下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告 策略深度报告

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

加息的重启与美债的攀升

加息影响有多大？5%是美债利率顶吗？

报告日期： 2026年09月28日

- **分析师：杨芹芹**
- SAC编号：S1050523040001

研究创造价值

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

核心结论： 9月FOMC整体偏鹰，但主要是预防式加息，而非进入连续激进加息周期，外溢影响可控。截至9月18日，10Y美债收益率升至5.01%，30Y升至5.34%，**主要是油价推高通胀预期，债务突破整数关口、 AI债券融资挤占、 政策不确定性担忧提升期限溢价。**为缓和美债上行压力，美国财政和货币配合发力，但体量和成效有限，**后续还需配合供需结构优化。**鉴于当前财政货币联动救市、持续加息概率偏低和净空头极化，**美债收益率进一步上行动能有限，大概率高位筑顶**，但通胀和加息不确定性犹存，**趋势性下行还需等待。**美股震荡分化，黄金短期承压不改中长期配置价值，A股震荡修复。

加息信号：预防式抗通胀，外溢影响可控

美联储9月加息25BP，为2023年7月以来的首次加息，鹰派转向背后的信号值得关注：

1）**加息原因：**美国**经济增长更有韧性、就业依旧偏强、通胀仍难回落**，美联储通过预防性加息抗通胀，意在维护政策公信力、对冲尾部通胀风险。

2）**加息路径：点阵图隐含2026年内再加息一次，大概率是12月加息；2027年先加后降一次，中值持平**，停止加息需等通胀广度收敛或经济、就业走弱信号 。

3）**加息影响：** 利率中枢阶段性上移，**但并非开启新一轮货币紧缩周期，短期更多是利空落地**，外溢影响可控。

美债拆解：多重因素叠加，期限溢价上行

全球债券利率共振上行，推升无风险利率中枢，引发大类资产重定价。美债长端上行除了油价上行外，主要是期限溢价主导：

1）**债务规模临近40万亿美元**，赤字常态化与利息负担上行的担忧升温；

2）**AI债券融资形成信用挤占，**科技巨头在AI资本开支高增背景下现金流承压，转向企业债融资，对美债需求形成挤压并推升信用利差。

3）**货币政策不确定性加大，**沃什上台后沟通不充分且侧重中长期框架，市场因政策路径不明而进行悲观演绎。

前景展望：短期高位筑顶，下行还需等待

为破解美债困局，财政和货币配合救市，但成效有限，供需配合力度还须加码：

1）**政策逻辑：财政侧重于提振信心（**长债回购翻倍**）和期限管理（以短换长），货币主要信用重塑（重申联储独立性，加息抗通胀），关注后续供需结构优化路径和力度。**

2）**短期高位筑顶：**结合财政货币联动救市、持续加息概率偏低及净空头极值回落的交易结构改善，**美债进一步上行动能有限，呈现高位筑顶特征。**

3）**趋势性下行仍需等待：**静待更清晰的通胀广度收敛、经济就业走弱及货币政策转向信号，重点关注通胀、非农、中期选举、FOMC等。

资产应对：利率中枢上移，定价逻辑重估

短期加息利空落地，市场消化冲击后有所修复。但利率中枢上移后的资产影响值得警惕：

1）**美股：震荡运行，结构分化，维持科技成长和防御哑铃配置。**

2）**美债：短端压力大于长端，长债整体上行空间有限。**

3）**黄金：短期震荡，中长期配置价值仍存。**

4）**A股：震荡修复，风格下沉，攻守兼备。**

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

（1）地缘冲突升级

（2）美国经济强劲

（3）政策力度不足

（4）产业进度迟缓

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

CONTENTS

1. 加息信号：预防式抗通胀，外溢影响可控
2. 美债拆解：多重因素叠加，期限溢价上行
3. 前景展望：短期高位筑顶，下行还需等待
4. 资产影响：利率中枢上移，定价逻辑重估

下载日志已记录，仅供内部参考

01. 加息信号：预防式抗通胀，外溢影响可控

研究创造价值

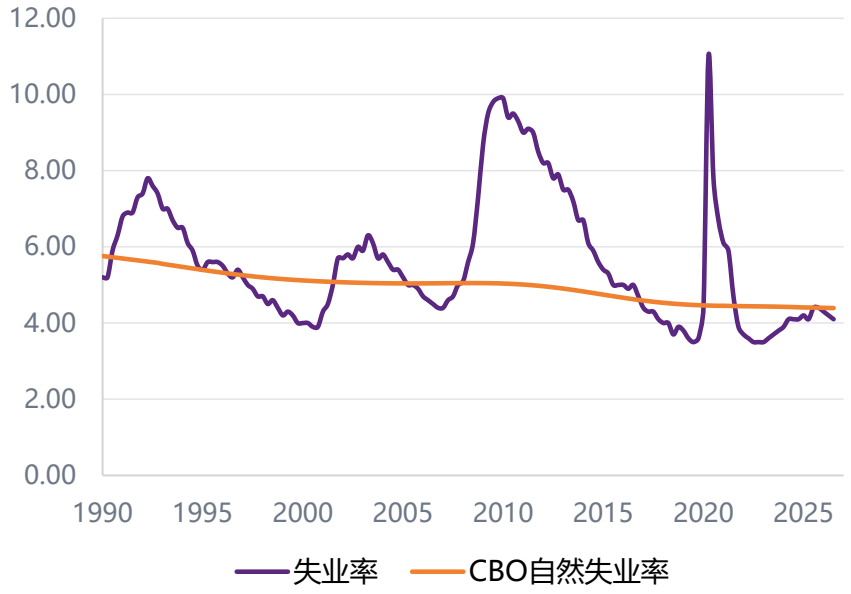
下载日志已记录，仅供内部参考

9月FOMC：就业市场有韧性，预防式加息25BP抗通胀

- **就业韧性：**8月非农新增就业超预期，且前值上修，失业率4.1%，低于CBO自然失业率估计约4.39%。
- **通胀粘性：**基础通胀尚未出现明显改善，8月核心CPI环比0.3%，PCE分项中涨幅超3%的类别占比高达54%。

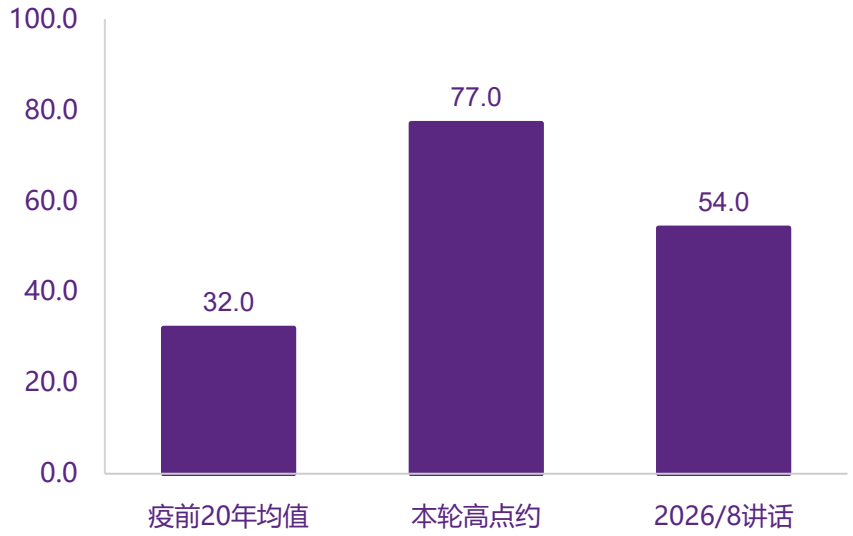
就业韧性：失业率低于自然失业率

失业率与自然失业率：1990—2026（%）

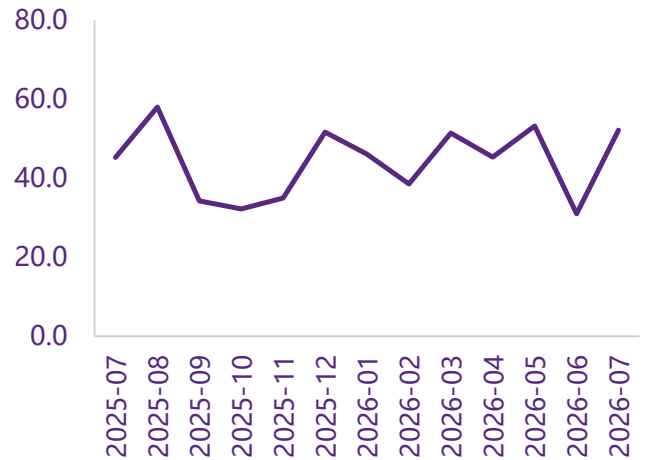


通胀粘性：199项联储指标尚未出现明显改善

199项同比涨幅>3%的等权占比（%）



月环比年化>3%的消费权重占比（%）



资料来源：BLS、CBO/FRED（UNRATE、NROU）；华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

点阵图信号：隐含2026年内再加息一次，2027年分歧仍存

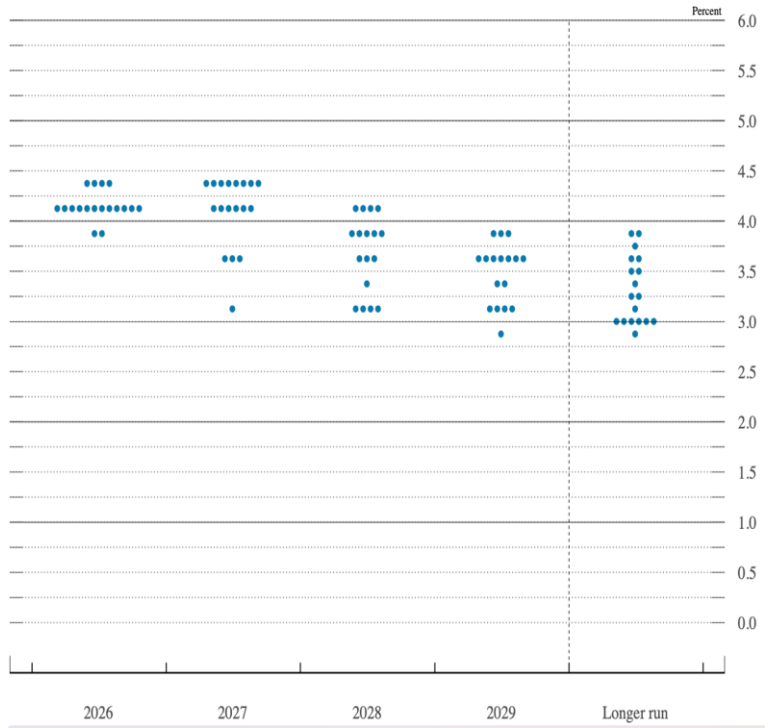
- **经济预测支持偏鹰路径：**2026、2027年GDP增速中位数上调至2.3%、2.4%，失业率预测均下调至4.1%；2026年PCE与核心PCE通胀预测分别上调至3.7%、3.4%。增长更有韧性、就业依旧偏强、通胀仍难回落，并以“委员会将实现价格稳定”的强承诺收尾。经济韧性提供加息支撑，通胀黏性决定加息节奏。
- **9月点阵图显示：**2026、2027、2028年末利率中位数分别为4.1%、4.1%、3.9%，较6月的3.8%、3.6%、3.4%均有回升。多数委员倾向年内再加一次，2027年再加一次后转入降息。

经济预测：增长有韧性、就业偏强、通胀过高

Variable	Median[1]					Central Tendency[2]					
	2026	2027	2028	2029	Longer run	2026	2027	2028	2029	Longer run	2026
Change in real GDP	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0	2.2–2.4	2.2–2.6	2.1–2.3	2.0–2.2	2.0–2.2	2.1–2.6
June projection	2.2	2.3	2.2		2.0	2.0–2.3	2.0–2.4	2.0–2.3		1.8–2.0	1.8–2.6
Unemployment rate	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.1–4.2	4.0–4.2	4.0–4.2	4.0–4.3	4.0–4.3	4.0–4.3
June projection	4.3	4.3	4.2		4.2	4.3–4.4	4.2–4.5	4.1–4.3		4.0–4.3	4.3–4.6
PCE inflation	3.7	2.3	2.1	2.0	2.0	3.5–3.7	2.2–2.5	2.0–2.2	2.0	2.0	2.9–3.8
June projection	3.6	2.3	2.0		2.0	3.5–3.7	2.2–2.5	2.0–2.1		2.0	2.7–4.1
Core PCE inflation[4]	3.4	2.5	2.2	2.0		3.3–3.4	2.3–2.6	2.0–2.2	2.0		2.8–3.5
June projection	3.3	2.5	2.1			3.2–3.5	2.3–2.6	2.0–2.2			2.6–3.5
Memo: Projected appropriate policy path											
Federal funds rate	4.1	4.1	3.9	3.6	3.2	4.1–4.4	3.6–4.4	3.1–4.1	3.1–3.6	3.0–3.6	3.9–4.4
June projection	3.8	3.6	3.4		3.1	3.6–4.1	3.1–3.9	3.1–3.6		3.0–3.5	3.4–4.4

点阵图：隐含年内再加息一次，利率中枢上移

Midpoint of target range or target level (Percent)	2026	2027	2028	2029	Longer run
4.500					
4.375	4	8			
4.250					
4.125	12	6	4		
4.000					
3.875	2		5	3	2
3.750					1
3.625		3	3	7	2
3.500					2
3.375			1	2	1
3.250					2
3.125		1	4	4	1
3.000					6
2.875				1	1
2.750					



资料来源：FED，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

市场定价：向更高利率迁移，比点阵图更鹰

- 点阵图指引：本轮最高利率预期是3次/75bps，2026年和2027年各再加息一次。
- 交易员定价：到12月再加息1.3次，到明年9月累计3.2次，即本轮累计4次/100bps的加息。

议息前：2026/9/15收盘

会议	3.75–4	4–4.25	4.25–4.5	4.5–4.75	4.75–5
26-10-28	60.0%	40.0%	0.0%	0.0%	0.0%
26-12-09	0.0%	89.5%	10.5%	0.0%	0.0%
27-01-27	0.0%	56.0%	44.0%	0.0%	0.0%
27-03-17	0.0%	0.0%	94.0%	6.0%	0.0%
27-04-28	0.0%	0.0%	72.0%	28.0%	0.0%
27-06-09	0.0%	0.0%	40.6%	59.4%	0.0%
27-07-28	0.0%	0.0%	28.0%	72.0%	0.0%
27-09-15	0.0%	0.0%	20.0%	80.0%	0.0%
27-10-27	0.0%	0.0%	20.0%	80.0%	0.0%
27-12-08	0.0%	0.0%	28.1%	71.9%	0.0%

议息后：2026/9/16收盘

会议	3.75–4	4–4.25	4.25–4.5	4.5–4.75	4.75–5
26-10-28	50.0%	50.0%	0.0%	0.0%	0.0%
26-12-09	0.0%	71.1%	28.9%	0.0%	0.0%
27-01-27	0.0%	34.0%	66.0%	0.0%	0.0%
27-03-17	0.0%	0.0%	63.1%	36.9%	0.0%
27-04-28	0.0%	0.0%	32.0%	68.0%	0.0%
27-06-09	0.0%	0.0%	0.0%	97.7%	2.3%
27-07-28	0.0%	0.0%	0.0%	88.0%	12.0%
27-09-15	0.0%	0.0%	0.0%	80.0%	20.0%
27-10-27	0.0%	0.0%	0.0%	84.0%	16.0%
27-12-08	0.0%	0.0%	0.0%	97.5%	2.5%

资料来源：CBOT联邦基金期货，Yahoo Finance日收盘价；CME，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

加息路径展望：市场较点阵图更鹰，油价是分歧核心

- 期货隐含2026年末利率中点由年初约3.05%升至9月16日约4.20%。市场对后续通胀的担忧明显升温。
- 通胀的二次传导取决于高油价的持续性，而非短期脉冲。



路径	关键条件	政策含义
有限校准	油价回落，截尾通胀稳定 就业增量维持偏弱	年内再加一次 之后观察
持续加息	油价持续高位 服务与预期共同上行	终端利率再抬升 高久期资产承压
停止加息	初请、续请与州失业 扩散度同步恶化	就业约束增强 关注衰退交易

横轴2026.00、2026.25、2026.50约对应1月、4月、7月。
2027年底市场模型约4.63%，高于SEP中位数4.1%。
“预防式”是当前基准分析，不能用来排除持续加息风险。

资料来源：联邦基金期货收盘价、9月SEP；华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

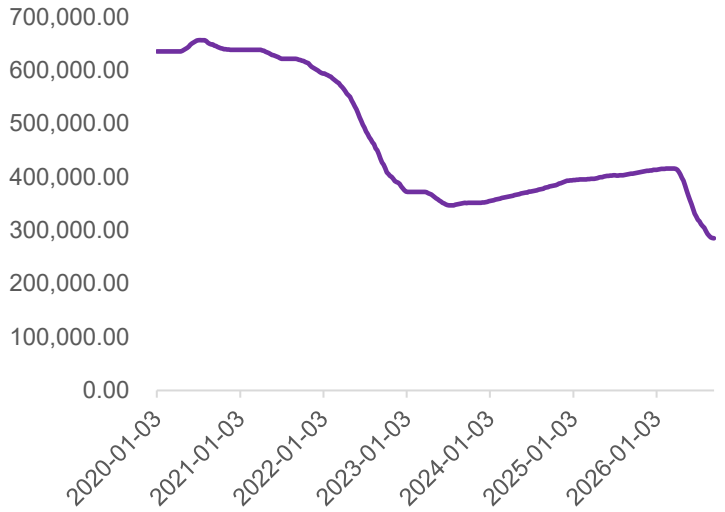
油价与二次通胀：聚焦地缘溢价，预期仍待验证

- 二次传导取决于高油价的持续性，重点关注油价的地缘溢价：EIA 短期能源展望给出 2H26 布伦特中枢约 90 美元， 9/18 现价为 98.85 美元，地缘溢价约 9 美元。
- 美国SPR 战略储备持续下行，现为285百万桶，仅 39.2% 容量，为1982 年 11 月以来最低。
- 美国原油战略储备正在逼近法定下限：EPCA 规定低于 2.524 亿桶后总统不得再实施常规小规模释放。当前 2.85 亿距它仅剩约 3260 万桶；若 1.72 亿桶释放全部执行完，水位将跌至约 2.43 亿，跌破法定下限；

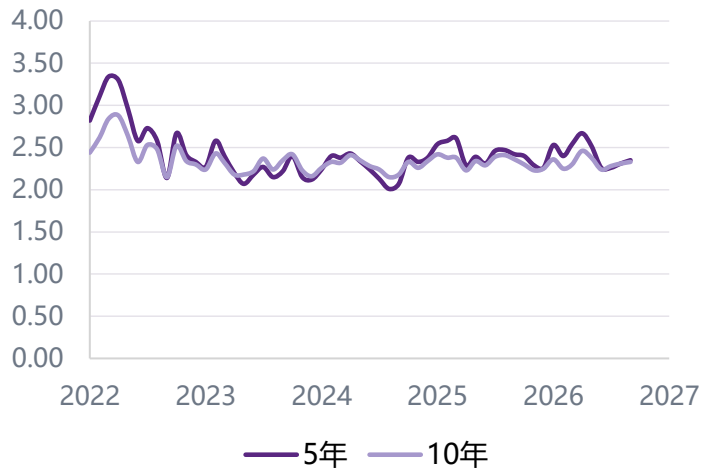
布伦特现货：2000年以来（美元/桶）



美国:库存量:原油战略储备:千桶



盈亏平衡通胀率：2022年以来（%）



传导环节	验证条件	本轮判断
直接影响	汽油、机票、运输成本上行	8月汽油环比+3.9%，已出现
间接影响	工资、服务提价、通胀预期连续上行	9/16五年BE为2.35%，尚未同步失控
政策含义	能源冲击由短期转为持续、广泛涨价	追加加息风险仍高，需联看广度与预期

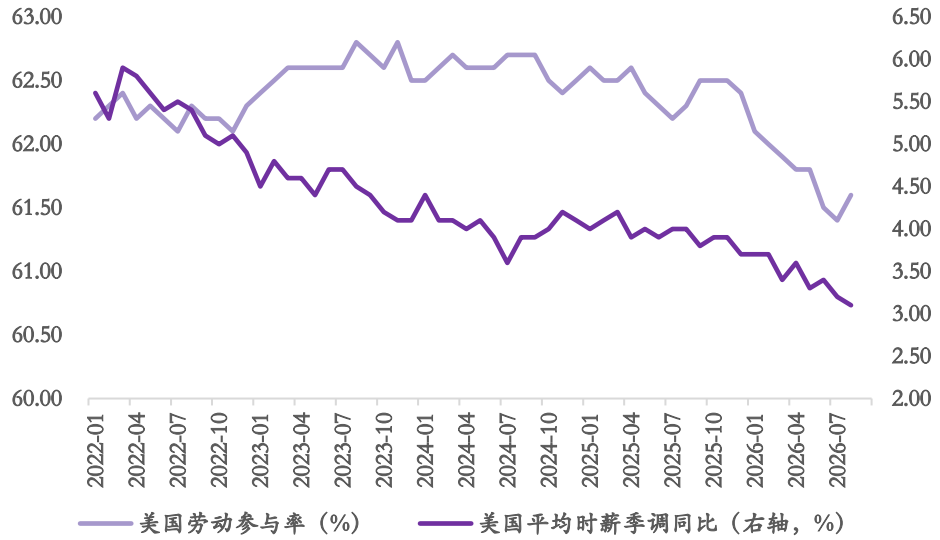
资料来源：EIA、FRED；华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

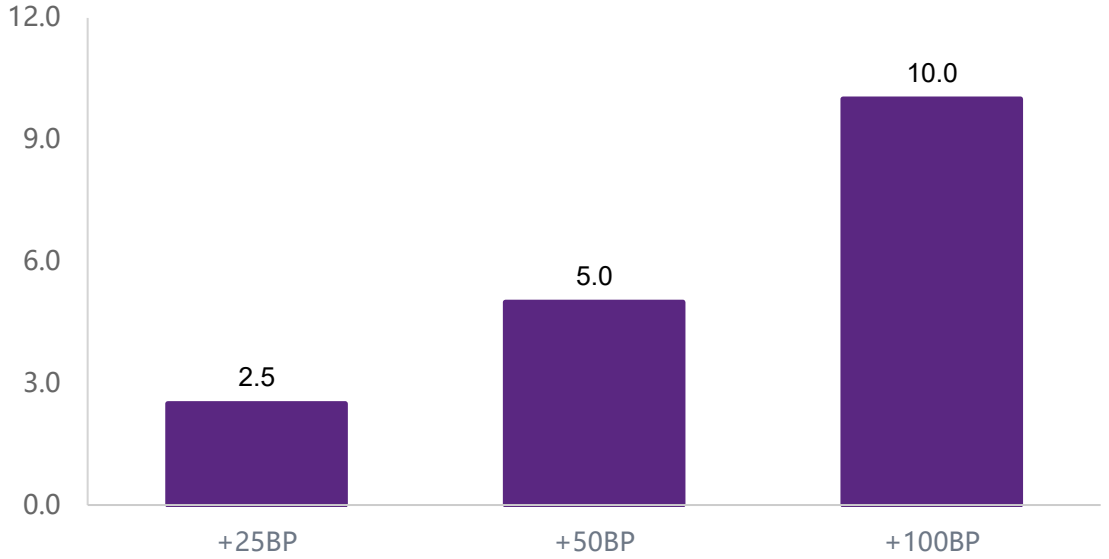
加息路径展望：连续加息面临多重约束，就业更直接，中选与AI融资是间接制约

- 联储缺乏连续加息基础：政治压力（中期选举，特朗普和万斯喊话降息）、基本面（就业未过热，薪资增速和劳动参与率持续回落）、融资成本（财政付息压力和AI产业融资）
- 8月非农虽有反弹，但薪资增速和劳动参与率均在回落 表明就业市场并未过热 持续加息会对就业形成压制。
- 且政治与产业成本提高紧缩代价，但不构成联储停加息承诺。

