下载日志已记录，仅供内部参考

宏观经济研究

宏观专题

拉锯、反转与修复——国庆假期国内外宏观综述

作者



分析师 秦泰
SAC：S1070526080003
邮箱：qintai@cgws.com



分析师 陈冠宇
SAC：S1070526070001
邮箱：chenguanyu@cgws.com

美国就业降温薪资下降，联储加息或难一蹴而就。美国 9 月新增非农就业大幅降温，7-8 月数据下修，失业率 7 个月以来首度反弹，时薪涨幅续创新低，劳动力需求转冷。政府雇员精简继续、生活性服务业普遍降温，人工智能和高利率环境持续挤出就业而幅度稍有波动。劳动力供给修复性增加，加剧薪资增速放缓趋势，并可能对未来数月通胀形成压制性效果。美国就业不强或将持续，劳动力供给却在修复，薪资增速探底或尚未结束，美联储加息路径或难以一蹴而就。

美 26Q2 实际 GDP 小幅上修，K 型特征强化或不利于就业。美国 26Q2 实际 GDP 终值小幅上调，其中算力相关非住宅设备投资上修幅度最大，居民消费小幅上修，但下半年可能受高油价侵蚀和薪资增速走低拖累。展望下半年，如果算力投资延续高增而居民消费转而弱化，则美国经济 K 型增长特征可能进一步强化，这种经济结构对于新增就业总体是不利的，从而可能对美联储加息决策形成一定掣肘。

美核心 PCEPI 同比持平前月，但与核心 CPI 差距拉大。美国 8 月核心 PCEPI 同比持平于 7 月的 3.0%，但与核心 CPI 同比的差距扩大， 结构性通胀仍存隐忧。半导体硬件在 PCEPI 商品中的权重显著大于 CPI，是核心 PCEPI 同比涨势更加坚挺的主要原因。如果算力投资带动的半导体涨价潮持续，美国核心 PCEPI 高于核心 CPI 的正缺口可能进一步扩大，美联储加息与否的决策将更为艰难。

美伊持续拉锯，油价维持高位金价下跌。中秋国庆假期期间美伊局势一波三折。美拒绝伊朗条件后继续通过中间方参与谈判，同时也门局势升级。至 10 月 5 日布伦特原油报收 100.22 美元/桶，较 9 月 29 日低点回升 4.7%，与谈判消息释放前的 9 月 24 日价格基本持平。而在这一过程中金价遭遇连续下跌，至 10 月 5 日伦敦金报收 4139.5 美元/盎司，较 9 月 24 日下跌达 3.2%。

国庆假期前 5 天铁路民航客运量表现好于五一假期。主要假期期间铁路、民航等长距离旅行方式所呈现的客运流动强度变化，往往与假期旅游人次、旅游总花费同比增速呈现较为密切的正相关关系。国庆假期前 5 天我国铁路日均客运量同比增长达 11.9%，民航日均客运量同比增速为-1.5%，均明显高于五一假期。指向国庆假期日均旅游人次、总花费同比增速均可能较五一假期有所反弹。

拉锯、反转与修复共存，中美国债利率会继续冲高还是回落？假期期间海外经济呈现拉锯、反转与 K 型增长共存的局面，总体指向美国就业市场或将延续偏冷格局，随着高通胀和低薪资对居民消费能力的"夹击"问题日益显现，美国经济增长前景的下行风险可能正在加大，一旦美伊谈判取得积极进展，当前过高的美债期限利差可能快速收窄。我国经济则一方面呈现商品和服务消费趋势修复的新变化，另一方面假期前的一轮货币财政刺激又相当理性地避免对隐债加速化解进程造成扰动，综合分析国内债市长端利率有望低位保持相对稳定。

风险提示：若美伊冲突再度加剧推升油价，或半导体涨价幅度扩大，或美国居民消费增长韧性较强，都可能导致美联储加息次数超出预期。

相关研究

1、《消费投资信心改善提振两大 PMI——PMI 点评（2026.9）》2026-09-30
2、《均衡且理性的刺激——9.29 货币财政政策点评》2026-09-30
3、《中美元首会晤巩固合作 强劲 PMI 推升美债利率——宏观周报（第 5 期）》2026-09-25

