



一、本周行情回顾

行情方面，本周市场呈下跌行情。Wind 全 A 下跌 1.06%；上证指数下跌 1.07%；创业板指上涨 1.08%，科创 50 指数下跌 1.52%；上证 50 指数下跌 1.90%，沪深 300 指数下跌 0.83%，中证 500 指数下跌 0.94%，中证 1000 指数下跌 1.08%，中证 2000 指数下跌 1.50%。市场日均成交额约 1.9 万亿，较上周减小约 800 亿，呈现小幅缩量下跌状态。

申万一级行业涨幅前五为通信（约+6.9%）、建筑材料（约+3.1%）、综合、国防军工、电子；跌幅前五为非银金融、计算机、美容护理、纺织服饰、食品饮料（跌幅约 3.8%—4.6%）。产业叙事上，光博会与海外算力订单预期强化，PCB、CPO、铜缆高速连接、元件等算力硬件成为本周最强分支，支撑创业板相对抗跌；而计算机应用、非银及部分消费在量能不足与风险偏好回落下承压。

本周市场主线围绕地缘冲突与通胀预期展开。美伊冲突升级一度推动布伦特油价连续突破多个整数关口，盘中逼近 108 美元，油运运价创历史极值。但周末局势出现缓和迹象：海湾六国与伊朗计划于下周一举行会晤，并有望就霍尔木兹海峡航运达成临时安排，油价随之回落。

美国 8 月通胀数据于周五晚公布，整体符合预期，核心环比略超预期，市场对下周加息的定价概率升至约九成。考虑到本轮通胀上行主要由能源等供给端冲击驱动，市场倾向于将其解读为“信誉性加息”，而非连续紧缩周期的开启。美股当日收涨，长端美债收益率冲高回落，呈现“利空出尽”特征。

商品市场亦出现反转，白宫表示精炼铜关税“尚未最终决定”，此前因关税预期提前抢运至美国的库存面临回流与重定价压力，铜价单日大幅下跌，政策预期反复对价格的影响开始显现。

国内方面，8 月制造业 PMI 回升至 49.8%，CPI 同比约 0.8%、PPI 同比约 3.8%，出口仍具韧性，显示景气边际改善但价格结构受国际能源与上游传导影响；产业侧 AI 算力资本开支与光模块/PCB 订单叙事仍是跨市场共振主线。特别国债注资八家中央金融企业已落地；年内社保、年金、保险等中长期资金净买入 A 股超过 6000 亿元；个人程序化交易通道收紧整改启动，短线交易生态面临重塑。

后市展望：

未来一周，市场处于关键事件集中落地前的观望期，海外央行议息与地缘会晤将为后续方向提供指引。加息本身已基本被市场定价，更重要的是路径性质。周五美股反弹与长端美债利率回落，已在一定程度上预演。同时，地缘缓和迹象带动油价自高位回撤，全球风险资产在估值分母端所受压制出现边际松动。中美利差已走阔至历史极值，人民币汇率稳中有升，外部紧缩的边际冲击趋于钝化。综合判断，震荡筑底格局仍将延续；若议息落地引发非理性回撤，更可能构成布局窗口。



债市方面，

利率债：本周利率债多空交织、窄幅震荡，主要驱动因素：

1. 央行“削峰填谷”，资金面平稳。央行开展 5000 亿元 3 个月期买断式逆回购等量续作，锁定中长期流动性，短端逆回购维持地量，叠加财政存款下拨，资金面体感宽松。
2. 物价边际改善，通胀预期未起。8 月 CPI 同比 0.8%、PPI 同比 3.8%，环比均由降转涨，但涨价主因国际大宗商品外部冲击，核心 CPI 仅 1.0%，尚未形成持续性通胀压力，对债市仅构成微弱利空。
3. 海外利率上行，长端承压。受美债收益率快速上行、国际油价大涨影响，全球债市明显承压，国内超长端弱于中长端，国债期货多数收跌，长端交易情绪降温。

可转债：本周转债市场震荡偏弱，中证转债指数全周下跌 1.29%，周四、周五连续创年内新低。

1. 估值高位，极致分化。转股溢价率均值 51.36%，处于历史高分位；AAA 及大盘转债抗跌，AA+及中大规模转债跌幅居前；高平价券周跌 5.88%，低平价券相对抗跌。
2. 个券分化，高价题材券回调。防御类公用事业及基本面稳健标的涨幅居前，前期大涨的高溢价小盘题材债遭资金撤离，小盘妖债流动性风险凸显。

ETF&REITs&FOF 方面，中证全指-1.05%，南华商品指数 1.45%，国债指数 0.06%，中证 REITs 全收-0.39%，中证转债-1.29%，中证全债 0.00%，上证指数-1.07%，深证成指-0.34%，创业板指 1.08%，科创综指-2.56%，北证 50 -5.90%，中证 A500 -0.86%，中证 2000 -1.50%，红利低波-0.37%，万得微盘股指数-2.91%，恒生指数-3.30%，恒生科技-5.45%，港股通-3.04%，日经 225 -1.55%，道琼斯工业平均-1.57%，纳斯达克指数-0.66%，标普 500 -0.80%，万得全基指数-0.60%，万得股基指数-1.46%，万得混基指数-0.58%，万得债基指数-0.05%，万得货基指数 0.02%。

