下载日志已记录，仅供内部参考

海外宏观周报

债市波动率显著抬升

证券分析师

钟正生 投资咨询编号 S1060520090001 zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询编号 S1060522100001 ZHANGLU150@pingan.com.cn

杨见一 投资咨询编号 S1060526020001 YANGJIANYI730@pingan.com.cn

平安观点：

- **海外经济政策**

- **地缘局势：美伊局势反复，油价持续高企。**据路透社报道，前半周，沙特东西向输油管道重启、能源供应担忧缓和；周中伊方表态强硬，打击了短期达成协议的预期；周五美伊传出分阶段结束战争的谈判消息，再次推动油价回落，但整周油价仍然高企，AIS 数据观测的海峡通航量偏低。**此外，本周习近平主席访美，中美同意将贸易休战延长两个月，**并就部分商品达成贸易安排，为中期内中美贸易条件保持稳定奠定基础。

- **经济数据：美国：1）PMI：**9 月标普制造业和服务业 PMI 初值分别升至 57.0 和 58.7，均大幅高于预期，生产、新订单和就业同步增长，经济增长动能增强，通胀压力仍突出。**2）耐用品订单：**8 月耐用品订单环比降至-0.02%，主要受运输设备拖累；核心资本品订单环比升至 1.59%，高于预期，显示企业设备投资需求仍具韧性。**3）失业金：**初请失业金人数回落至 19.7 万人，续请人数小幅升至 171.9 万人，劳动力市场仍具韧性。**欧元区：**9 月制造业 PMI 初值为 52.7，与上月持平，制造业延续扩张；服务业 PMI 由 51.6 升至 53.0，韧性偏强。

- **货币政策：1）美国：美联储官员持续发声，整体延续鹰派立场；**叠加地缘局势僵持及 PMI 超预期，市场加息预期继续升温，10 月加息概率升至 64.2%，全年累计至少加息两次的概率升至 92.6%，全年累计加息次数预期升至约 2.4 次。**2）日本：**日元 OIS 隐含利率路径上移，市场预计 2026 年末、2027 年 4 月之前及 7 月之前各再次加息一次。**3）欧央行：**年内再次加息的概率由 96.7%升至 97.5%。

- **大类资产变化**

- **9 月 21 日至 25 日当周，美联储偏鹰、经济数据韧性和油价持续高企催化国债市场抛售，债市波动率显著抬升。1）股市：**美股科技股表现较强，纳指相对占优；欧洲主要市场小幅收涨，日韩股市涨幅居前，中国内地及香港市场回落。**2）债市：**美债拍卖表现疲弱，中期美债需求不足问题凸显。当周美债收益率上行，长端上行幅度大于短端，其他主要国债收益率先下后上、整体反弹。**3）商品：**周中地缘风险升级推升油价，但周五美伊分阶段停战协议的消息缓解市场担忧；布伦特油价整周小幅上涨、WTI 油价下跌，美国可能考虑禁止柴油出口的消息造成油价分化；实际利率上行压制金银表现；铜价受全球制造业偏强预期推动上涨、铝价因供给预期改善而下跌，大豆和玉米上涨、小麦回落。**4）外汇：**加息预期升温，美元指数上涨，非美货币多数承压，韩元逆势走强。

风险提示：*美伊冲突超预期升级，全球通胀上行风险超预期，美债利率上行超预期，全球金融市场波动超预期等。*

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

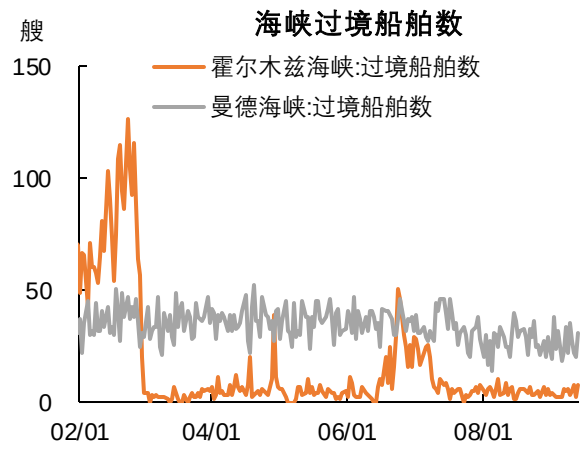
下载日志已记录，仅供内部参考

一、 海外经济政策

■ **美伊局势反复，油价持续高企。**据路透社报道，9 月 22 日沙特东西向输油管道重启，霍尔木兹海峡通航量有所增加，边际缓解了市场对能源供应的担忧。但是，特朗普称美伊和平协议将在 11 月中期选举后达成，打消了此前市场对于美伊短期内达成协议的预期，油价回落幅度有限。截至 9 月 22 日周二，布伦特原油价格阶段性回落至 99.25 美元/桶，较前一周收盘的 103.87 美元/桶回落 4.4%。9 月 23 日，伊朗总统在联合国大会上称“德黑兰不会向美国投降”。并且，伊朗安全部长表示，“条件未满足前不会重开海峡”，伊方表态打击了市场对较快恢复通航的期待，油价重新反弹。**叠加周三美国 9 月标普 PMI 大幅超预期，美债等主要主权债务遭遇抛售，市场进一步定价通胀粘性和经济韧性。**