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

美国就业降温薪资下降，联储加息或难一蹴而就 3
美 26Q2 实际 GDP 小幅上修，K 型特征强化或不利于就业 4
美核心 PCEPI 同比持平前月，但与核心 CPI 差距拉大 5
美伊持续拉锯，油价维持高位金价下跌 7
国庆假期前 5 天铁路民航客运量表现好于五一假期 7
拉锯、反转与修复共存，中美国债利率会继续冲高还是回落？ 8
风险提示 9

图表目录

图表 1：美国新增非农就业人数 3
图表 2：美国新增非农就业行业结构（千人） 3
图表 3：美国失业率、劳动参与率、广义失业率与平均时薪同比 4
图表 4：美国实际 GDP 季调同比及贡献结构（%） 5
图表 5：美国私人总投资对实际 GDP 同比的贡献及结构（%） 5
图表 6：美国核心 PCEPI、核心 CPI、PCEPI 核心商品与 CPI 核心商品同比（%） 6
图表 7：美国 CPI 与 PCEPI 中信息处理设备和通讯器材占商品权重（%） 6
图表 8：布油与伦敦金价 7
图表 9：国庆假期前 5 天铁路民航客运量同比表现较五一假期有明显提升 8
图表 10：美债利率与美元指数 9

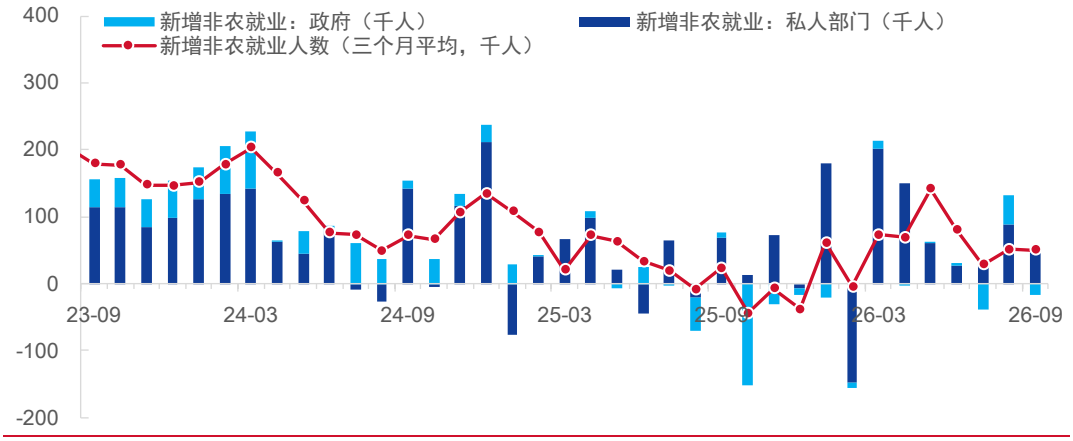


下载日志已记录，仅供内部参考

美国就业降温薪资下降，联储加息或难一蹴而就

美国 9 月新增非农就业大幅降温，7-8 月数据下修，失业率 7 个月以来首度反弹，时薪涨幅续创新低，劳动力需求转冷。9 月美国非农就业仅新增 2.9 万人，同时分别大幅下修 7-8 月新增非农就业至-1.0 万人和 13.3 万人，两个月合计下修达 6.0 万人，且与下修后的 8 月相比，9 月新增非农就业也大幅少增 10.4 万人,为 3 月以来次低。代表劳动力供给的劳动参与率在 9 月进一步回升 0.2 个百分点至 61.8%，劳动力供给增加和需求转冷共同导致 9 月失业率上行 0.1 个百分点至 4.2%、同时平均时薪同比再降 0.1 个百分点至 3.0%，续创阶段性新低。

