.5%和 2024 年的 92.8%；普氏 9 月 8 日评估荷兰 TTF 月前合约 76.20 欧元/兆瓦时（88.65 美元/兆瓦时），为 2022 年 12 月以来最高。欧洲燃气协会认为，库存偏低需密切监测，而储气填充强制目标、甲烷排放规则等监管负担正削弱欧洲高效管理供应与签约新气量的能力。该协会同时指出，欧洲天然气需求已显著下降、LNG 再气化能力扩大、基础设施已适配新的供应流向，但寒潮或新的供应中断仍可能引发价格飙升，欧亚对 LNG 货源的竞争或使冬季气价维持高位。

道达尔能源及合作伙伴计划未来五年在安哥拉投资 100 亿美元，并获取新的勘探区块。公司 9 月 9 日在安哥拉油气会议上披露，其在安哥拉产量约 45 万桶/日，约占该国 100 万桶/日总产量的近一半，并持有 17 区块 38%作业权益、32 及 17/06 区块各 30%权益。9 月 10 日公司宣布 17 区块 Acacia-5 新发现，拟借助 Pazflor 浮式生产储卸油装置富余产能快速投产，预计 9 月出油、产量约 6000 桶/日；同日与安哥拉国家油气局签约，取得下刚果盆地

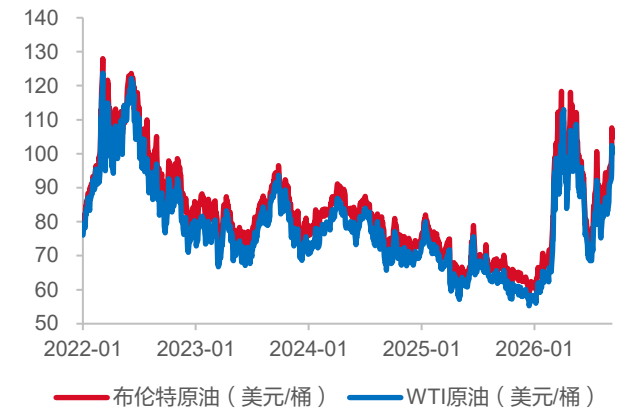
下载日志已记录，仅供内部参考

17/25 和 32/21 区块 40%作业权益。两区块邻近其现有 6 座浮式装置作业区，可依托既有设施降低开发成本，反映高油价与中东供应风险下西非深水项目重获投资优先级。

油价判断：红海海域航运再次受阻，油价高位震荡。短期俄乌方面地缘政治因素影响边际减弱，欧美加强对俄罗斯制裁，美国工作钻机数或实现反转，预计短期布伦特原油将在 70~110 美元/桶区间震荡运行，短期内需关注美联储政策利率预期、特朗普政府突发政策变动、美伊冲突持续时间引起的油价波动风险。目前，油价上行动能较大，建议关注整体产能较新，乙烯成本具备比较优势的卫星化学、万华化学，上游资源标的中国石油、广汇能源。

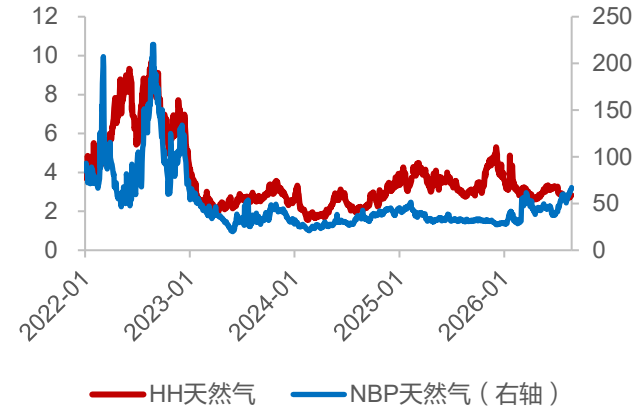
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图5 原油价格，美元/桶



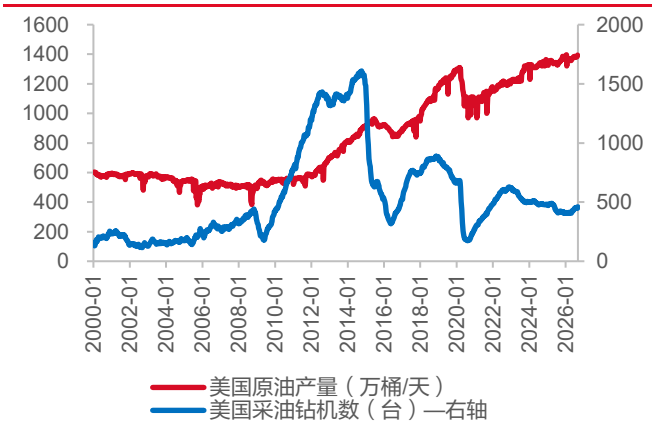
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 天然气价格，美元/百万英热



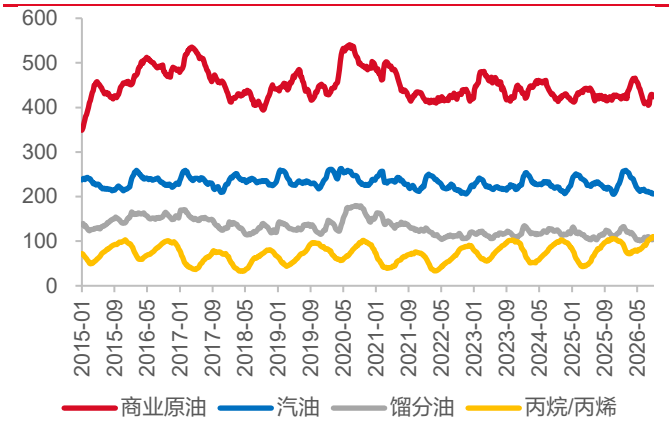
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 美国原油产量与钻机数，万桶/天，台



资料来源：EIA，东海证券研究所

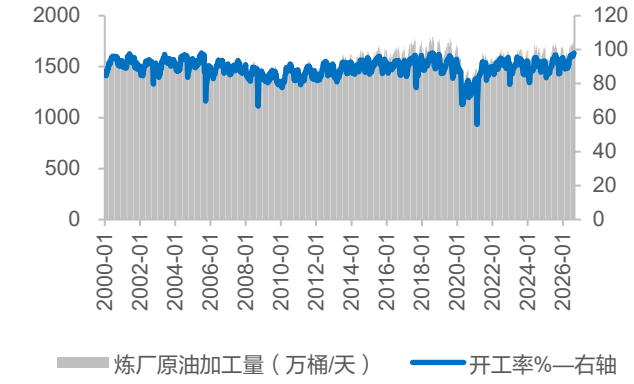
图8 美国燃料库存，百万桶



资料来源：EIA，东海证券研究所

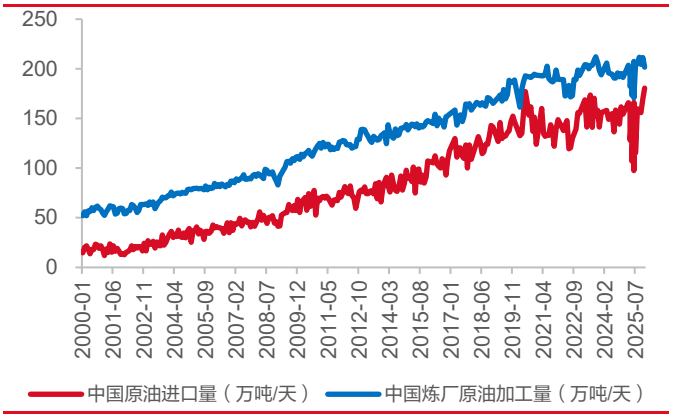
下载日志已记录，仅供内部参考

图9 美国炼厂原油加工量及开工率，万桶/天，%



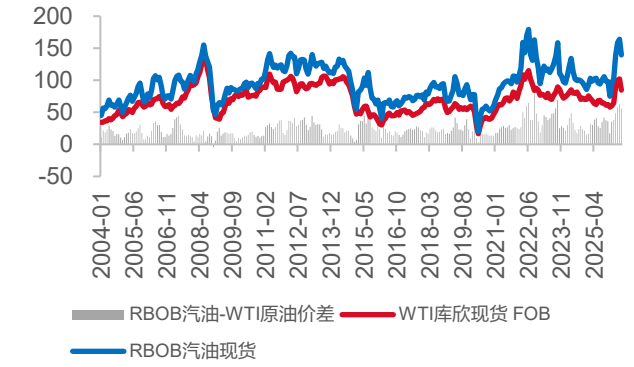
资料来源：EIA，东海证券研究所

图10 中国原油进口及炼厂加工量，万吨/天



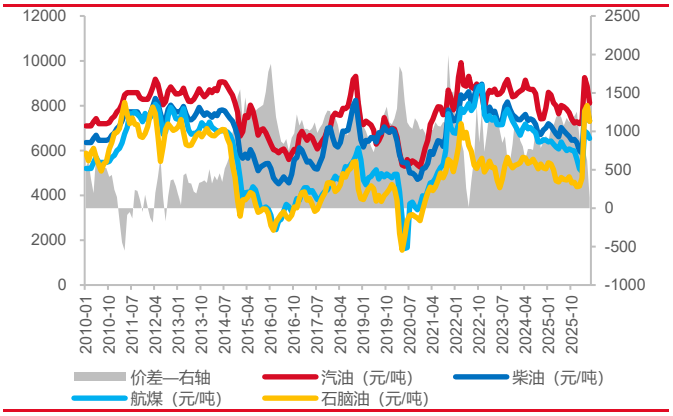
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图11 美国汽油与原油现货价差，美元/桶



