下载日志已记录，仅供内部参考

金融条件非领先指标，美国经济裂痕已出现

策略周度思考 20260927

报告发布日期 2026 年 09 月 27 日

证券分析师
张陈 执业证书编号：S0860526010004
zhangchen2@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
美股隐含了怎样的预期？：策略周度思考 20260920 2026-09-20
美债高压后续如何推演？：策略周度思考 20260913 2026-09-13
全球投资储蓄的再平衡：策略周度思考 20260906 2026-09-06

研究结论

- **策略周度思考—金融条件非领先指标，美国经济裂痕已出现**

- **1、本周地缘风险维持僵局，原油价格高位震荡，但美国成品油价格处于历史高位，通胀粘性较强。全球发达经济体长端利率继续新高，本轮债市风暴根源于投资-储蓄失衡矛盾的集中爆发，短期无法解决，最终会造成全球经济承压。海外处于通胀预期粘性、加息预期见顶、经济预期下修的窘境；国内则处于经济预期略有下行、政策预期升温的状况，政策应对手段远远多于海外，国内科技才是接下来的关注重点。**
- **2、地缘预期方面，中东局势维持僵局，通胀预期粘性强。**当前中东困局对经济的影响，比 3-5 月时其实更加严重，一方面，美伊经过长时间反复拉扯，谈判空间较当时更小，美国想要退缩也没有太多空间；另一方面，经过近半年的消耗，各国原油相关库存持续消耗，库存缓冲能力已经大幅减弱，同时欧美即将进入采暖季，目前已表现为美国成品油价格维持历史高位、原油裂解价差维持历史高位。原油问题软着陆的空间已经越来越小。
- **3、美债利率新高，全球长端利率普遍承压。**近一周发达经济体长端利率普遍新高，本轮发达经济体长端利率上行并非美国特例，而是全球共性，背后源于全球储蓄相对短缺、国内储蓄相对充足，因此海外长端利率上行难以通过加息、降息方式缓解。只要根本问题不解决，长端利率上行恐怕难以结束。
- **4、长端利率新高，为何金融条件指数却不高？**首先，金融条件指数目标是衡量金融压力，当前读数确实不高。然后，金融条件指数受信用利差影响较大，并非领先指标。最后，美国经济状况的裂痕已经出现。比如美国房屋建造木材用量较大，因此美国住宅投资增速和木材价格走势高度相关，美国木材价格在 7 月下旬以来就在快速下跌。我们仍然认为，美国利率二季度快速上行后，滞后表现在四季度经济数据的下滑。

风险提示

市场表现不及预期、风险定价可能不充分、产业发展不及预期、模型设定风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

周度思考：金融条件非领先指标，美国经济裂痕已出现 4

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：大宗商品中能化和工业品反弹，贵金属走弱 5
图 2：近一周各板块多数走弱 5
图 3：原油裂解价差处于历史高位 5
图 4：美债利率近一周继续攀升 5
图 5：美国金融条件指数似乎并不高 5
图 6：金融条件指数历史上也是滞后变量(%) 5
图 7：信用利差走势对金融条件影响较大 6
图 8：美国木材价格与新建住宅高度相关，近一个月以来已经快速下跌 6

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

周度思考：金融条件非领先指标，美国经济裂痕已出现

本周地缘风险维持僵局，原油价格高位震荡，但美国成品油价格处于历史高位，通胀粘性较强。全球发达经济体长端利率继续新高，本轮债市风暴根源于投资-储蓄失衡矛盾的集中爆发，短期无法解决，最终会造成全球经济承压。海外处于通胀预期粘性、加息预期见顶、经济预期下修的窘境；国内则处于经济预期略有下行、政策预期升温的状况，政策应对手段远远多于海外，国内科技才是接下来的关注重点。

地缘预期方面，中东局势维持僵局，通胀预期粘性强。国际油价如布伦特原油在 100 美金附近波动，化工品价格反弹，南华大宗商品方面能化板块涨幅居前。当前中东困局对经济的影响，比 3-5 月时其实更加严重，一方面，美伊经过长时间反复拉扯，谈判空间较当时更小，美国想要退缩也没有太多空间；另一方面，经过近半年的消耗，各国原油相关库存持续消耗，库存缓冲能力已经大幅减弱，同时欧美即将进入采暖季，目前已表现为美国成品油价格维持历史高位、原油裂解价差维持历史高位。原油问题软着陆的空间已经越来越小。