策略表现：股债商等权 (ETF&LOF) -0.24%，宽基与跨境 (ETF) -1.56%，行业与主题 (ETF) -2.41%，固定收益 (ETF) -0.08%，红利现金流 (ETF) -1.59%，低价低换手 (ETF) -3.74%，高息高折价 (REITs) -1.99%，大小盘轮动 (ETF) -1.70%，PEG (双创) -4.50%，ROE 与 ROA (港股通) -3.41%，双低月调仓 (可转债) -1.34%，微盘月调仓 (全 A) -5.81%，多资产周调仓 (ETF) -0.26%。

ETF 周涨幅前五：通信 ETF 华夏 6.08%，通信 ETF 国泰 5.63%，5GETF 博时 5.47%，通信 ETF 富国 5.33%，能源化工 ETF 建信 5.20%；**周跌幅前五：**港股通创新药 ETF 汇添富-8.31%，金融科技 ETF 华宝-8.00%，港股通创新药医疗 ETF 富国-7.90%，恒生创新药 ETF 华泰柏瑞-7.87%，港股通创新药 ETF 易方达-7.53%；**今年涨幅最大：**中韩半导体 ETF 华泰柏瑞 83.55%；**今年跌幅最大：**港股通互联网 ETF 富国-35.71%。**REITs 周涨幅最大：**东方红隧道股份高速公路 REIT2.59%；**周跌幅最大：**建信中关村 REIT-6.79%；**今年涨幅最大：**华夏中国交建 REIT13.95%；**今年跌幅最大：**招商科创 REIT-37.26%。**FOF 今年涨幅最大：**易方达优势驱动一年持有 A40.16%；**今年跌幅最大：**国泰优选领航一年持有-17.14%。

上周股市继续下跌，债市继续上涨，商品继续上涨，REITs 继续下跌。国内方面，《金融强国建设“十五五”规划》正式出台，明确资本市场改革路线图；财政部发行 3000 亿元特别国债支持八大金融央企补充资本；国务院常务会议部署算力网建设及安全生产工作。海外方面，



中东局势持续升级，美伊互袭、曼德海峡通行受阻加剧全球能源供应担忧；美加贸易战再度升级，德国政坛右翼势力崛起等事件亦引发市场广泛关注。

早期公募 FOF 以服务内部基金销售和传统股债配置为主，这在过往几年股债接连调整的市场环境中，公募 FOF 整体缺乏更广泛的收益来源和平抑波动的能力，投资者持有体验不佳，是行业经历第一轮扩张后持续萎缩的主要原因。近年来，公募 FOF 由内部基金为主，扩展至全市场优选投资工具，从简单的基金组合扩展到多元资产配置，独立性和专业性持续提升。公募 FOF 的投资方法正在由以主动基金筛选和传统股债搭配为主，逐步转向以风险预算为起点的多资产配置。黄金、海外及 QDII、REITs 等资产拓展了传统股债之外的收益来源，ETF 和指数基金则提高了组合暴露的透明度和调整效率。主动基金与被动工具并非相互替代，而是分别承担获取超额收益和高效表达资产配置观点的功能。FOF 管理人的核心能力也由基金筛选，进一步延伸至资产配置、工具选择、风险穿透和动态再平衡。

二、行业动态跟踪

大健康行业方面，本周表现：中信医药指数-3.71%，跑输创业板指数，跑输沪深 300 指数。医药指数整体震荡调整，创新供应链板块存在消化压力，近期回调明显。

设备端海外拓展提速，国内仍受医院采购需求偏弱影响；高值耗材受集采压制，电生理表现较好，低值耗材中手套景气向上；IVD 国内政策扰动边际减弱，海外拓展整体向好。生科上游：早研创新需求逐步修复，百奥赛图、药康生物、百普赛斯表现突出；管线推进、商业化放量及 BD 出海相关方向，关注奥浦迈、纳微科技、赛分科技等。AIDD 进一步打开上游需求空间。

行业重要新闻及公告：

1、9 月 10 日，第七批国家组织医用耗材集中带量采购（以下简称“集采”）在天津开标产生拟中选结果。本次集采纳入 23 种消化介入类医用耗材，共有 156 家企业的 558 个产品投标，148 家企业的 517 个产品中选，临床在用的主流产品普遍中选。其中，南微医学、安杰思参与报量品种均全部中标。

