下载日志已记录，仅供内部参考

景气边际回暖，内生动能仍弱，海外风险上行

——宏观周报（20260831-20260906）

细分研究

相关研究

-

证券分析师

陈国文

S0820526080001

021-32229888-25536

chenguowen@ajzq.com

投资要点：

- 制造业景气度边际回升，但内需修复仍偏慢，内生动力尚待增强；货币环境延续宽松，财政支持力度加大；海外地缘冲突升温，美国就业保持韧性，美债风险外溢减弱。

- **宏观：供需边际改善，内生动能仍弱。**（1）8 月制造业 PMI 虽仍处荣枯线以下，但环比上行 0.6 个百分点至 49.8%，景气度边际改善。制造业 PMI 结构上呈现“供需回暖、量价改善、新动能领跑、库存弱化”的四大特征。一是供需两端同步改善。生产指数重返扩张区间，上行 0.5 个百分点至 50.4%；新订单指数大幅提高 2.1 个百分点至 50.6%，新出口订单同步上行，二者剪刀差走阔，表明内需回暖为需求改善的主要驱动力。二是价格传导趋于顺畅。采购量指数回升，企业备货意愿增强；原材料购进价格指数与出厂价格指数均上行，价格链传导顺畅。三是新动能持续领跑。装备制造业和高技术制造业 PMI 持续处于扩张区间，制造业结构升级态势明显。四是库存去化仍在延续。原材料库存落入收缩区间，企业补库意愿不足；产成品库存边际下行，终端去库有所推进，但整体力度偏弱。（2）高频数据显示，生产分化，投资疲弱，消费承压，贸易强劲，价格低位。生产端走势分化，钢厂开工率与汽车半钢胎开工率延续回落，地炼开工率低位回升；投资端，沥青开工率、水泥发运率与价格、螺纹钢开工率均处于近五年同期低位；消费端，一线城市地铁客运量平稳，乘用车零售同比处近五年同期低位且持续负增；贸易端，CCFI 与 BDI 指数均处相对高位，指向全球需求强劲，利好出口；价格端，猪肉批发价低位震荡，油价回升，生产资料价格指数处近五年同期高位。整体而言，制造业 PMI 改善，但投资负增，消费低位，价格回落格局仍未改变，宏观经济修复进度仍偏慢，后续企稳需政策进一步发力。

- **货币：公开市场回笼，资金价格仍低。**（1）公开市场操作回归净回笼。跨月扰动过后，央行适度回收冗余流动性。上周 OMO 到期 2.23 万亿元，央行投放 8160 亿元，资金净回笼 1.41 万亿元。（2）资金价格延续低位。月末扰动消退后，DR001 与 DR007 分别降至 1.35%与 1.37%左右；R001 与 R007 分别降至 1.37%与 1.40%左右。资金利率全面下行，指向银行间流动性充裕，央行回笼资金操作并未改变资金面宽松格局。整体而言，央行虽阶段性回笼流动性，但当前资金面仍较为充裕，资金价格处于低位，货币环境总体偏宽松。

- **财政：资本补充加力，债市供压放缓。**（1）财政加大对中央金融企业资本补充支持。财政部拟发行 3000 亿元特别国债，用于支持部分中央金融企业补充核心一级资本，夯实金融机构资本基础，增强风险抵御能力和服务实体经济能力。（2）债券供给压力边际缓解。本周债券发行规模和净融资规模均有所回落，市场供给压力减轻。（3）政府债仍有较大发行空间。本周国债仍保持较高净融资水平，地方债发行节奏放缓；后续国债和地方债较限额仍有充足发行空间。整体而言，财政政策仍保持较强支持力度，政府债发行阶段性放缓，后续增量空间仍充足，持续为经济修复提供支撑。

- **海外：地缘风险升温，美国就业强劲。**（1）地缘冲突再生变数，供给冲击推高油价。本周中东局势升温，美伊互相袭击，受冲突影响霍尔木兹海峡石油通行量目前每日约 900 万桶，显著低于冲突前的每日 2000 万桶，油价上行，全球通胀面临阶段性抬升风险。（2）美国就业市场表现超预期。8 月新增非农就业 16.2 万人，较上月大幅提高 14.1 万人，失业率为 4.1%，劳动力市场韧性凸显。（3）长端美债高位震荡，风险扰动减弱。10 年期美债收益率冲高至 4.8%左右，但并未再次引发大类资产显著波动，市场对利率中枢维持高位适应性增强。整体而言，海外环境整体呈现地缘冲突升温、美国就业韧性、油价高位与美债风险并存的格局。

- 总结而言，制造业供需初现企稳迹象，但投资、消费等仍疲弱，内需不足问题仍待改善，政策仍有必要持续加码。海外方面，地缘冲突与油价上行风险升温；美国就业韧性仍存。后续仍需关注政策力度及海外风险变化。

- **风险提示**：经济修复不及预期，宏观政策不及预期，地缘冲突风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

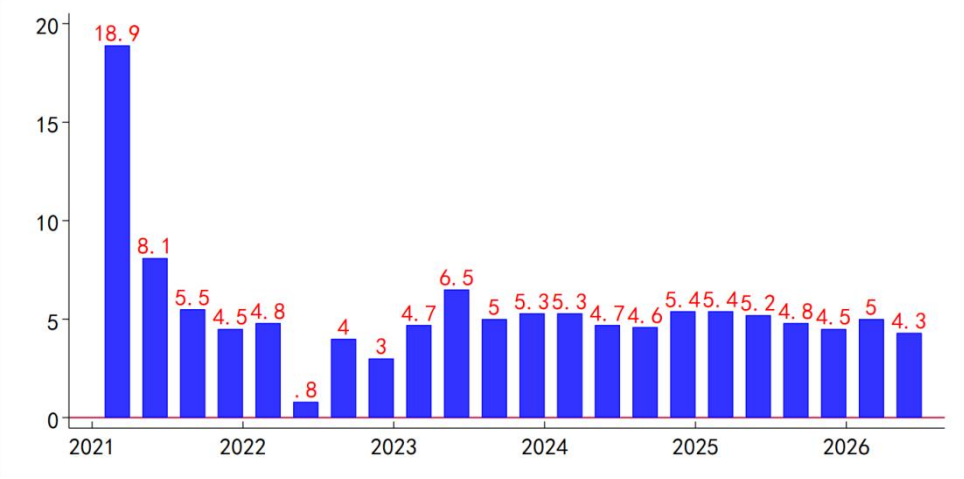
图表 1：GDP（不变价）当季同比（%） 4
图表 2：规模以上工业增加值累计同比（%） 4
图表 3：制造业 PMI（%） 4
图表 4：固定资产投资及其分项累计同比（%） 4
图表 5：固定资产投资不含农户完成额累计同比（%） 4
图表 6：制造业投资累计同比（%） 5
图表 7：基础设施建设投资累计同比（%） 5
图表 8：房地产开发投资累计同比（%） 5
图表 9：社会消费品零售总额累计同比（%） 5
图表 10：出口总值美元计价当月同比（%） 5
图表 11：进口总值美元计价当月同比（%） 5
图表 12：CPI 当月同比（%） 6
图表 13：PPI 当月同比（%） 6
图表 14：规模以上工业企业利润总额累计同比（%） 6
图表 15：钢厂开工率（%） 6
图表 16：地炼开工率（%） 6
图表 17：半钢胎开工率（%） 6
图表 18：沥青开工率（%） 7
图表 19：水泥发运率（%） 7
图表 20：一线城市（北上深）地铁客运量（千人） 7
图表 21：乘用车日均零售数量同比（%） 7
图表 22：CCFI 综合指数（点） 7
图表 23：波罗的海运费指数（点） 7
图表 24：猪肉平均批发价（%） 8
图表 25：生产资料价格指数（%） 8
图表 26：M0、M1 与 M2 同比（%） 8
图表 27：社会融资规模存量期末同比（%） 8
图表 28：居民部门人民币贷款当月增加（亿元） 8
图表 29：企业部门人民币贷款当月增加（亿元） 8
图表 30：央行货币政策工具操作（亿元） 9
图表 31：金融机构存贷款余额与同比增速（万亿元，%） 9
图表 32：逆回购 7 日利率、MLF 与 LPR（%） 9
图表 33：资金价格与资金分层（%） 10
图表 34：一般公共预算收入累计同比（%） 10
图表 35：一般公共预算收入完成进度（%） 10
图表 36：一般公共预算支出累计同比（%） 10
图表 37：一般公共预算支出完成进度（%） 10
图表 38：一般公共预算赤字完成进度（%） 11
图表 39：政府性基金收入累计同比（%） 11
图表 40：政府性基金支出累计同比（%） 11
图表 41：广义财政支出累计同比（%） 11
图表 42：政府债发行期限结构（亿元） 11
图表 43：国债发行进度（较限额，%） 12
图表 44：地方政府债发行进度（较限额，%） 12