资料来源：EIA，东海证券研究所

图12 国内的成品油价差，元/吨，元/吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

注：价差 = 0.2*石脑油+0.3*柴油+0.2*汽油+0.1*航空煤油-原油*VAT*汇率（未考虑副产品和除增值税外各项税）

3.2.黄金跟踪

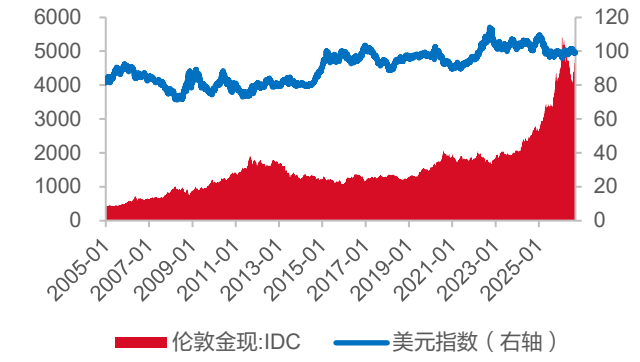
美国通胀超预期，加息预期大幅增强，金价周内震荡走低。截至 2026 年 9 月 11 日当周，伦敦金现在周五收于 4347.52 美元/盎司，较上周同期下跌 1.87%。**美国三大股指周内震荡下跌，美元指数维持在 100 点下方。8 月我国央行继续增持黄金储备 65 万盎司。**美国 8 月未季调 CPI 同比上涨 3.4%，符合市场预期，环比上涨 0.4%，季调后核心 CPI 环比上涨 0.3%，高于市场预期的 0.2%。美国 8 月 PPI 同比上涨 5.4%，高于市场预期的 5.3%。黄金 SPDR 持有量略有下跌，中日矛盾、美国贸易协定、俄乌冲突等仍存在较大不确定性。**长期来看，美元及美债的避险属性被削弱，黄金避险需求凸显，美元长期贬值预期较强，黄金长期投资价值仍然坚挺。**

美债利率大幅走高，中债利率同向微涨。截至 9 月 11 日，10Y 美债利率较上周同期上行 18bp 收于 4.96%，截至 9 月 11 日 10Y 中美利差倒挂值走阔至 327.01bp。9 月 11 日中国 10Y 国债利率本周最终报收 1.6899%较上周同期微涨 0.95bp。8 月，我国制造业 PMI 为 49.8%，较前值改善 0.6 个百分点；美国 8 月制造业 PMI 为 54.6%，继续维持景气。

金价判断：以原油为首的工业大宗商品价格维持高位，美伊冲突持续进行。虽然美联储加息预期持续走强，短期对金价形成较强压力。美国持续挑起全球贸易争端但中美贸易摩擦预期缓和，俄乌冲突预计边际缓和，美国化债不利，押注美元指数未来走低，建议逢低买入。

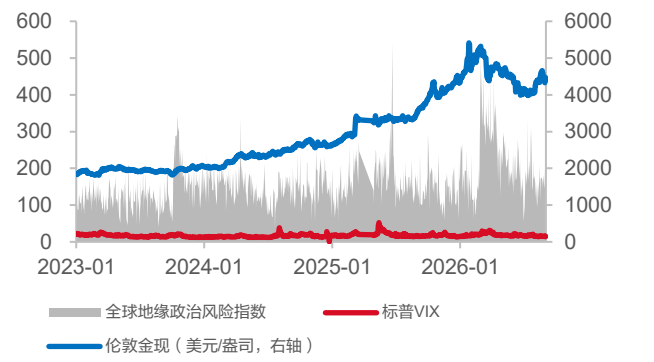
下载日志已记录，仅供内部参考

图13 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



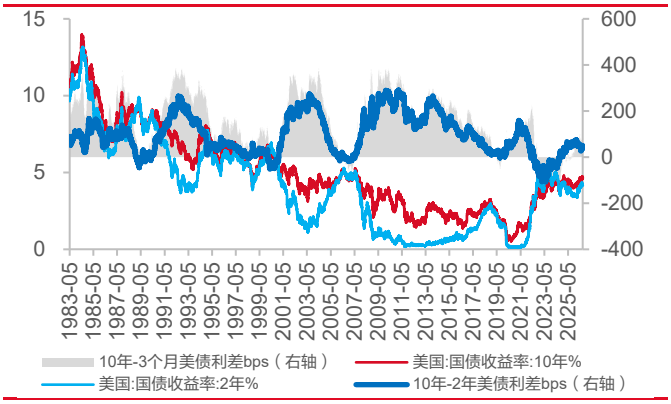
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 VIX 与金价，美元/盎司



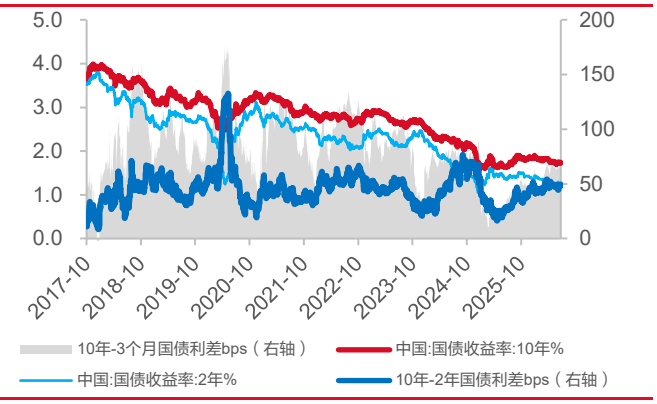
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 10Y-2Y 美国国债利差，%，bps



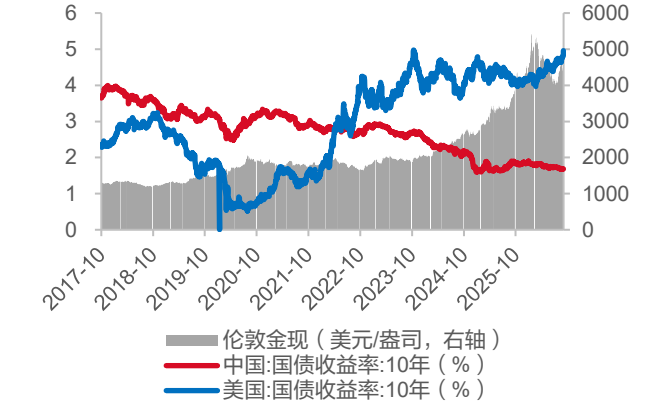
资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 10Y-2Y 中国国债利差，%，bps



资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 中美国债收益率与金价，美元/盎司，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

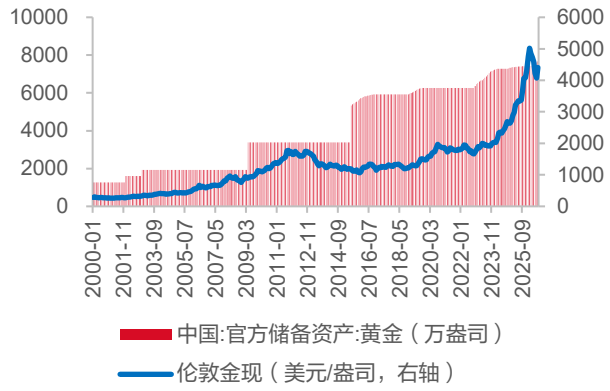
图18 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/9/16	12.7%	87.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
2026/10/28	6.5%	51.0%	42.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	2.3%	22.1%	48.0%	27.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	1.4%	14.4%	37.9%	35.6%	10.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.6%	6.8%	24.2%	36.9%	25.2%	6.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.4%	5.1%	19.4%	33.4%	28.5%	11.5%	1.7%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.3%	3.6%	14.9%	29.0%	30.0%	16.8%	4.8%	0.5%	0.0%
2027/7/28	0.3%	3.3%	13.7%	27.5%	29.9%	18.2%	6.1%	1.0%	0.1%
2027/9/15	0.2%	3.1%	13.1%	26.7%	29.7%	18.9%	6.8%	1.3%	0.1%
2027/10/27	0.2%	3.1%	13.1%	26.7%	29.7%	18.9%	6.8%	1.3%	0.1%
2027/12/8	0.5%	3.9%	14.2%	26.9%	28.9%	18.0%	6.4%	1.2%	0.1%