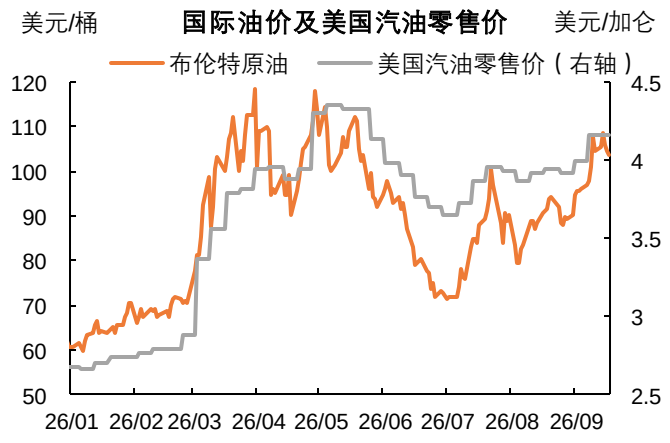
■ **9 月 25 日，路透社报道美伊谈判代表正在探索分阶段结束战争的途径，**涉及伊朗重开霍尔木兹海峡、美国解除对伊经济封锁等，推动油价下跌。截至 9 月 25 日当周，布伦特原油上涨 0.4%，收于 104.32 美元/桶，仍显著高于 2 月 27 日冲突发生前的 72.48 美元/桶。截至 9 月 21 日，美国本土汽油价格上升至 4.34 美元/加仑。本周英国海事贸易办公室（UKMTO）船舶自动识别系统（AIS）数据显示，霍尔木兹海峡通航量仍处低位，9 月 17 日至 9 月 23 日平均每天有约 3 艘货运船和 2 艘油船通行，但部分船只可能未开启定位，实际通航量可能高于记录水平。

图表1 霍尔木兹及曼德海峡航运情况



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表2 布伦特原油价格高位波动



资料来源：Wind, 平安证券研究所

■ **本周习近平主席访美。**据路透社报道，美国财政部长贝森特表示，双方同意将中美贸易战休战延长两个月至 2027 年 1 月 10 日，并就部分商品达成安排，包括美国向中国出口的农产品和医疗器械，从中国进口的消费品和部分非敏感商品等。详细进展将于 9 月 28 日周一公布；为中期内中美贸易条件保持稳定奠定基础。

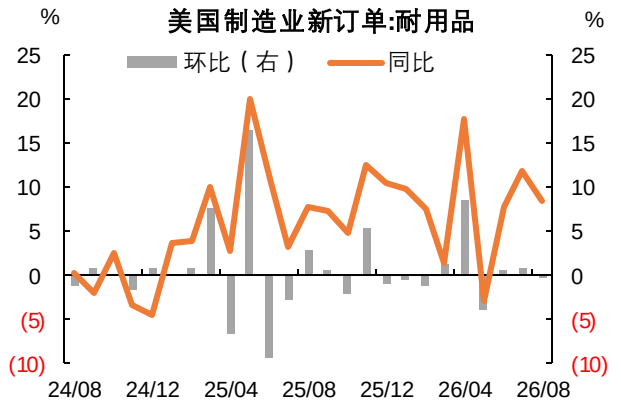
■ **美国：**

1) **耐用品订单：**美国 8 月耐用品订单环比由 7 月修订后的 0.86%降至-0.02%，但好于预期的-0.40%；同比由 11.76%降至 8.48%。整体订单主要受运输设备拖累，环比下降 0.6%，其中非国防飞机及零部件订单下降 4.3%。除国防和运输之外的核心资本品订单环比由修订后的 0.59%升至 1.59%，高于预期的 0.50%；同比由 13.27%升至 14.09%。分项中，国防飞机及零部件、计算机及相关产品、初级金属订单分别环比增长 5.9%、1.5%和 1.2%，显示企业设备投资需求仍具韧性。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