大制造行业方面，本周电力设备及新能源（中信一级）涨幅-3.17%，汽车（中信一级）涨幅-3.04%。主要受存量市场下高成长板块估值承压、光伏锂电产能持续释放带来的行业价格内卷、长端美债收益率高位压制风险偏好拖累；汽车板块方面，市场对“金九银十”旺季订单预期下修，行业价格战延续，叠加产能过剩压制整车及零部件盈利预期。整体维持结构性配置思路，建议持续跟踪产品价格走势、终端需求兑现及海外贸易政策边际变化。

中汽协发布数据显示，8 月，汽车产销分别完成 268.4 万辆和 271.2 万辆，环比分别增长 4.3% 和 4.9%，同比分别下降 4.7% 和 5.1%。其中，新能源汽车产销分别完成 165.3 万辆和 164.3 万辆，同比分别增长 18.9% 和 17.8%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 60.6%。

星河动力航天在牛头山试车台，成功完成大型可重复使用液体运载火箭智神星二号主发动机——新一代百吨级 CQ-90（苍穹-90）液氧/煤油发动机的 130 秒长程额定工况试车考核。据介绍，试车全程运行平稳，各项性能指标均满足设计要求，试车取得圆满成功。至此，苍穹-90 发动机已完成 20 余次研究性攻关试车，正式跨入可靠性验证试车阶段，向着工程化定型与飞行应用迈出决定性一步，为智神星二号子级垂直回收和重复使用提供核心动力保障。



中国监管机构正在收紧对寻求上市的人形机器人初创公司的审批, 宇树科技上市首日的剧烈波动以及行业内的模仿乱象, 促使监管机构对人形机器人 IPO 提出了更严格的要求。知情人士透露, 中国证券监督管理委员会近期向部分投行和投资机构发出了非正式的“窗口指导”, 表示将提高人形机器人企业 IPO 的审批门槛。企业必须证明自身能够产生经常性收入、处于亏损收窄的轨道上, 或实现了真正的创新, 其上市申请才有可能被考虑。

市场担忧车企“自研”电池对宁德时代长期竞争力带来压力。理想宣布自研电池将覆盖全系车型。实际上参与“自研”更多是为汽车品牌价值赋能, 理想 2020 年即开始这个目标。另外近期调整, 主要源于对 9-10 月排产下修的担忧, 根据 XL 数据 9 月排产 97.4+18.7GWh=116.1GWh, 环比+5.1%。

亿纬锂能、力神电池等自 9 月 1 日起在原不含税供货价基础上加收 2%消费税成本 (及城建税、教育费附加), 中小厂商跟进。业内称主流 314Ah 储能电芯“一芯难求”, 行业平均产能利用率超 90%。

三、兴合观点

公募基金投资部梁辰星（权益）观点：

国产算力跌幅较大, 预期下调后位置具有性价比, 另外新能源、半导体设备龙头这周也回到合理估值水平。最近热点在普通 PCB 涨价超预期, 但我们对基本面持续性和弹性保守, 资金上小光、小 PCB 有可能活跃炒作。高低切不悲观。

公募基金投资部蒋婷婷（权益）观点：

行业结构上, 建议把握三条线索: 一是 AI 算力硬件 (光模块/CPO、PCB、高速连接、部分液冷与服务链) 仍处订单与资本开支验证期, 宜在波动中优选景气与业绩可见度更高的细分, 警惕英伟达等旗手回调与存储链的补跌传导。二是在利率与波动抬升阶段, 银行、公用事业等相对防御与高股息资产可作组合稳定器, 但非银弹性仍依赖市场交投回暖, 短期或继续钝化。三是建材、部分中游制造若受益稳增长与“金九”季节性, 可作政策与内需交易的观察; 消费与医药需等待价格与需求更明确回暖信号。

公募基金投资部魏婧（固收）观点：

本周债市有所调整, 收益率小幅上行。进出口、通胀数据落地, 市场反应有限。海外通胀和加息预期升温, 不确定性仍较大。

公募基金投资部祁晓菲（固收）观点：

8 月社融及经济数据即将落地, 数据偏弱预期或已提前消化, 防范市场交易预期差, 同时下周是缴税缴准、政府债缴款约 5890 亿元、5000 亿买断式逆回购、6000 亿 MLF 到期的密集周, 关注央行投放力度。

转债价格与溢价率依旧偏高, 短期胜率偏低。关注低溢价、业绩确定性品种, 回避高价高溢价小盘券的强赎及流动性风险。

专户基金投资部孙祺（权益）观点：

中报发布完毕, 市场在存量资金缩减情况下, 选择了机构重仓不大的领域。三季报不远, 业绩仍然是未来要重点考虑的方向。



兴合基金管理有限公司
XINGHE FUND MANAGEMENT CO., LTD.

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。基金管理人承诺以恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金管理人提醒投资者在做出投资决策前应全面了解基金的产品特性并充分考虑自身的风险承受能力，理性判断市场，投资者自行承担基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险。投资有风险，选择须谨慎。敬请投资者于投资前认真阅读基金的基金合同、最新招募说明书、基金产品资料概要及其他法律文件。

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。若本材料转载或引用第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表兴合基金的立场。