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 45：地方政府专项债发行进度（较限额，%） 12
图表 46：债券周度发行与到期（亿元） 12
图表 47：美国 CPI 同比与环比增速（%） 13
图表 48：美国 PCE 同比与环比增速（%） 13
图表 49：美国新增非农就业人数当月值季调（千人） 13
图表 50：美国失业率（%） 13
图表 51：美国失业人数与职位空缺数（千人） 13
图表 52：美国、欧元区、日本政策利率（%） 14
图表 53：上证综指与国债收益率（点，%） 14
图表 54：美国标普 500 指数与纳斯达克综合指数（点） 14
图表 55：美联储基准利率与美债收益率（%） 14
图表 56：美元指数与伦敦金价格（%） 14

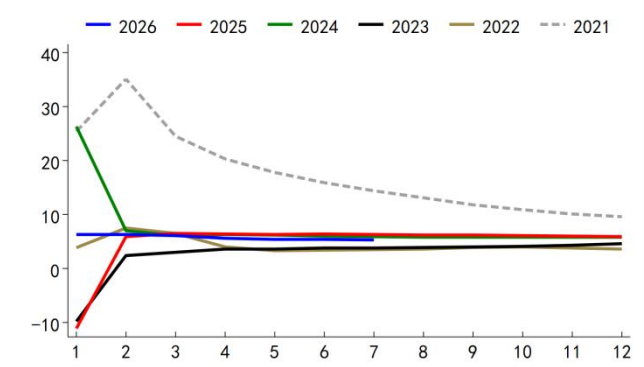
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 1：GDP（不变价）当季同比（%）



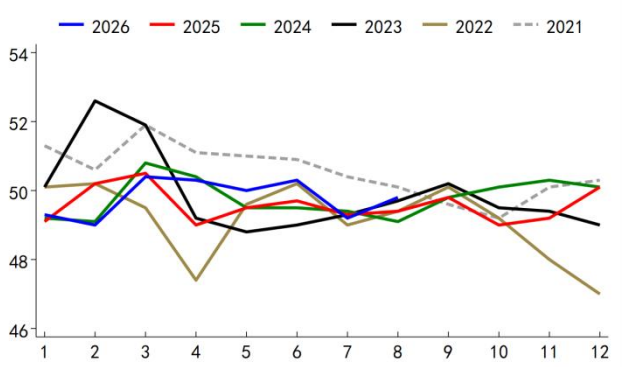
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 2：规模以上工业增加值累计同比（%）



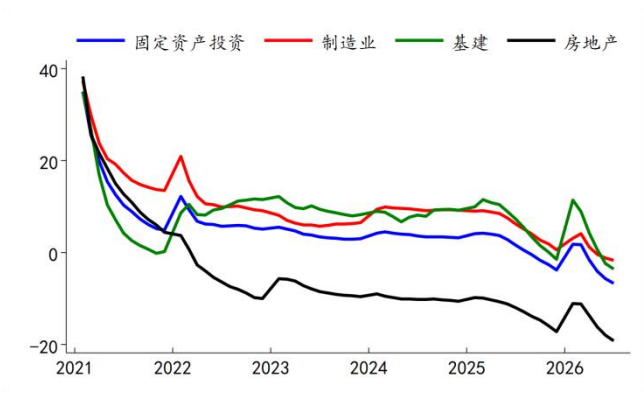
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 3：制造业 PMI（%）



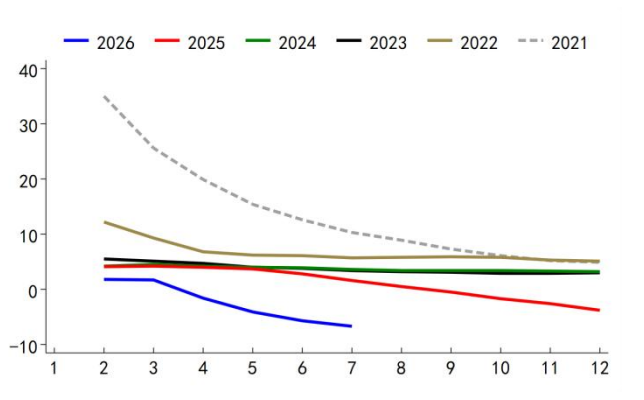
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 4：固定资产投资及其分项累计同比（%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

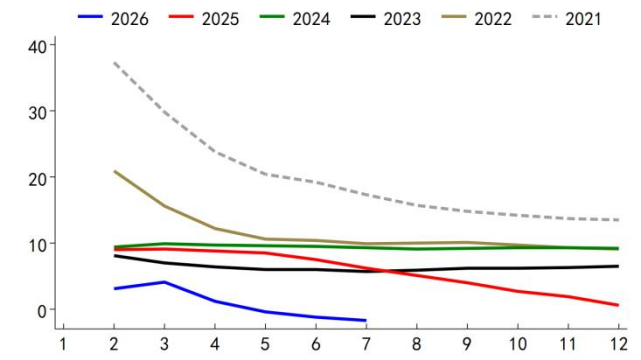
图表 5：固定资产投资不含农户完成额累计同比（%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

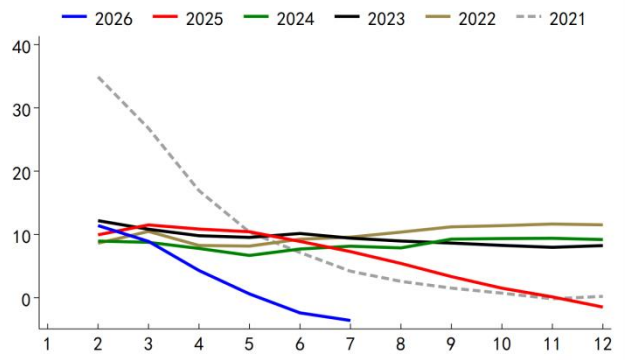
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：制造业投资累计同比（%）