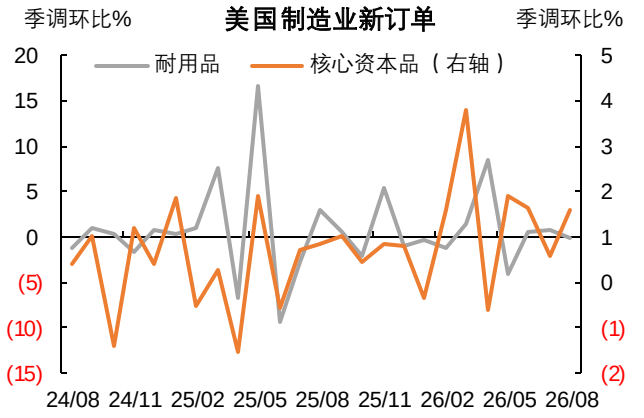
下载日志已记录，仅供内部参考

图表3　8月美国耐用品订单同比回落



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4　美国8月核心资本品订单环比回升

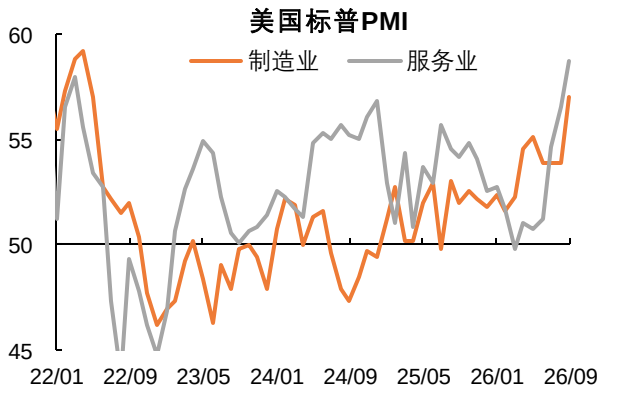


资料来源：Wind，平安证券研究所

2) **PMI：**9月美国标普制造业PMI初值由8月的53.9升至57.0，大幅高于市场预期的53.6。五大分项均有增长：生产反弹、新订单增速加快，就业和库存同步扩张，供应商交货时间进一步延长。服务业PMI初值由8月的56.5升至58.7，超出市场预期的56.0，美国国内需求强劲带动新订单加速增长，抵消了出口订单的降幅，积压订单持续累积，就业指数升至2022年6月以来最高水平。燃料和运输成本上涨推动服务业投入成本增速升至近四年高位。美国制造业与服务业扩张同步加快，经济增长动能进一步增强，且通胀压力突出，推动市场定价加息、债券收益率持续上行。

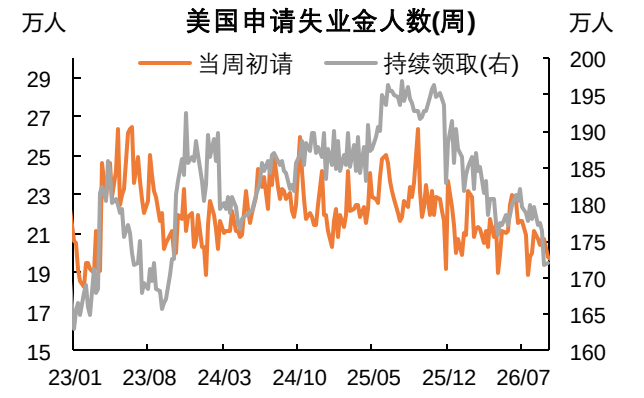
3) **失业金方面，**美国9月19日当周初请失业金人数为19.7万人，前值修正至19.8万人，相比前值有所回落；至9月12日当周续请失业金人数171.9万人，前值修正至171.7万人，相比前值有所回升。初请失业金人数持续回落，显示美国劳动力市场韧性偏强。

图表5　9月美国标普PMI超预期上行



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表6　当周美国初次申领失业金人数持续回落



资料来源：Wind，平安证券研究所

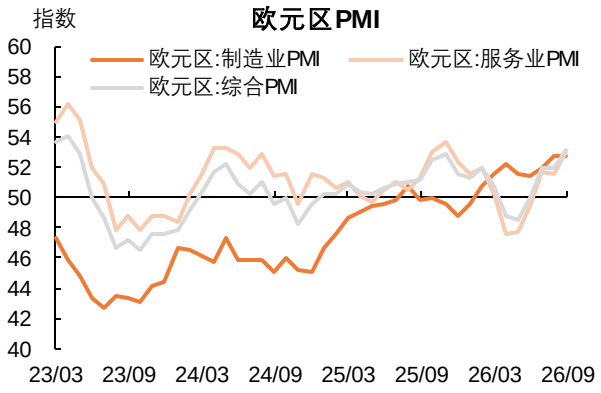
■ **欧洲：**

■ **PMI：**9月欧元区制造业PMI初值录得52.7，与8月持平，略高于市场预期的52.6，制造业延续扩张，生产指数升至近55个月高位。德国制造业PMI由54.3小幅回落至53.8，但整体扩张；英国制造业PMI则由51.7升至52.0。9月欧元区服务业PMI同步加速，由8月的51.6升至9月的53.0，显示服务业韧性较强。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