美国就业未过热：薪资增速和劳动参与率回落



每1000亿美元新融资的年利息增量（亿美元）



约束	传导机制	判断边界
就业	低招聘降低经济活力对持续紧缩的承受力	初请低位，暂未出现全面裁员
中选	生活成本与增长诉求同时上升	政治诉求不能替代通胀、就业数据
AI融资	更高融资成本压缩资本开支回报	先影响新增融资和到期再融资

资料来源：BLS、ECB；华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

中美元首9月底会晤：经贸磋商先行，关注成果执行

- 正式议程：习近平主席将于9月23—25日对美国进行国事访问。
- 会前磋商：9月20日中美在纽约就落实历次共识、促进双边贸易投资等问题交流，并就人工智能举行对话。
- 市场含义：日程确认有助于压低关系失速风险；风险偏好能否持续改善，仍取决于会后是否出现可执行安排。

磋商主线	官方披露与后续关注	市场传导
落实历次共识	推进既有磋商共识落地；关注是否形成执行清单、时间表和常态化工作机制	政策反复风险下降，人民币及A/H股风险偏好改善
贸易与投资	促进双边贸易投资；关注关税、采购、关键商品许可、市场准入与投资审查	出口链和周期资产受益程度取决于措施的可执行性
人工智能对话	首次明确披露人工智能对话；关注出口管制边界、算力供应链与治理机制	降低科技摩擦突发升级风险，利好科技硬件估值修复

会晤结果的验证顺序

- 关税、出口管制、关键商品、采购和投资是否给出时间表
- 随后用人民币、VIX和信用利差检验风险偏好能否持续改善
- 若仅确认继续沟通，市场影响更偏事件驱动，仍需回归盈利与联储路径

资料来源：美国白宫、中国外交部、中国商务部；华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

元首会晤重点议题与市场影响

核心判断：国事访问规格确认有助于压低关系失速风险；真正决定行情持续性的，是会谈能否把经贸议题转化为可执行政策。

议程

9/23	9/24 上午	9/24	9/24 晚	9/25
抵达美国	**欢迎仪式**	**深入交换意见**	**国宴**	**茶叙与参访**
特朗普在安德鲁斯联合基地迎接	白宫欢迎仪式、两国元首致辞	双边关系及世界和平与发展重大问题	白宫东厅举行国宴	红厅茶叙、国家档案馆参访并告别

重点议题

- **经贸共识落实**｜关税、采购、关键商品与工作机制
- **贸易与投资**｜市场准入、投资审查与企业预期
- **人工智能**｜科技限制边界、供应链与治理对话
- **战略稳定**｜双边关系与全球和平发展议题

路径与市场影响

上行情景｜成果更实

观察信号｜出现关税、关键商品、出口管制、采购或AI对话的可执行安排

市场影响｜人民币与A/H股风险偏好↑；出口链、科技硬件受益；VIX与黄金偏弱。美债受“风险偏好↑”与“关税通胀↓”双向影响。

概率较低、弹性最大

基本情景｜稳关系、推执行

观察信号｜确认战略稳定方向，延续磋商与执行机制，增量成果有限但不升级摩擦

市场影响｜政策风险溢价回落，人民币与A/H股温和受益；美股偏正面。美债和黄金方向较弱，仍回归通胀与联储路径。

概率最大

下行情景｜分歧未收敛

观察信号｜缺乏执行安排，关税、科技限制或关键商品分歧重新升温

市场影响｜人民币、A/H股与全球周期资产承压；美元、黄金和美债短期获避险支撑，随后取决于通胀冲击。

尾部风险

资料来源：美国白宫、中国外交部、中国商务部；华鑫证券研究。

下载日志已记录，仅供内部参考

02. 美债拆解：多重因素叠加，期限溢价上行

研究创造价值

下载日志已记录，仅供内部参考

美债分析框架：短端利率 & 通胀预期 & 期限溢价三因子

- **伯南克三因子框架：**10Y美债名义收益率≈预期短端利率+通胀预期+期限溢价；
- **本轮变化：**定价从“短端政策利率预期”单一主导，转向财政风险溢价、供需错配、政策不确定性、长期通胀风险等多元因子共振，期限溢价（尤其长端）成为定价核心。

短端利率

美联储政策利率路径
点阵图 / FedWatch
就业与通胀数据牵引

+

通胀预期

美债收益率和盈亏平衡通胀（TIPS）
收益率差值
油价与关税传导
通胀预期大体锚定

+

期限溢价

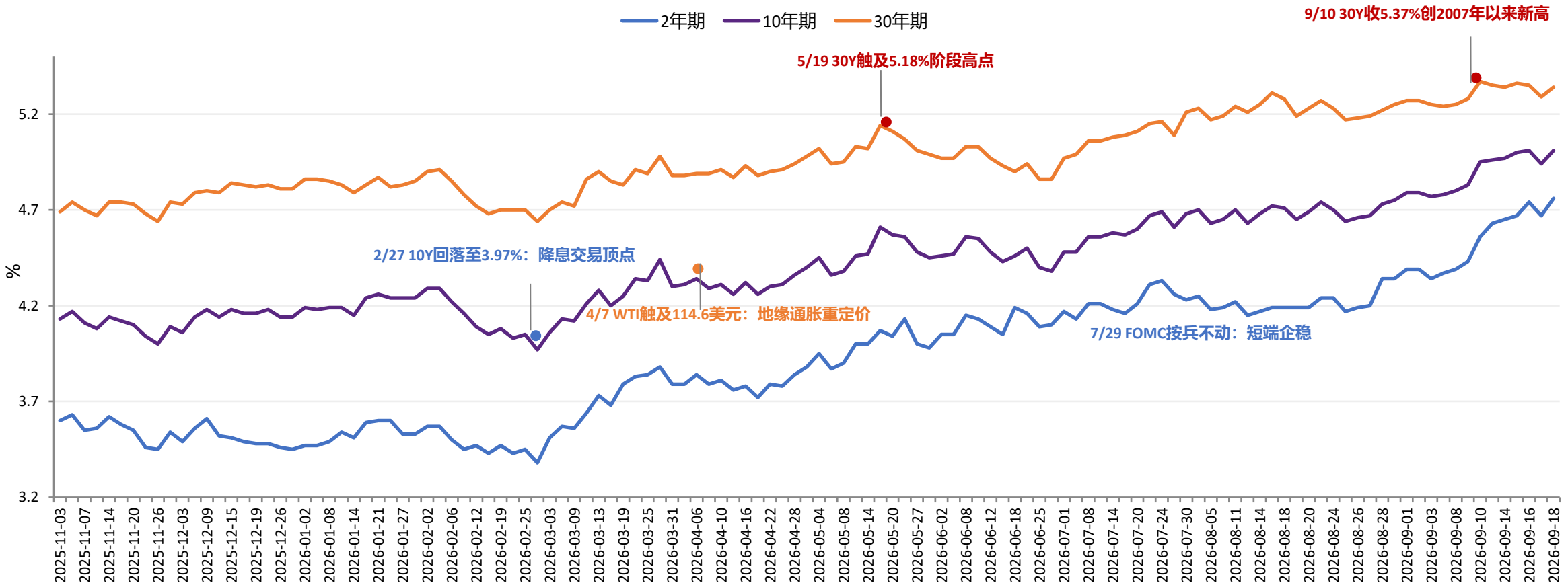
财政赤字与发债供给
供需错配 / 买家结构
政策不确定性溢价

2026年以来：短端被“不加息不降息”锚定，通胀预期反复，长端新高主要由期限溢价（财政担忧+AI融资挤占+政策不确定性）驱动

下载日志已记录，仅供内部参考

美债复盘：从“降息交易”到“地缘通胀”再到“多元定价”

- 第一阶段（1-2月）：市场定价年内降息3次，10Y一度回落至3.97%（2/27）；
- 第二阶段（2月底-5月）：伊朗战争爆发、WTI最高触及114.6美元，通胀与加息预期重定价，5/19 30Y触及5.18%阶段高点；
- 第三阶段（6月至今）：油价与加息预期反复推升全曲线，9/10 30Y收于5.37%，创2007年以来新高；截至9/18，2Y、10Y、30Y分别为4.76%、5.01%、5.34%。



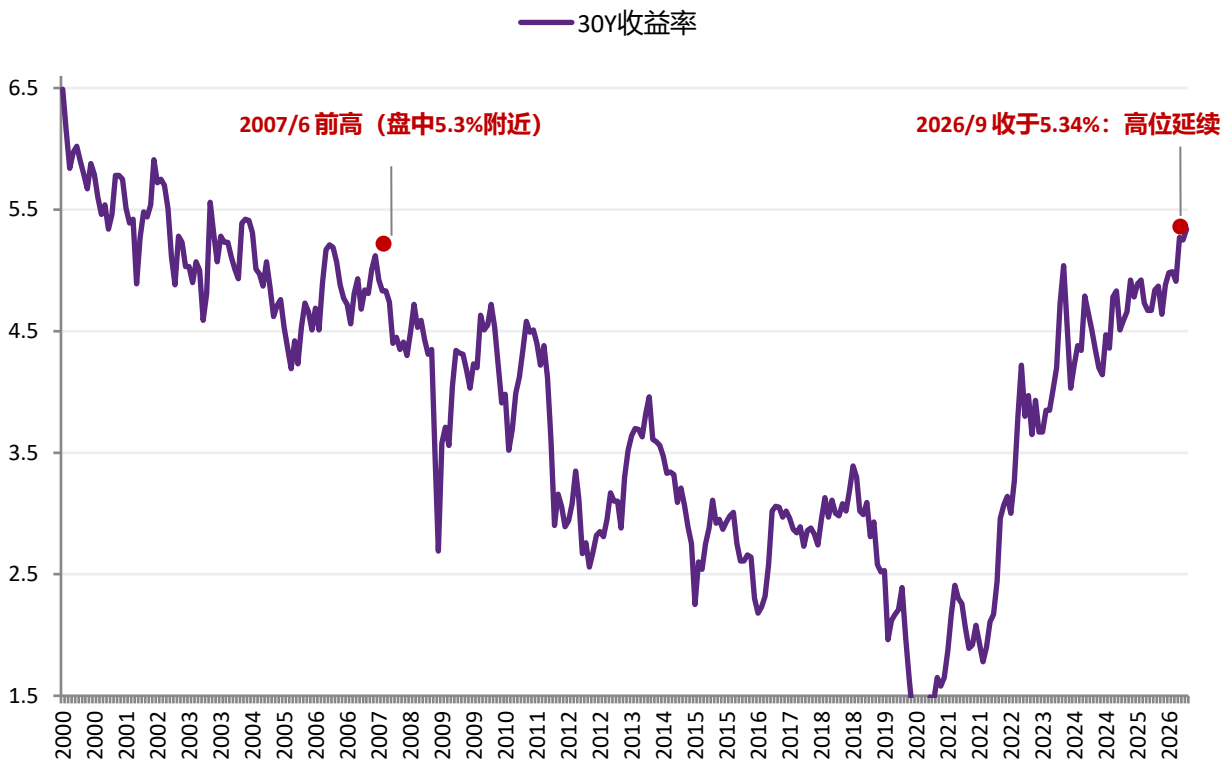
数据来源：美国财政部，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

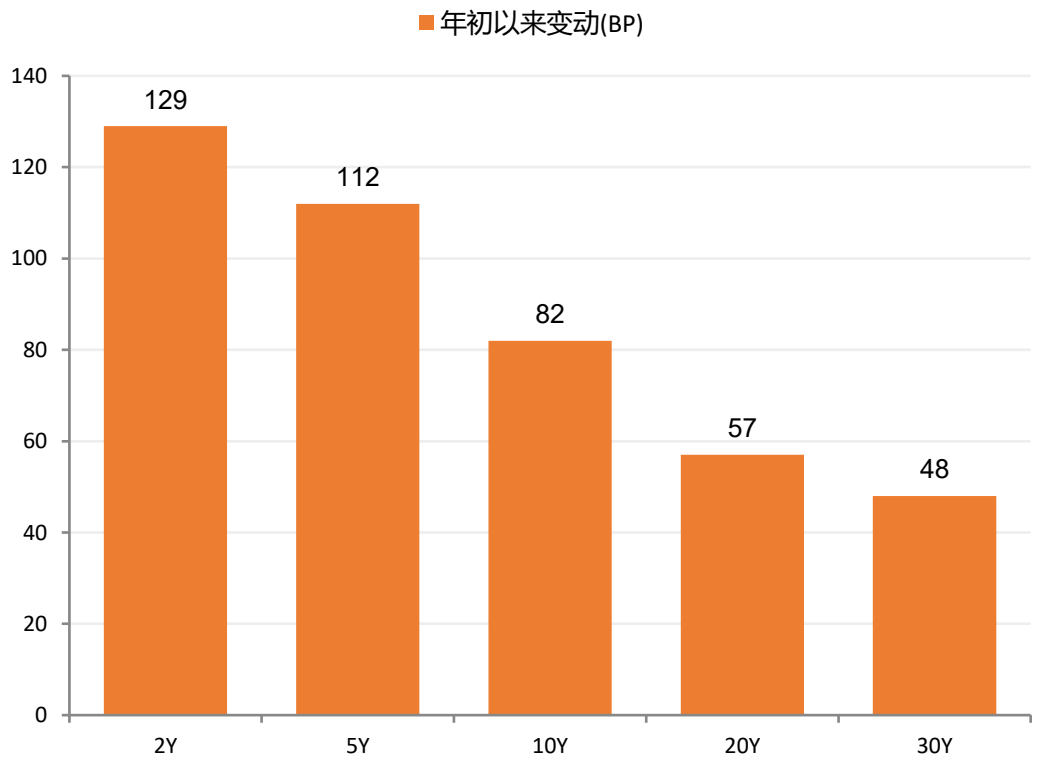
收益率全线上行：短端追涨，曲线重新转向“熊平”

- 报告日水平：9/18 2Y、5Y、10Y、20Y、30Y分别为4.76%、4.86%、5.01%、5.38%、5.34%；9/10 30Y收于5.37%，创2007年以来新高；
- 年初以来全曲线上移：2Y +129BP、5Y +112BP、10Y +82BP、20Y +57BP、30Y +48BP，短端涨幅明显更大；
- 曲线重新熊平：30Y-2Y利差由年初139BP收窄至58BP。9月以来短端快速补涨，表明加息预期重新成为主导变量，期限溢价仍对长端形成支撑。

30Y美债收益率（%，2000年以来）



各期限收益率年初以来变动（BP）



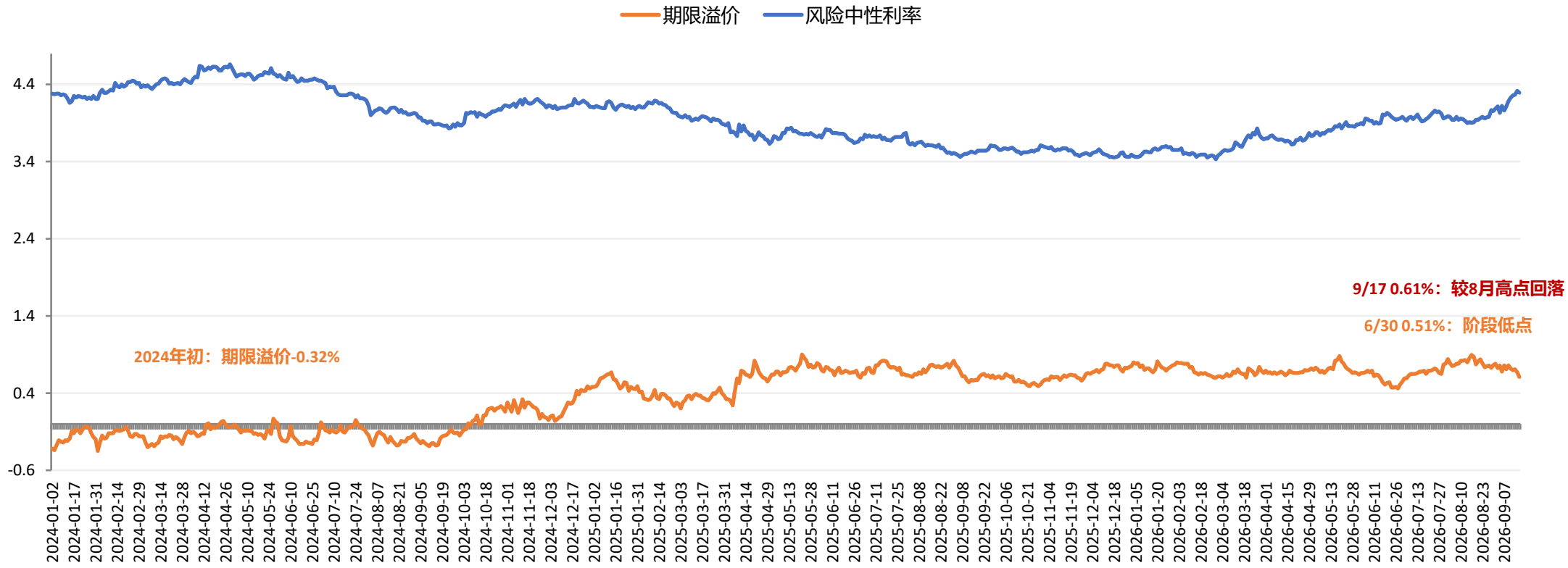
数据来源：美国财政部，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

期限溢价：ACM回落至0.61%，仍处历史高位区间

- 高位回落：ACM 10Y期限溢价自6月末0.51%升至7月末0.84%，8/13报0.80%，9/17回落至0.61%；同期风险中性利率升至4.29%，9月长端上行由政策利率预期与期限溢价共同驱动；
- 中枢仍然偏高：2024年初期限溢价尚在零附近，2025年以来多数时间运行在0.5%-0.9%区间，财政与供需的“新常态”仍在定价；
- 含义：期限溢价已从8月高点回落，但财政可持续性、发债供给与政策不确定性仍要求投资者获得额外补偿。

ACM模型：10Y美债期限溢价与风险中性利率（%）

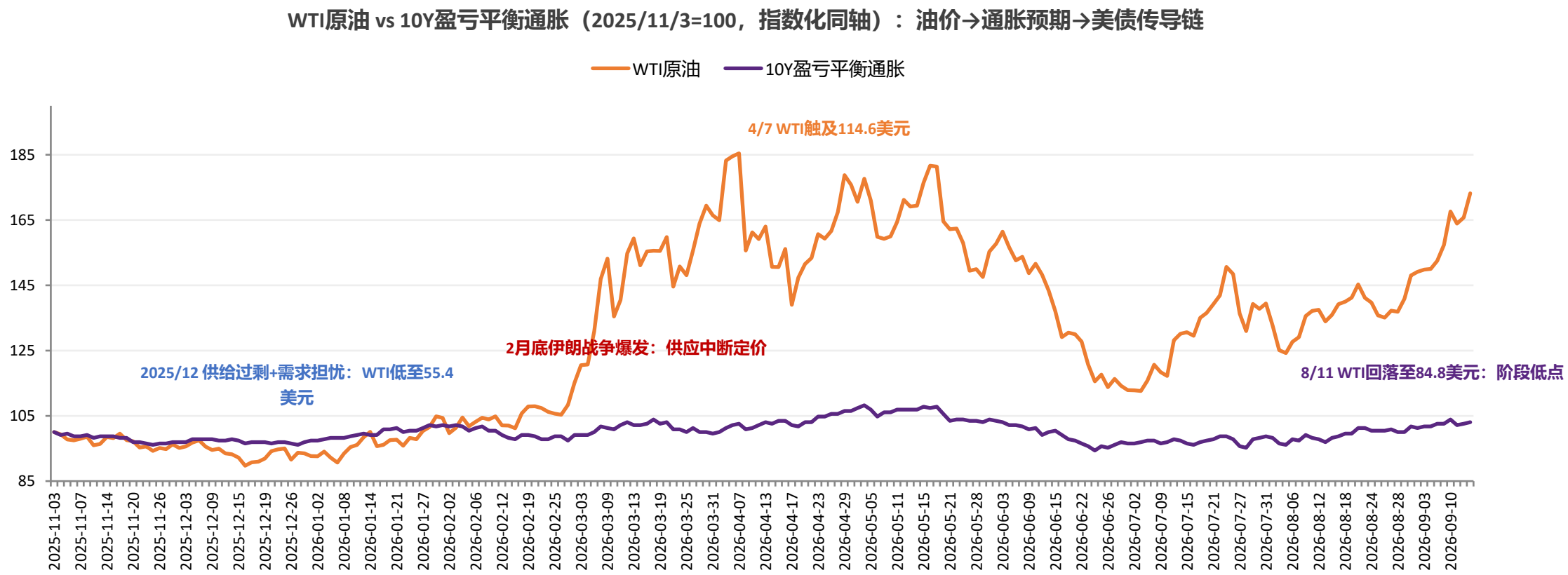


数据来源：纽约联储，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

地缘扰动未消：油价是通胀预期与期限溢价的最大尾部变量

- 战争溢价再度抬升：2月底伊朗战争爆发后WTI最高触及114.6美元（4/7），10Y盈亏平衡通胀同步升至2.4%附近；
- 当前位置：WTI由8/11的84.77美元反弹至9/15的107.02美元，累计上涨26%，距离4月高点仅约7%；10Y盈亏平衡通胀9/10升至2.40%，9/18回落至2.33%；
- 尾部风险：油价二次冲高已经部分兑现，通胀预期仍受控但波动放大。若供应扰动持续，短端加息预期与长端期限溢价仍可能同步上行。