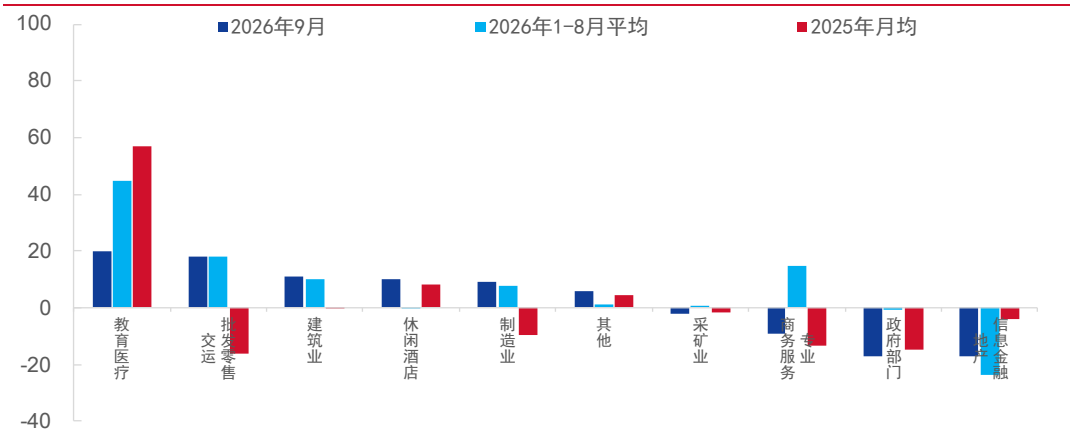
图表1：美国新增非农就业人数



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

政府雇员精简继续、生活性服务业普遍降温，人工智能和高利率环境持续挤出就业而幅度稍有波动。9 月美国政府部门就业减少 1.7 万人，较 8 月多减达 6.1 万人，特朗普政府持续呈现减员倾向。需求黏性较大的生活性服务业就业表现不佳，休闲酒店、教育医疗分别仅新增 1.0、2.0 万人，分别较 8 月少增 2.7、1.8 万人，或指向美国服务消费需求趋于降温。受人工智能挤出的专业商务服务业 9 月就业减少 0.9 万人，较 8 月多减 0.4 万人，后续若美国算力投资维持高增，这一大类就业或遭持续挤出压力。受高利率环境挤出就业的信息金融地产业就业减少 1.7 万人，虽较 8 月少减 1.0 万人，但仍为连续第 12 个月就业净减少，未来前景仍然偏冷。此外制造业、采矿业、建筑业分别较 8 月少增 0.6、0.5 和 0.5 万人。