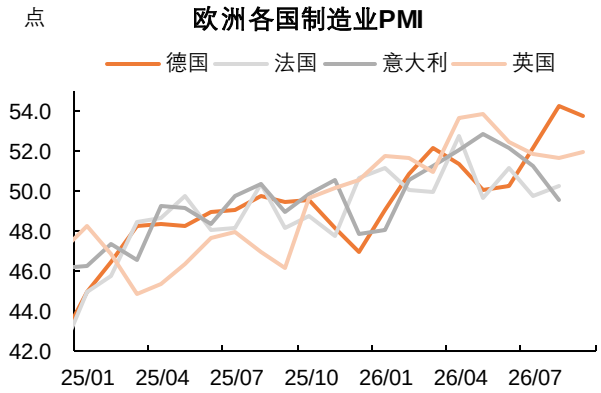
下载日志已记录，仅供内部参考

图表7　欧元区 9 月 PMI 维持扩张区间



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表8　德国、英国 9 月制造业 PMI 维持扩张



资料来源：Wind, 平安证券研究所

■ 货币政策

1) 美联储：本周美联储官员持续发声，整体延续鹰派立场。1）9 月 21 日，圣路易斯联储主席穆萨莱姆（无投票权）强调供需两端压力共同推高通胀，支持进一步加息，而且倾向于尽早行动。9 月 22 日，里士满联储主席巴尔金（无投票权）强调通胀风险大于就业风险，通胀上行已不能仅归因于能源，而是扩散至居民消费的各个领域。但对于后续是否还需加息、加息多少次，则“拭目以待”。9 月 24 日，纽约联储主席威廉姆斯（有投票权）表示年内再加息一次是“合理的”。同天，费城联储主席保尔森（有投票权）表示，将通胀恢复到 2%是首要任务，若经济按其预期发展，可能需要适度进一步收紧政策。

美伊局势僵持、美联储官员表态鹰派、美欧 PMI 数据超预期，持续推高市场对美联储进一步加息的定价。截至 9 月 26 日，CME FedWatch 显示，10 月再次加息概率由上周的 57.6%升至 64.2%，全年累计至少加息两次的概率由上周的 90.1%上升至 92.6%，全年累计加息次数的预期由约 2.3 次提高至约 2.4 次。更长期看，市场已计入 2026 至 2027 年累计 4.5 次加息的概率（包括 9 月的加息），市场对后续加息次数的定价显著抬升。

图表9　CME 数据显示市场 10 月加息预期抬升

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/10/28	35.8%	64.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2026/12/9	7.3%	41.6%	51.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	3.6%	24.3%	46.3%	25.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	1.2%	10.3%	31.4%	39.6%	17.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.7%	7.0%	23.7%	36.6%	25.5%	6.3%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.5%	4.6%	17.2%	31.6%	29.8%	13.8%	2.5%	0.0%
2027/7/28	0.4%	4.1%	15.8%	30.0%	30.0%	15.6%	3.7%	0.3%
2027/9/15	0.4%	3.7%	14.4%	28.3%	30.0%	17.3%	5.1%	0.7%
2027/10/27	0.4%	3.7%	14.4%	28.3%	30.0%	17.3%	5.1%	0.7%
2027/12/8	0.6%	4.5%	15.5%	28.5%	29.0%	16.3%	4.8%	0.6%

资料来源：CME,平安证券研究所；9 月 26 日截图

图表10　美联储 2026 年内加息预期持续走高



资料来源：CME, 平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

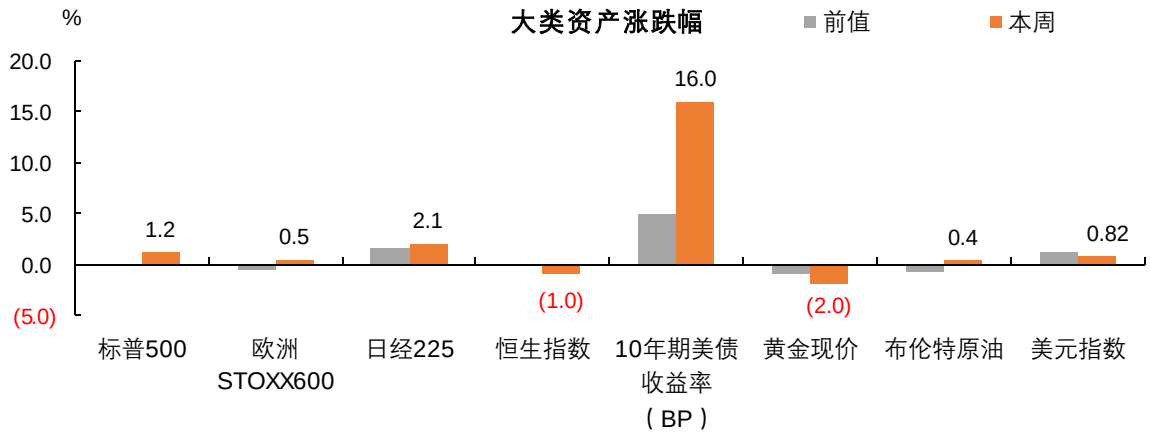
2) **日本央行：**受美债抛售及美联储加息预期上行影响，市场对日本央行进一步加息的预期同步抬升。日元 OIS 数据隐含的利率路径小幅上移，市场定价日本央行更快的加息节奏，预计 2026 年 12 月之前、2027 年 4 月之前以及 2027 年 7 月之前各再次加息一次。