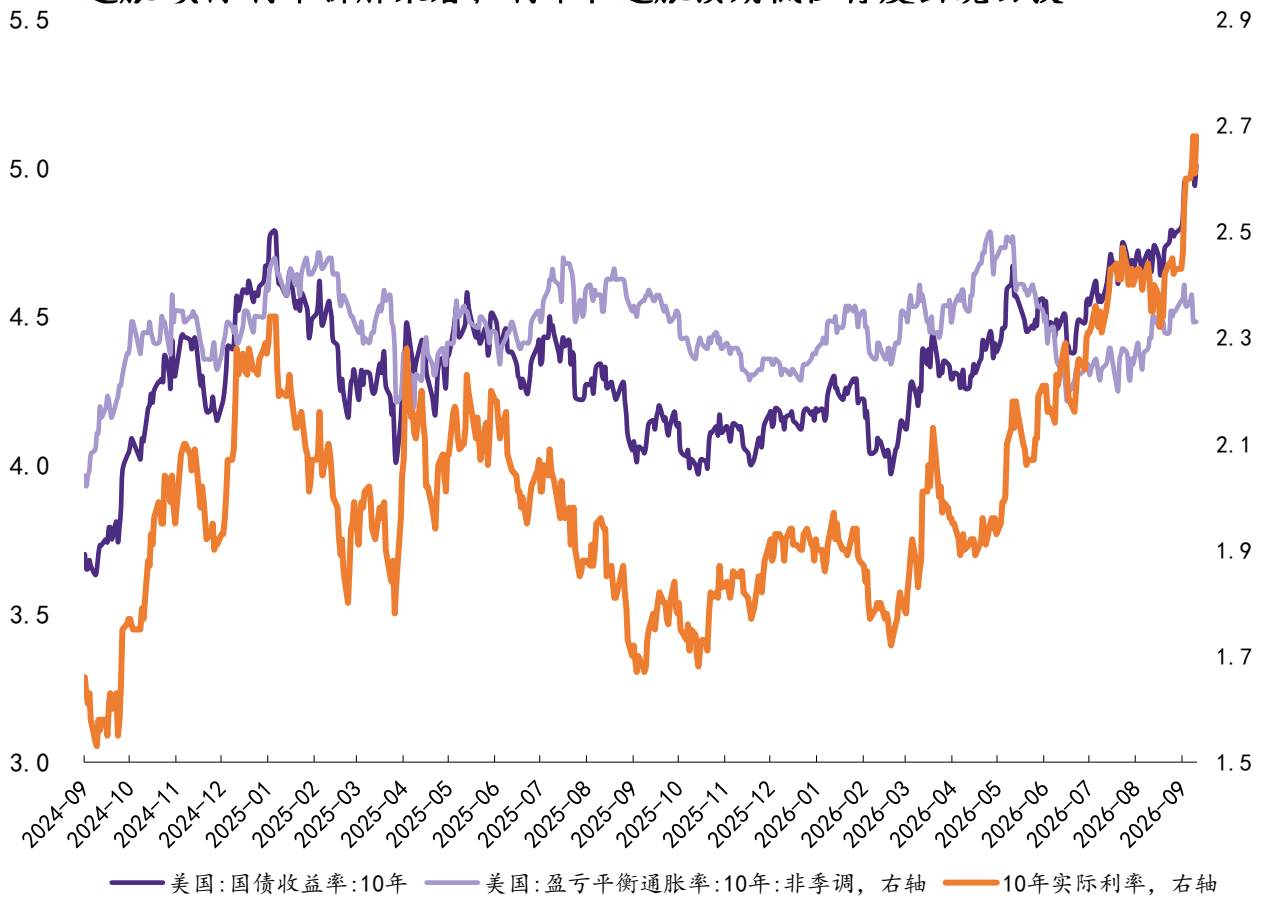
数据来源：FRED，EIA，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

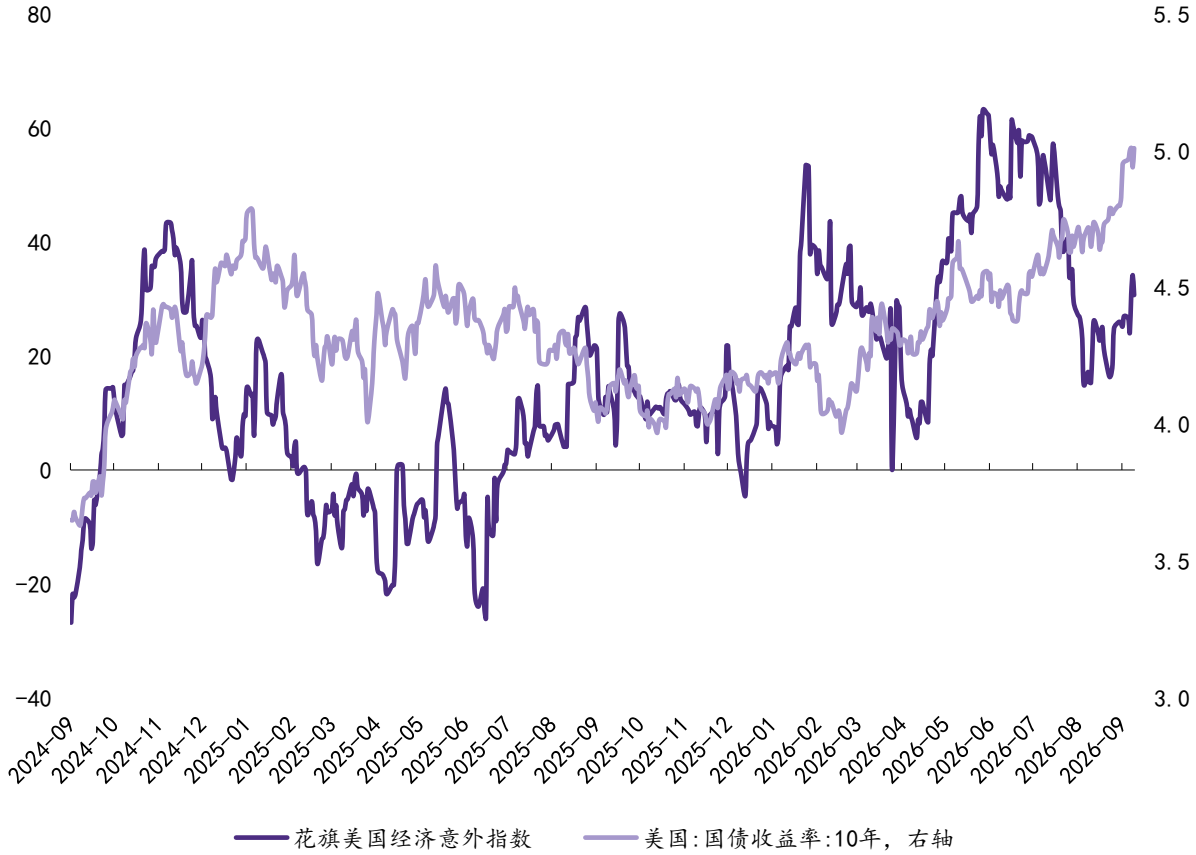
这次不一样：宏观定价与信用对冲

➢ **宏观定价不解释本轮美债利率的上行：经济边际走弱，但长债利率高位运行。**

通胀-实际利率拆解来看，利率和通胀预期低位再度出现切换



经济-利率的角度来说，10年利率展现出弱经济时的强韧性



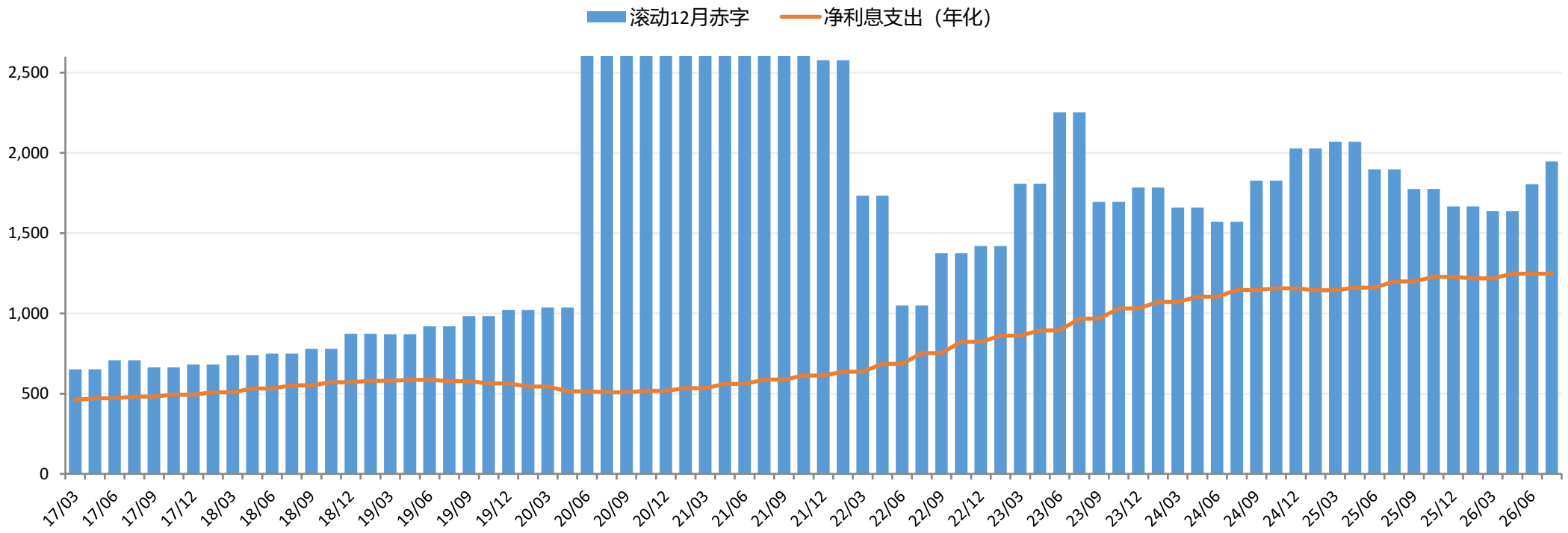
资料来源： Wind，华鑫证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

① 财政担忧： 债务突破40万亿关口，赤字常态化、利息负担上行

- **赤字常态化高位**：FY2025联邦赤字率5.8%（约1.9万亿美元），远超50年均值3.8%；7月单月赤字4323亿美元，滚动12个月赤字维持在约2.1万亿美元附近——叠加IEEPA裁决后关税退款（6-7月海关净收入连续两月为负），赤字易上难下；
- **债务与利息**：联邦债务总额约**39.9万亿美元**（2026/8）；净利息支出年化已超**1.1万亿美元**（2026Q2），超过国防开支——图上可见赤字与利息自2022年起同步上台阶；
- **利率置换压力**：存量可交易债券平均利率3.36%（2026/2），仍显著低于当前新发利率——低息债置换为高息债的过程延续，利息负担仍将上行。

滚动12个月联邦赤字（柱）与净利息支出（线，年化）：同轴对比（十亿美元）

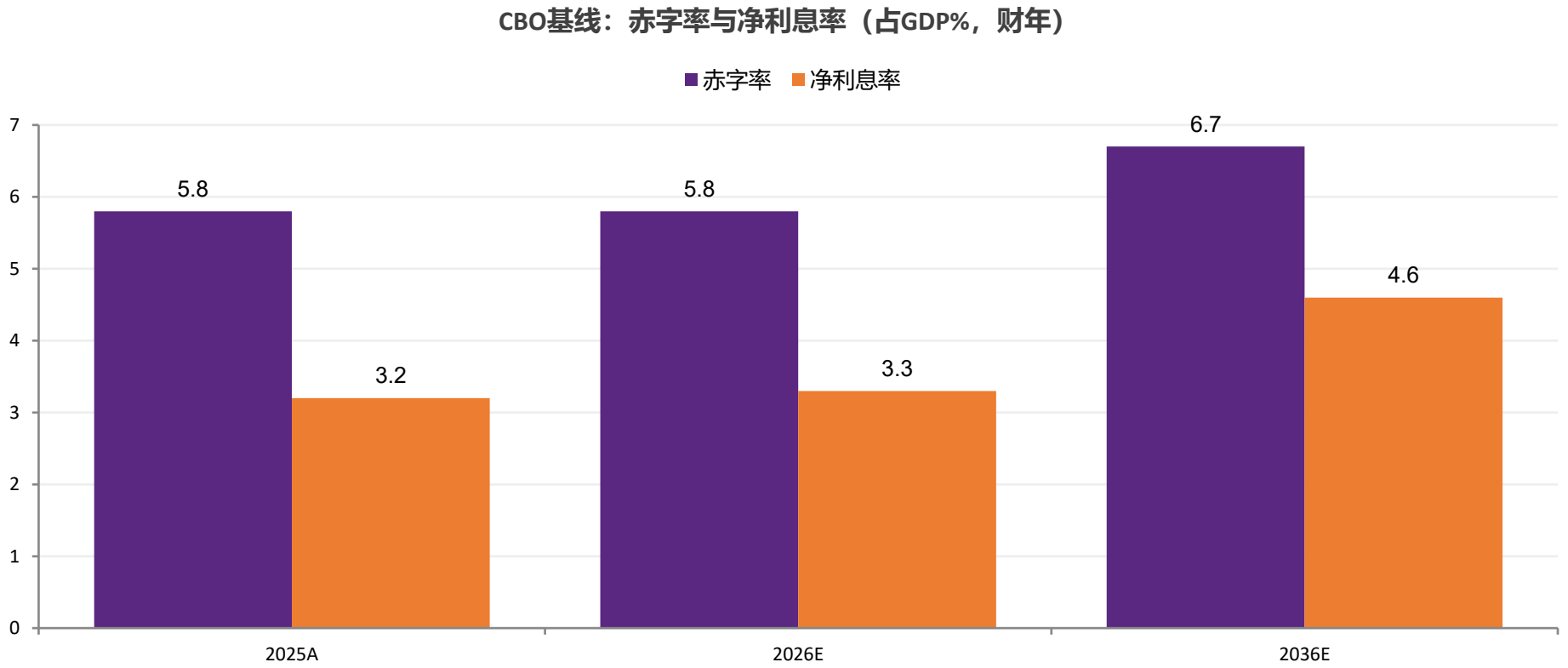


数据来源：美国财政部MTS、FiscalData，FRED，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

中长期：CBO基线的“债务-利息-赤字”循环

- **赤字路径：**CBO基线赤字率5.8%（FY2026）→6.7%（FY2036），赤字规模1.9万亿→3.1万亿美元；
- **债务路径：**公众持有债务/GDP由101%（2026）升至120%（2036），超越1946年106%的历史峰值；
- **利息挤压：**净利息支出/GDP由3.3%升至4.6%，利息成为赤字扩大的首要驱动；若计入IEEPA裁决且收入不予替代，CRFB估计2036年债务/GDP将进一步升至约125%。



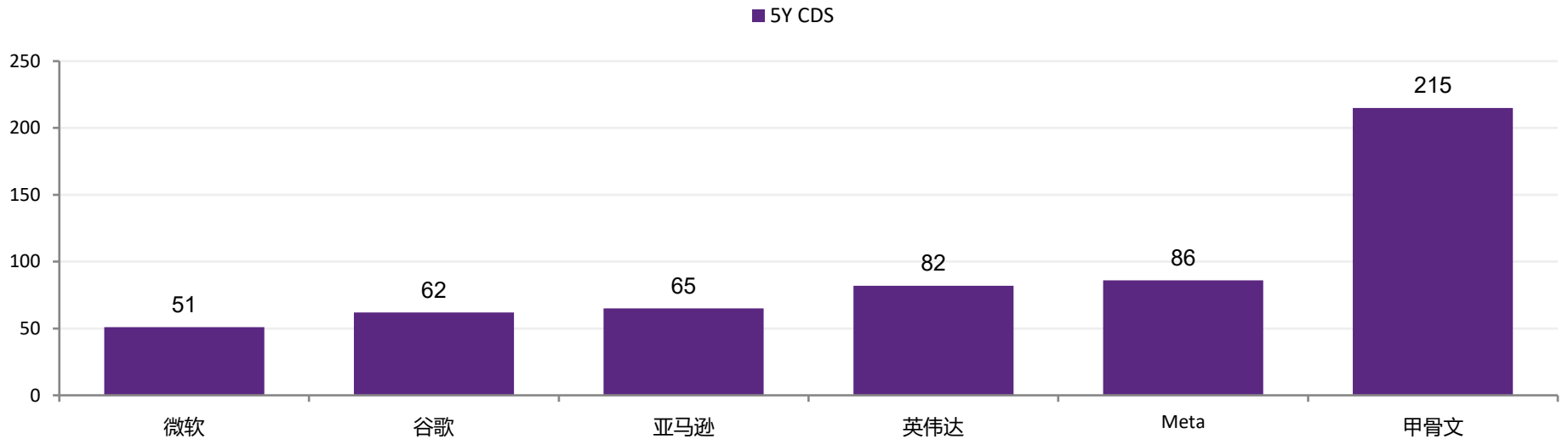
数据来源：CBO《预算与经济展望：2026-2036》，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

② AI融资挤占：AI举债潮规模骤增、成本与信用重定价

- **发债规模：**科技巨头年内发债已接近**5000亿美元**，约占全部企业债供给的1/3（HB Wealth）；六大AI巨头近年累计发债超4600亿美元、其中部分集中于今年（BondCliQ）；巴克莱预计2026年全球IG发行达**1.9万亿美元**创纪录；
- **融资成本：**Alphabet首次发行澳元债（最高55亿澳元、获超200亿澳元认购），**20Y收益率指引约6.95%、融资成本接近7%**；美银口径五大云厂商债券收益率较同评级蓝筹高约0.6pct，为IG各行业最高；
- **信用重定价：**5Y CDS集体走阔：甲骨文约215BP创历史新高（超2008年峰值，标普7/9降至BBB-）；大摩口径云厂商利差年内走阔22-25BP而IG整体持平——目前是“供给冲击”式重定价而非违约定价；
- **与政府债“抢钱”：**上周IG新发平均36%初始订单被撤回（认购疲劳）；股债90天相关性-0.48（1999年以来最低）——高收益率被解读为“风险贵”而非“经济强”。

科技巨头5年期CDS利差（BP，2026年7-8月）



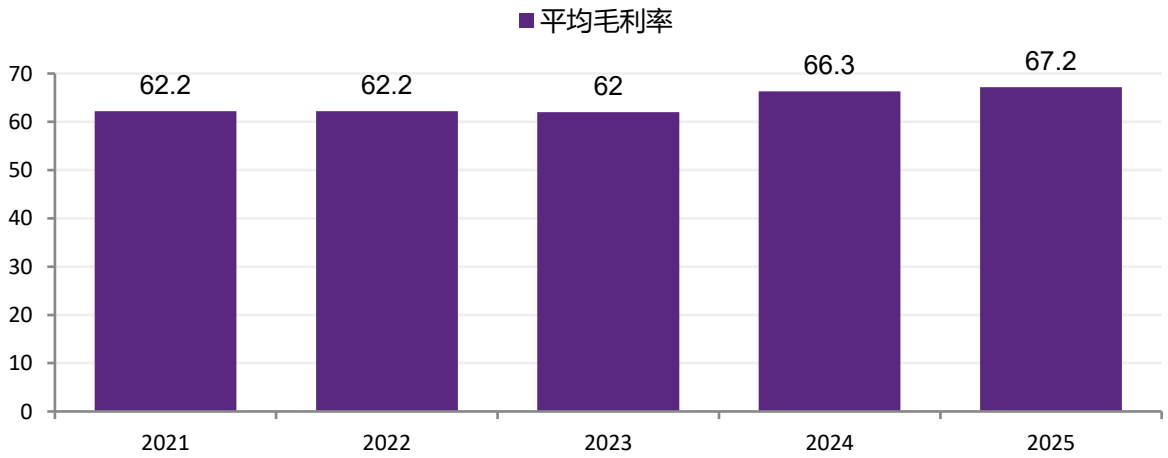
数据来源：MarketAxess/BondCliQ/Offside Research/大摩/HB Wealth；财联社，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

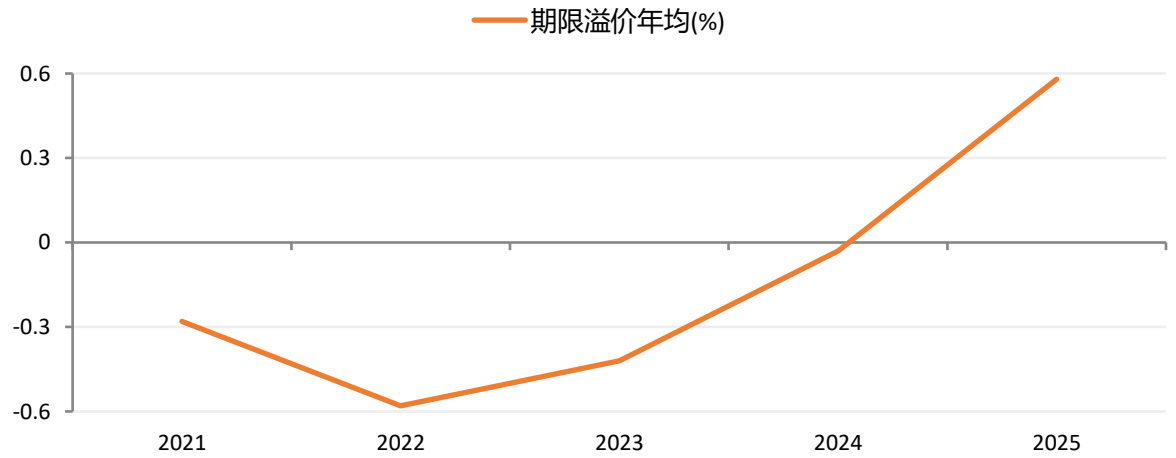
高毛利支撑高Capex，AI发债与美债长端“抢钱”

- **毛利率仍居高位：**2025财年五大AI巨头平均毛利率约**67%**——Meta 82%、英伟达75%、微软69%、谷歌60%、亚马逊50%（SEC 10-K口径），现金流安全垫支撑其加杠杆扩Capex；
- **但拐点初现：**微软FY2026毛利率回落至67.9%（-0.9pct）、英伟达FY2026回落至71.1%（-3.9pct）——AI基础设施折旧开始侵蚀毛利，**“毛利率-融资条件”双变量的脆弱性上升**；
- **与期限溢价同向：**2021年以来平均毛利率与ACM 10Y期限溢价中枢同步抬升——高毛利→高Capex→高发债：巨头发债与美债长端争夺同一片长久期资金，AI融资需求成为长端利率的新边际定价者；
- **含义：**只要巨头毛利率与Capex指引不逆转，AI发债供给对长端的挤压就是结构性的——**在毛利率无法覆盖债券利率之前，发债规模趋于螺旋上升**：AI投入已从自有现金流转向债券融资，为吸引买家必须给出高于美债的收益率，而高息债对投资者的吸引力反过来刺激更多供给；反之，一旦毛利率回落+融资成本上行的闭环断裂，调整也将是非线性的。

五大AI巨头平均毛利率（%，财年）



ACM 10Y期限溢价年均值（%）



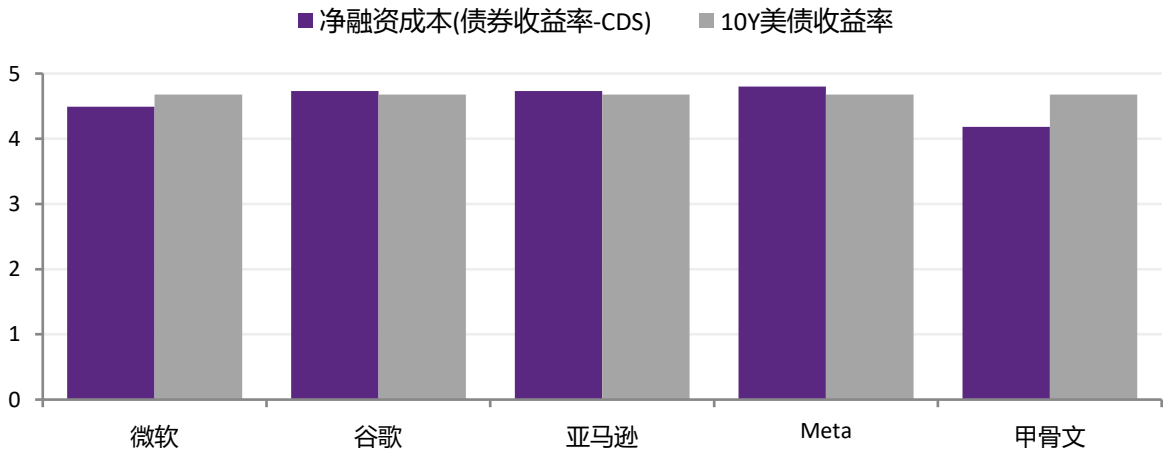
数据来源：SEC EDGAR；纽约联储ACM，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