图表2：美国新增非农就业行业结构（千人）

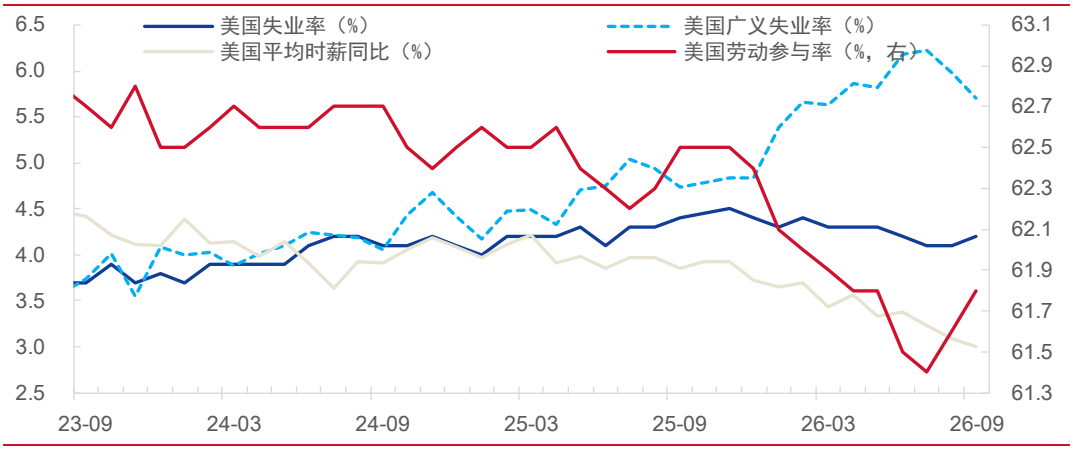


资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

劳动力供给修复性增加，加剧薪资增速放缓趋势，并可能对未来数月通胀形成压制性效果。美国 9 月失业率小幅反弹 0.1 个百分点至 4.2%，除就业趋冷以外，劳动参与率再度回升 0.2 个百分点至 61.8%所反映的潜在劳动力供给增加亦是重要原因。劳动力供给的增加也意味着同等数量岗位的潜在竞争者增加，从而可能有更大比例的求职者愿意接受更低的薪资以获取就业岗位。9 月平均时薪同比继续下行 0.1 个百分点至 3.0%的阶段性新低。近期美国劳动参与率尽管低位有所修复，但仍处于 2022 年以来的偏低区间，这意味着未来美国劳动力供给增加的潜在空间仍然较大，从而薪资增长放缓的态势可能仍将延续，未来数月薪资向通胀的传导可能令通胀路径受到一定压制。

图表3：美国失业率、劳动参与率、广义失业率与平均时薪同比



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

美国就业不强或将持续，劳动力供给却在修复，薪资增速探底或尚未结束，美联储加息路径或难以一蹴而就。美国 9 月就业大幅转冷，就业结构显示居民服务消费需求或趋于降温，同时政府雇员精简延续，加之人工智能和高利率环境的就业挤出现象仍在持续，我们认为，美国就业不强的态势可能延续。于此同时劳动参与率连续修复劳动力供给趋于增加，可能共同导致美国失业率难以再度下降且薪资增速或持续探底，而后者亦可能在未来数月对美国通胀中的诸多分项形成方向向下的传导效应。由此美联储加息路径或难一蹴而就。

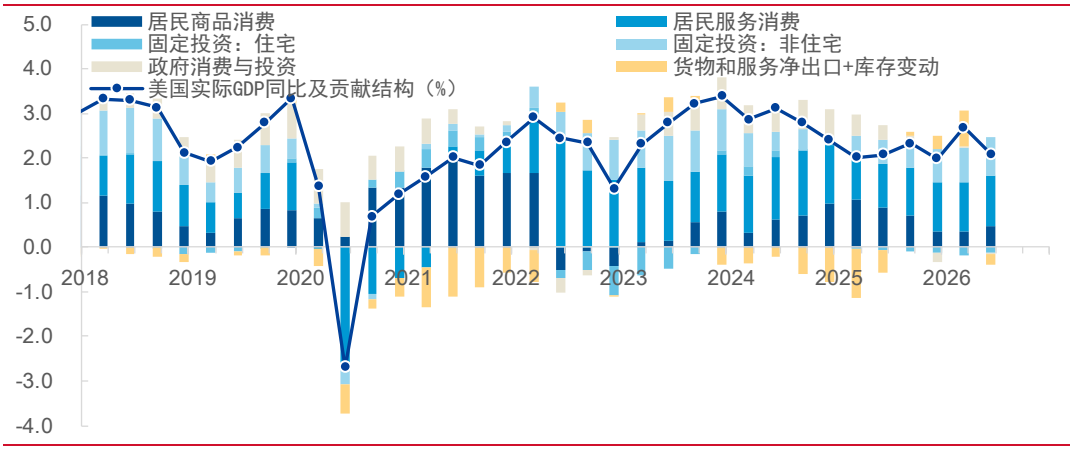
美 26Q2 实际 GDP 小幅上修，K 型特征强化或不利于就业

美国 26Q2 实际 GDP 终值小幅上调，其中算力相关非住宅设备投资上修幅度最大，居民消费小幅上修，但下半年可能受高油价侵蚀和薪资增速走低拖累。当地时间 9 月 30 日公布数据显示，26Q2 美国实际 GDP 季调同比上修 0.1 个百分点至 2.2%。**1)** 算力相关的非住宅设备投资同比增速上修达 1.5 个百分点至 11.2%，上修后创出 2021 年下半年以来新高，显示美国算力硬件投资持续旺盛高增，尚未明显转向。**2)** 居民商品和服务消费同比分别上修 0.3 和 0.1 个百分点，上修后实际同比分别增长 2.3%和 2.6%，但三季度尤其是 8 月以来油价再度震荡抬升，对居民实际消费能力或将形成滞后性侵蚀；同时平均时薪同比增速连续探底，又可能对居民购买力形成约束，两大因素同时作用，下半年美国居民消费实际增速可能有所回落。**3)** 同时注意到本次修正令 26Q2 美国货物净出口逆差扩大，对美国实际 GDP 同比增速的拖累有所加深，显示当前美国算力投资对海外设备等进口依赖度仍较强，也意味着我国半导体产业链等尖端品出口有望保持强劲。