3) **欧洲央行：**截至 9 月 25 日，全球主要国家债券收益率上行、欧洲央行持续加息的预期抬升，2026 年末前再次加息的预期继续上行至 97.5%，上一周为 96.7%。

二、 全球大类资产

9 月 21 日至 25 日当周，美联储偏鹰、经济数据韧性和油价持续高企催化国债市场抛售，债市波动率显著抬升。1）股市：美股科技股表现较强，纳指相对占优；欧洲主要市场小幅收涨，日韩股市涨幅居前，中国内地及香港市场回落。**2）债市：**美债拍卖表现疲弱，中期美债需求不足问题凸显。当周美债收益率上行，长端上行幅度大于短端，其他主要国债收益率先下后上、整体反弹。**3）商品：**周中地缘风险升级推升油价，但周五美伊分阶段停战协议的消息缓解市场担忧；布伦特油价整周小幅上涨、WTI 油价下跌，美国可能考虑禁止柴油出口的消息造成油价分化；实际利率上行压制金银表现；铜价受全球制造业偏强预期推动上涨、铝价因供给预期改善而下跌；大豆和玉米上涨、小麦回落。**4）外汇：**加息预期升温，美元指数上涨，非美货币多数承压，韩元逆势走强。

图表11　当周全球股市表现分化，美债收益率大幅上行、美元上涨，原油微涨、黄金回落



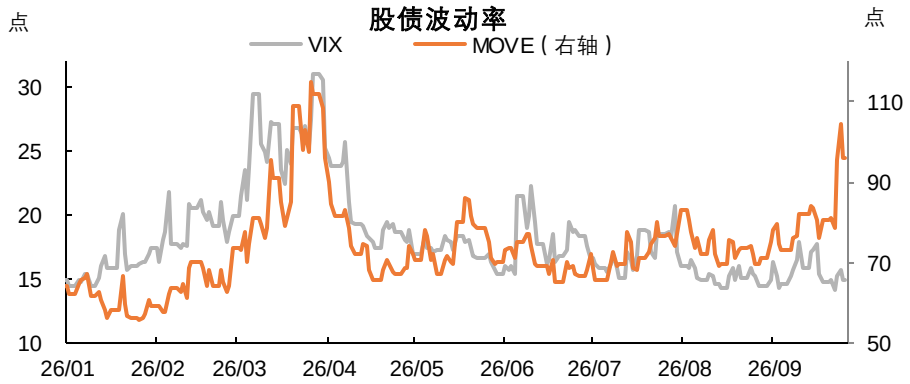
资料来源：Wind, 平安证券研究所

波动率：国债市场遭遇抛售，债市波动率显著抬升。9 月 25 日股市 VIX 波动率上升至 14.9，前值为 14.8，整周上升 0.1 点。债市 MOVE 波动率上升至 96.0，前值为 80.6，整周上升 15.4 点。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表12　当周债市波动率显著上升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