美债利率新高，全球长端利率普遍承压。近一周美债 10 年期利率一度升破 5.2%，为近 10 多年来的新高，并且不仅是美债利率新高，日本、法国等发达经济体长端利率普遍新高。我们此前系列周度思考对这个问题进行过系统阐述，如《美债高压后续如何推演？》、《全球投资储蓄的再平衡》等，本轮发达经济体长端利率上行并非美国特例，而是全球共性，背后源于全球储蓄相对短缺、国内储蓄相对充足，因此海外长端利率上行难以通过加息、降息方式缓解。只要根本问题不解决，长端利率上行恐怕难以结束。

长端利率新高，为何金融条件指数却不高？

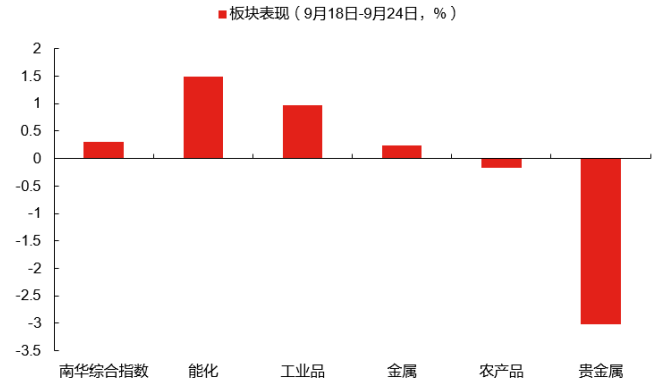
- ✓ **首先，金融条件指数目标是衡量金融压力，当前读数确实不高。**以芝加哥联储全国金融状况指数为例，包含 100 多个金融变量，覆盖货币、股、债、银行、影子银行等方面，使用 PCA 主成分进行降维，读数越大、金融条件越紧。以当前芝加哥金融状况指数为例，尽管当前利率已经较高，但金融条件不仅不紧、甚至偏宽松。
- ✓ **然后，金融条件指数受信用利差影响较大，并非领先指标。**金融条件指数受信用利差影响比较大，两者走势非常接近。我们在《美债高压后续如何推演？》讨论过，信用利差也是滞后变量，不能把信用利差作为先导指标，而且信用利差的走阔往往是快速走阔，这意味着当我们看到信用利差走阔的时候，事态已经相对严重。这也就意味着一旦金融条件指数走高，市场压力已经较大。
- ✓ **最后，美国经济状况的裂痕已经出现。**资本回报率是慢变量，而利率是快变量，一旦利率短期内快速上行，就会带来经济各方面成本的上行，从而压制经济后续表现。比如美国房屋建造木材用量较大，因此美国住宅投资增速和木材价格走势高度相关，美国木材价格在 7 月下

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

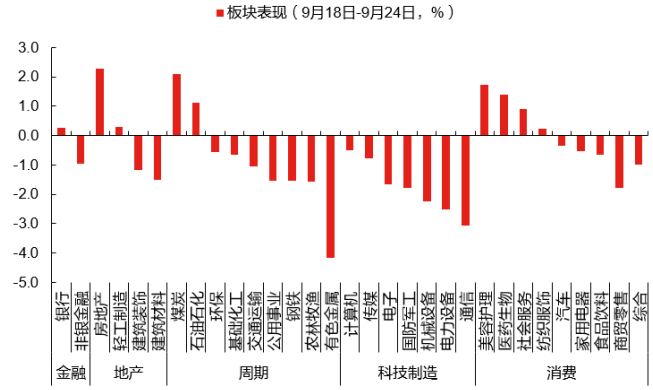
旬以来就在快速下跌。我们维持在《美债高压后续如何推演？》的判断，美国利率二季度快速上行后，滞后表现在四季度经济数据的下滑。