资料来源：CME，东海证券研究所

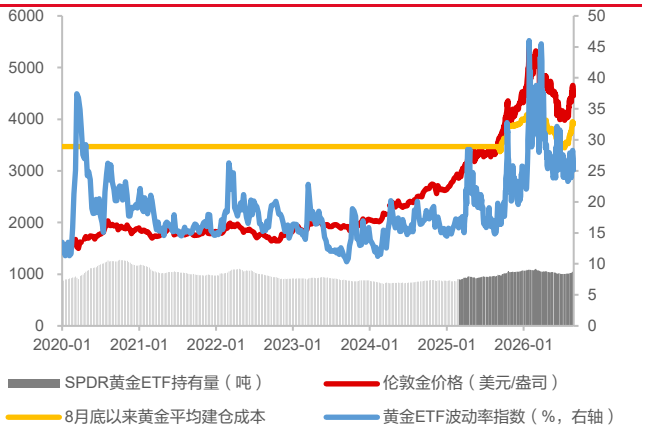
下载日志已记录，仅供内部参考

图19 2000 年以来我国央行黄金储备，万盎司，美元/盎司



资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 全球黄金 ETF 总持仓量，吨，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.3.金属铜跟踪

2026 年，金属精炼铜价格震荡上行，9 月 11 日当周，SHFE 电解铜连续合约结算平均价格为 110770 元/吨，较上一周环比增长 1.4%，价格与去年同比增长 38.5%；LME 伦铜 3 个月合约结算价为 14477.8 美元/吨。9 月 11 日当周，我国铜精矿干净料（25%Cu）远期现货综合价格指数约为 4009 美元/干吨。上海和伦敦电解铜价格主要受到全球铜矿供应偏紧以及市场对后续供应不足的担忧支撑。近期 LME 铜价创下历史新高，矿端产量下降和铜精矿供应紧张继续推高原料价格；市场仍存在提前备货和供应分流预期，进一步强化了铜市场的偏强情绪。

2026 年 9 月 11 日当周，电解铜现货库存为 9.73 万吨，较上周环比下跌 9.2%，铜精矿港口库存约为 64.4 万吨，环比上升 11%。铜精矿港口库存较上周上升，主要是前期到港货物陆续入库，而冶炼厂采购和提货速度相对有限。近期铜精矿供应虽然整体偏紧，但部分船期集中到港，使港口库存阶段性增加；同时，冶炼端在加工费持续低位的情况下采购相对谨慎，库存消化速度有所放缓，因此港口库存出现回升。

2026 年 7 月，我国电解铜产量约为 113.88 万吨，环比下降 0.6%，同比下降 4.7%。2026 年 6 月，我国电解铜年化平均产能为 1698 万吨，产能利用率为 78.5%。2026 年 7 月我国电解铜产量和需求缺口约为 29.64 万吨。我国电解精炼铜需求缺口扩大。

2026 年 9 月 11 日当周，我国 SHFE 电解铜持仓量为 221196.2 手，环比上升 3.5%；成交量为 227002.4 手，环比上升 26.2%，当周 SHFE 电解铜单边持仓量和交易量均较上周增加，主要是铜价持续走强，市场对供应偏紧的预期有所升温，资金参与积极性提高。随着铜价不断走高，市场关注度增加，部分资金选择进场布局，带动持仓量上升。同时，价格波动加大也提升了短线交易机会，市场成交更加活跃，推动交易量同步增长。整体来看，资金参与度提升和市场情绪偏强是当周成交量、持仓量同时增加的主要原因。

当周，铜价继续维持高位运行，矿端供应偏紧、铜精矿供应下降以及美国潜在关税带来的供应分流仍对价格形成支撑，LME 铜价本周一度创下历史新高。短期来看，铜市场供给偏紧的逻辑仍然较强，价格预计维持高位震荡偏强，但当前铜价处于历史高位，下游对高价的接受度有限，且近期油价上涨推高全球通胀和利率预期，美元走强可能对铜价形成压制。后续需重点关注矿端供应变化、美国关税政策以及高铜价对下游需求的抑制，若供应端没有明显改善，铜价仍有较强支撑，但短期波动可能加大。美伊冲突仍存在较大不确定性，注意关注我国进口依存度较大品种，如硼、锶、铬等。

下载日志已记录，仅供内部参考

图21 金属铜价格，元/吨，美元/吨



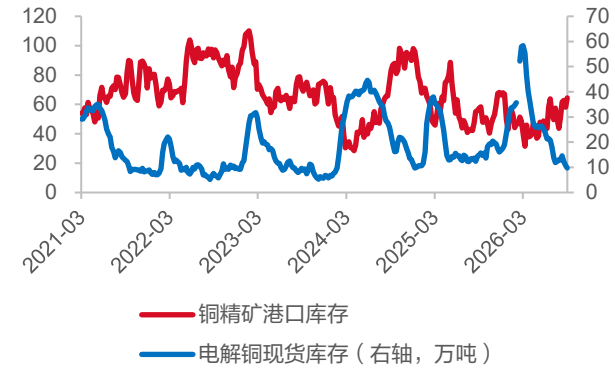
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿 25%Cu：远期现货综合指数，美元/干吨



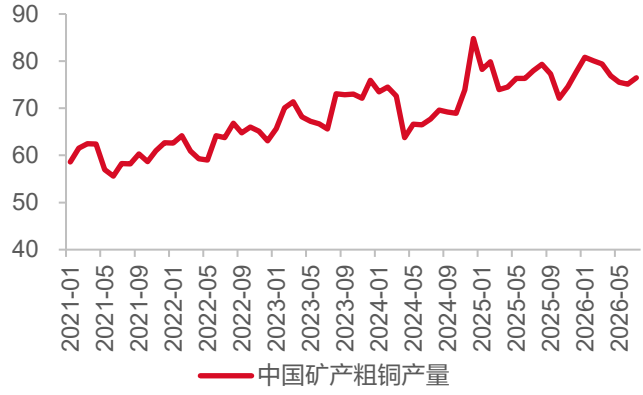
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图23 铜精矿和电解铜库存，万吨



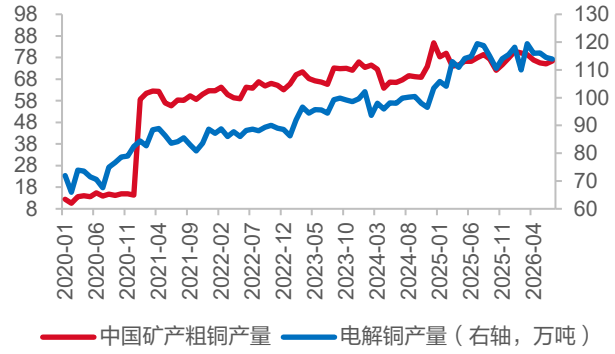
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图24 中国矿产粗铜产量，万吨



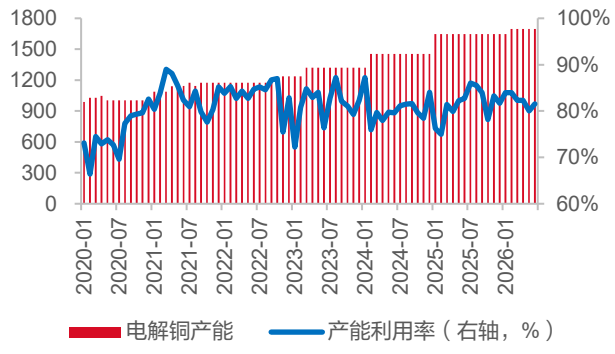
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国矿产粗铜和电解铜产量，万吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

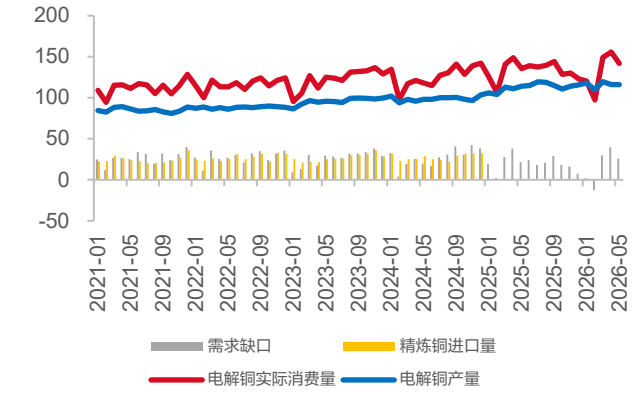
图26 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