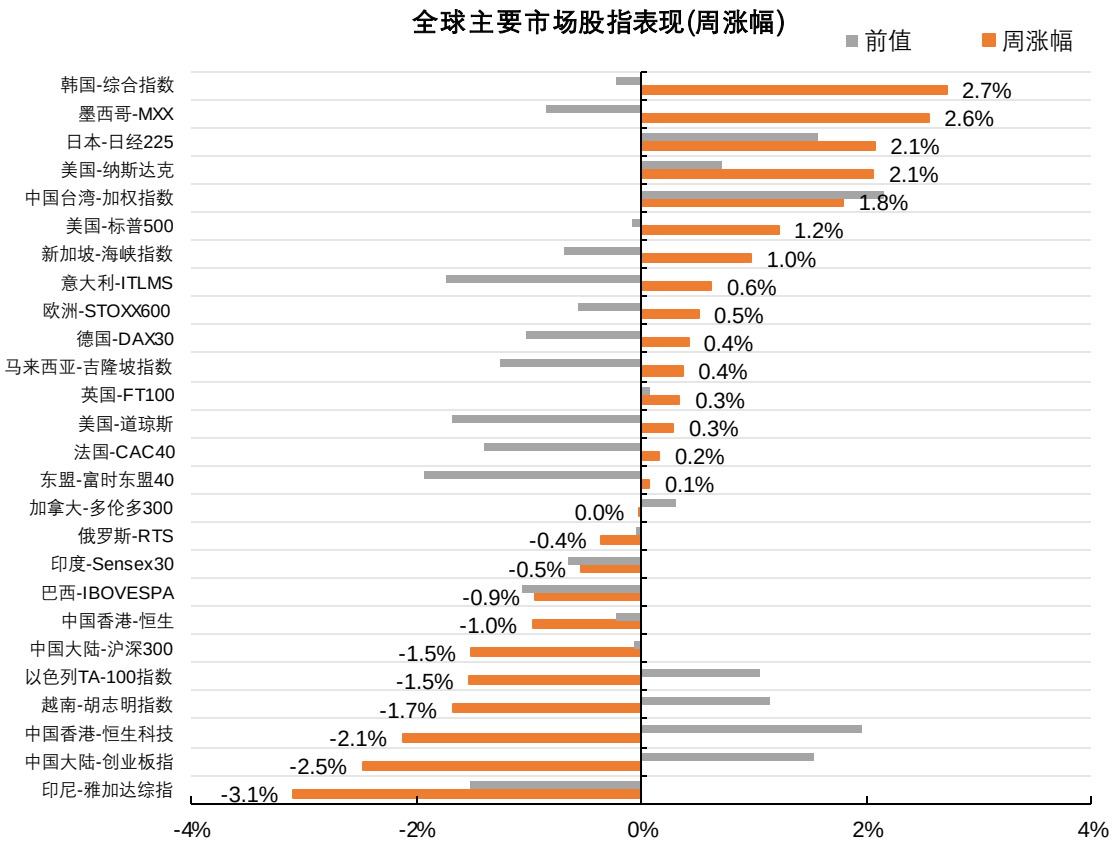
2.1 股市

本周全球股市表现分化，AI 支撑美股科技股，但金融等传统板块承压；地缘不确定性及美债收益率上行仍构成扰动。1）美股方面，Meta Muse 应用受到追捧，微软 Copilot 推出 AI 功能，科技及半导体股票表现较强，但市场担忧 AI 驱动的购物比价可能削弱客户忠诚度，金融等传统板块下跌。标普 500、道琼斯工业和纳斯达克综指整周分别上涨 1.21%、0.28%和 2.06%。**2）欧洲方面，**周五油价回落提供支撑，主要市场小幅收涨；欧洲 STOXX600 指数整周上涨 0.50%，德国 DAX、法国 CAC40 和意大利 ITLMS 指数分别上涨 0.41%、0.16%和 0.62%，英国 FT100 指数上涨 0.34%。**3）亚洲方面，**日韩股市涨幅居前，中国内地及香港市场回落；韩国股市、日经 225 指数和新加坡海峡指数分别上涨 2.71%、2.07%和 0.97%；沪深 300 和创业板指数分别下跌 1.51%和 2.48%，恒生指数和恒生科技指数分别下跌 0.97%和 2.13%。**4）其他新兴市场方面，**多数市场下跌，印尼综指、越南胡志明指数、巴西 IBOVESPA、印度 Sensex30 和以色列 TA-100 指数分别下跌 3.09%、1.68%、0.95%、0.54%和 1.54%，墨西哥 MXX 和马来西亚吉隆坡指数分别上涨 2.55%和 0.36%。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表13　全球股市表现分化，AI 相关市场如美股纳指、日股、韩股上涨，欧股上涨



资料来源：Wind,平安证券研究所

2.2 债市

美联储偏鹰、经济数据韧性和油价持续高企催化国债市场抛售。当周美债拍卖表现疲弱，美国财政部合计标售 1830 亿美元的 2 年期、5 年期和 7 年期国债，得标利率分别为 4.787%、5.033%和 5.085%，均高于拍卖前市场利率（WI），尤其是 5 年期国债拍卖需求明显偏弱，**显示美债供给承接压力从长端向中期扩散。**

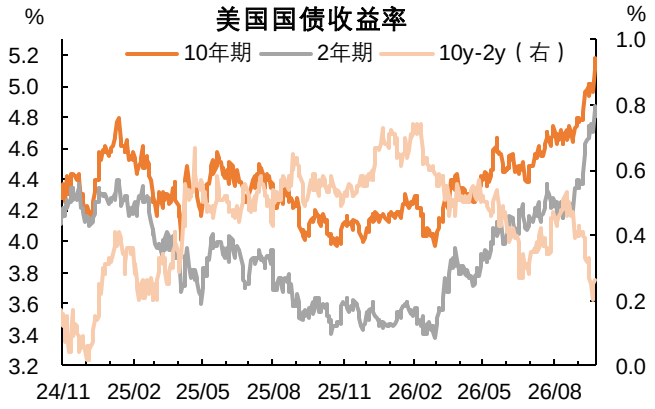
当周美债收益率普遍上行，长端上行幅度大于短端。2 年期美债利率整周上行 5BP 至 4.81%，10 年美债收益率整周上行 16BP 至 5.17%。10 年 TIPS 利率（实际利率）整周上行 15BP 至 2.83%，隐含通胀预期整周上行 1BP 至 2.34%。ACM 模型拆分显示，10 年期美债期限溢价整周上行 9BP 至 0.73%，未来 10 年平均短期利率预期整周上行 8BP 至 4.41%。其他主要国债收益率先下后上、整体反弹。德国 10 年期国债利率整周上行 8BP 至 3.58%；英国 10 年期国债利率同步上行 4BP 至 5.29%。日本央行加息落地，日本 10 年期国债利率小幅上行 9BP 至 3.07%。