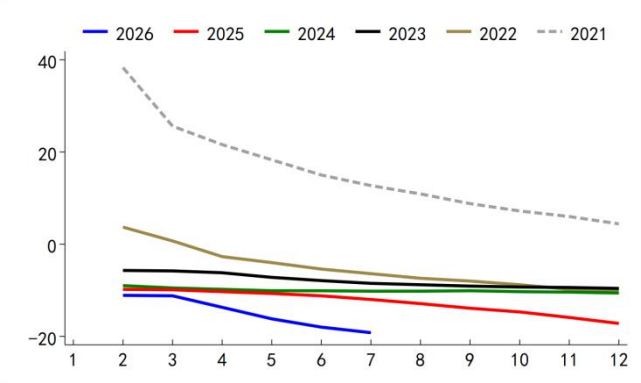
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 7：基础设施建设投资累计同比（%）



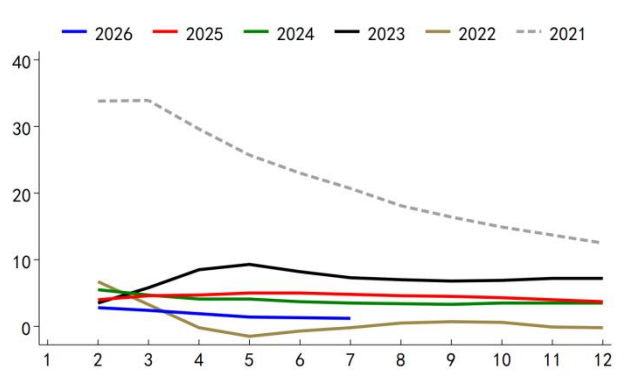
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 8：房地产开发投资累计同比（%）



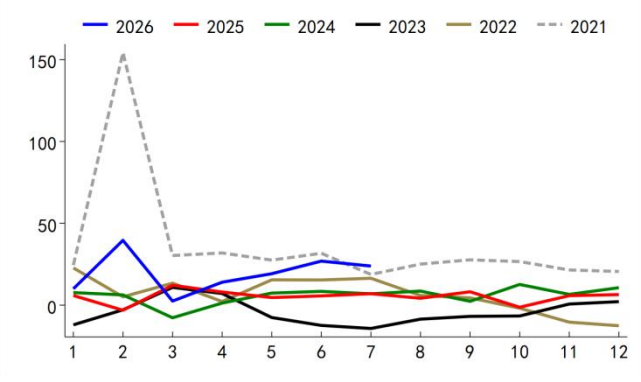
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 9：社会消费品零售总额累计同比（%）



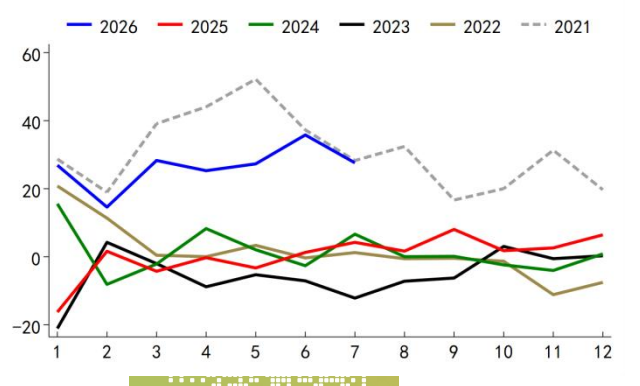
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 10：出口总值美元计价当月同比（%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

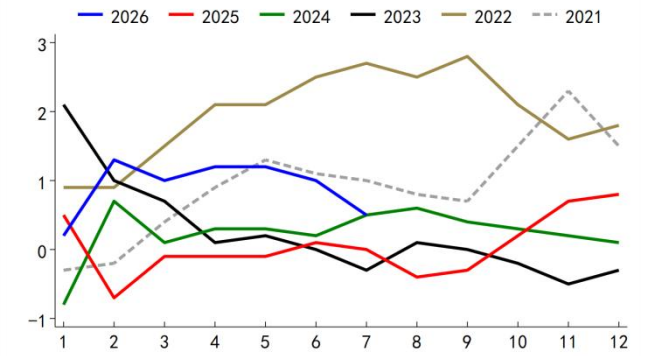
图表 11：进口总值美元计价当月同比（%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

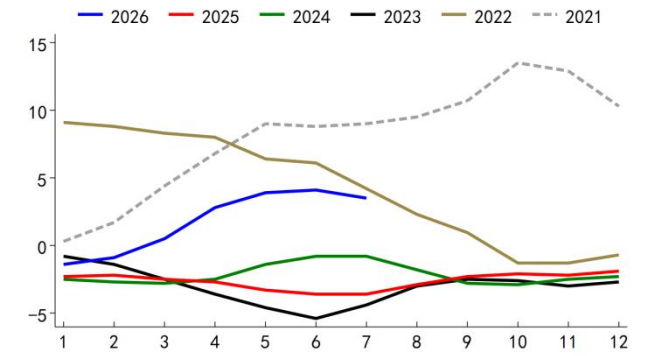
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12：CPI 当月同比（%）



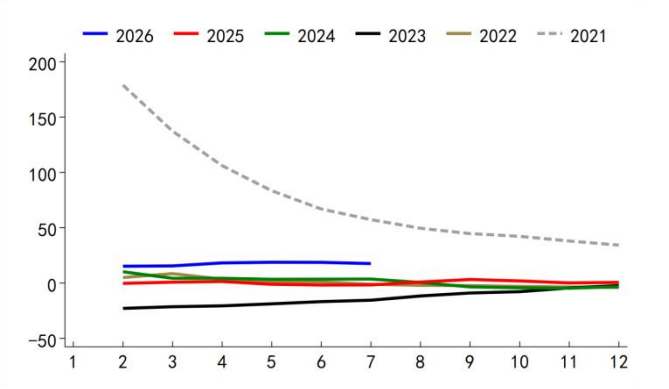
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 13：PPI 当月同比（%）



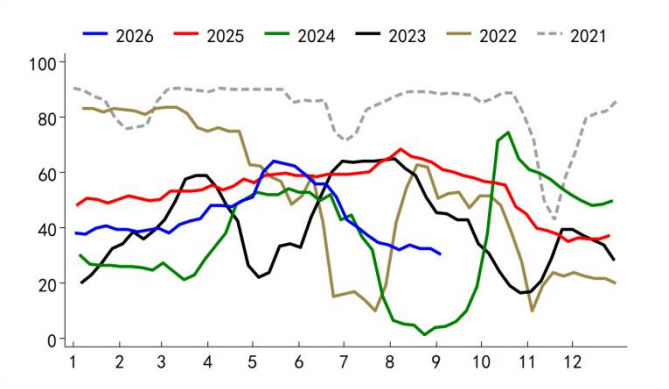
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 14：规模以上工业企业利润总额累计同比（%）



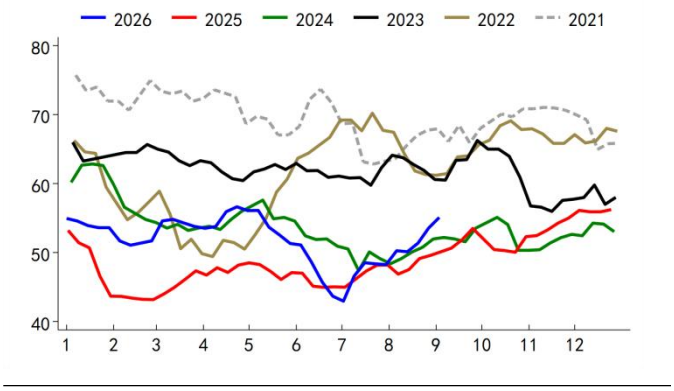
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 15：钢厂开工率（%）