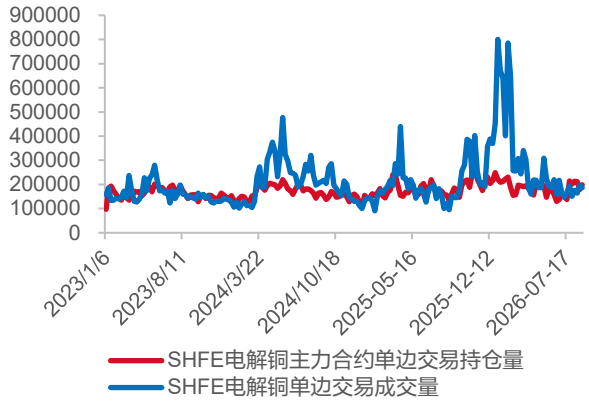
下载日志已记录，仅供内部参考

图27 中国电解铜和需求缺口，万吨



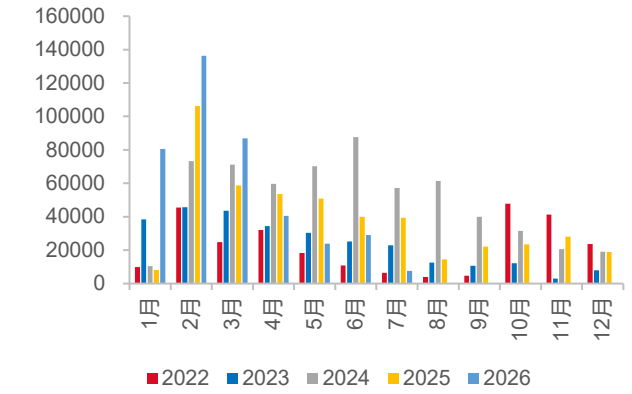
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图28 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



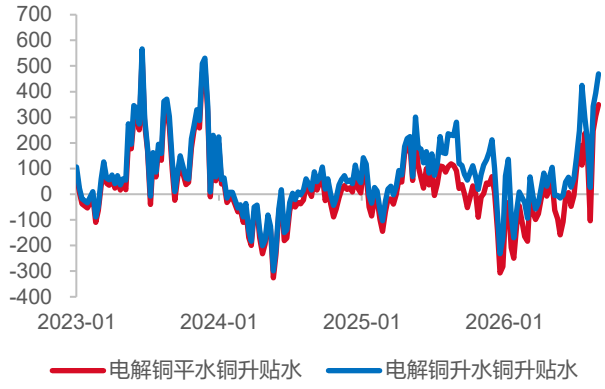
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图29 SHFE 中国电解铜单边交易交割量，吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图30 上海平水铜、升水铜升贴水，元/吨

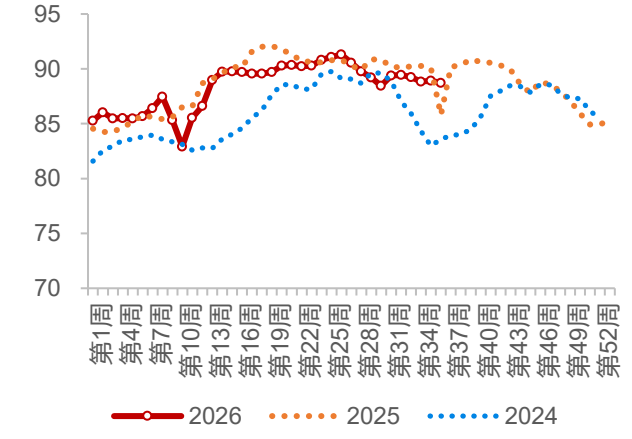


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

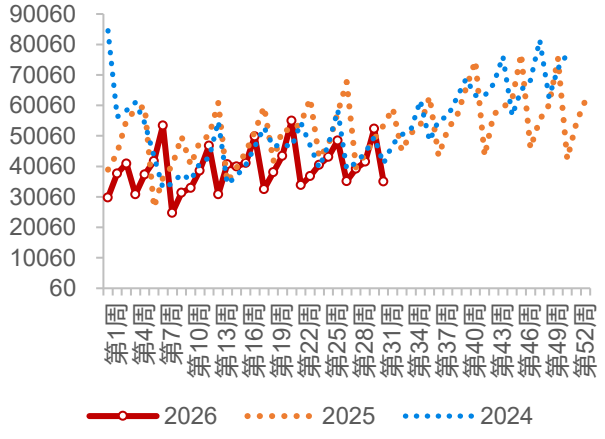
4.1.行业高频跟踪

图31 247 家钢厂高炉产能利用率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

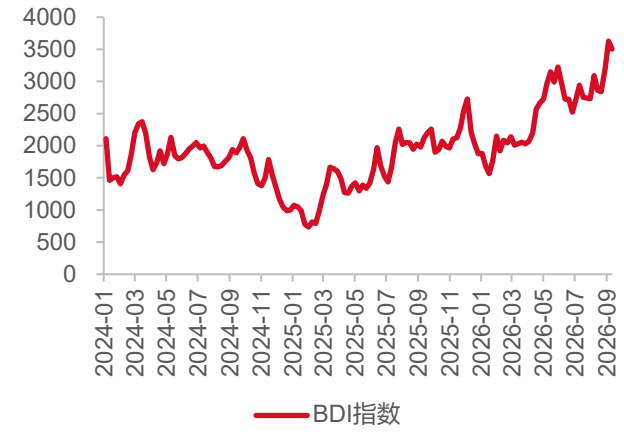
图32 乘用车日均零售销量，辆



资料来源：同花顺，东海证券研究所

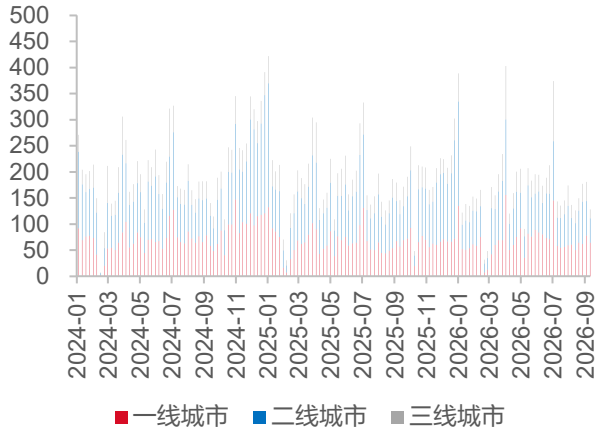
下载日志已记录，仅供内部参考

图33 BDI 指数



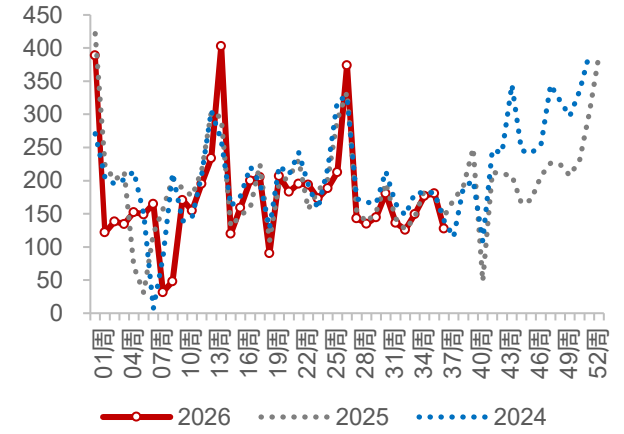
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图34 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



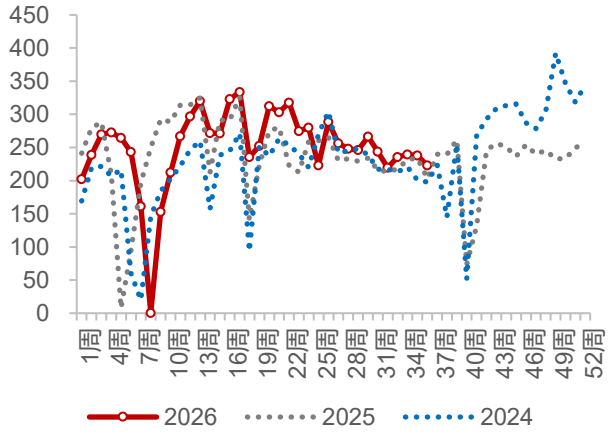
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图35 30 城新房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图36 14 城二手房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图37 主要行业高频数据