下载日志已记录，仅供内部参考

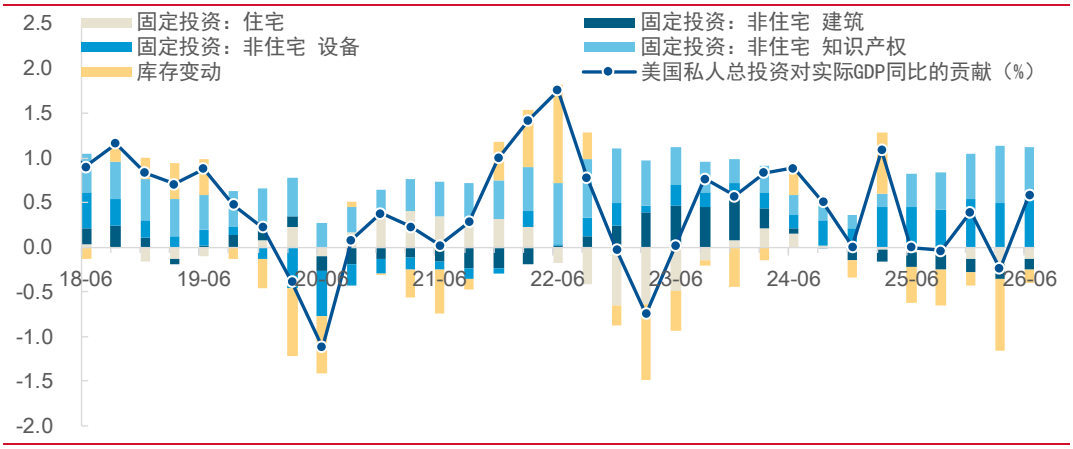
总体上展望下半年，如果算力投资延续高增而居民消费转而弱化，则美国经济 K 型增长特征可能进一步强化，这种经济结构对于新增就业总体是不利的，从而可能对美联储加息决策形成一定掣肘。

图表4：美国实际 GDP 季调同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

图表5：美国私人总投资对实际 GDP 同比的贡献及结构（%）



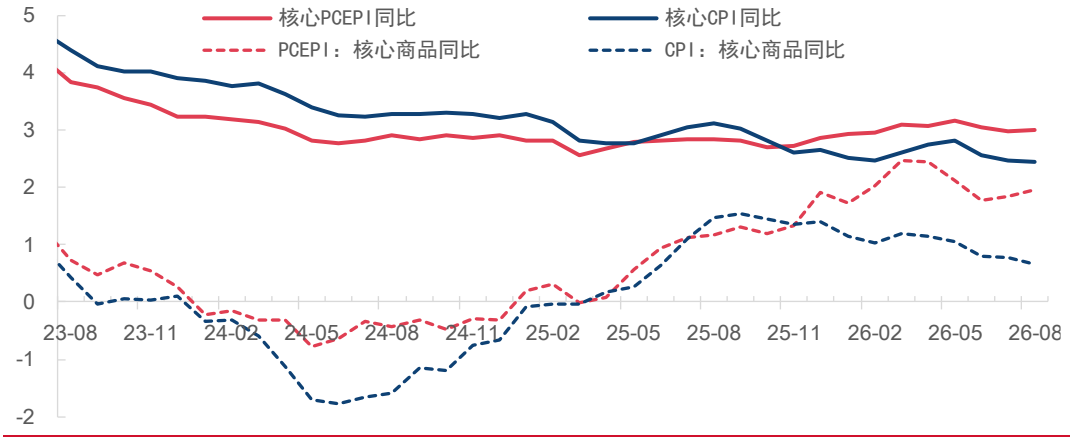
资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