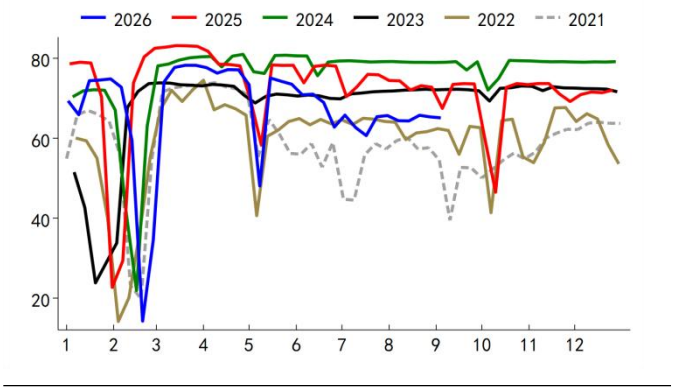
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 16：地炼开工率（%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

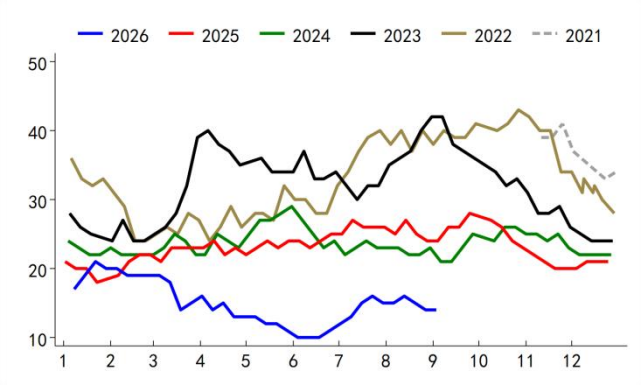
图表 17：半钢胎开工率（%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

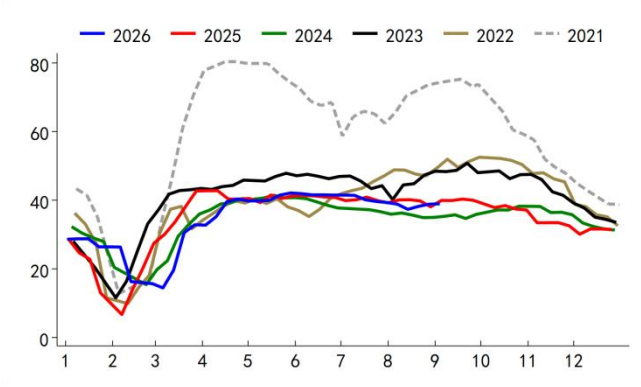
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 18：沥青开工率（%）



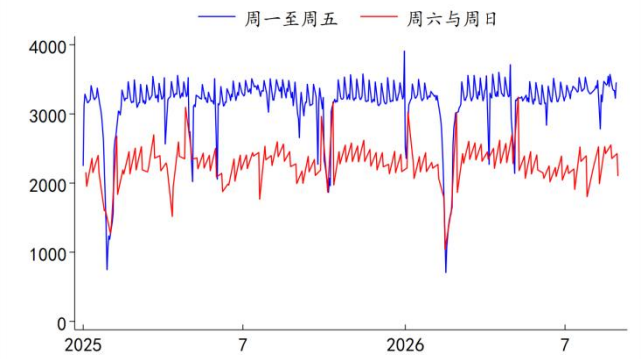
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 19：水泥发运率（%）



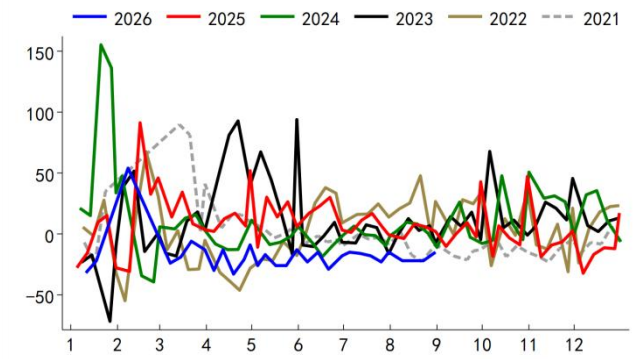
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 20：一线城市（北上深）地铁客运量（千人）



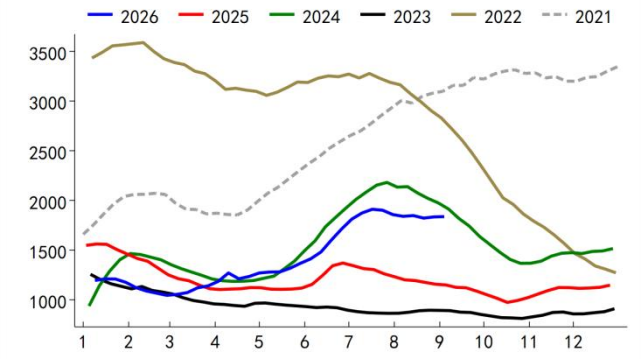
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 21：乘用车日均零售数量同比（%）



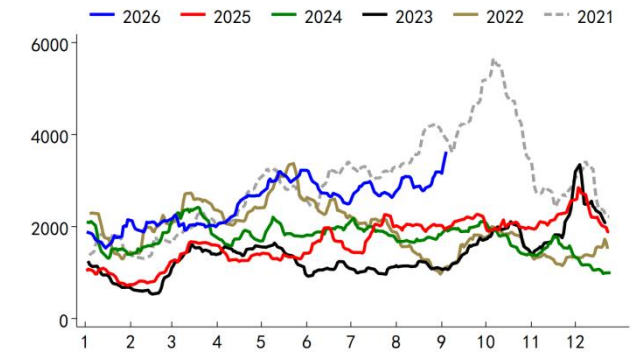
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 22：CCFI 综合指数（点）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

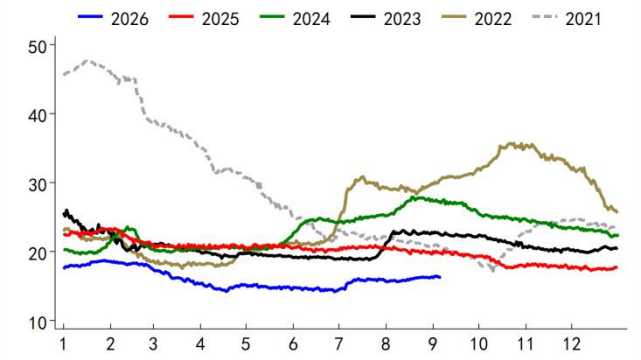
图表 23：波罗的海运费指数（点）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

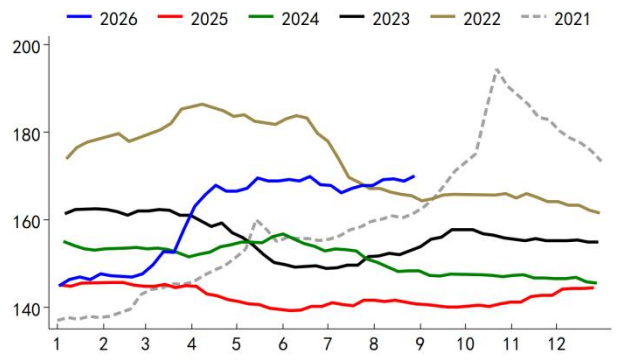
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 24：猪肉平均批发价（%）