大类	指标名称	环比(%)/环比变化(pct)	同比(%)/同比变化(pct)	单位	9/11	9/4	8/28	8/21	8/14	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	-29.35	-12.18	万平方米	128	181	177	150	126	
	一线城市	-16.96	13.94	万平方米	64	78	62	64	50	
	二线城市	-30.01	-25.66	万平方米	46	66	81	62	52	
	三线城市	-54.09	-36.08	万平方米	17	37	34	24	24	
消费出行	国内航班执飞	-6.17	0.50	架次	90480	96426	106192	109758	104239	
	国际航班执飞	-2.52	3.09	架次	12547	12871	13201	13363	12947	
	电影票房	-38.55	10.55	万元	41718	67893	114659	167857	126070	
	观影人次	-41.39	4.26	万人次	1038	1771	3012	4431	3391	
外需	BDI指数	-3.34	64.96	/	3507	3628	3186	2841	2863	
	CCFI指数	1.37	65.48	/	1862	1837	1834	1822	1847	
物价	南华工业品价格指数	2.16	16.68	/	4196	4107	3975	3953	3862	
	螺纹钢	-1.36	0.32	元/吨	3117	3160	3109	3038	3019	
	水泥价格指数	1.96	-8.86	/	93.35	91.56	91.81	91.73	91.96	
	南华农产品指数	-1.31	-1.82	/	1073	1087	1085	1080	1065	
	猪价	-0.92	-18.51	元/公斤	16.20	16.35	16.25	16.18	15.77	
	7种重点水果	-2.38	-2.96	元/公斤	6.55	6.71	6.58	6.79	7.01	
	鸡蛋	1.57	38.36	元/公斤	11.00	10.83	10.92	10.68	10.21	
	28种重点蔬菜	0.43	-7.50	元/公斤	4.69	4.67	4.57	4.66	4.58	
生产开工率	PTA	4.09	-6.23	%	68.72	64.63	60.34	57.73	48.39	
	纯碱	-3.68	-15.50	%	71.79	75.47	80.44	78.31	76.15	
	浮法玻璃	-0.30	-9.12	%	66.89	67.19	67.24	66.85	66.55	
	江浙织机	0.13	-10.18	%	52.24	52.11	51.93	51.78	50.87	
	半钢胎	0.43	-7.93	%	65.53	65.10	65.34	65.74	64.32	
	全钢胎	-0.39	-2.06	%	63.53	63.92	63.71	62.79	63.01	

资料来源：同花顺，东海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2.主要指数及行业估值水平

主要指数估值（PE）分位数水平：创业板 50<创业板指<中证 1000<中证 500<上证 50<上证 180<沪深 300<科创 50。

图38 主要指数估值及分位数水平，%

指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
创业板 50	19.72	32.18	54.86	6.08
创业板指	24.13	37.95	62.43	5.56
中证 1000	50.36	42.72	37.44	2.35
中证 500	65.27	32.56	59.17	2.35
上证 50	65.56	10.80	44.77	1.23
上证 180	67.01	11.54	33.54	1.22
沪深 300	69.46	13.51	38.52	1.43
科创 50	77.04	131.43	83.84	7.13

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

主要行业估值（PE）分位数水平：周期：有色金属<环保<交通运输。消费：农林牧渔=商贸零售<美容护理。高端制造：电力设备<家用电器<国防军工。科技：通信<传媒<电子。金融（PB）：房地产<非银金融<银行。

图39 各行业指数估值及分位数水平，%

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
周期	有色金属	9.96	17.80	64.43	3.20
	环保	37.65	31.08	12.17	1.58
	交通运输	39.08	18.56	10.23	1.29
	公用事业	43.81	21.63	33.24	1.74
	石油石化	44.21	13.37	68.62	1.36
	基础化工	70.37	30.32	66.75	2.24
	建筑装饰	71.18	15.56	0.99	0.70
	钢铁	79.58	77.37	35.33	0.96
	煤炭	84.49	19.27	79.47	1.80
	建筑材料	99.25	169.15	27.59	1.65
消费	农林牧渔	0.00	-138.64	9.04	2.43
	商贸零售	0.00	-95.41	25.50	1.70
	美容护理	8.05	30.97	0.46	2.34
	食品饮料	14.64	21.32	4.34	3.43
	纺织服饰	28.76	26.81	5.78	1.68
	社会服务	56.46	56.40	3.76	2.56
	医药生物	65.88	42.63	4.95	2.65
	轻工制造	91.86	67.37	14.33	1.98
高端制造	电力设备	31.18	45.86	37.34	2.77
	家用电器	51.14	18.15	20.64	2.38
	国防军工	52.33	78.06	76.08	3.82
	汽车	63.81	28.96	21.24	1.97
	机械设备	76.32	51.12	79.15	3.28

下载日志已记录，仅供内部参考

科技	通信	28.66	32.14	68.97	2.90
	传媒	49.59	50.22	20.21	2.30
	电子	69.88	65.06	98.09	7.36
	计算机	73.24	114.20	26.33	3.72
金融地产	房地产	0.00	-4.83	9.67	0.84
	非银金融	0.22	7.79	6.01	1.20
	银行	94.10	7.37	28.97	0.70

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

5.重要市场数据及流动性跟踪

5.1.8 月出口韧性仍强

9 月 8 日，海关总署发布 2026 年 8 月外贸数据。2026 年 8 月，以美元计价，出口金额同比 25.0%，前值 23.9%；进口金额同比 28.2%，前值 27.6%；贸易差额 1190.85 亿美元，较去年同期增加 180.79 亿美元。

出口整体仍强。8 月出口金额 4014.41 亿美元，单月规模再度突破 4000 亿；环比 0.9%，高于近 4 年同期均值-0.36%，略强于季节性，推动出口同比回升至 25.0%。从支撑结构上看，一方面 AI 产业链的贡献整体仍然较强，同步性较高的韩国 8 月半导体出口增速也高达 206.08%；另一方面，劳动密集型产品出口增速低基数下也延续回升。

AI 带动下，全球制造业景气度仍处较高水平。从外需来看，8 月，摩根大通全球制造业 PMI 为 52.3%，较 7 月回落了 0.2%，但仍处于荣枯线上方。发达国家制造业景气度水平仍高，日本制造业 PMI、欧元区制造业 PMI 分别回升 0.4 个、0.8 个百分点至 54.9%、52.7%。美国 ISM 制造业 PMI 回落 1.0 个百分点至 54.6%，但仍处于高位。

对美国出口增速大幅回升，对东盟出口的贡献较大。8 月低基数下对美国出口增速大幅回升 17.35 个百分点至 34.4%（去年 8 月同比增速由-21.67%降至-33.12%）；对欧盟、东盟、日本出口增速较 7 月分别回落 9.34、8.15、5.77 个百分点至 6.61%、30.21%、8.24%，其中对东盟出口增速仍处偏高水平，而欧盟方面需关注贸易限制措施是否会升级。从拉动的角度来看，美日欧东盟拉动 10.17%，其中东盟贡献最大，拉动 5.38%；其他地区拉动了 14.67%，非洲出口增速较 7 月回升了 12.7 个百分点至 30.9%，对出口的拉动也提升了 0.7 个百分点。

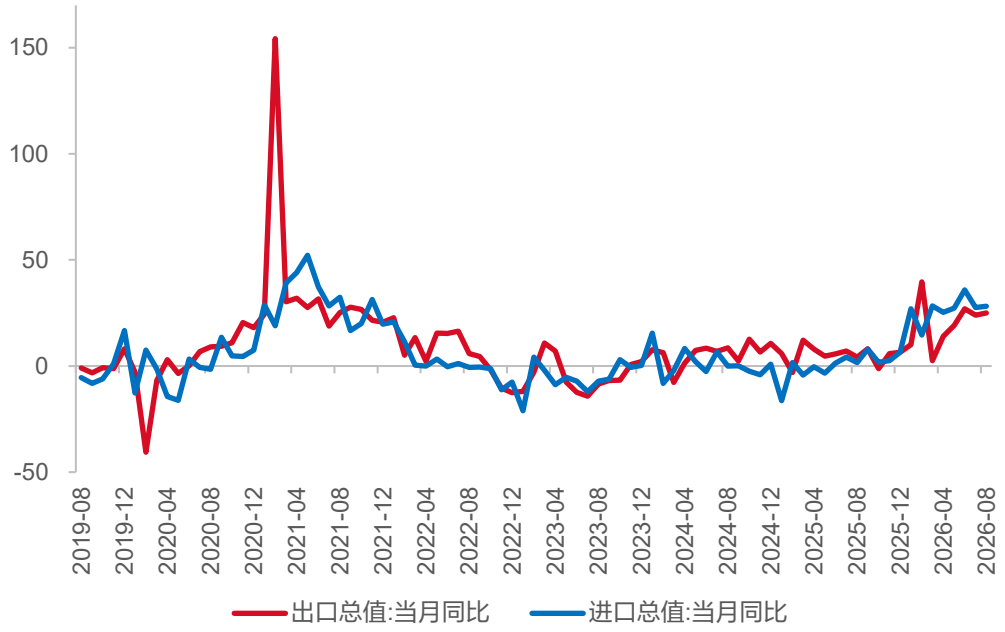
出口产品来看，AI 产业链核心支撑作用仍强，成品油出口大幅反弹，劳动密集型产品修复持续。8 月主要产品中，集成电路出口金额同比增速升至 129.8%，较上月回升 13.3 个百分点，自动数据处理设备及其零部件回升 9.1 个百分点至 76.5%，两者对出口增速的贡献度仍超 4 成；但集成电路出口数量增速仍只有-7.9%，单价抬升的贡献率较高。成品油量价齐升，出口同比增速大幅升至 80.5%。船舶出口增速波动主要受上个月低基数影响，汽车增速回落，但仍处于相对偏高水平。劳动密集型产品延续改善，服装、箱包、鞋靴增速进一步上行，灯具、玩具等增速由负转正，修复广度有所扩散。