注：*ACM 收益率为模型拟合的 10 年期美债零息收益率，可拆分为预期利率和期限溢价两部分，与实际市场报价存在差异。*

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

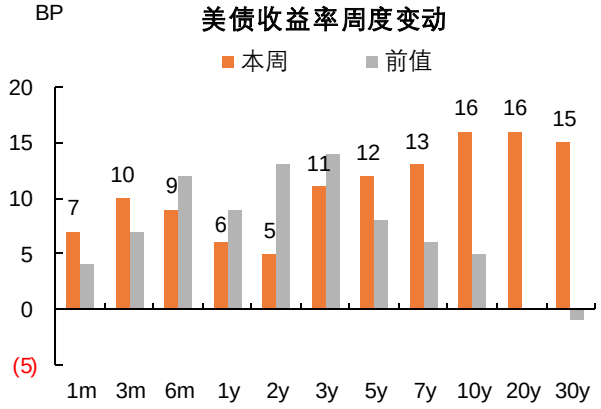
下载日志已记录，仅供内部参考

图表14 美国 10 年期及 2 年期国债收益率变化



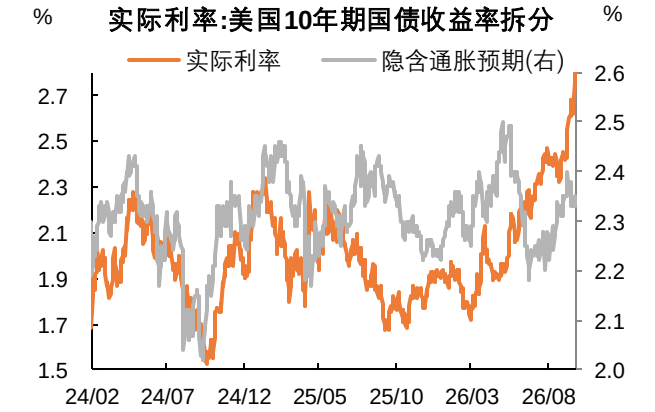
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表15 当周美债收益率全线上行



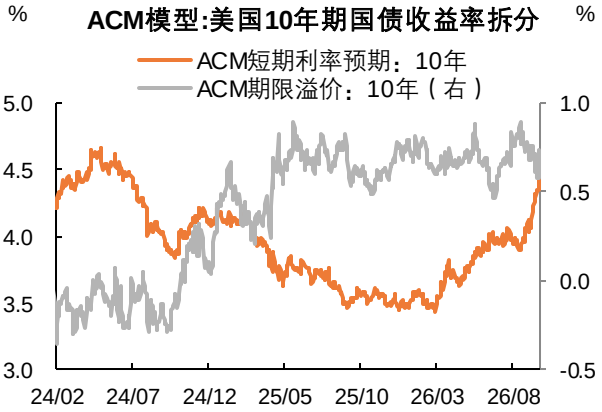
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表16 美债实际利率上行



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表17 ACM 期限溢价和短期利率预期抬升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