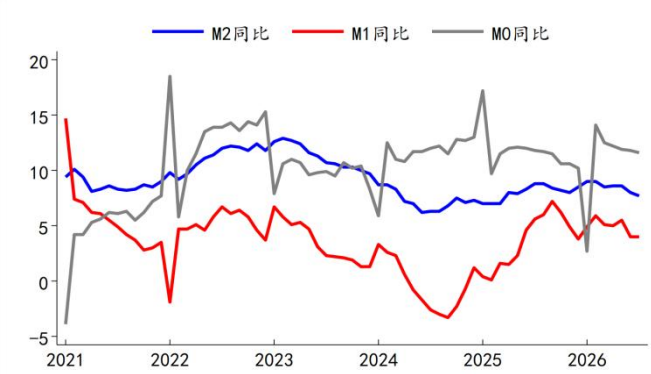
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 25：生产资料价格指数（%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 26：M0、M1 与 M2 同比（%）



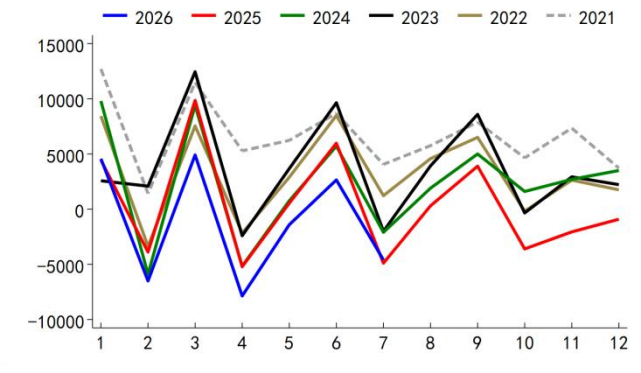
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 27：社会融资规模存量期末同比（%）



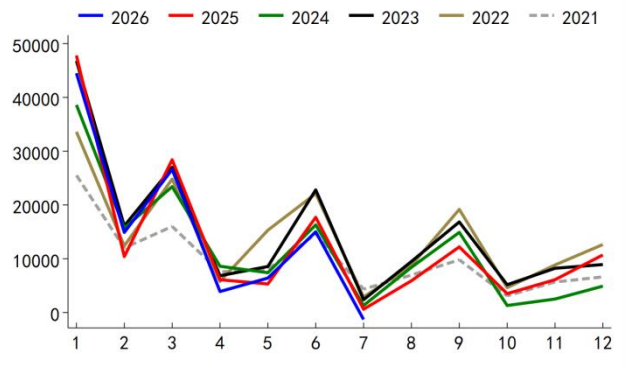
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 28：居民部门人民币贷款当月增加（亿元）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 29：企业部门人民币贷款当月增加（亿元）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

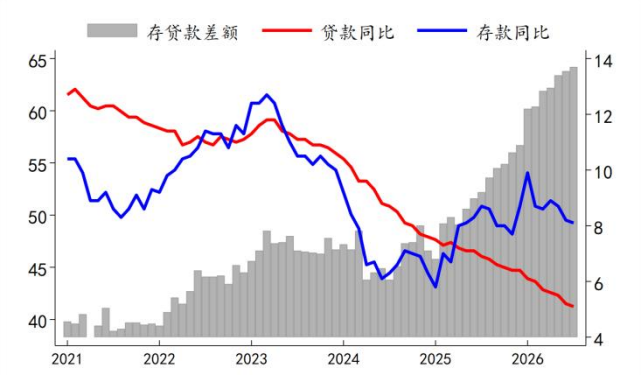
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 30：央行货币政策工具操作（亿元）

工具	日期	8 月 24 日	8 月 25 日	8 月 26 日	8 月 27 日	8 月 28 日	8 月 31 日	9 月 1 日	9 月 2 日	9 月 3 日	9 月 4 日
逆回购	投放	3400	3860	2395	6065	3530	4520	3640	0	0	0
	回笼	0	0	0	0	5985	6730	8330	5985	1030	200
	净投放	3400	3860	2395	6065	-2455	-2210	-4690	-5985	-1030	-200
MLF	投放	0	5000	0	0	0	0	0	0	0	0
	回笼	0	6000	0	0	0	0	0	0	0	0
	净投放	0	-1000	0	0	0	0	0	0	0	0
TMLF	投放	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	回笼	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	净投放	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
国库现金定存	发行	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	到期	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	净发行	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
债券	买入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	卖出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	净买入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
票据	到期	0	0	0	150	150	0	0	0	0	0
	发行	0	0	0	300	0	0	0	0	0	0
	净投放	0	0	0	-150	150	0	0	0	0	0
正回购	到期	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	发行	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	净投放	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SLO	投放	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	回笼	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	净投放	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
买断式逆回购	投放	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	到期	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	净投放	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
国债买卖	净投放	0	0	0	0	0	500	0	0	0	0
总体	净投放	3400	2860	2395	5915	-2305	-1710	-4690	-5985	-1030	-200

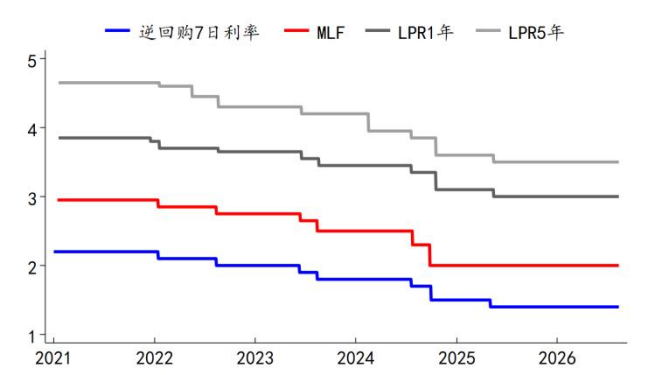
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 31：金融机构存贷款余额与同比增速（万亿元，%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

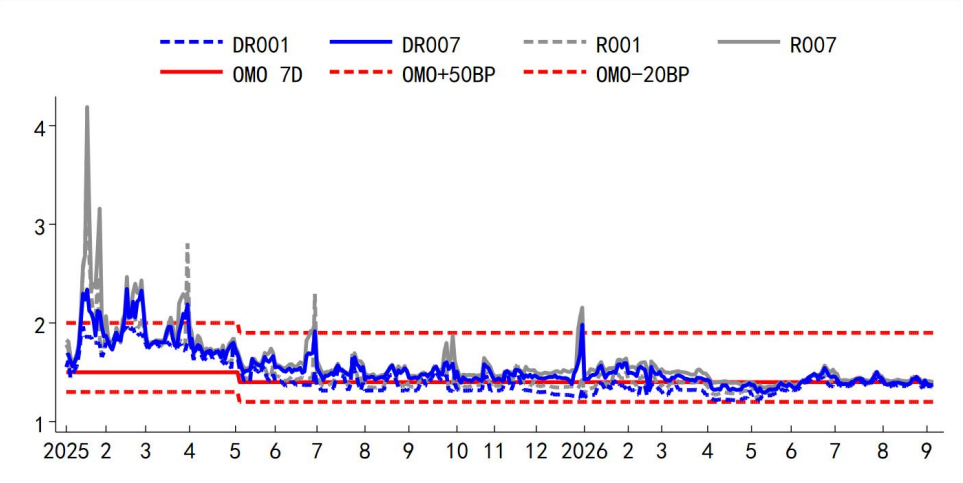
图表 32：逆回购 7 日利率、MLF 与 LPR（%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