价格对进口的贡献较多。主要产品中，自动数据处理设备及其零部件（209.1%，+15.2pct）同比涨幅继续扩大，集成电路（83.6%，+12.5pct）增速较上月明显反弹，二者受 AI 需求拉动，仍是进口增长的主要支撑。其中集成电路进口数量增速小幅回落 1.7 个百分点至-6.7%，反映单价的贡献依旧突出。此外，大宗商品的进口也多由价格贡献，煤及褐煤、未锻轧铜及铜材、铜矿砂及其精矿进口金额增速虽然相对偏高，但进口数量增速均为负。

下载日志已记录，仅供内部参考

8 月出口表现仍强，AI 及相关硬件的涨价贡献较多，此外劳动密集型产品在低基数下继续修复。分国别看，对美出口低基数大幅回升，东盟的贡献度仍高，欧盟方面需关注贸易限制措施是否会升级。整体来看，AI 产业周期仍是进出口核心主线，顺差规模对下半年 GDP 的贡献可能仍相对偏强。

图40 以美元计价出口同比增速及进口同比增速， %



资料来源：海关总署，东海证券研究所

5.2.8 月通胀：输入性影响再现

2026 年 9 月 9 日，国家统计局发布 2026 年 8 月通胀数据。8 月，CPI 当月同比 0.8%，前值 0.5%；环比 0.4%，前值-0.1%。PPI 当月同比 3.8%，前值 3.5%；环比 0.4%，前值-0.7%。

CPI 及核心 CPI 均强于季节性。8 月 CPI 环比 0.4%，高于近 5 年同期均值 0.14%，强于季节性。核心 CPI 环比 0.1%，高于近 5 年同期均值-0.04%，同比小幅回升 0.1 个百分点至 1.0%，相对平稳。

金价及油价上涨拉动非食品分项。8 月非食品分项中交通和通信、其他用品和服务分别环比 1.7%、1.5%，明显超季节性，分别受到油价和金价上行的影响，两者合计影响 CPI 环比上涨 0.25 个百分点。其他分项表现偏稳定，医疗保健受到的地区政策性调价影响减弱，环比 0.0%，较 7 月明显回落。

食品价格相对偏稳。8 月食品环比 0.4%，略低于近 5 年同期均值 1.14%，但去年同期基数不高，同比降幅收窄 0.1 个百分点至-1.4%。分项中，受高温多雨天气以及应季蔬菜换茬等影响，鲜菜价格环比上涨 5.5%，但去年同期环比基数较高，导致 8 月同比降幅扩大；猪肉价格连续两个月环比上行，同比降幅收窄至-11.8%；蛋类价格季节性上行，同比仍维持相对高位。

新涨价决定 PPI 能否二次冲高。8 月 PPI 环比 0.4%，同比涨幅再次走扩至 3.8%，与 8 月 PMI 原材料购进价格指数及出厂价格指数双升的趋势一致。后续来看，年内翘尾因素的影响相对平稳，新涨价因素或是 PPI 同比能否二次冲高的主要动力。

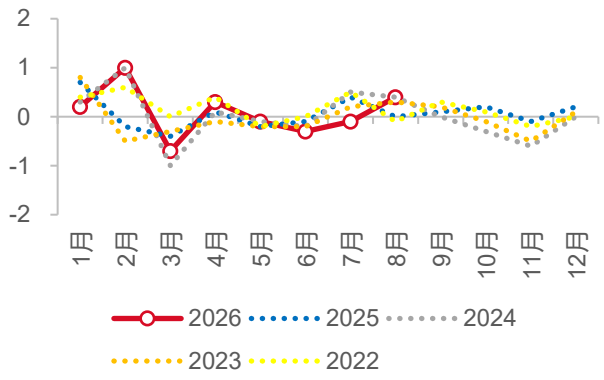
下载日志已记录，仅供内部参考

8 月 PPI 上行的三大贡献。1.AI 涨价，且存在扩散可能。8 月电子设备环比继续维持在 0.6%的偏高水平，当月同比升至 5.3%，而且耐用消费品环比也升至 0.6%，后续可用于验证 AI 带动的涨价是否在扩散。2.煤价仍有季节性支撑。煤电需求季节性增加，煤炭开采和洗选业环比 2.8%，同比仍维持在 25%以上的高位。3.输入性影响再现。霍尔木兹海峡再次封锁，原油价格反弹带动石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业环比分别为 6.1%和 3.5%，同比重回两位数的上涨；另一方面铜价中枢继续上行，带动有色金属加工业环比 0.8%，同比维持在 20%以上。

建筑相关大宗商品的拖累延续。8 月天气因素对建筑项目施工的影响仍存，黑色金属加工和非金属矿物制品价格环比分别为-0.9%和-0.2%。不过四季度财政节奏提速以及政策性金融工具的投放落地，基建以及相关制造业投资的回升或带动相关大宗商品价格的回稳。

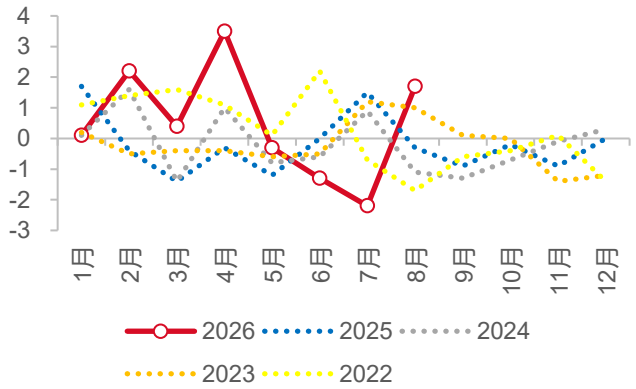
8 月通胀数据所反映的信号，一是输入性因素对通胀的影响再现，对 CPI 的影响体现在油价和金价上，对 PPI 的影响体现在油价、铜价上；二是 PPI 分项中耐用消费品价格的环比回升，或可用于观测 AI 带动的涨价是否在扩散；三是 PPI 的结构分化仍然比较明显，黑色金属以及非金属加工价格的回稳，可能需要财政节奏以及政策性金融工具落地推动下，相关实物需求的回升。

图41 CPI 环比季节性，%



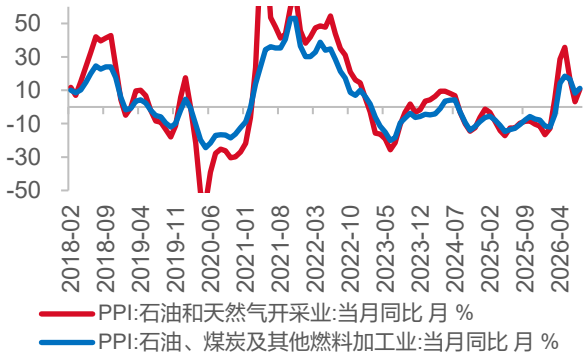
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图42 CPI 交通和通信环比季节性，%