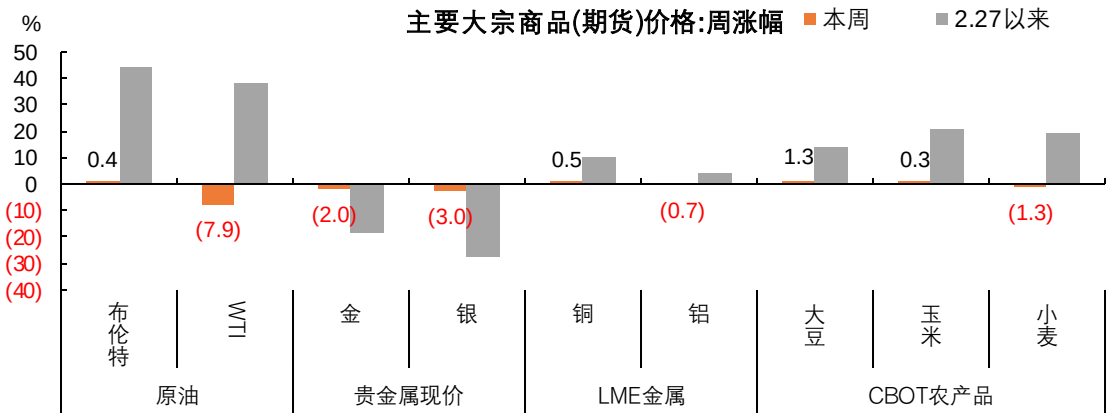
2.3 商品

1）原油方面，周中地缘风险升级、推升油价，但周五美伊分阶段停战协议谈判的消息缓解市场担忧。布伦特和 WTI 原油整周分别上涨 0.4%和下跌 7.9%，分别收于 104.3 和 92.4 美元/桶。美国本土 WTI 油价回落，主要是受到 9 美国柴油出口禁令消息影响。9 月 25 日，路透社报道称华盛顿方面可能考虑禁止柴油出口，造成 WTI 原油价格与布伦特价格分化。**2）贵金属方面，**实际利率上行压制金银表现；黄金现货价整周下跌 2.0%，收于 4261.1 美元/盎司，白银现货价整周下跌 3.0%，收于 65.0 美元/盎司。**3）工业金属方面，**尽管美元升值对工业金属价格形成压制，但全球制造业生产需求旺盛、智利铜矿事故导致供给中断仍然推升铜价，LME 铜整周上涨 0.5%；铝供给有所改善，冶炼厂部分修复产能，当周 LME 铝下跌 0.7%。**4）农产品方面，**市场看淡中美会谈使得美国农产品出口增加的前景，小麦价格回落，但大豆和玉米仍因供给担忧而上涨。CBOT 大豆、玉米和小麦整周分别上涨 1.3%、上涨 0.3%和下跌 1.3%，自 2 月 27 日冲突以来分别上涨 14.1%、20.7%和 19.3%。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表18　当周主要大宗商品价格变化

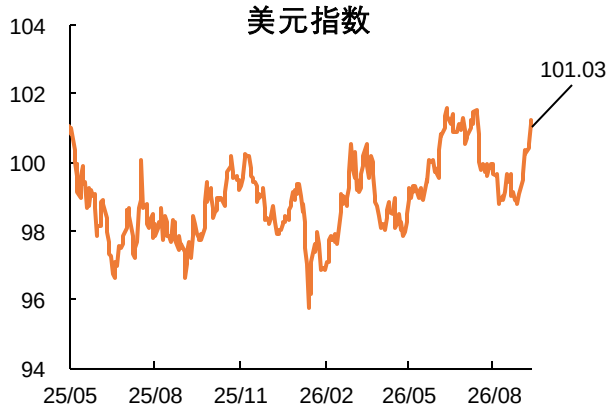


资料来源：Wind, 平安证券研究所

2.4 外汇

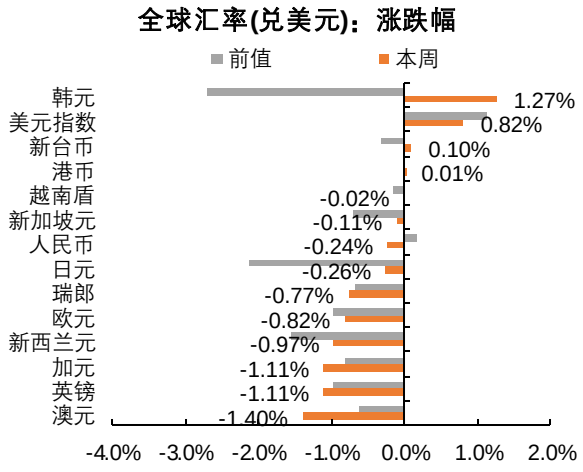
美联储加息预期升温，美元指数整周上涨 0.82%，收于 101.03。非美货币多数承压，欧元兑美元整周下跌 0.82%，收于 1.1391；英镑兑美元整周下跌 1.11%，收于 1.3245；日元兑美元整周下跌 0.26%，美元兑日元收于 157.2865。韩元逆势走强，兑美元整周上涨 1.27%，美元兑韩元收于 1366.00。人民币兑美元整周下跌 0.24%，美元兑人民币收于 6.7131。对比 2 月 27 日冲突前，美元指数上涨 3.47%，欧元兑美元下跌 3.59%，英镑兑美元下跌 1.78%，日元兑美元下跌 0.76%，韩元兑美元上涨 5.40%，人民币兑美元上涨 2.13%。

图表19　近年美元指数走势



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表20　当周全球主要货币兑美元汇率涨跌幅



资料来源：Wind, 平安证券研究所

风险提示：美伊冲突超预期升级，全球通胀上行风险超预期，美债利率上行超预期，全球金融市场波动超预期等。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

下载日志已记录，仅供内部参考

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。

中国平安 平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层