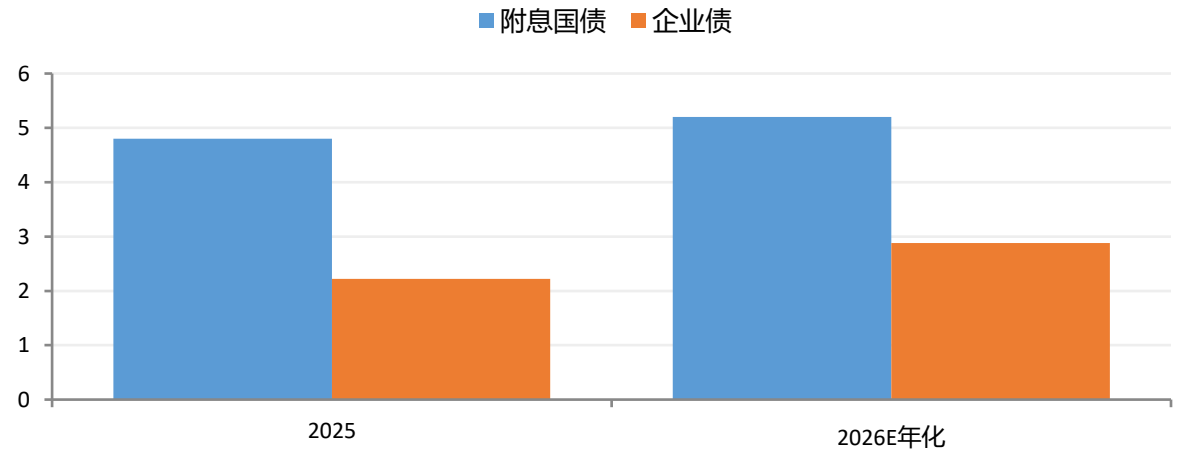
比价仍锚定美债，但供给接力是长端风险真源

- **比价测算：**以10Y新券利差（7/23）与5Y CDS估算“债券收益率-CDS”净融资成本：微软**4.49%**、谷歌4.73%、亚马逊4.73%、Meta 4.80%，与10Y美债偏离均在±50BP以内——本轮是**“供给冲击+对冲需求”的技术性重定价**而非违约定价；
- **螺旋上升机制：**AI投资已从自有现金流转向债券融资——要吸引买家，收益率必须高于同期限美债；利率越高、投入越大，**在毛利率无法覆盖债券利率之前，企业债规模将螺旋上升**：投资者更愿意买高息AI债，反过来强化供给（与图左“净融资成本仍贴近美债”互为表里：比价未脱锚，但量的扩张没有刹车）；
- **供给接力：**2026年企业债净供给（约1.2万亿美元）或超过附息国债净供给；TMT发债占比（滚动12个月）由2022年约4%升至2026年7月**约20%**——国债端以短债融资为主，企业端AI资本开支拉动长债供给激增，错位或是长端风险真源；
- **承接力下降：**hyperscaler新债订单覆盖倍数由年初接近**5倍降至不足2倍**，发行人须支付更高溢价——一级压力传导至二级；
- **总发行验证：**1-7月企业债发行1.68万亿美元（+26.9%，SIFMA），年化2.9万亿；附息国债总发行年化约5.2万亿（财政部拍卖数据），增速仅约8%。

净融资成本 vs 10Y美债（%）



美国债券总发行规模（万亿美元）



数据来源：S&P/LSEG/大摩；SIFMA，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

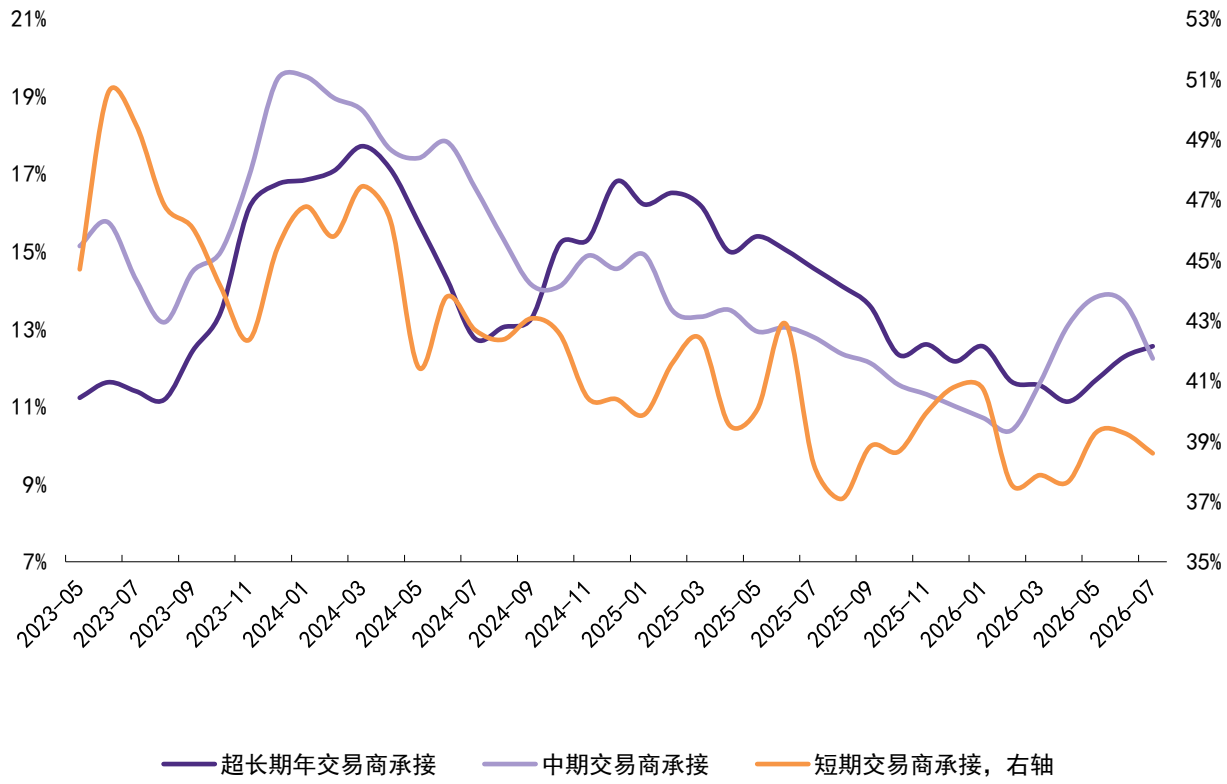
③ 政策不确定性：沃什 “打太极”，市场倾向最悲观预判

- **沃什沟通“打太极”**：对加息与缩表的态度始终模糊——既未承诺不加息，也未给出明确的利率路径指引；声明承认“名义与实际国债利率均大幅上升”，却未给出应对框架，**市场对沃什能否达成政策目标（压通胀而不崩长债）缺乏判断依据**；
- **不确定性=溢价**：市场因为“不清楚”，倾向于做**最悲观的预判**——沃什减少与市场沟通，政策预期波动放大，本身就是期限溢价的来源；

拍卖结果表明整体承接变差



交易商承接上行



数据来源：Wind, 美联储FOMC声明、CME FedWatch，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

03. 前景展望：短期高位筑顶，下行还需等待

研究创造价值

下载日志已记录，仅供内部参考

政策组合拳：财政影响情绪和供需，货币影响流动性

- **财政部主要政策：**
- **发债结构+回购：**短债占可交易债券比重由2015年末11.5%升至2026年7月**22.2%**（MSPD口径），直接减少长端净供给；2026/8/19长债回购单轮上限翻倍至≥40亿美元，为Off-the-Run旧券提供流动性托底；
- **TGA+沟通：**TGA余额吞吐直接改变市场流动性（9月末目标9500亿美元）；TBAC季度指引+“regular and predictable”发行原则压降供给端不确定性溢价；
- **需求端引导：**历史上靠协议引导海外增持（1985广场协议后日本、2000年代中国，TIC中国持仓2013年峰值1.32万亿美元）；2020/4-2021/3联储曾豁免SLR分母释放银行承接力——若重启，银行体系可再承接数千亿久期。

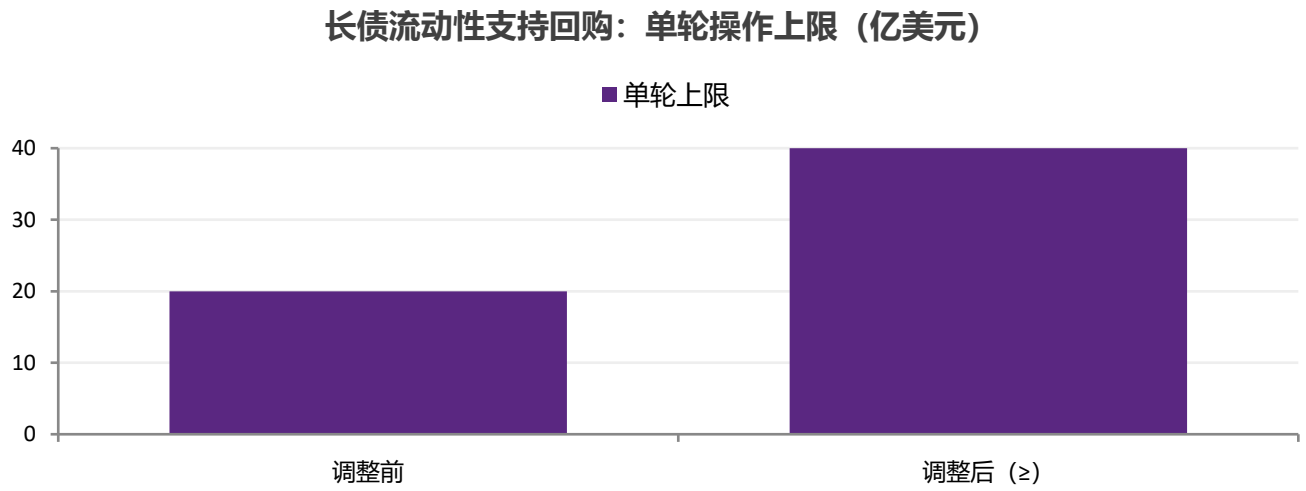
时期	组合拳	效果	代价/教训
1942-1951	YCC钉住长债2.5% + 财政主导（二战融资）	长端利率九年钉在低位，债务/GDP顺利去化	战后通胀飙升至近8%；1951年联储以协议重获独立
2008-2014	QE1/2/3 + 扭曲操作 + 前瞻指引	10Y趋势下行至1.4%历史低位，期限溢价长期为负	2013年“缩减恐慌”：退出沟通失误的教训
2023-2026	短债化 + 回购常态化（并翻倍）+ QT结束	吸收供给冲击、长端冲高后获阶段性托底	只动结构不动总量，赤字路径未变——压制是阶段性的

数据来源：美国财政部MSPD/季度再融资声明/TBAC/TIC；美联储公告，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

财政部回购：翻倍扩大长债回购，长端获“隐性托底”

- **事件：**8/19财政部宣布，将**10-20Y、20-30Y名义附息国债**的流动性支持回购单轮上限由**20亿美元至少翻倍至40亿美元**，9/9起生效、覆盖本续发季度剩余期间（至11/4）；后续规模将在11/4季度再融资公告披露；
- **机制：**回购针对二级市场旧券（Off-the-Run）、仅与一级交易商交易，资金来自TGA或短债融资——“前端发债、长端回购”，**不扩表、非QE**；财政部称该板块持续收到大量高质量报价；
- **市场反应：**公告后收益率曲线平坦化下移：10Y当日下行超6BP至4.65%，30Y下行超8BP至5.19%附近；
- **含义：**财政部对长端利率的“呵护”意愿明确，回购成为财政端的隐性曲线管理工具；但回购不改变债务总量与赤字路径，更多是流动性与情绪层面的缓冲。

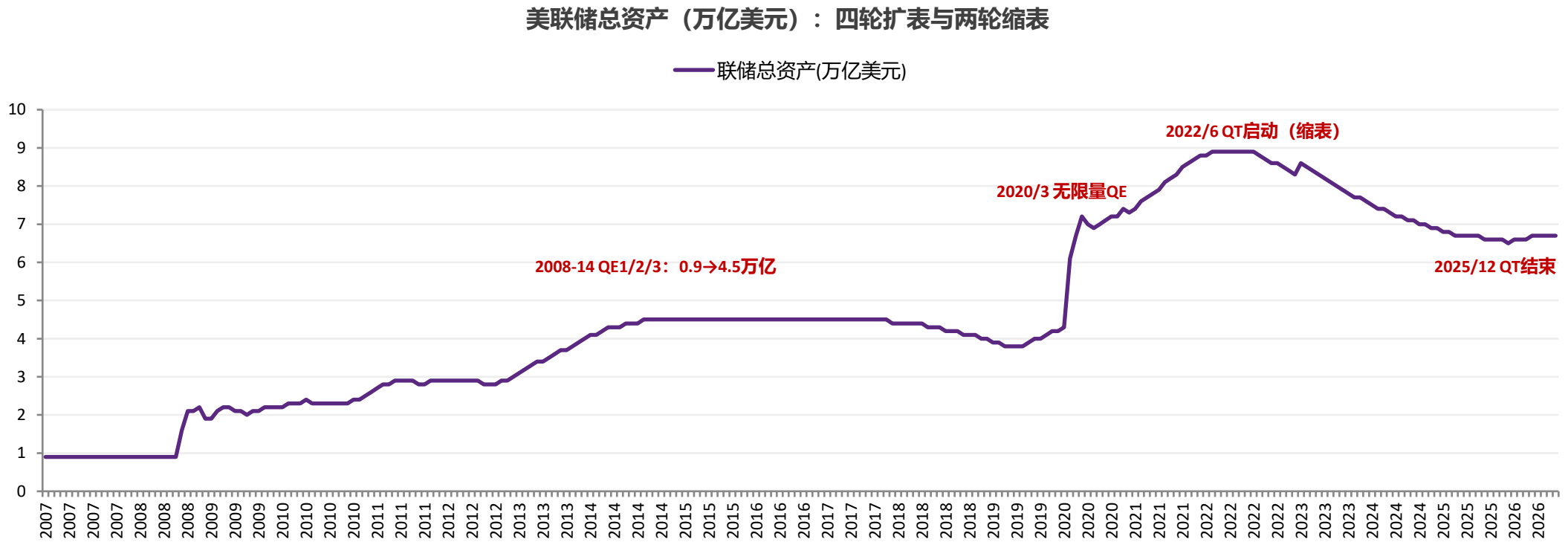


数据来源：美国财政部公告，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

美联储工具箱：QE、YCC与预期引导

- **加大QE（扩表购债）：**2008-2014年三轮QE使联储资产负债表由0.9万亿扩至4.5万亿美元；2020年3月“无限量QE”再度翻倍至近9万亿——直接抽走久期供给、压低长端与期限溢价。当前约束：通胀3.4%仍高于目标，重启QE≈确认财政主导，信誉代价最大；
- **YCC（收益率曲线控制）：**1942-1951年为二战融资，联储将长债利率上限钉在2.5%——利率压住了，但战后通胀飙升（1951年CPI同比近8%），最终以1951年《财政部-联储协议》收场、联储重获独立性；2020年曾讨论YCC而未实施；
- **预期引导与扭曲操作：**前瞻指引（2011-13年calendar guidance）成本最低但依赖可信度；2011-12年“扭曲操作”卖短买长6670亿美元，不扩表即压平曲线——与“财政部短债化”殊途同归。



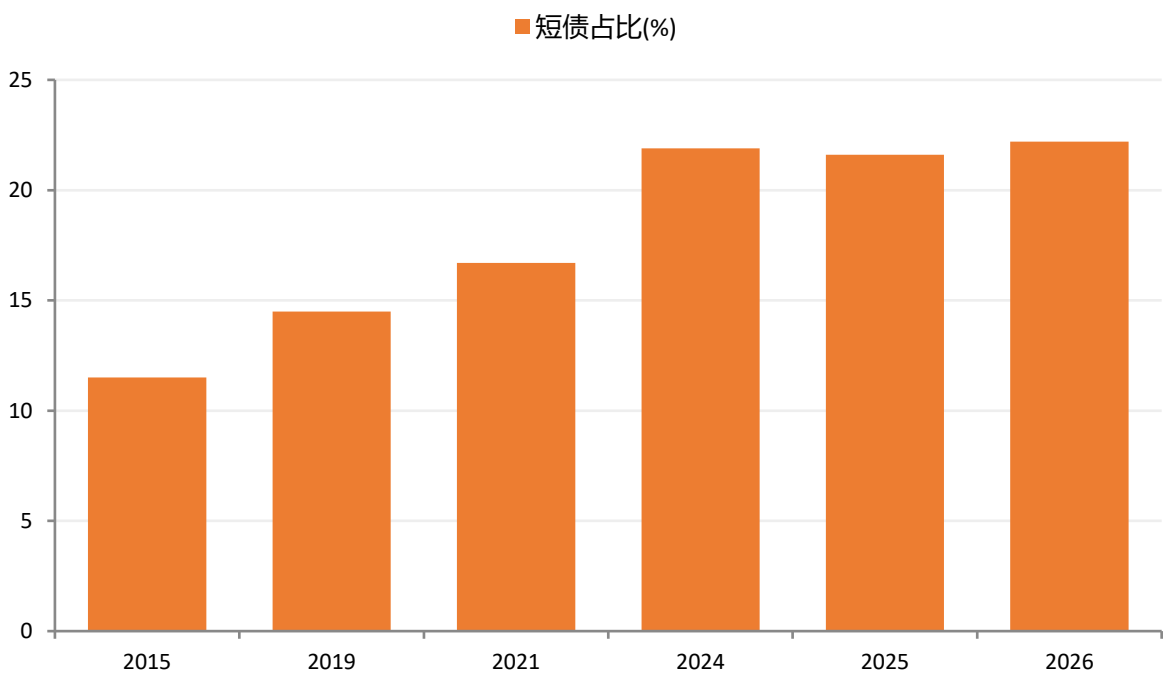
数据来源：FRED（WALCL）；美联储，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

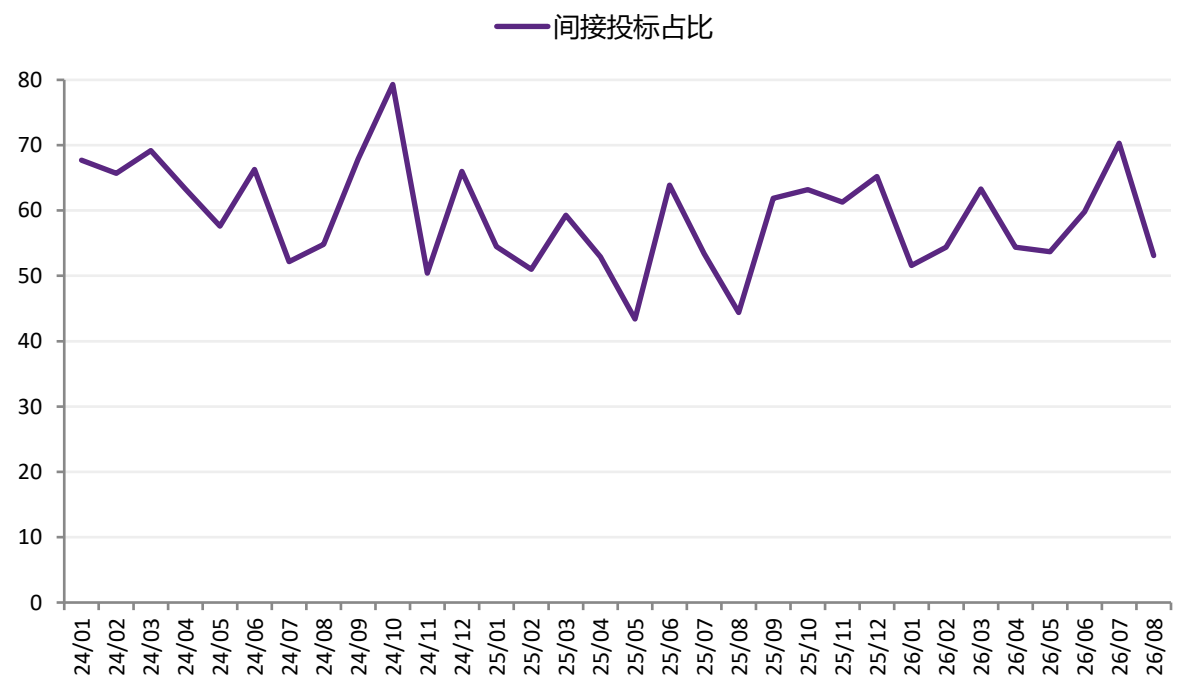
优化美债供给：再融资“按兵不动”、以短换长压低久期供给

- **附息债规模不变：**财政部维持名义附息债与FRN拍卖规模“至少未来几个季度”不变，8月再融资1250亿美元（3Y 580亿+10Y 420亿+30Y 250亿）；TGA目标9月末9500亿美元；
- **“以短换长”压低久期供给：**Q3借款预估7390亿美元（较5月上修680亿），其中隐含短债净融资约**4090亿美元**；Q4预估6280亿、隐含短债3170亿——图左：短债占可交易债券比重已由2015年末11.5%升至**22.2%**（2026/7），增量全靠短债吸收，但堆积未来再融资风险；

短债占可交易债券比重（%，财政部MSPD口径）



30Y拍卖间接投标占比（%）



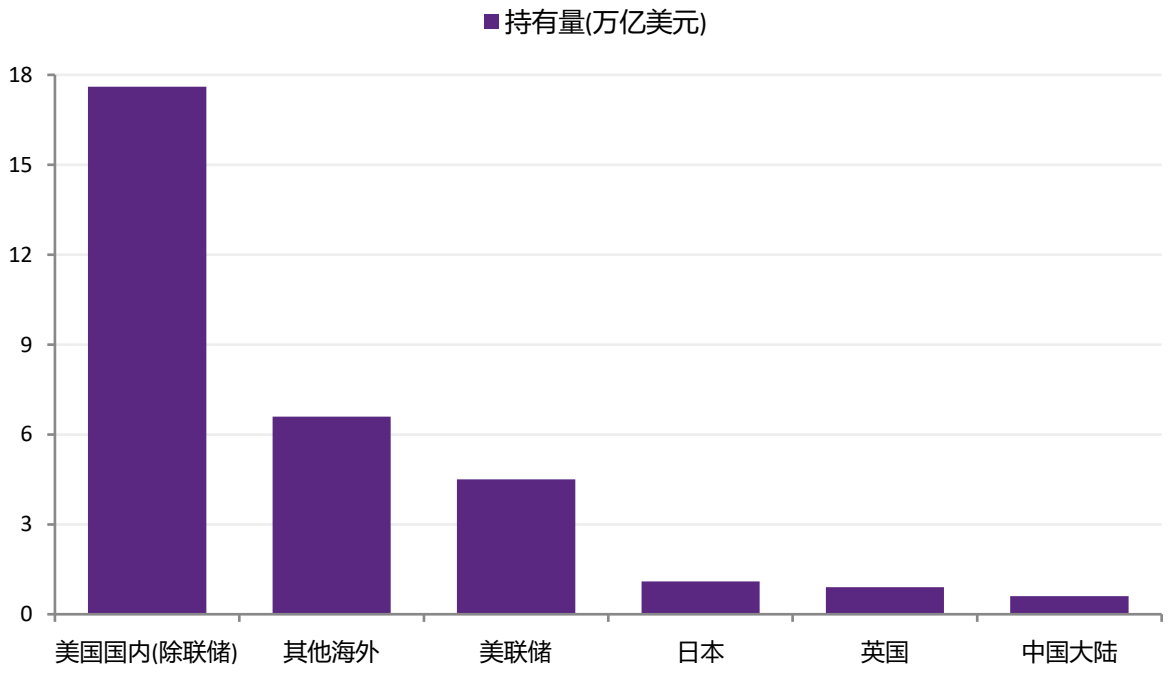
数据来源：美国财政部季度再融资声明、美联储拍卖结果，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