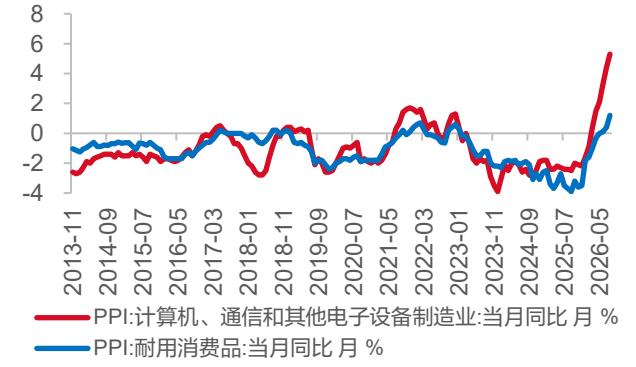
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图43 PPI 石油开采加工、燃料加工当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图44 PPI 电子设备及耐用消费品当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.3.9 月美联储加息门槛进一步下降，但年内是否继续加息仍不确定

下载日志已记录，仅供内部参考

当地时间 9 月 11 日，美国劳工局公布 2026 年 8 月美国 CPI 数据。美国 8 月未季调 CPI 同比 3.4%，预期 3.4%，前值 3.4%；核心 CPI 同比 2.4%，预期 2.4%，前值 2.5%。季调后 CPI 环比 0.4%，预期 0.4%，前值 0.1%；核心 CPI 环比 0.3%，预期 0.2%，前值 0.2%。

原油价格虽是主要贡献项，但尚未完全反映。8 月能源价格环比 2.1%，前值-1.5%，拉动 CPI 环比 0.16pct。其中，能源商品环比 4.2%，前值-2.9%，汽油价格环比 3.9%，是主要贡献项，同时这只是反映了 8 月零售价格的平均水平，9 月上旬国际原油价格重返 100 美元/桶以上，对 CPI 的影响或完整体现在 9 月甚至 10 月的数据中。能源服务价格由升转降，环比-0.4%，前值 0.3%，少许抵消了能源商品带来的涨价压力，其中电力由前值的 0.1%回落至-0.2%，燃气由 0.7%回落至-1.1%。食品价格则相对稳定，8 月环比 0.1%，前值 0.1%，从 CRB 食品现货价格指数的领先性来看，食品价格后续没有明显的上行压力。

核心商品涨幅回落。8 月核心商品价格环比 0.1%，前值 0.2%，虽然有反弹但仍相对温和。主要分项中，二手车和卡车环比 0.4%，持平于前值，仍受前期批发市场价格传导滞后影响，从曼海姆二手车价格指数的前瞻性来看，后续 1-2 个月或有回落压力；新车环比升至 0.3%，前值 0.1%。服饰环比 0.1%，前值 0.0%，医疗用品环比-0.2%，延续拖累。与 AI 相关的信息技术产品环比 0.1%，前值 1.4%，涨幅也明显回落。

核心服务环比超预期是 9 月加息概率提升的主因。8 月核心服务价格环比 0.3%，前值 0.2%，涨幅有所扩大，超市场预期，也是市场计价美联储 9 月加息概率的主要原因。权重占比较高的住房分项环比 0.3%，前值 0.1%，有明显的反弹，不过同比在基数抬升的情况下回落 0.2pct 至 3.0%，其中酒店价格环比由负转正至 2.7%，是主要拉动项。住房分项总体来看有粘性，但从其滞后市场租金变化 6-12 月的规律来看，难有大幅上行的基础。非住房分项有所反弹，运输环比升至 0.5%，汽车保险的拖累延续，但能源价格上涨带动机票价格环比升至 2.7%。教育和通信延续上行，环比大幅升至 1.8%，对 CPI 环比拉动达到 0.09pct，是核心服务超预期的主要贡献项，不过这可能与 BLS 在无线电话服务分项引入了新数据方法有关，导致部分月份或产生较大波动，大幅上涨可能并不具备持续性。医疗服务由前值的 0.6%降至-0.2%；娱乐服务环比 0.0%，持平于前值。

市场交易加息“靴子落地”。8 月核心服务通胀环比超市场预期，使市场预期美联储 9 月加息的概率由 70%左右升至 80%以上。数据公布后，美元及美债收益率先升后降，黄金先跌后涨，短时间内波动较大，美股在此后也明显高开，市场更多的是在交易“靴子落地”。超预期的 8 月通胀以及非农降低了美联储下周加息的门槛，同时若不加息，反而容易使美联储的政策路径以及反应函数更加模糊，进而继续推动长债收益率上行。不过从通胀的结构来看，一是能源价格本身仍存不确定性，二是剔除短期波动的通信分项来看核心通胀仍相对稳定，尚不能看到能源价格上行的传导压力，这意味着虽然 9 月加息确定性强，但年内是否继续加息仍存不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图45 美国 CPI 数据拆分

	权重	同比，% 2026年6月	2026年7月	2026年8月	趋势	环比，% 2026年6月	2026年7月	2026年8月	趋势
CPI	100%	3.5	3.4	3.4		-0.4	0.1	0.4	
食品	14%	3.0	3.0	2.7		0.2	0.1	0.1	
家庭食品	8%	2.7	2.7	2.2		0.2	-0.1	0.0	
家庭外就餐	5%	3.4	3.4	3.4		0.2	0.3	0.3	
能源	7%	15.7	14.7	16.3		-5.7	-1.5	2.1	
能源商品	4%	27.1	24.7	28.0		-9.5	-2.9	4.2	
能源服务	3%	3.9	4.3	4.0		-0.7	0.3	-0.4	
电力	3%	4.0	4.2	3.8		-1.0	0.1	-0.2	
燃气	1%	3.0	4.3	4.4		0.5	0.7	-1.1	
核心CPI	79%	2.6	2.5	2.4		0.0	0.2	0.3	
核心商品	19%	0.8	0.8	0.7		-0.1	0.2	0.1	
服饰	2%	3.9	3.9	3.6		-0.6	0.0	0.1	
新车	4%	0.5	0.5	0.6		0.0	0.1	0.3	
二手车和卡车	3%	-1.8	-1.9	-2.3		-0.2	0.4	0.4	
医疗用品	1%	-2.1	-2.7	-2.7		-0.2	-0.6	-0.2	
核心服务	60%	3.2	3.0	3.0		0.0	0.2	0.3	
房屋	35%	3.3	3.2	3.0		0.1	0.1	0.3	
房租	8%	2.8	2.9	2.7		0.1	0.3	0.2	
业主等效租金	26%	3.3	3.2	3.1		0.2	0.3	0.2	
医疗服务	7%	2.9	2.7	2.5		-0.1	0.6	-0.2	
娱乐	3%	2.7	2.2	2.4		0.3	0.0	0.0	
教育和通信	5%	1.0	1.3	3.1		-0.8	0.5	1.8	
运输	6%	3.4	2.9	2.4		-0.3	0.3	0.5	

资料来源：BLS，东海证券研究所

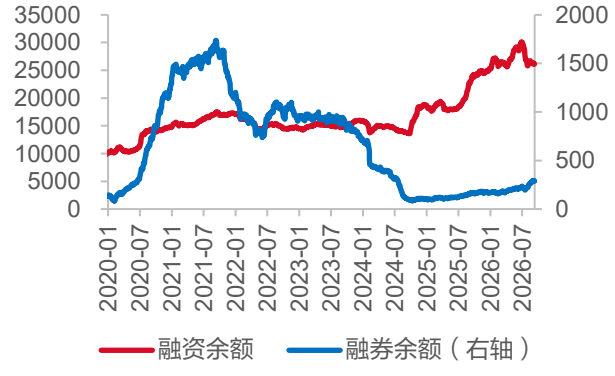
5.4.资金及流动性跟踪

融资余额增长。9 月 10 日，融资余额 26171.76 亿元，较上周末增长 79.28 亿元。

基金仓位环比上升。9 月 11 日当周，据同花顺数据，普通股票型基金、偏股混合型基金平均仓位分别为 83.68%、75.30%，较上周分别上升 1.2%、0.16%。

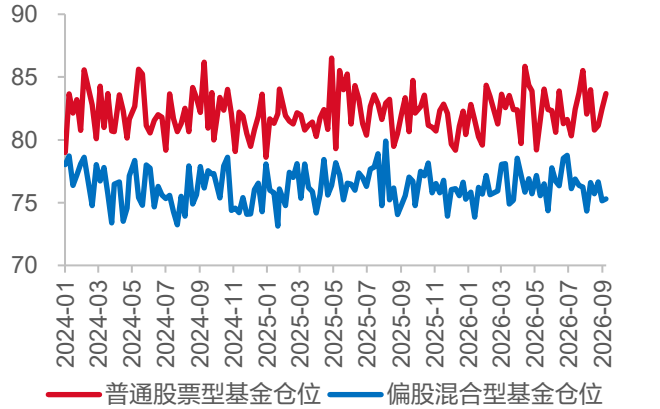
资金利率上升。9 月 11 日当周，DR007 周均为 1.3975%，较上周环比上升 1.37 个 BP。SHIBOR3M 周均为 1.43%，较上周环比下降 0.00 个 BP。