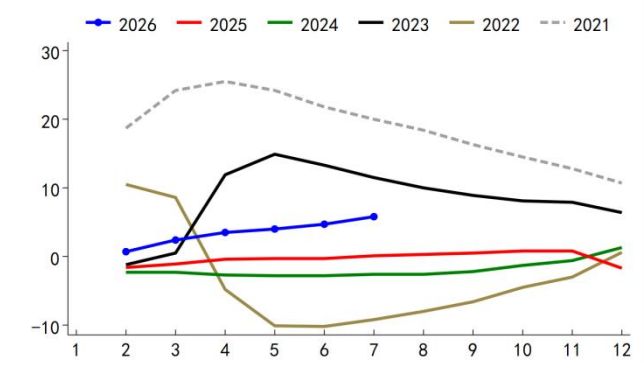
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 33：资金价格与资金分层（%）



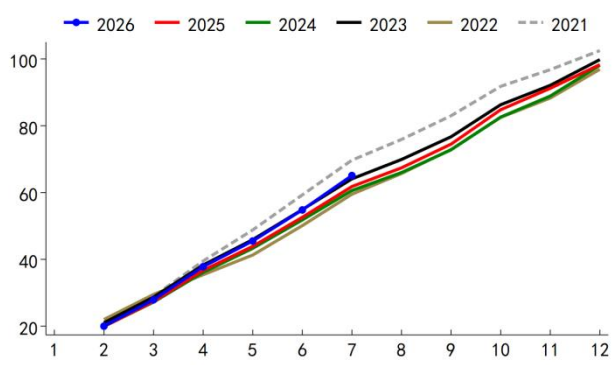
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 34：一般公共预算收入累计同比（%）



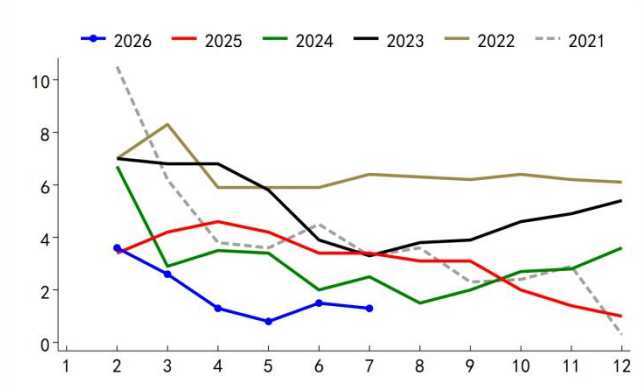
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 35：一般公共预算收入完成进度（%）



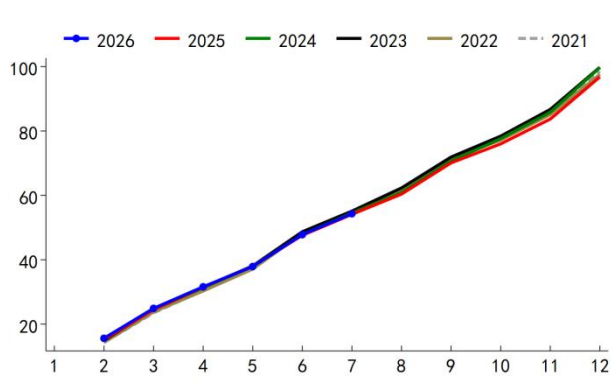
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 36：一般公共预算支出累计同比（%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

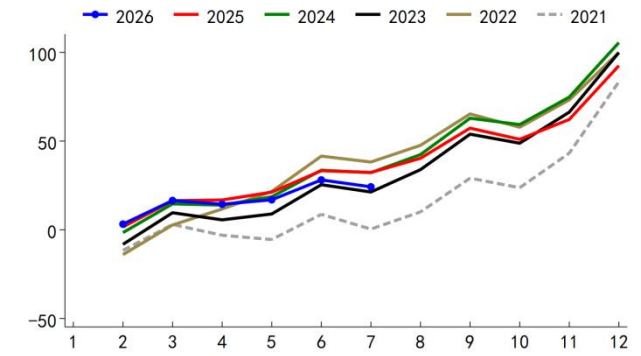
图表 37：一般公共预算支出完成进度（%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

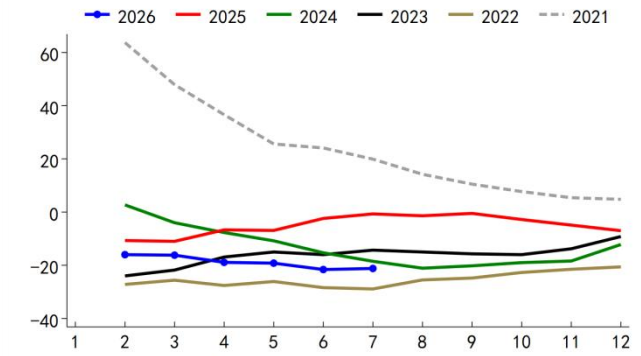
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 38：一般公共预算赤字完成进度（%）



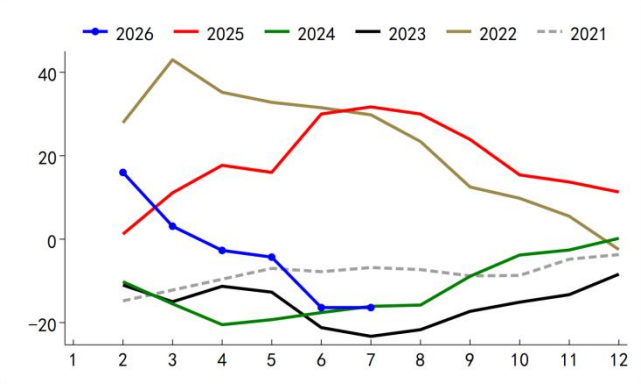
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 39：政府性基金收入累计同比（%）



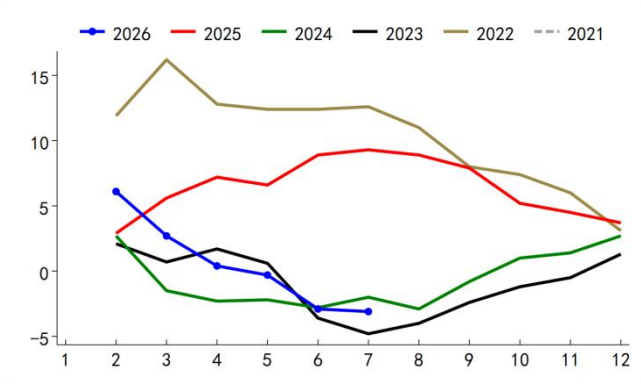
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 40：政府性基金支出累计同比（%）



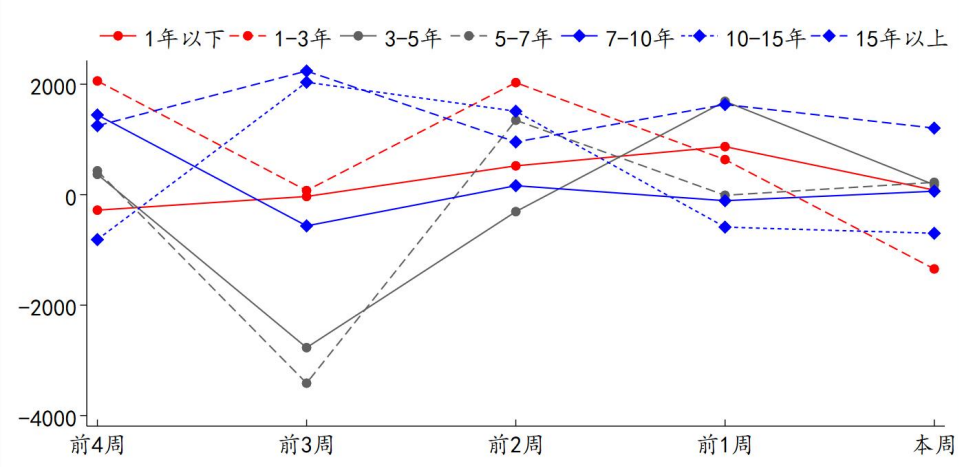
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 41：广义财政支出累计同比（%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