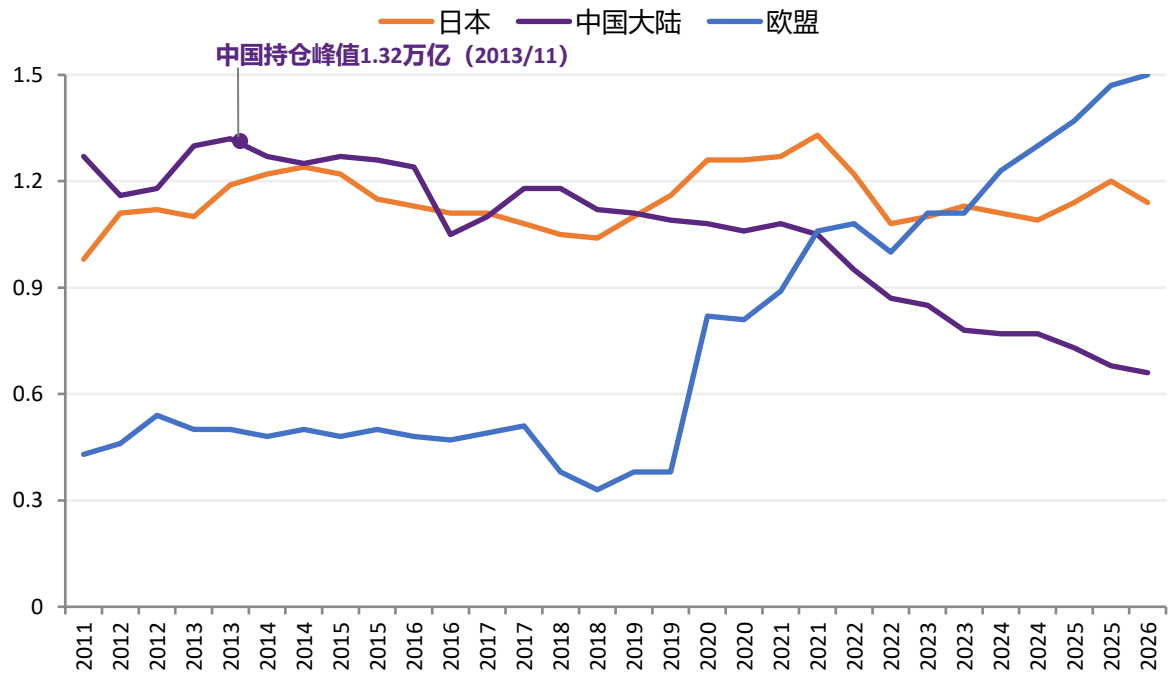
加强需求引导：海外“日减英增、中国续降”

- **需求方结构（图左）：**可交易美债**31.45万亿美元**（2026/7，MSPD）中——美国国内投资者（除联储）约**17.6万亿（56%）**、海外合计**9.30万亿（30%）**、美联储**4.54万亿（14%）**；边际定价权在国内私人部门与海外托管/官方账户手中；
- **主要持有国长趋势（图右，2000年以来）：**“日减英增、中国续降”拉长看更清晰——日本2026年明显减持（2月1.24万亿→6月**1.12万亿**）、中国大陆续降至**0.63万亿**（2008年以来新低，2013年峰值1.32万亿）、欧盟与英国托管账户持续增持（欧盟1.49万亿、英国0.94万亿）——海外内部“官方减、托管增”的结构性迁移延续；
- **QT结束后联储不再增持：**美联储美债持仓由2022年峰值5.77万亿降至约4.5万亿后企稳，但**最大的价格不敏感买家没有回来**——承接结构的变化见下页。

美债需求方结构快照（万亿美元，2026年中）



美债主要海外持有方持仓（万亿美元，2000年以来）



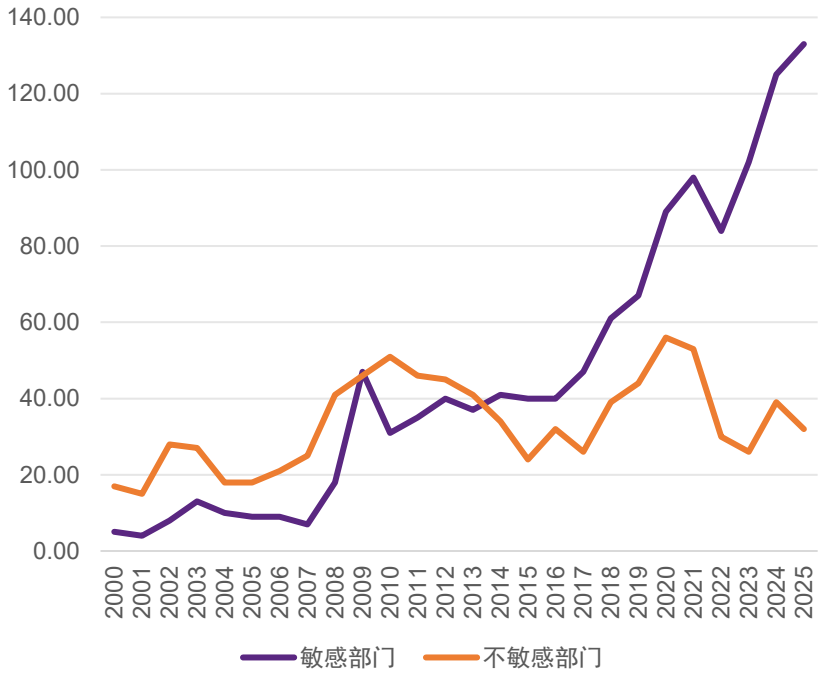
数据来源：Wind, 美国财政部TIC、MSPD、美联储，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

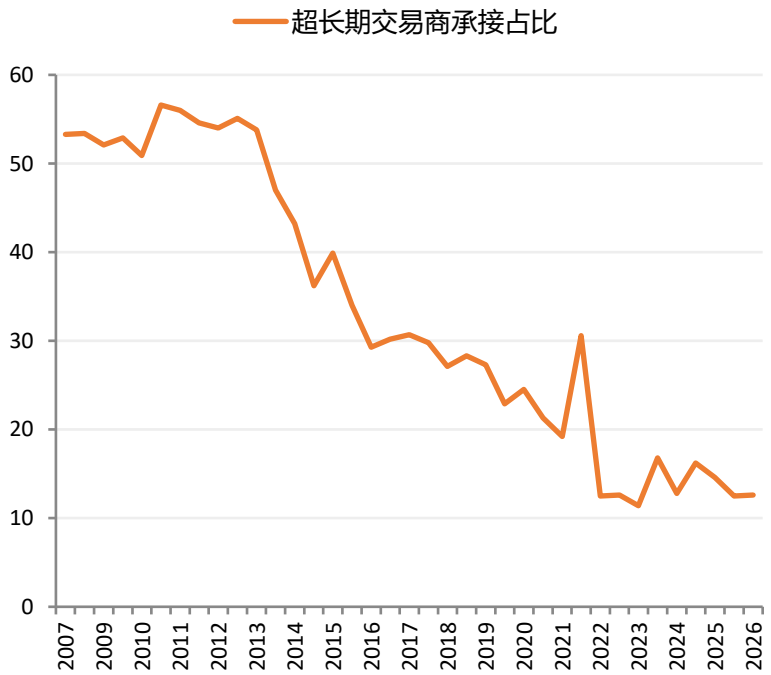
美债拍卖承接结构——利率敏感部门主导，波动放大

- **利率敏感部门主导长端拍卖（图左）：**长期美债拍卖中，利率敏感部门（基金、海外、个人）3MA承接约**97-140十亿美元**，为利率不敏感部门（联储体系、养老金、银行等，约34-46十亿）的**3倍左右**——2021年以来差距持续走阔，拍卖结果对利率的弹性系统性放大；
- **交易商兜底处于历史低位（图中）：**30Y拍卖交易商（一级交易商）承接占比仅**12.6%**（2026/7），处2007年以来低位区间——拍卖高度依赖利率敏感部门的"持续在场"，**缺乏最后买家缓冲**：一旦敏感部门因利率上行而收缩，尾部风险将直接暴露于价格；
- **竞拍倍数尚稳、结构脆弱（图右）：**长期国债竞拍倍数3MA报**2.35**、短期2.76（2026/8），总量需求未崩；但结构上"敏感部门占绝对多数+交易商兜底低位"意味着——一旦敏感部门撤退，拍卖尾部（tail）风险将显著放大。

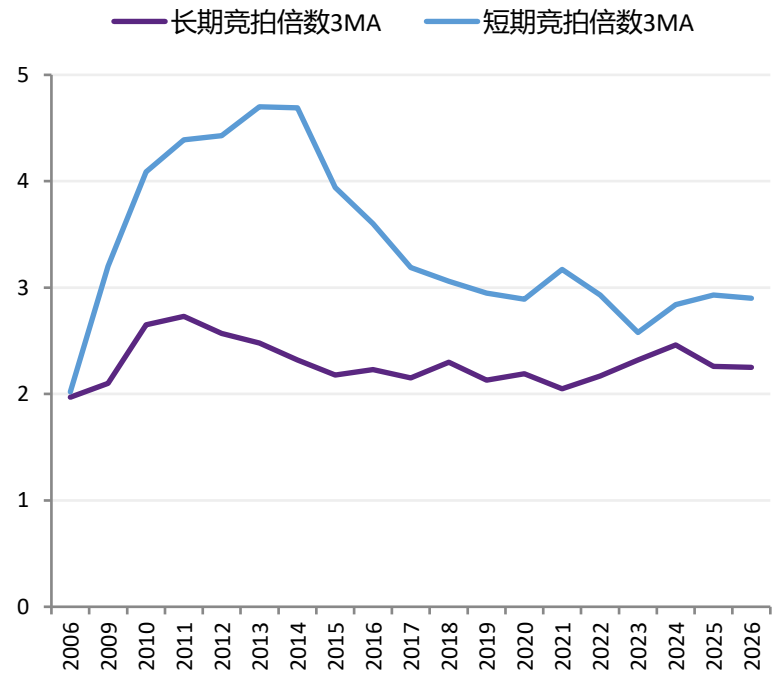
长债拍卖承接：敏感vs不敏感部门（3MA）



30Y拍卖交易商承接占比（%）



国债竞拍倍数（3MA）



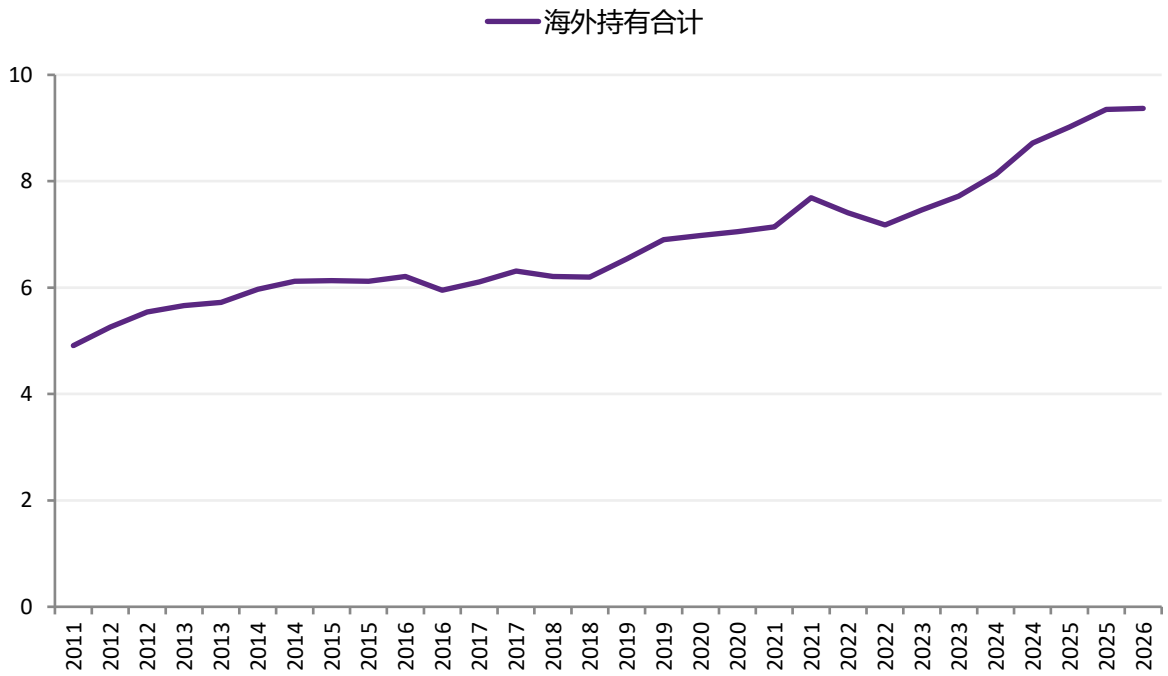
数据来源：Wind，美国财政部拍卖分配，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

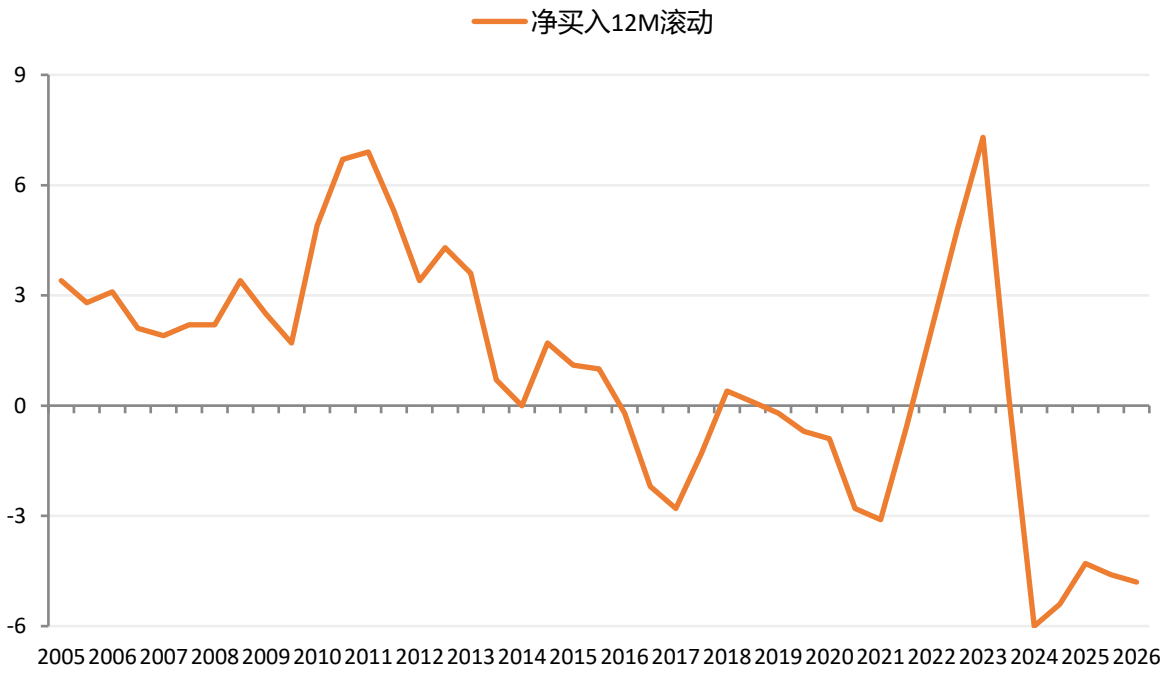
海外持有高位震荡，净买入回到零轴

- **存量高位震荡（图左）：**海外投资者持有美债合计**9.30万亿美元**（2026/6），较2月高点9.49万亿回落约2%——估值效应与主动减持并存，总量自2020年以来持续上台阶后进入平台期；
- **流量回到零轴（图右）：**海外净买入中长期国债（12M滚动）约**-30亿美元**（2026/6），2025年以来持续在零轴附近徘徊——与2010年代年均净买入数千亿美元的单边增持时代有本质区别，**海外作为"边际买家"的角色明显弱化**；
- **含义：**供给端"以短换长"+需求端"海外弱、联储缺席"——长端的边际承接越来越依赖价格敏感的国内私人部门，这正是期限溢价易上难下的微观基础。

海外投资者持有美债合计（万亿美元）



海外净买入中长期国债（12M滚动，十亿美元）



数据来源：Wind，美国财政部TIC，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

美债利率展望：短端驱动已转弱，长端担忧未退，下行仍需催化

- **与2023年“筑顶”框架的对照：**2023年10月筑顶由“加息结束”驱动——就业、通胀、利率预期同步转向即可确认；本轮短端因素（就业/消费/通胀/利率预期）确实已四线转弱（▼侧），**短端“筑顶”条件渐备**；
- **但长端定价因子仍在▲侧：**财政赤字与发债供给、期限溢价高位——本轮是“财政定价”而非“政策利率定价”的筑顶，**需要比2023年更强的催化**（经济走弱重启降息预期/通胀走弱/沃什转鸽/分裂国会）；
- **操作含义：**短期长债快速上行势头缓和（回购托底+空头拥挤度极致），但收益率下行的趋势性行情仍待催化——基准判断维持“短端有锚、长端高位震荡、曲线陡峭化”。

因素	过去（2-5月：地缘通胀定价）	当前（8月：财政/供需定价）
就业（非农/失业率）	▲ 劳动市场韧性，加息预期重定价	▼ 7月非农-2.3万转负、失业率4.1%，5-6月累计下修10.3万
消费（零售）	▲ 消费数据持续超预期	▼ 7月零售环比-0.6%，为2025/5以来最大跌幅
通胀（CPI/油价）	▲ WTI峰值114.6美元，通胀预期脉冲	▼ CPI回落至3.5%、盈亏平衡2.27%——但未归锚，溢价残留
利率预期（CME）	▲ 9月加息概率一度达67%	▼ 回落至约31%，“不加息不降息”成基准
美债供给（QRA/回购）	▲ 赤字常态化、借款预估持续上修	▲ 供给压力仍存（Q3上修680亿），但以短换长+回购翻倍（8/19）阶段性托底
期限溢价（ACM）	▲ 自零轴下方持续抬升	▲ 0.80%为2014年以来高位——财政定价未逆转
多空情绪（CFTC）	▲ 空头持续堆积	▼ 净空头较为极致——政策发力后空头拥挤度有改善空间

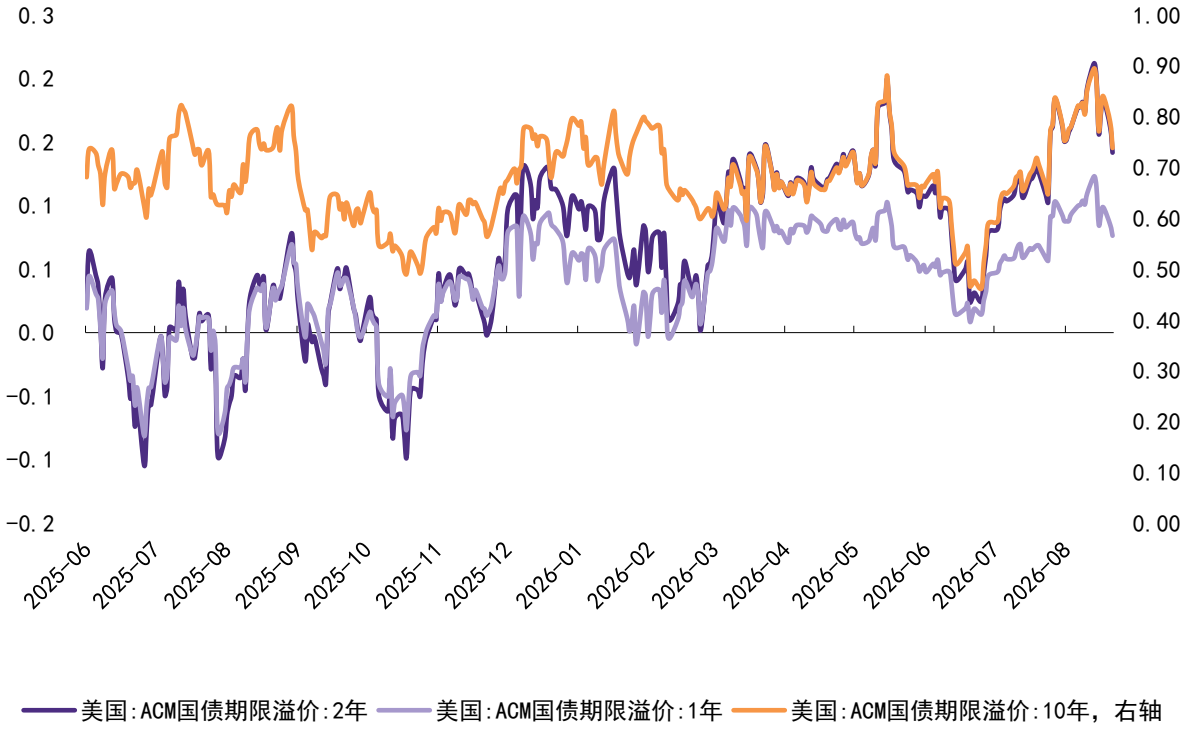
数据来源：FRED、CME FedWatch、CFTC、美国劳工统计局，美国财政部，华鑫证券研究