美核心 PCEPI 同比持平前月，但与核心 CPI 差距拉大

美国 8 月核心 PCEPI 同比持平于 7 月的 3.0%，但与核心 CPI 同比的差距扩大， 结构性通胀仍存隐忧。美国 8 月 PCEPI、核心 PCEPI 同比分别为 3.4%、3.0%，均与 7 月持平，分别处于近 6 个月和近 7 个月低位。而稍早前公布的美国 8 月核心 CPI 同比为 2.4%，较 7 月下行 0.1 个百分点并创出 2021 年 4 月以来新低。这意味着 8 月美国核心 PCEPI 同比较核心 CPI 同比高出 0.6 个百分点，这一差距较 7 月扩大 0.1 个百分点，亦创出去年 11 月核心 PECPI 同比开始稳定高出核心 CPI 同比以来的新高。

下载日志已记录，仅供内部参考

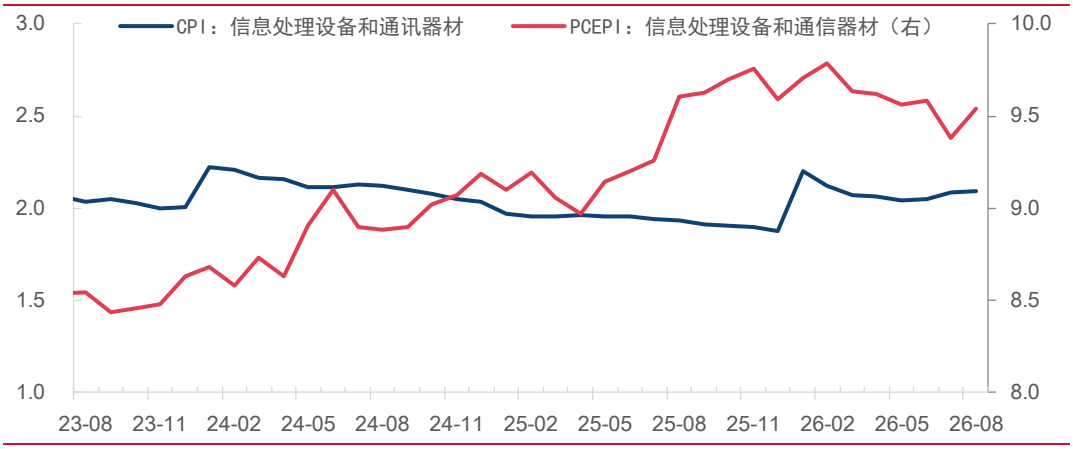
图表6：美国核心 PCEPI、核心 CPI、PCEPI 核心商品与 CPI 核心商品同比（%）



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

半导体硬件在 PCEPI 商品中的权重显著大于 CPI，是核心 PCEPI 同比涨势更加坚挺的主要原因。与采用等量权重的 CPI 不同，PCEPI 以实际消费支出占比作为权重衡量，这就导致信息处理设备、通信器材等技术进步较快的耐用消费品在 PCEPI 商品中的权重会明显高于在 CPI 商品中的权重。近期全球人工智能算力投资高速增长，带动存储器芯片等半导体出现涨价潮，又通过相应组件拉动信息处理设备、通信器材等消费电子产品亦明显涨价，这就导致叠加权重差异之后美国 PCEPI 核心商品价格涨幅远大于 CPI 核心商品，8 月两者同比分别为 2.0%、0.7%，前者较后者高出 1.3 个百分点，而短短 2 个月前这一差距还只有 1.0 个百分点。