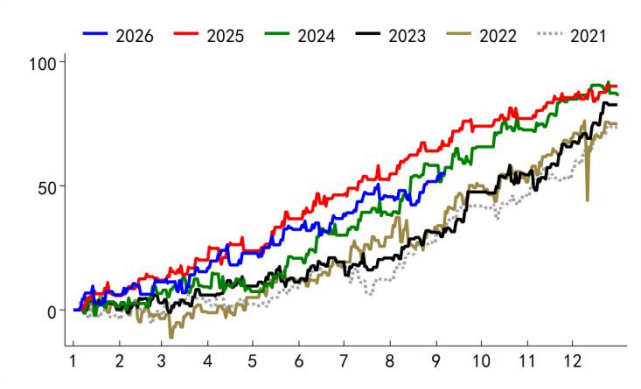
图表 42：政府债发行期限结构（亿元）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

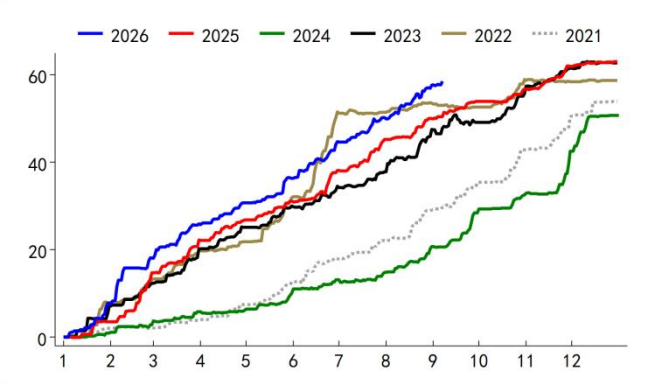
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 43：国债发行进度（较限额，%）



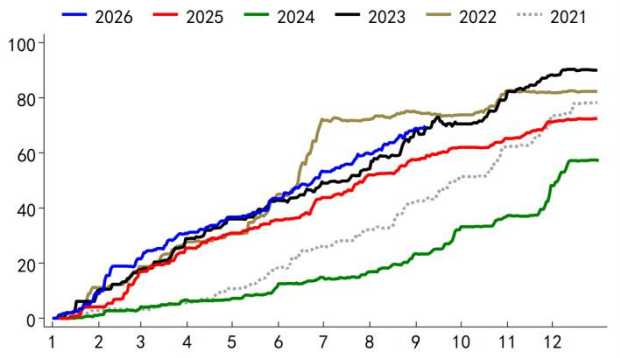
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 44：地方政府债发行进度（较限额，%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 45：地方政府专项债发行进度（较限额，%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 46：债券周度发行与到期（亿元）

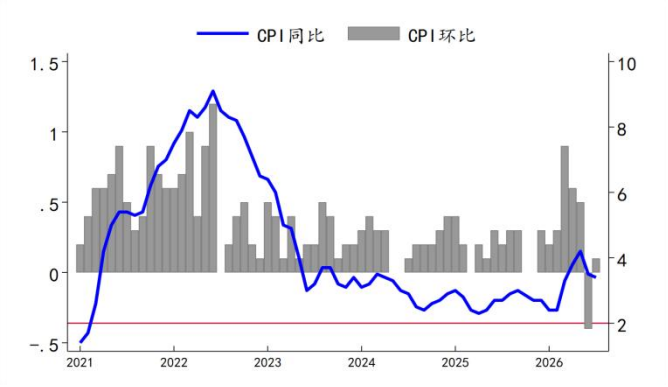
债券	融资	8 月 31 日	9 月 1 日	9 月 2 日	9 月 3 日	9 月 4 日	9 月 5 日	9 月 6 日	前 5 周	前 4 周	前 3 周	前 2 周	前 1 周	本周
所有债券	总发行量	1476	1523	3138	2728	4423	0	0	14018	16807	18433	21845	20211	13288
	总偿还量	744	536	488	4059	2300	1980	766	9528	9952	22897	11422	15851	10873
	净融资额	732	988	2649	-1331	2123	-1980	-766	4489	6855	-4465	10423	4360	2415
利率债	总发行量	1031	457	1963	640	1803	0	0	3693	7123	7366	8097	8313	5894
	总偿还量	264	219	197	3495	582	1337	86	2489	2662	9795	1873	4190	6180
	净融资额	766	238	1766	-2855	1221	-1337	-86	1204	4461	-2429	6224	4124	-286
信用债	总发行量	446	1067	1175	2088	2620	0	0	10325	9684	11067	13748	11898	7395
	总偿还量	480	317	292	564	1718	643	680	7040	7290	13102	9549	11661	4693
	净融资额	-34	750	883	1525	902	-643	-680	3286	2393	-2036	4199	237	2702
国债	总发行量	0	0	1683	0	1540	0	0	900	3635	2840	3961	3201	3223
	总偿还量	0	0	0	850	0	0	0	300	1773	6666	300	0	850
	净融资额	0	0	1683	-850	1540	0	0	600	1862	-3826	3661	3201	2373
地方政府债	总发行量	801	147	0	490	123	0	0	1263	1818	2828	3096	3377	1560
	总偿还量	264	219	197	25	2	37	86	1119	859	497	1493	1780	830
	净融资额	536	-72	-197	465	121	-37	-86	144	960	2331	1602	1597	730
存单	总发行量	125	113	458	468	2300	0	0	6936	5435	6904	6848	7125	3464
	总偿还量	45	29	145	338	1292	405	283	3255	4776	9116	5310	6489	2537
	净融资额	80	84	313	130	1008	-405	-283	3681	659	-2212	1538	636	927

资料来源：IFinD，爱建证券研究所。

注：本周指的是 2026 年 8 月 31 日至 9 月 6 日。

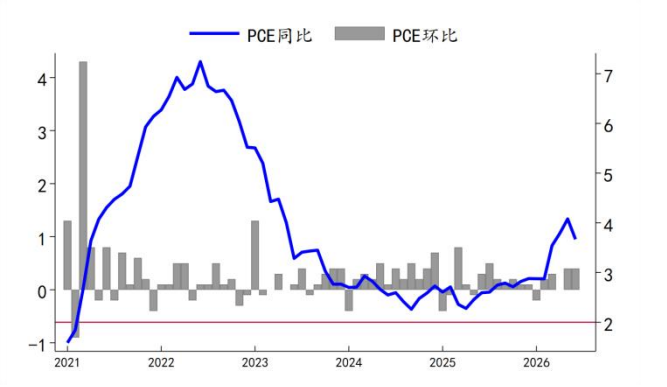
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 47：美国 CPI 同比与环比增速（%）