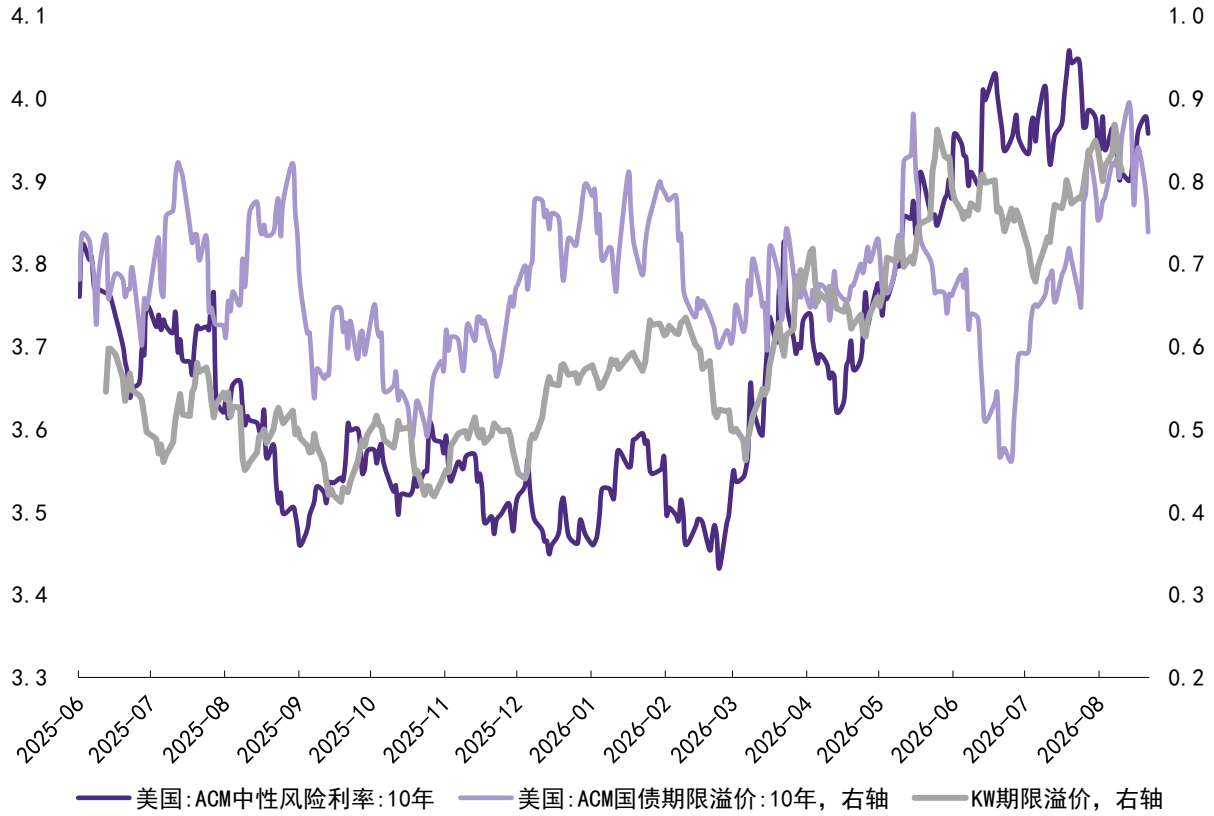
下载日志已记录，仅供内部参考

短期：美债期限溢价初现回落，高位筑顶

➢ 前期美债利率脱离了宏观定价框架，导致长期利率维持高位；目前定价逻辑初步出现变化，期限溢价冲高回落。

美债期限溢价上行初见回落





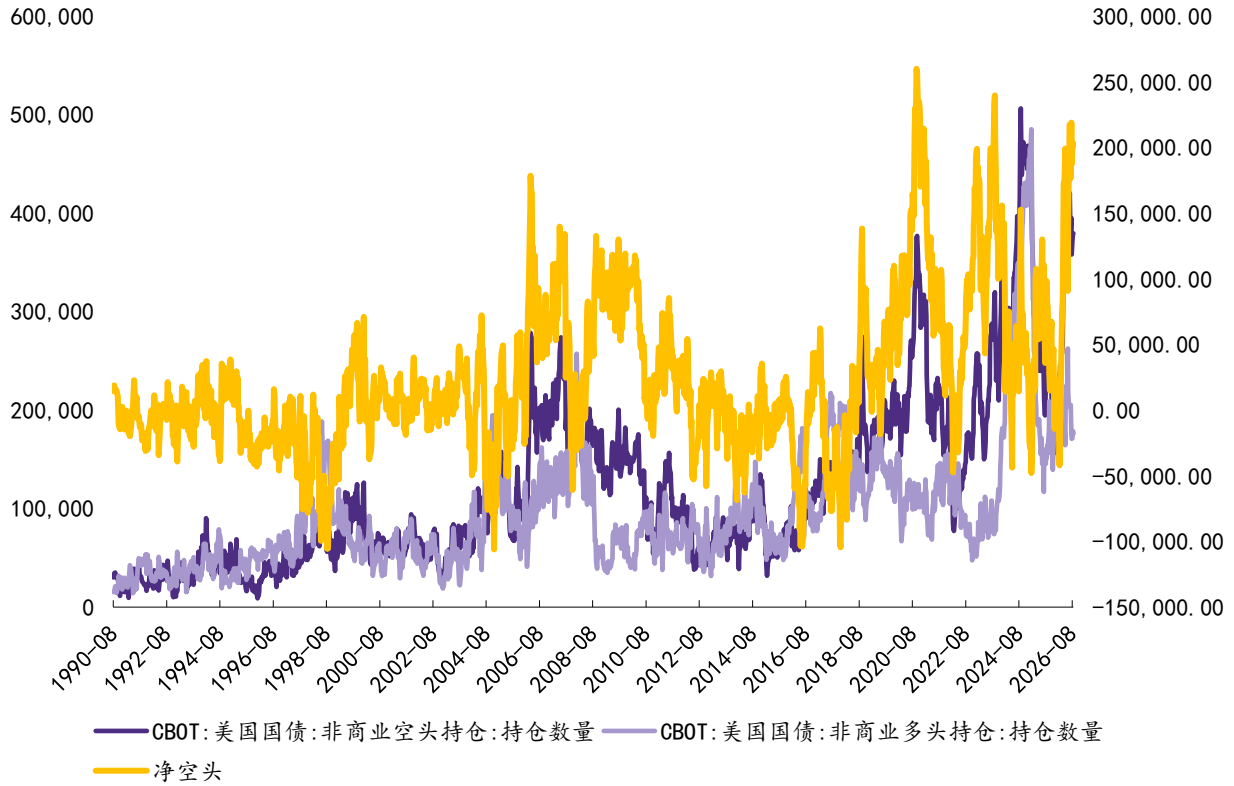
资料来源： Wind，华鑫证券研究

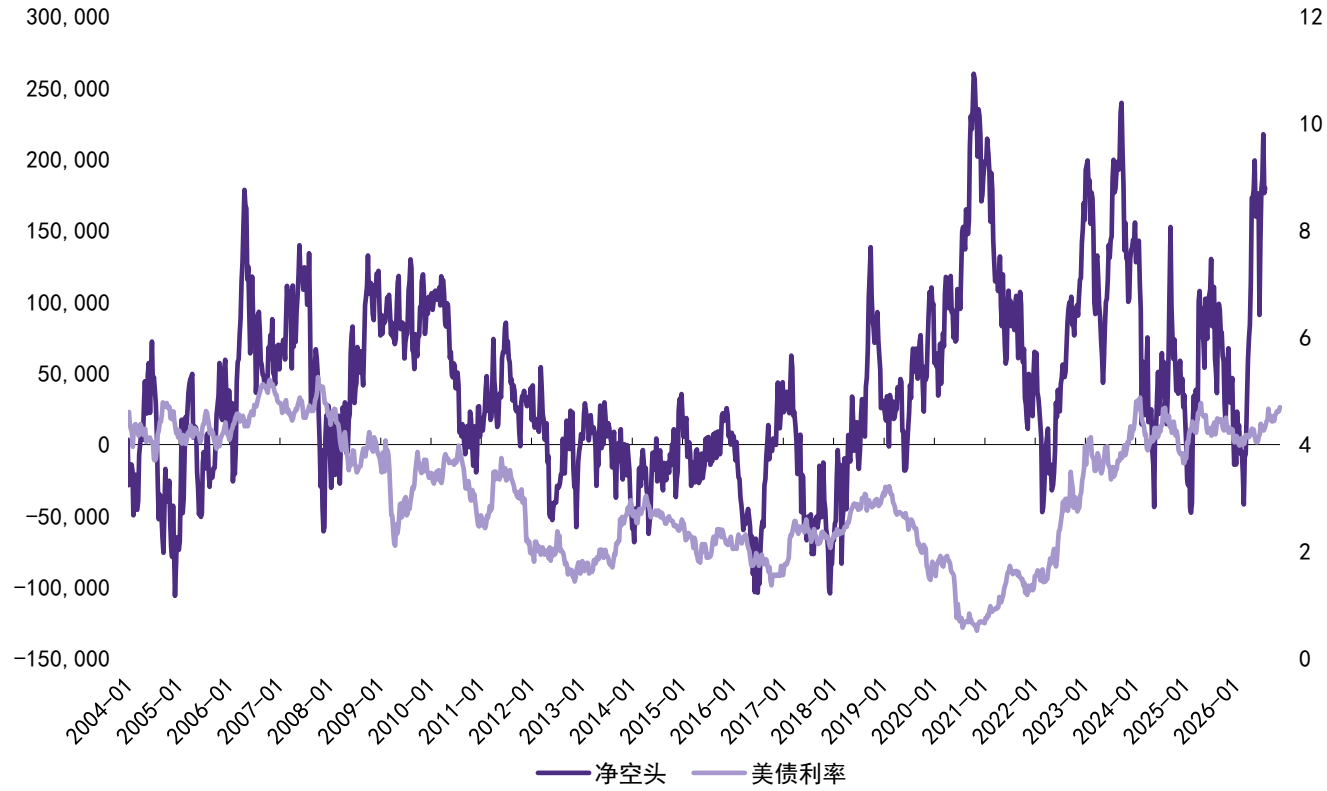
下载日志已记录，仅供内部参考

交易结构改善：净空头脉冲至历史极值，之后开始回落

- 交易端空头回升，净空头来到历史高位
- 但这往往也预示着机会，往往会有50BP左右的回落

净空头再度来到历史极值，并开始回落



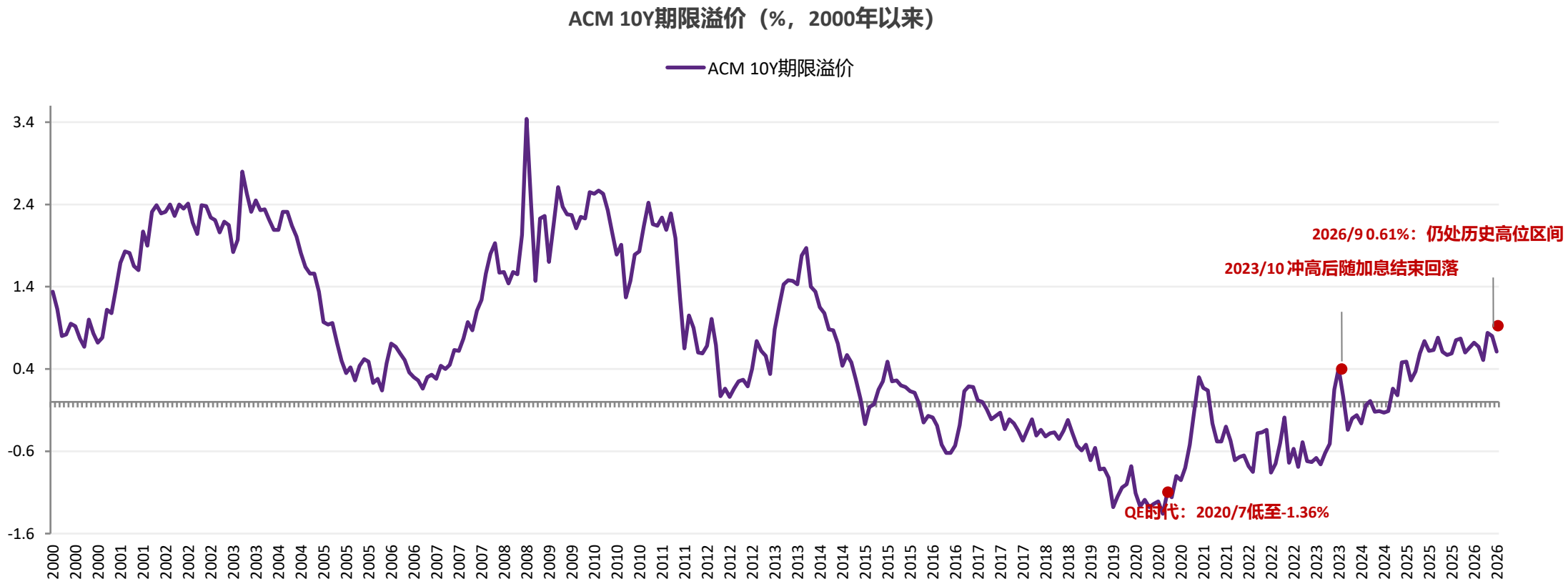


资料来源： Wind，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

中长期：美债期限溢价中枢系统性抬升，零利率时代落幕

- 长周期视角：ACM 10Y期限溢价2014-2020年长期为负（QE压制），2021年转正，2025年以来多数时间运行在0.5%-0.9%，9/17为0.61%，仍处2014年以来高位区间；
- 对照2023年：2023年10月期限溢价冲高后随加息结束回落，而本轮无QE、无降息承诺、财政供给刚性，期限溢价缺乏持续回落的制度性条件；
- 含义：长端利率的新均衡高于过去十年，任何下行更可能是阶段性而非趋势性。



数据来源：纽约联储，华鑫证券研究

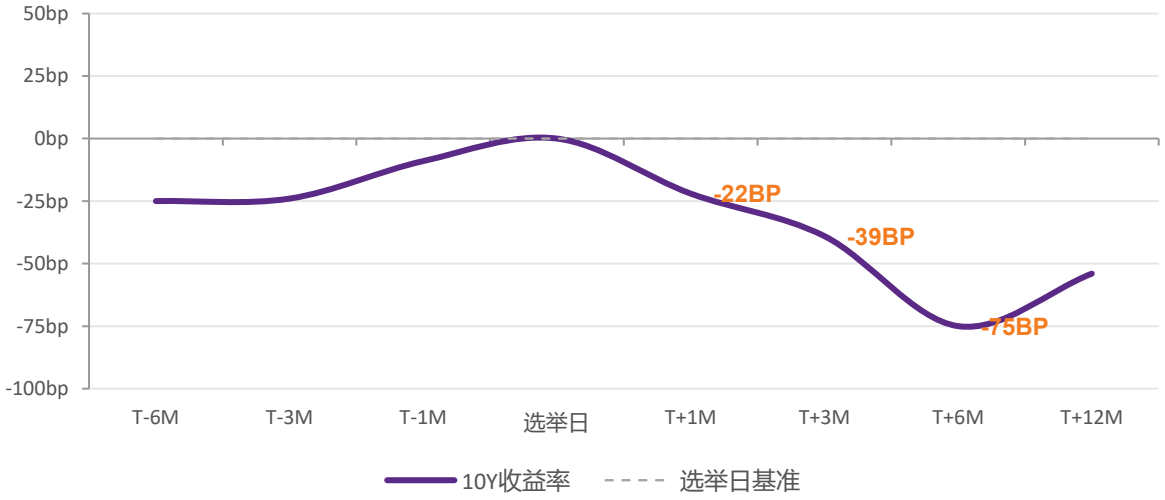
下载日志已记录，仅供内部参考

核心关注：中选影响，失去三权同控后，长债收益回落集中在选后1—6个月

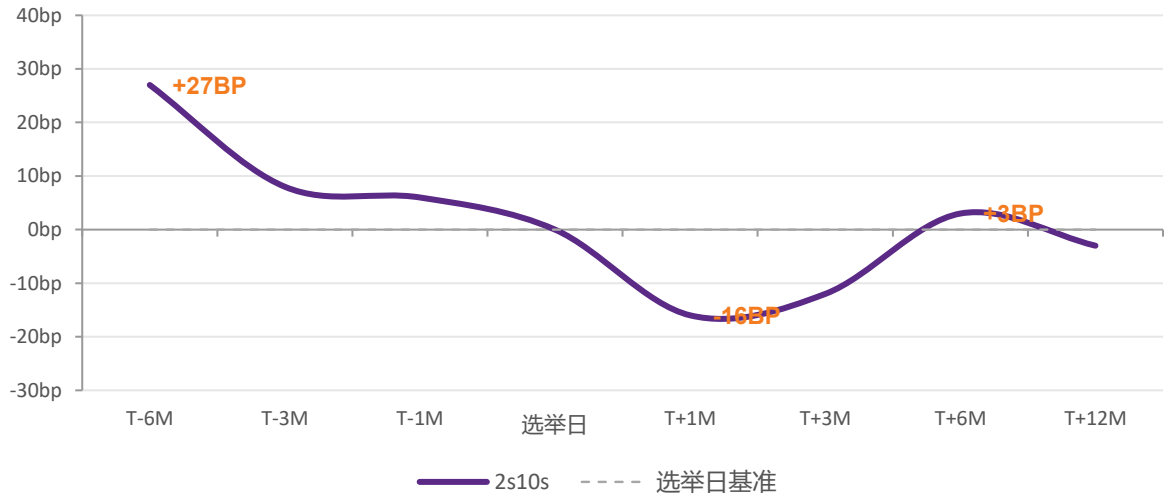
华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

- 样本：1994、2006、2010、2018、2022年，执政党在中选后失去三权同控；以选举日为0，统计10Y收益率与2s10s的中位数变化。
- 时点规律：10Y在选前3个月至选举日中位数上行24BP，选后1/3/6个月分别回落22/39/75BP；曲线先趋平，选后约3—6个月重新陡峭。
- 中选提供“财政预期降温”的战术窗口，但不是独立利率因子；通胀、就业与美联储路径仍决定幅度。

失去三权同控后：10Y收益率中位数变化（BP，选举日=0）



失去三权同控后：2s10s中位数变化（BP，选举日=0）



数据来源：FRED；美国众议院历史办公室；华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

两院分属约束财政扩张，长债相对受益

- **选情基准：DDHQ模型显示民主党赢得众议院概率62%（约227席），共和党守住参议院概率57%（50席+副总统）——D众院/R参院为最可能组合。**
- **美债主线：两院分属使预算协调法案与新增税收/支出法案更难推进，压低后续财政脉冲、长久期净供给和期限溢价预期，10Y/30Y相对受益。**
- **风险尾部：政府停摆、债务上限与行政权扩张会抬升短期波动；“利多长债”不等于收益率单边下行。**

议会组合	财政与立法约束	长端供给 / 期限溢价	美债定价
D众院 / R参院 基准情景	两院分属，预算协调链条中断；新增减税与支出法案更难落地	财政脉冲与长久期净供给预期下修；期限溢价回落	**利多10Y/30Y 偏牛平**
D众院 / D参院 R白宫	行政—立法对峙更强；财政扩张仍受限，但停摆/债务上限摩擦增加	供给预期偏下，事件风险溢价阶段性抬升	**方向偏多 波动更高**
R众院 / R参院 R白宫	三权同控延续；减税、支出与产业政策更易推进	赤字、发债与期限溢价预期上修	**利空长端 偏熊陡**

数据来源：Decision Desk HQ；华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

04. 资产应对：利率中枢上移，定价逻辑重估

研究创造价值

下载日志已记录，仅供内部参考

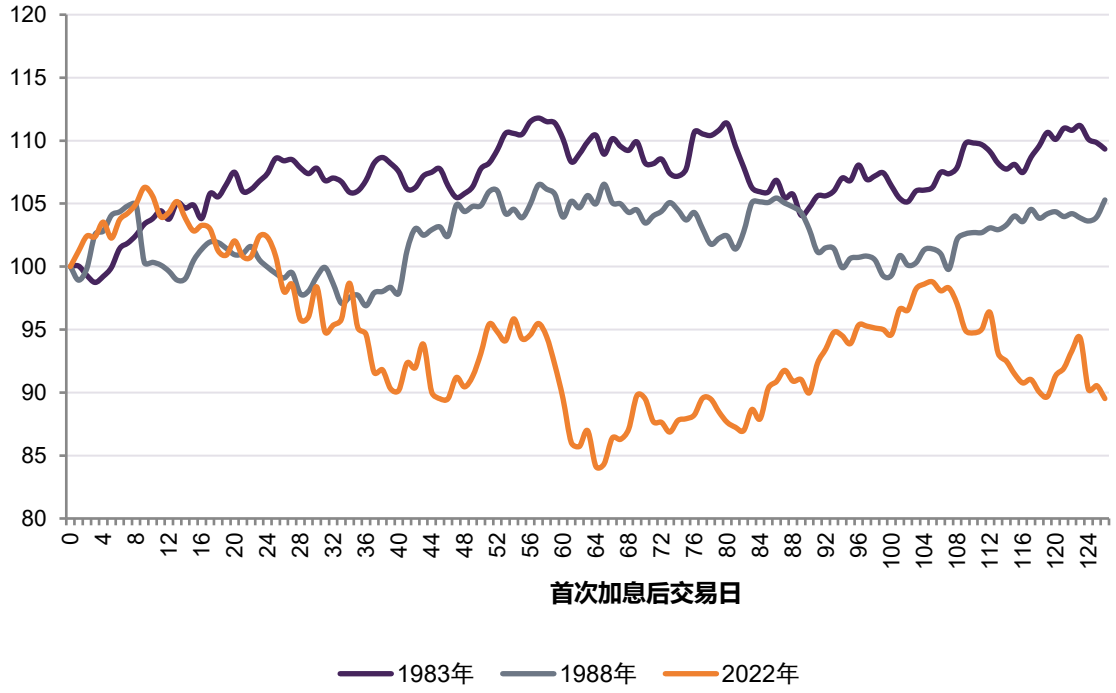
抗通胀加息复盘（上）：美股与美债

- 美债：三次周期126日内收益率全线大幅上行（+88 / +41 / +126BP），债券承压最确定
- 美股：1983 / 1988缓慢加息下震荡上涨（+9.3% / +5.3%），2022快速加息下下跌10.5%

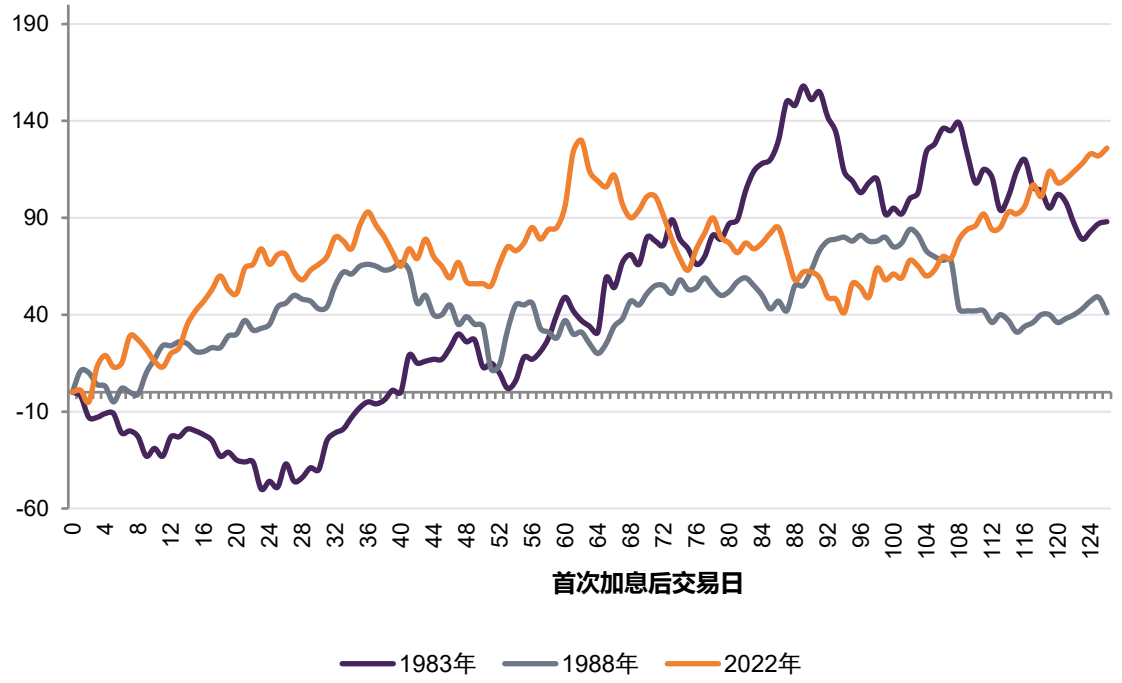
结论

抗通胀加息“快而深”：债熊确定；美股方向取决于加息速度——慢则涨、快则跌。

美股：标普500（首次加息日=100）



美债：10年期收益率变化（BP）



资料来源：Wind，美联储政策声明；华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

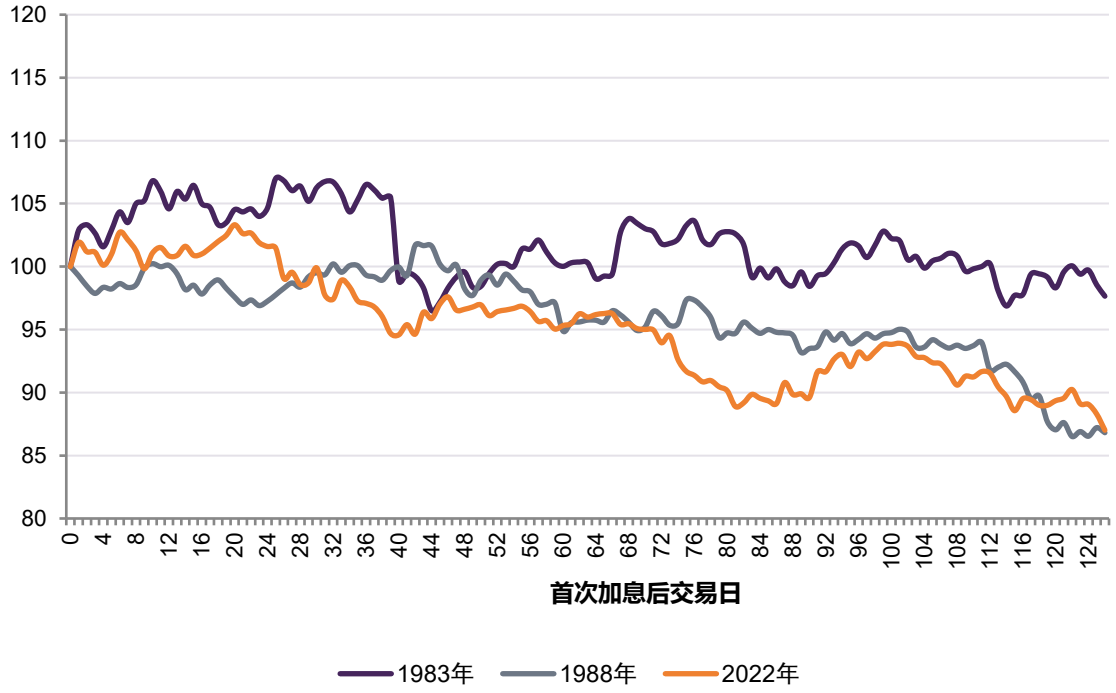
抗通胀加息复盘（下）：黄金与A股

- 黄金：三次均下跌（-2.4% / -13.2% / -13.0%），实际利率与美元走强持续压制金价
- A股：仅2022年样本（1983 / 1988年A股市场尚未设立），先跌后涨、区间-1.7%，外部冲击传导有限