图46 两融余额，亿元，亿元



资料来源：同花顺，东海证券研究所

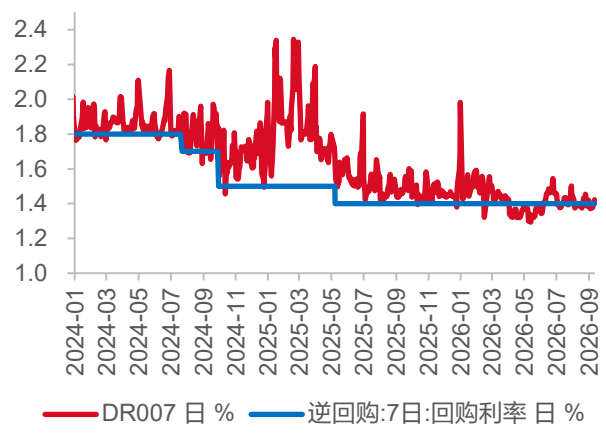
图47 普通股票型、偏股混合型基金仓位，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

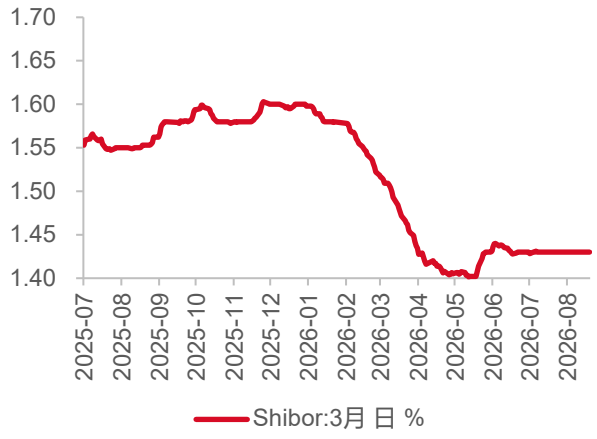
下载日志已记录，仅供内部参考

图48 DR007、7 天期 OMO 利率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图49 SHIBOR 3M，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

6.市场资讯

6.1.海外市场资讯

1）美国财政部于 9 月 10 日回购最多 60 亿美元长债。此前美国财政部表示，在 11 月 4 日之前，单次长债回购规模将至少翻倍至 40 亿美元。

2）美国 8 月 PPI 同比增长 5.4%，预估为 5.3%，前值为 4.7%，超出预期。

3）欧洲央行如预期加息 25 个基点，存款机制利率从 2.25%升至 2.5%，主要再融资利率、边际贷款利率同步上调，分别升至 2.65%和 2.9%。

4）伊朗外交部发言人巴加埃宣布，伊朗、伊拉克等波斯湾沿岸国家将于 9 月 14 日在阿曼举行地区会议，就建立霍尔木兹海峡商业航运安全航线交换意见。此前有消息称，海湾合作委员会六国外长计划与伊朗外长于 9 月 14 日举行会晤，旨在争取各方支持，敲定一份临时管控霍尔木兹海峡航运的协议。

（信息来源：同花顺、Wind、央视新闻）

6.2.国内市场资讯

1）9 月 10 日国新办金融强国专题发布会，央行、金融监管总局、证监会、外汇局介绍“十五五”金融改革、风险防控、对外开放与服务实体举措及成效。央行：深化金融高水平开放，稳步推进人民币国际化，完善跨境金融基建，发展离岸人民币市场。金融监管总局：以防风险、稳实体为主线，化解地方中小金融机构风险，守住系统性风险底线，加大对消费、科创、稳企就业等领域金融支持。证监会提出 2030 年建成高质量资本市场新格局。当前 IPO 审核提速，年内中长期资金净流入 A 股超 6000 亿元，稽查处罚力度加大；后续完善上市并购退市全链条制度，强化投资者保护，落地新版券商监管条例，扩大资本市场开放。外汇局：“十五五”建设现代化外汇管理体系，推进银行外汇展业改革，便利合规主体业务；健全跨境资金监管，打击外汇违法，保障外汇储备安全增值与市场平稳运行。

2）国务院总理李强 9 月 11 日主持国务院常务会议。会议要求压实安全生产责任，排查整治风险、遏制重特大事故；统筹布局算力基础设施，推进算电算网融合；坚持一库一策改

下载日志已记录，仅供内部参考

造老旧水库，吸引社会资本参与；按需调配教育资源，培育创新人才，落实五育并举；完善基金会治理与信息公开，强化监管，促进公益慈善事业规范发展。

3）工信部等两部门联合印发汽车行业供应商账款支付新规，为国内首个行业专项账期管理文件，助力完善汽车产业生态。

4）中国 8 月末外汇储备报 34383.25 亿美元，环比上月增 195.4 亿美元，上月末为 34187.76 亿美元，为连续第 2 个月增长。

5）2026 年 7 月，全国发行新增地方政府债券 4041 亿元，其中一般债券 629 亿元、专项债券 3412 亿元。全国发行再融资债券 3342 亿元，其中一般债券 716 亿元、专项债券 2626 亿元。全国发行地方政府债券合计 7383 亿元，其中一般债券 1345 亿元、专项债券 6038 亿元。

（信息来源：同花顺、Wind、央视新闻）

6.3.政策面

1）《信息通信行业发展“十五五”规划》印发。提出到 2030 年建成新一代通信网络，建成安全可控的产业体系、高效行业治理体系与网络数据安全保障能力，夯实 2035 年行业现代化基础。

2）《金融强国建设“十五五”规划》印发，作为“十五五”金融工作总体方略。目标设定为：2030 年形成中国特色现代金融体系总体框架；2035 年基本建成兼具适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。规划明确多项重点任务，涵盖健全金融宏观调控、强化监管、防控风险、服务实体经济、推进金融高质量发展与高水平开放等方面。

3）《数字乡村高质量发展行动计划(2026—2030 年)》印发。其中提出强化农业科技创新：搭建智慧农业创新平台，构建一体化创新体系；攻关农业传感器、专用芯片、算法、农业机器人、智能育种工具等核心技术，推进智能农机研发推广，完善装备检测体系，促进数智技术与农机农艺融合；开展无人农机作业试验，支持有条件地区建设数字乡村技术创新中心。

（信息来源：同花顺、Wind、央视新闻）

7.财经日历

图50 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预测值
09-14	待定	中国	8 月 M2:同比(%)	7.7	7.64
09-14	待定	中国	8 月新增人民币贷款(亿元)	-3400	3800
09-14	待定	中国	8 月 M1:同比(%)	4	3.95
09-14	待定	中国	8 月社会融资规模:当月值(亿元)	14017	19865
09-14	待定	中国	8 月社会融资规模存量:同比(%)	7.4	7.28
09-15	10:00	中国	8 月固定资产投资:累计同比(%)	-6.7	-7.19
09-15	10:00	中国	8 月社会消费品零售总额:当月同比(%)	0.6	0.73

下载日志已记录，仅供内部参考

09-15	10:00	中国	8 月工业增加值:当月同比(%)	4.5	4.71
09-15	17:05	欧盟	9 月欧元区:ZEW 经济景气指数	31.4	
09-15	17:05	欧盟	9 月欧元区:ZEW 经济现状指数	-21.5	
09-16	20:30	美国	8 月零售销售:同比(%)	5.01	
09-17	02:00	美国	9 月美联储公布利率决议		
09-17	02:00	美国	联邦基金目标利率(%)	3.75	
09-17	17:00	欧盟	8 月欧元区:CPI:环比(%)	0.2	
09-17	17:00	欧盟	8 月欧元区:CPI:同比(%)	2.9	
09-18	07:30	日本	8 月 CPI:同比(%)	1.9	
09-18	07:30	日本	8 月 CPI:环比(%)	0.5	
09-18	10:00	日本	9 月日本央行公布利率决议		
09-18	14:30	日本	9 月日本央行行长植田和男召开货币政策新闻发布会		

资料来源：Wind，东海证券研究所

8.风险提示

周度普通股票型基金、偏股混合型基金仓位为预估，可能存在数据计算的结果与实际情况之间存在偏差的风险。

政策落地不及预期，或导致内需压力上升，影响居民消费以及投资需求的信心，对经济形成下行压力。

地缘政治局势超预期，美伊局势仍有可能反复，推升油价中枢位于高位，或导致美国通胀及通胀预期走高，影响美联储收紧货币政策。

上游成本压力超预期，或挤占中下游制造业企业的利润空间，使企业资本开支扩张的意愿较低，进而影响制造业投资需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

五、联系方式：

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：Http://www.longone.com.cn
座机：（8621）20333275
手机：18221956989
传真：（8621）50585608
邮编：200125