图 1：大宗商品中能化和工业品反弹，贵金属走弱



数据来源：Wind 东方证券研究

图 2：近一周各板块多数走弱



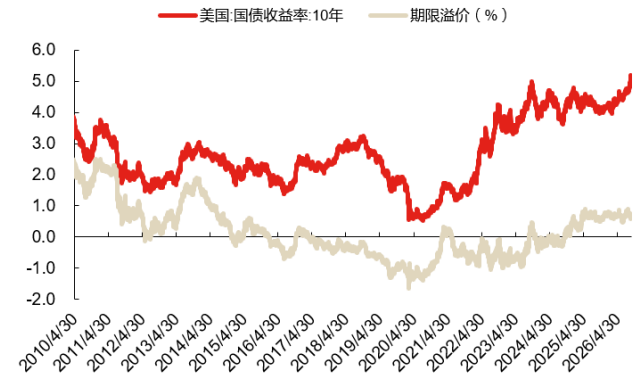
数据来源：Wind 东方证券研究

图 3：原油裂解价差处于历史高位



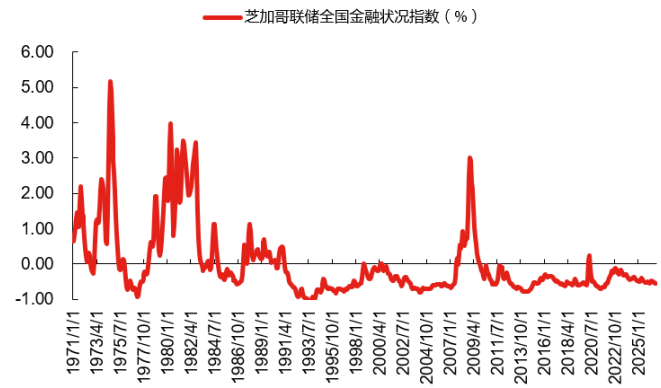
数据来源：wind 东方证券研究

图 4：美债利率近一周继续攀升



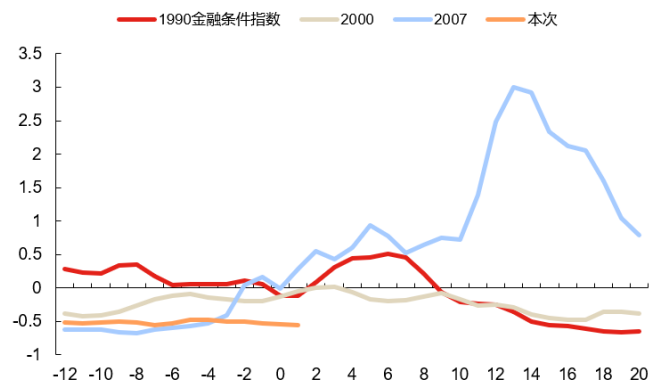
数据来源：Wind 东方证券研究

图 5：美国金融条件指数似乎并不高



数据来源：wind 东方证券研究

图 6：金融条件指数历史上也是滞后变量(%)



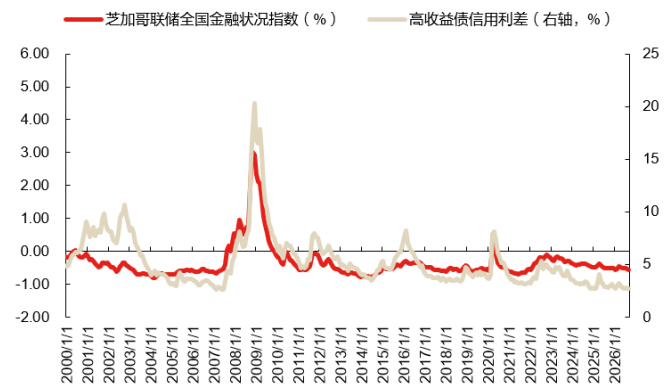
数据来源：Wind 东方证券研究
备注：以股价高点为 t=0，横轴为股价高点后第 N 月，样本包含 90 年、00 年、

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

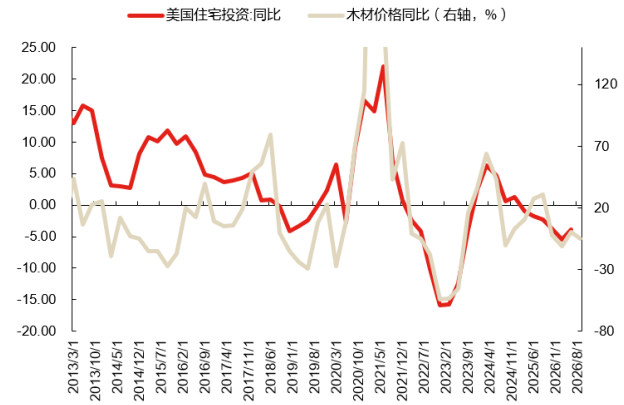
07 年三次美股大幅下跌案例以及本次。

图 7：信用利差走势对金融条件影响较大



数据来源：wind 东方证券研究

图 8：美国木材价格与新建住宅高度相关，近一个月以来已经快速下跌



数据来源：Wind 东方证券研究

风险提示

市场表现不及预期

我们对于市场表现的预期可能过于乐观，海内外经济和地缘政治等各种风险因素都可能让市场的实际表现不及预期。

风险定价可能不充分

地缘政治等风险市场可能尚未完全定价，突发事件或对市场产生冲击。

产业发展不及预期

各前沿行业面临技术迭代、商业化进度或业绩兑现等因素不及预期导致的回调风险。

模型设定风险

模型参数对历史数据较为敏感，参数变化变化可能对汇率预测结果产生影响。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。