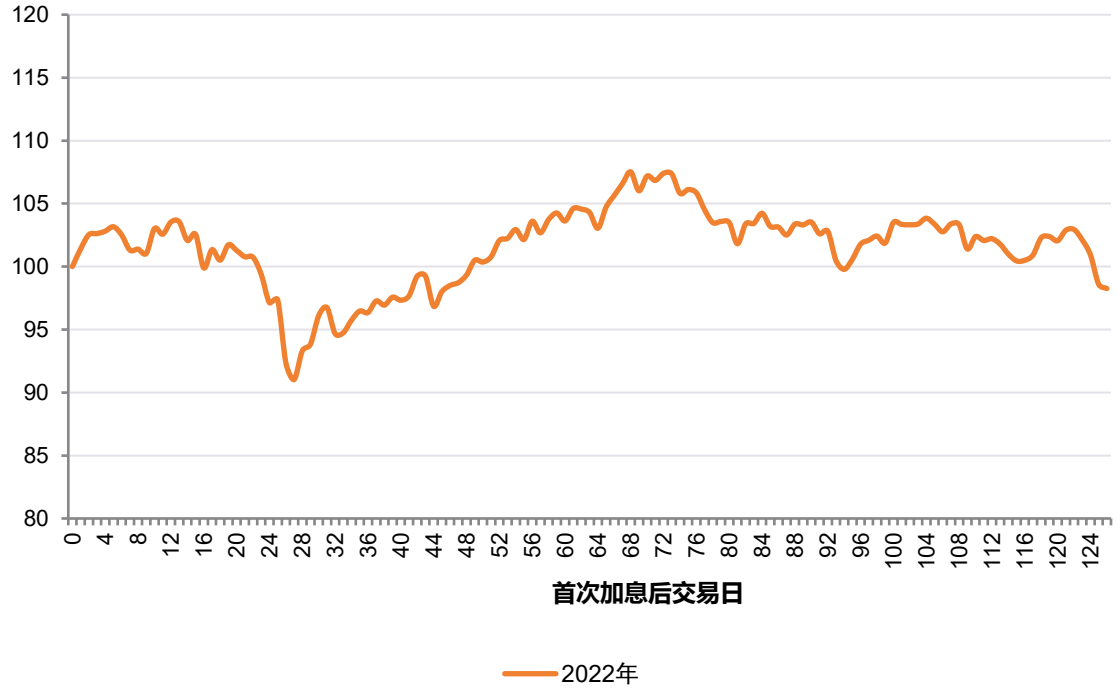
结论

抗通胀周期黄金偏弱是大概率事件；A股更多由国内流动性定价。

黄金：伦敦金现货（首次加息日=100）



A股：上证指数（首次加息日=100）



资料来源：Wind，美联储政策声明；华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

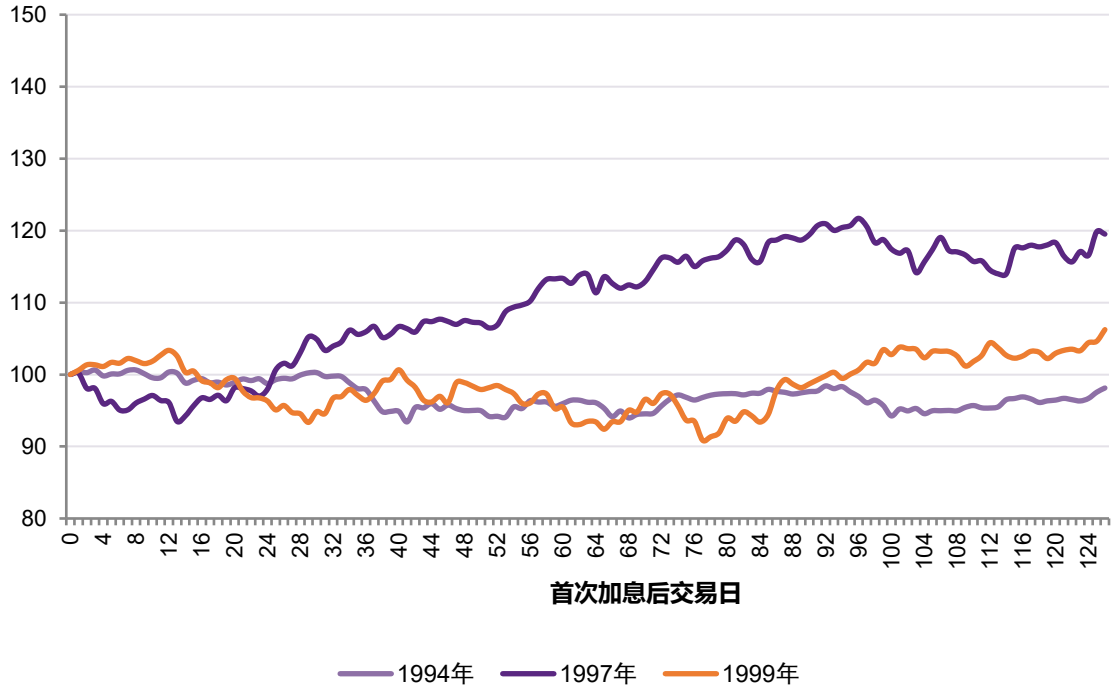
预防式加息复盘（上）：美股与美债

- 美债分化：1994连续加息+134BP，1997单次校准-65BP，1999 +64BP
- 股同向分化：1997年+19.5%、1994年-1.9%、1999年+6.2%——路径取决于加息次数与速度

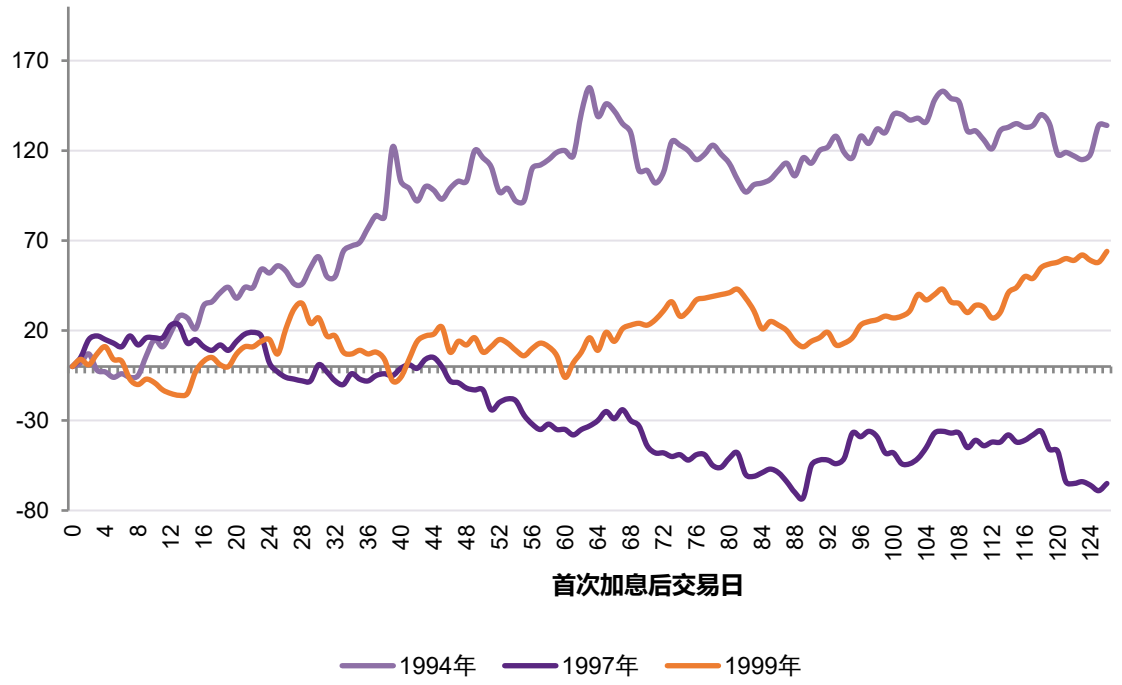
结论

单次校准带来股债双牛；连续加息则股债双杀。

美股：标普500（首次加息日=100）



美债：10年期收益率变化（BP）



资料来源：Wind，美联储政策声明；华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

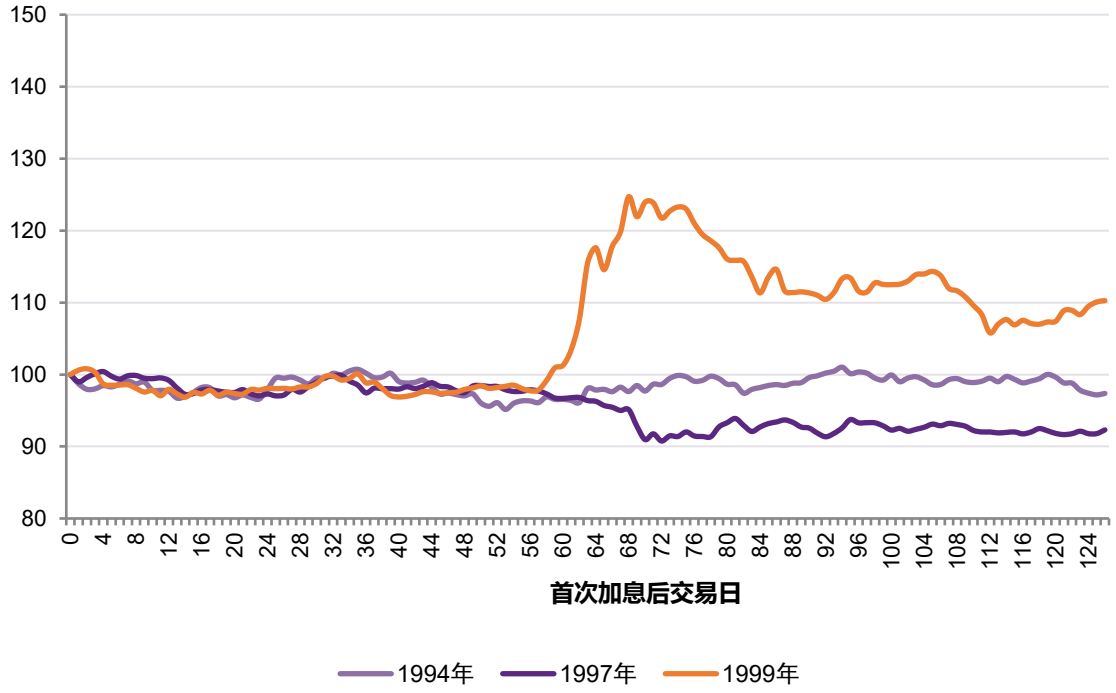
预防式加息复盘（下）：黄金与A股

- 黄金有涨有跌（-2.6% / -7.7% / +10.3%），无一致规律
- A股三次126日全部下跌（-22.1% / -13.0% / -16.8%），主因国内因素（94年紧缩、97年亚洲金融危机、99年调整）

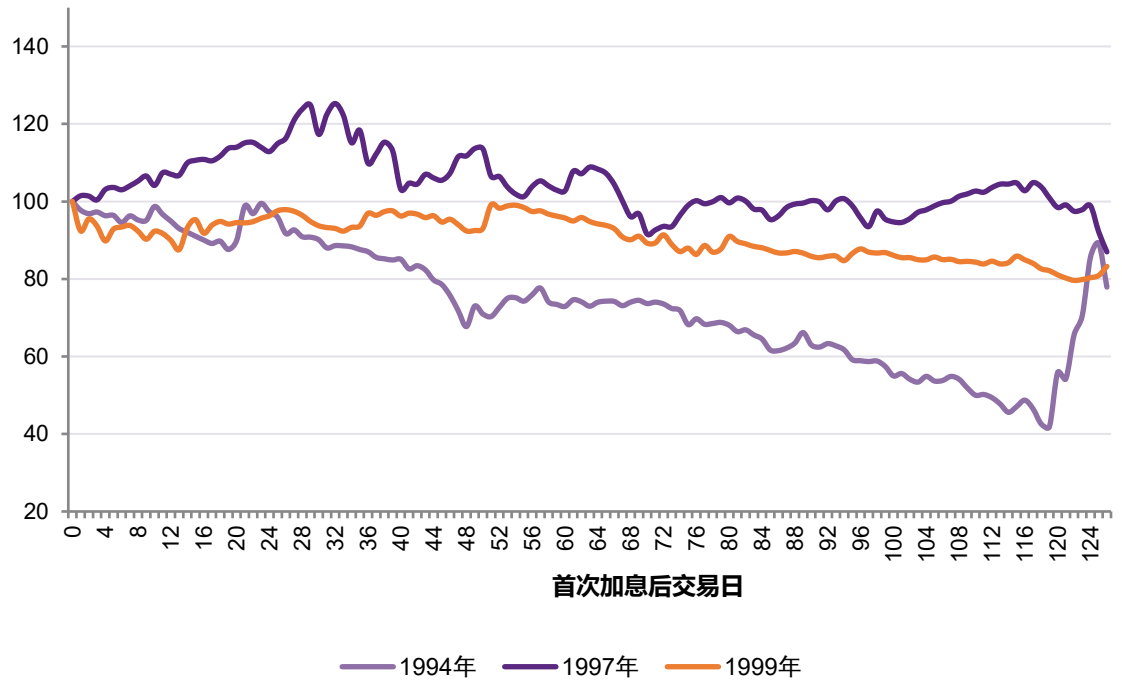
结论

预防式加息下黄金与A股由各自供需及国内周期主导，与加息本身弱相关。

黄金：伦敦金现货（首次加息日=100）



A股：上证指数（首次加息日=100）



资料来源：Wind，美联储政策声明；华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

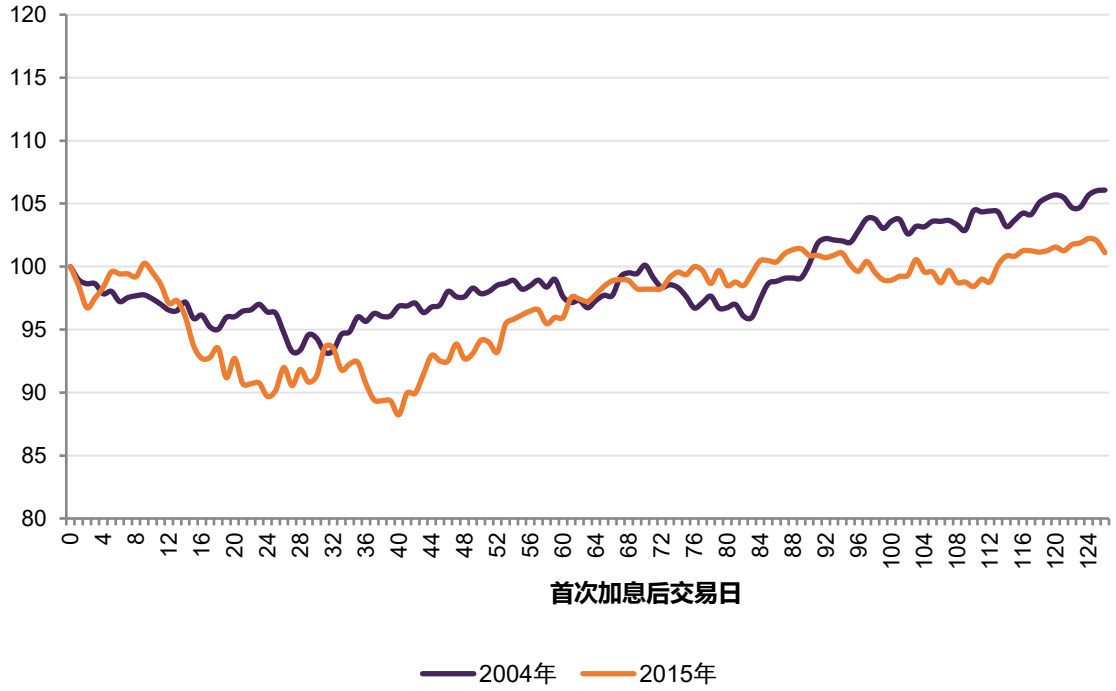
货币政策正常化复盘（上）：美股与美债

- 美股两次均小幅上涨（+6.1% / +1.1%），渐进且充分预告的加息不杀估值
- 美债“买预期、卖事实”：加息落地后收益率转而下行，126日分别-38 / -68BP

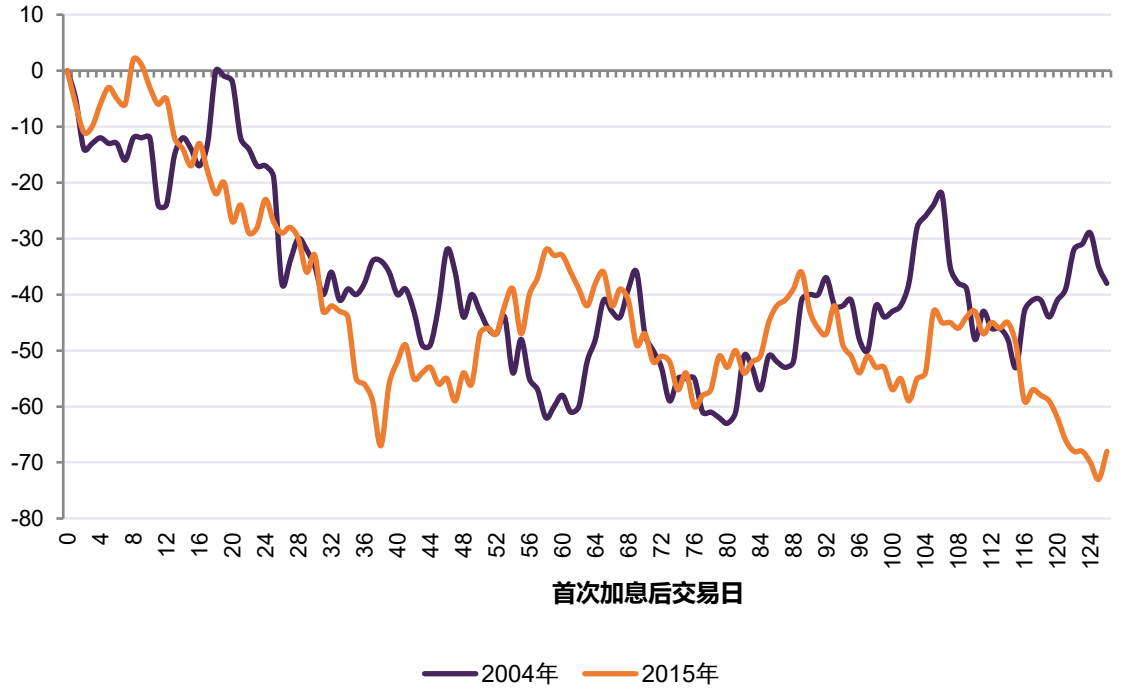
结论

正常化加息节奏透明、冲击有限：股稳、债强。

美股：标普500（首次加息日=100）



美债：10年期收益率变化（BP）



资料来源：Wind，美联储政策声明；华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

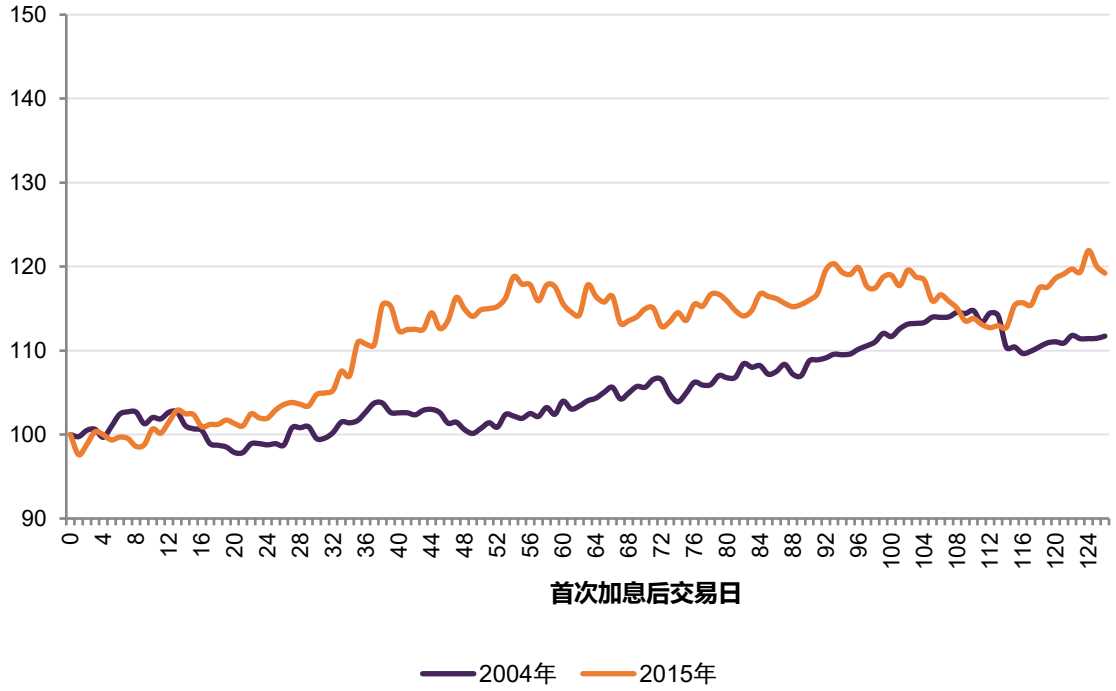
货币政策正常化复盘（下）：黄金与A股

- 黄金两次均大涨（+11.7% / +19.2%），弱美元与滞胀担忧下黄金是正常化周期的赢家
- A股均下跌（-9.0% / -17.8%），受国内周期主导（04年宏观调控、15年股灾后续）