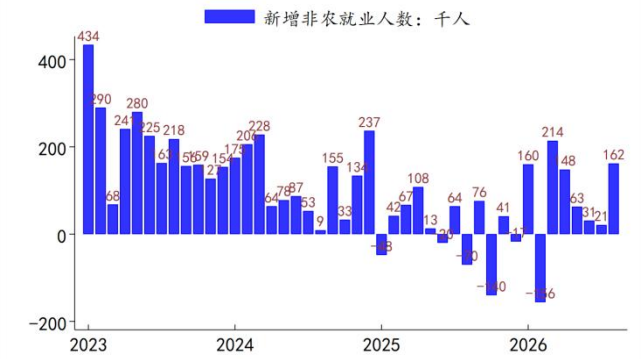
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 48：美国 PCE 同比与环比增速（%）



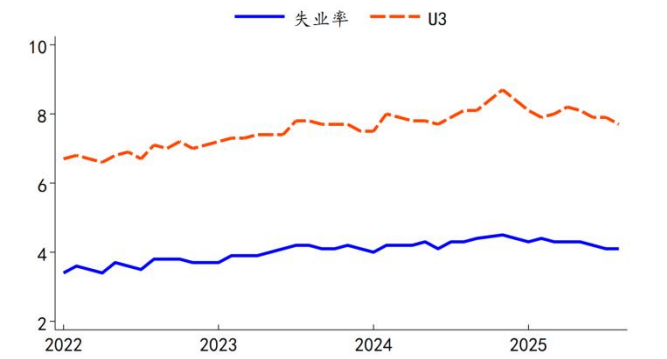
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 49：美国新增非农就业人数当月值季调（千人）



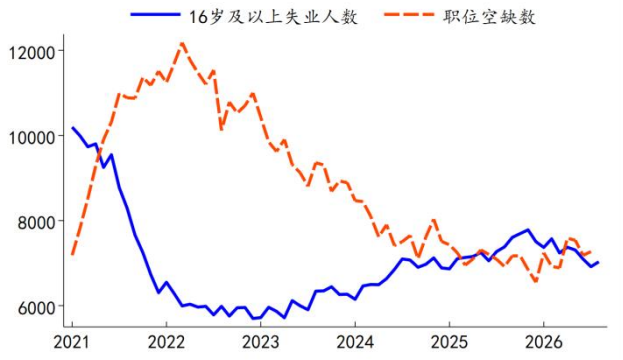
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 50：美国失业率（%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

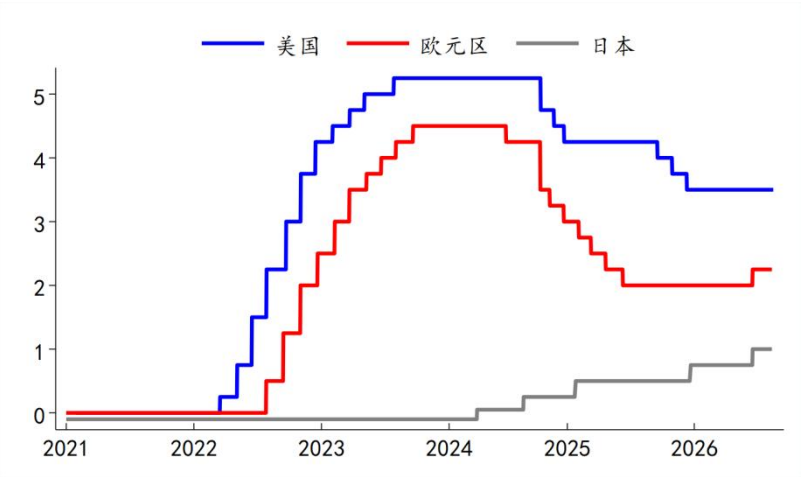
图表 51：美国失业人数与职位空缺数（千人）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

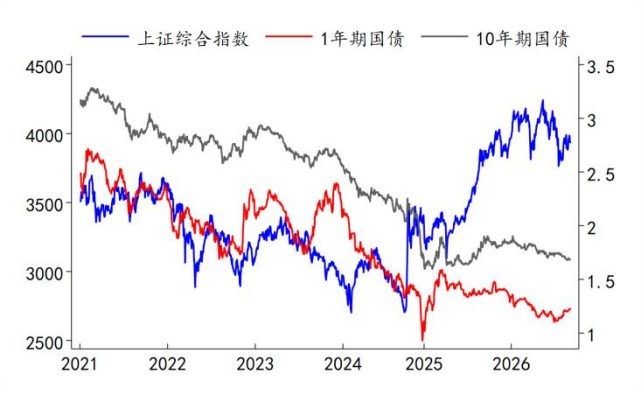
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 52：美国、欧元区、日本政策利率（%）



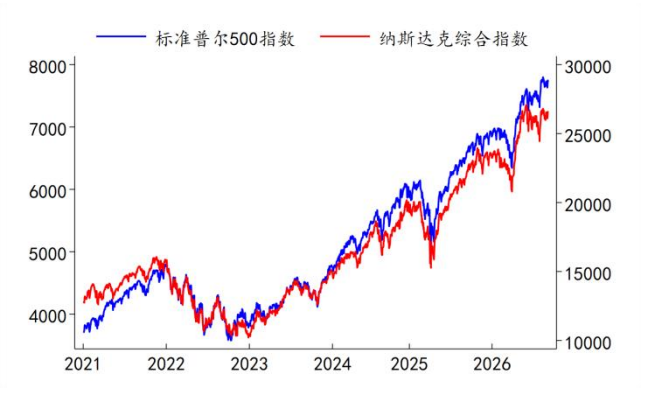
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 53：上证综指与国债收益率（点，%）



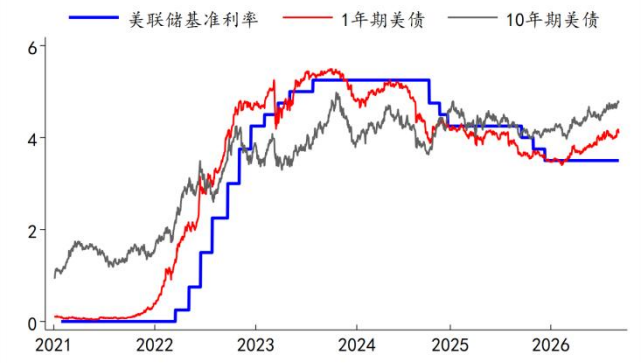
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 54：美国标普 500 指数与纳斯达克综合指数（点）



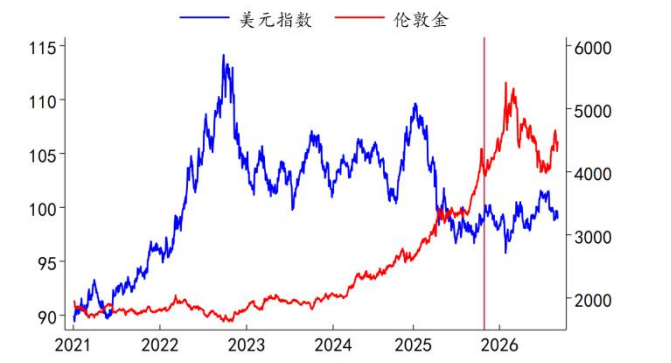
资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 55：美联储基准利率与美债收益率（%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

图表 56：美元指数与伦敦金价格（%）



资料来源：IFinD，爱建证券研究所

风险提示：经济修复不及预期，宏观政策不及预期，地缘冲突风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

爱建证券
AIJIAN SECURITIES

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号
电话：021-32229888　　传真：021-68728700　　服务热线：956021
邮政编码：200124　　邮箱：ajzq@ajzq.com　　网址：http://www.ajzq.com

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050. BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归属爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。