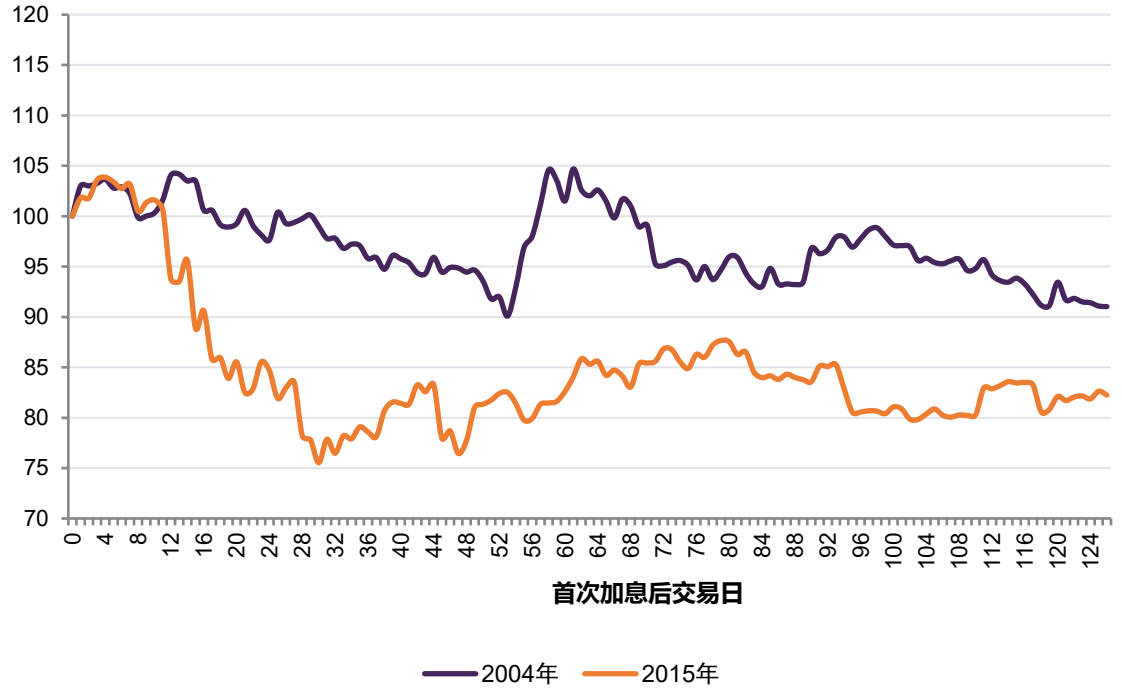
结论

黄金对“正常化”最敏感（上涨）；A股与美联储周期脱敏。

黄金：伦敦金现货（首次加息日=100）



A股：上证指数（首次加息日=100）



资料来源：Wind，美联储政策声明；华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

总结：首次加息后各类资产表现

三类加息周期下的大类资产表现

资产类别	加息周期（首次→末次加息）			首次加息后3个月		
	抗通胀加息	预防式加息	货币政策正常化	抗通胀加息	预防式加息	货币政策正常化
美股（标普500）	上涨 均值+11.9%	有涨有跌 均值+2.3%	上涨 均值+16.3%	有涨有跌 均值+0.8%	有涨有跌 均值+1.2%	小幅下跌 均值-3.0%
美债收益率（10Y）	上行 均值+129BP	多上行 均值+78BP	上行 均值+54BP	上行 均值+58BP	多上行 均值+46BP	下行 均值-47BP
黄金（伦敦金）	多下跌 均值-11.1%	有涨有跌 均值+0.9%	上涨 均值+32.8%	多下跌 均值-2.7%	有涨有跌 均值+3.3%	上涨 均值+10.9%
A股（上证指数）	样本仅2022年 +1.7%	多下跌 均值-9.1%	分化 均值-4.0%	样本仅2022年 +4.3%	有涨有跌 均值-7.8%	分化 均值-6.3%

核心结论

- 美债：抗通胀周期收益率必大幅上行（债熊）；正常化周期“加息落地即见顶”，3个月内收益率转下行
- 黄金：与实际利率镜像——抗通胀下跌、正常化大涨、预防式分化
- 美股：加息速度决定方向；慢加息与单次校准不妨碍上涨，快速连续加息（2022、1994）才有显著冲击
- A股：与美联储加息类型弱相关，由国内流动性与基本面主导；1983 / 1988两轮A股市场尚未设立

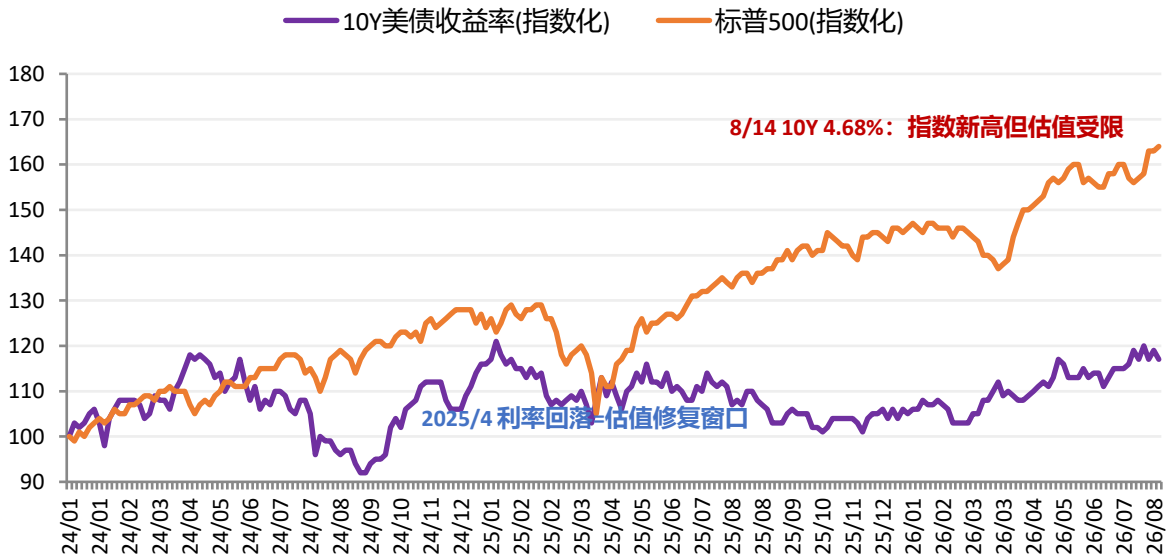
资料来源：Wind，美联储政策声明；华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

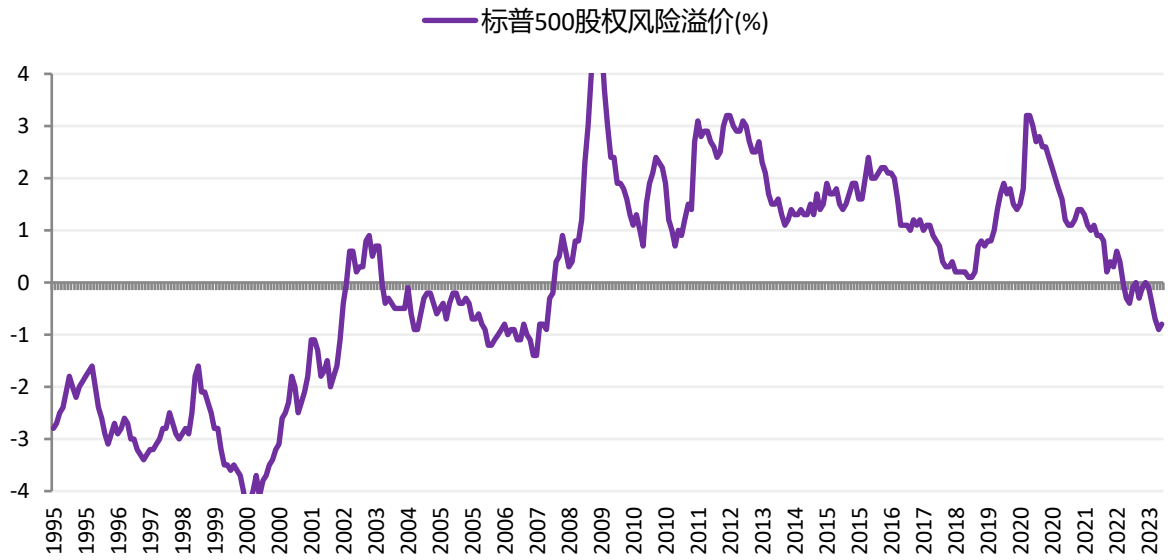
美股：宏观交易 VS 产业景气，震荡分化，哑铃策略

- **传导链条**：国债收益率飙升→大厂发债融资成本更高→债券投资者要求更苛刻条款与更高收益率→认购倍数下降（hyperscaler新债覆盖倍数由约5倍降至不足2倍）→大厂融资更难→未来CAPEX可能被迫放缓→AI硬件需求预期降温，反过来压制半导体与AI概念股；
- **已经在发生**：利率上行开始**直接**压制估值；年内云厂商利差走阔——信用市场已在为AI资本开支定价；
- **估值维度（图右）**：席勒CAPE在耶鲁官方数据末期（2023/9）已达约31倍，处互联网泡沫以来最高区间，彼时10Y升至4.4%——股权风险溢价（盈利收益率-10Y）压缩至-0.84%，为2007年以来低位；此后CAPEX叙事推升指数，但利率高企使估值缓冲更薄；
- **结论**：沃什发言下"更高更久"延续，指数偏震荡——结构上**盈利兑现的AI硬件链仍优于高估值泛成长**；加息利空落地，9/24前后中美领导人会面在即提升风险偏好，把握全球共振修复窗口期。

10Y美债 vs 标普500



标普500股权风险溢价（盈利收益率-10Y，%）：1995年以来



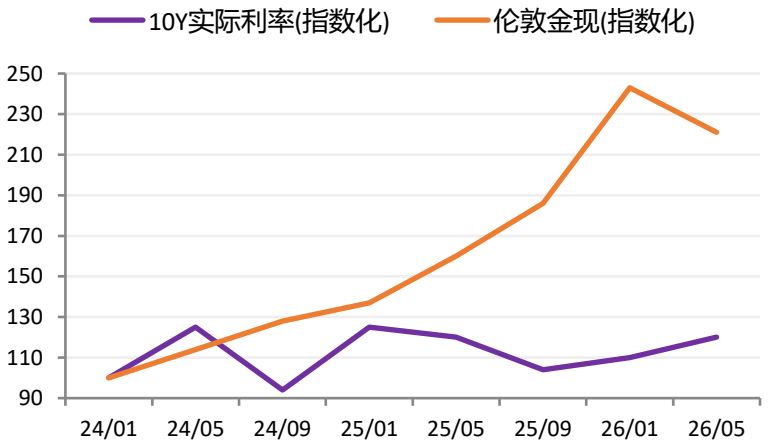
数据来源：FRED；耶鲁Shiller公开数据，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

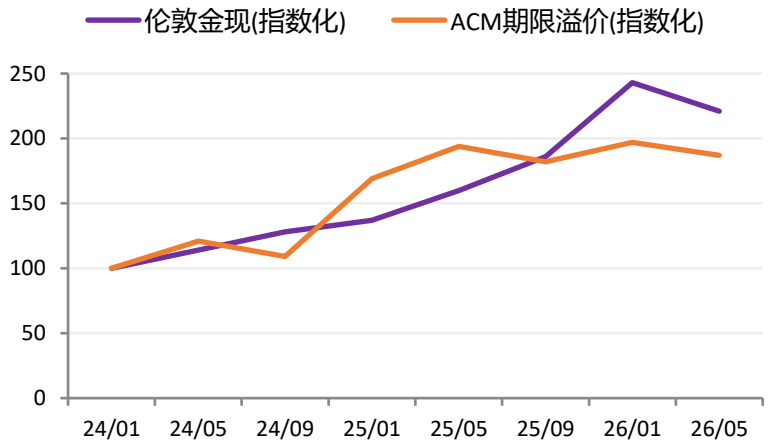
黄金：短期看实际利率压制，长期看期限溢价和央行购金背书

- **现象**：伦敦金现2024年初2068美元→2026/1/29创5405美元历史新高，随后获利回吐、8月冲高后回落：
- **短期框架（实际利率）**：传统框架下金价与实际利率负相关，但2024年以来10Y TIPS实际利率高位震荡（1.8-2.3%）而金价翻倍（图左）——实际利率解释力下降，定价主因已切换；
- **长期框架（期限溢价）**：黄金作为“不依赖主权信用的久期资产”成为财政担忧的镜像对冲；
- **央行购金背书**：2022-2024年全球央行连续三年净购金超1000吨；2026年Q2净购金289吨、创Q2历史最高（Q1因土耳其/俄罗斯抛售一度降至57吨，图右）——储备多元化构成金价的结构性买盘（WGC）；
- **结论**：沃什未给缩表指引、并压低了“财政主导货币政策”的长尾风险，叠加短端偏鹰，**短期金价受美元与实际利率压制**；但中期逻辑未破——期限溢价中枢系统性抬升=金价中枢系统性抬升，只要财政叙事不逆转，黄金仍以回调配置为主。

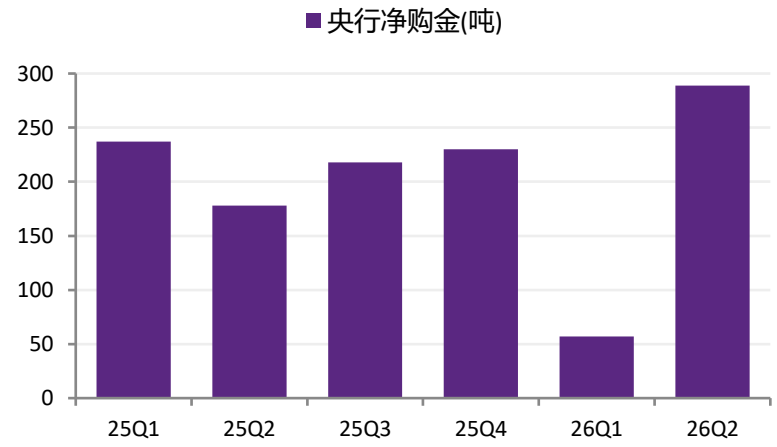
短期框架：金价 vs 10Y实际利率



长期框架：金价 vs ACM期限溢价



全球央行季度净购金（吨，WGC）



数据来源：LBMA、FRED、纽约联储ACM、世界黄金协会WGC，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

A股：震荡反弹，风格下沉，攻守兼备

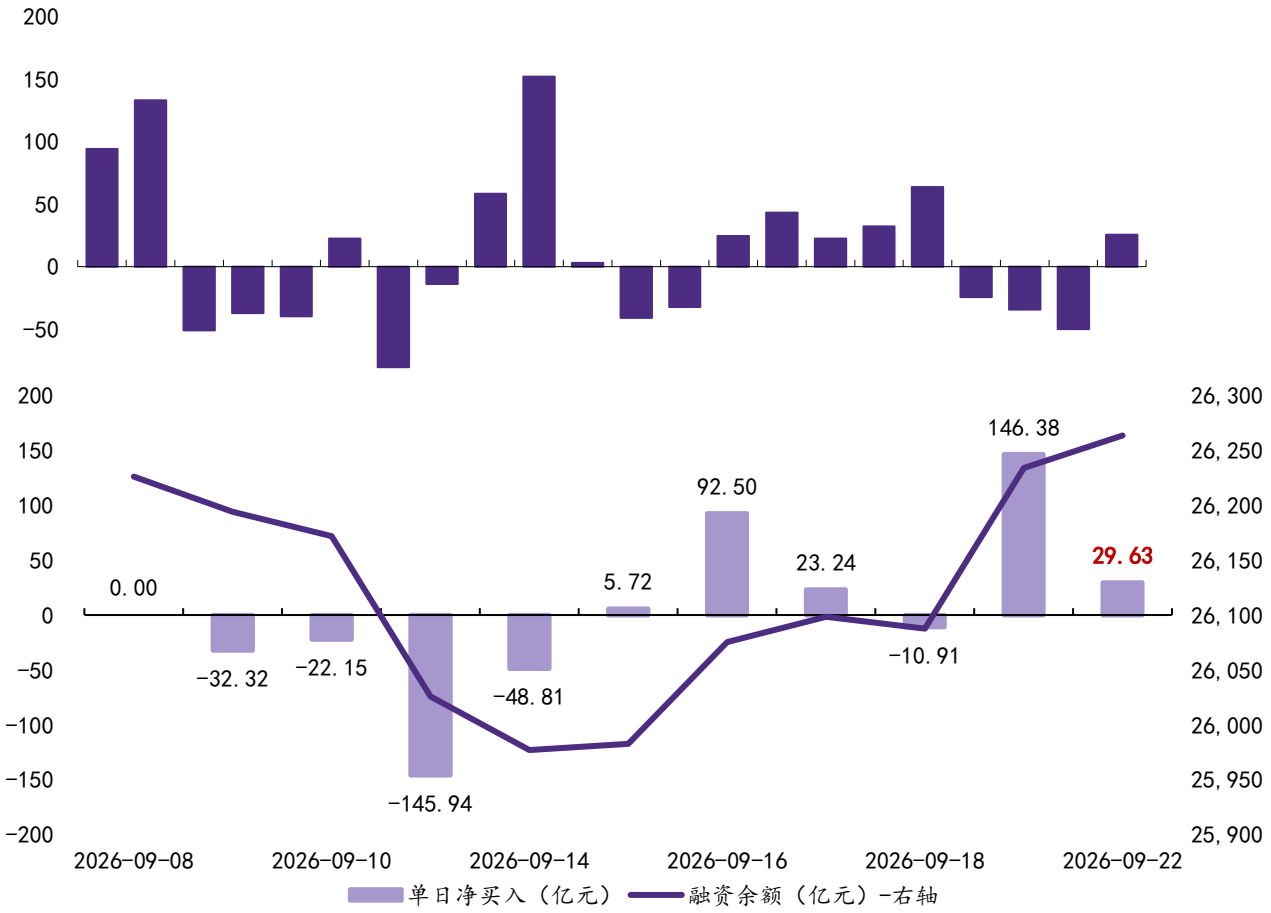
A股震荡反弹的三重支撑：

- 风偏修复：海外加息利空落地，中美会面窗口临近，有助于风偏回升。
- 结构景气：26Q2全A归母净利润双位数增长，科创板增速领先，成长、周期增速居首。
- 资金托底：规模ETF逆势净流入，融资买入占比持续低位回升。

非银、电子、有色、煤炭、化工业绩增速领先

类别	分项	较上季度变动	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	走势图
	全A	20.1%	29.4%	9.3%	-11.3%	11.3%	1.1%	3.1%	
	全A非金融	9.5%	25.2%	15.7%	-21.2%	6.3%	-0.6%	4.3%	
	全A非金融石油石化	5.8%	21.6%	15.8%	-22.5%	7.5%	2.7%	6.2%	
板块	主板	18.0%	23.7%	5.7%	-14.3%	9.7%	0.6%	3.0%	
	创业板	19.0%	41.8%	22.8%	120.8%	32.7%	5.7%	18.2%	
	科创板	-287.3%	369.8%	657.0%	4091.8%	79.8%	21.5%	-50.3%	
	北证	36.6%	34.6%	-2.0%	-23.5%	6.8%	-6.1%	4.8%	
	成长	18.6%	66.1%	47.5%	109.9%	42.0%	17.9%	10.0%	
	周期	18.1%	37.7%	19.6%	3.1%	6.4%	-8.4%	4.0%	
风格	消费	-18.7%	-25.2%	-6.5%	-110.5%	-16.5%	-2.2%	5.4%	
	稳定	-9.6%	-17.0%	-7.4%	-32.9%	-1.8%	0.3%	-0.2%	
	金融	32.7%	34.8%	2.1%	-3.2%	16.4%	3.3%	1.7%	
	中央国有企业	20.6%	23.4%	2.8%	-11.0%	11.2%	-2.4%	0.9%	
性质	地方国有企业	8.4%	14.8%	6.4%	-44.7%	7.2%	0.4%	3.5%	
	民营企业	18.1%	38.3%	20.1%	-26.4%	13.1%	6.9%	15.4%	
行业		较上季度变动	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	走势图
	煤炭	69.7%	66.6%	-3.1%	-15.5%	-24.4%	-36.4%	-30.1%	
	石油石化	43.1%	58.3%	15.3%	-14.9%	-3.1%	-22.9%	-6.2%	
上游资源	有色金属	-10.8%	103.0%	113.8%	104.0%	50.9%	17.4%	69.1%	
	钢铁	60.6%	-17.2%	-77.8%	1.1%	202.9%	82.2%	544.6%	
	基础化工	44.6%	59.5%	15.0%	-30.4%	21.8%	-2.5%	12.9%	
	建筑材料	-4.9%	-49.4%	-44.5%	-308.6%	11.2%	23.7%	394.0%	
	机械设备	13.4%	7.8%	-5.6%	-2.3%	5.3%	14.3%	23.7%	
中游制造	建筑装饰	-20.6%	-35.9%	-15.3%	-79.5%	-18.6%	-4.5%	-8.6%	
	交通运输	-34.1%	-14.1%	20.0%	-78.5%	-13.8%	3.6%	2.5%	
	银行	-0.1%	2.9%	3.0%	1.3%	2.8%	3.0%	-1.2%	
大金融	非银金融	135.7%	134.9%	-0.8%	-33.2%	64.9%	16.0%	21.6%	
	房地产	26.1%	22.9%	-3.2%	5.8%	-227.1%	-129.6%	-959.2%	
	国防军工	-46.1%	21.0%	67.0%	313.3%	75.2%	10.4%	-15.5%	
	电力设备	-25.6%	28.6%	54.3%	241.6%	50.1%	24.4%	-12.8%	
成长	计算机	-76.6%	44.4%	121.0%	3996.5%	24.5%	19.7%	445.6%	
	传媒	23.1%	22.1%	-1.0%	1.0%	57.0%	20.4%	39.4%	
	电子	51.1%	120.5%	69.4%	7.9%	48.9%	27.4%	29.5%	
	通信	2.0%	6.6%	4.7%	-5.3%	12.1%	8.3%	7.1%	
	医药生物	5.4%	12.5%	7.1%	93.8%	4.1%	1.5%	-8.6%	
	社会服务	-13.8%	-10.5%	8.3%	-2.2%	-8.1%	-1.9%	4.8%	
	轻工制造	20.6%	16.3%	-4.3%	-9.2%	-16.7%	-26.2%	-17.9%	
	农林牧渔	-75.8%	-183.3%	-107.5%	-137.7%	-57.6%	17.9%	1406.2%	
下游消费	纺织服饰	-7.4%	-8.4%	-1.0%	191.7%	-14.2%	-12.0%	-5.4%	
	商贸零售	-15.9%	24.6%	41.6%	-558.6%	-63.4%	-29.9%	-9.8%	
	美容护理	26.6%	14.3%	-12.2%	82.9%	1.6%	-12.0%	-14.5%	
	食品饮料	-21.7%	-17.9%	3.9%	-40.1%	-14.5%	-11.8%	-12.7%	
	汽车	3.8%	-17.9%	-21.7%	4.1%	10.4%	-7.1%	8.6%	
	家用电器	2.8%	-5.3%	-8.1%	-64.7%	5.1%	4.0%	25.3%	
	环保	1.6%	22.0%	20.4%	32.9%	-8.0%	-11.8%	4.4%	
公用	综合	-104.9%	-68.4%	36.6%	-214.4%	584.2%	99.0%	1176.2%	
	公用事业	-12.3%	-19.4%	-7.1%	21.0%	6.4%	-2.3%	6.1%	

ETF逆势托底，融资低位回补



数据来源：Wind，华鑫证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

风 险 提 示

（1）地缘冲突升级

（2）美国经济强劲

（3）政策力度不足

（4）产业进度迟缓

下载日志已记录，仅供内部参考

宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

卫正：宏观策略组组员，金融硕士，2024年8月入职华鑫证券研究所。

陆翊蔚：宏观策略组组员，上海纽约大学学士，哥伦比亚大学硕士，2026年7月入职华鑫证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

下载日志已记录，仅供内部参考



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研究创造价值

报告编号：260928160659