图表7：美国 CPI 与 PCEPI 中信息处理设备和通讯器材占商品权重（%）



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

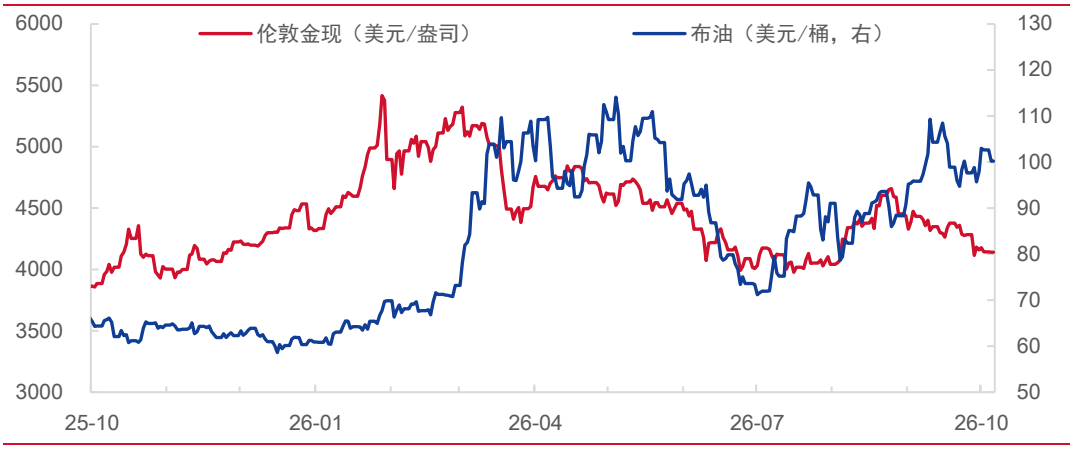
如果算力投资带动的半导体涨价潮持续，美国核心 PCEPI 高于核心 CPI 的正缺口可能进一步扩大，美联储加息与否的决策将更为艰难。劳动力市场的最新数据已经显示出明显的降温迹象，并且这种降温开始与美国居民薪资增长乏力、服务消费可能趋于降温的结构相挂钩，对美联储未来潜在的加息决策形成掣肘。但如果半导体涨价潮继续推动核心 PCEPI 形成高位黏滞表现，美联储又无法罔顾结构性偏高的通胀而果断暂停加息。如果这种情况出现，美联储除非能够清晰看出油价的变化趋势，或者持续观察到美国居民消费的普遍下滑并延伸为劳动力市场进一步趋冷，否则加息或者暂停的立场可能陷入长期摇摆，亦对全球金融市场形成新一轮的反复折磨。

下载日志已记录，仅供内部参考

美伊持续拉锯，油价维持高位金价下跌

美拒绝伊朗条件后继续通过中间方参与谈判，同时也门局势升级，油价维持高位金价大幅下跌。中秋国庆假期期间美伊局势一波三折。据央视新闻，9 月 26 日美国总统特朗普称已拒绝伊朗提出的重开霍尔木兹海峡提议，但 9 月 27 日特朗普即表示“预计本周将与伊朗继续举行谈判”，此后有美方消息称美国和伊朗预计将于 28 日或 29 日再次通过调解方举行会谈。这些动向似乎显示美伊之间具备继续谈判的基础，至 9 月 29 日布伦特原油价格亦跌至 95.71 美元/桶，较 9 月 24 日下跌 4.5%。但 10 月 1 日环球网援引美国媒体报道称五角大楼正向中东派遣第三艘航母和更多海军陆战队舰艇，与此同时特朗普正在考虑在中期选举之后恢复对伊朗的打击。同时也门方面冲突持续升级，据新华社、央广网、新浪财经等，胡塞武装宣布对沙特海上禁运、沙特与胡塞武装互相袭击、也门政府军开展“也门黎明”行动，至 10 月 5 日也门政府军宣称已控制曼德海峡，一度传出沙特东西输油管道遭胡塞武装袭击，但此后媒体报道称该管道运行正常。总体上 10 月 1 日之后美国的极限施压以及也门冲突的升级，令原油供应和运输不确定性再度有所上升，至 10 月 5 日布伦特原油报收 100.22 美元/桶，较 9 月 29 日低点回升 4.7%，与谈判消息释放前的 9 月 24 日价格基本持平。而在这一过程中金价遭遇连续下跌，至 10 月 5 日伦敦金报收 4139.5 美元/盎司，较 9 月 24 日下跌达 3.2%，值得注意的是，相较于 10 月以来的跌幅，在前期油价下跌阶段（9 月 25 日至 9 月 29 日）金价跌幅更大，9 月 29 日伦敦金报收 4181.7 美元/盎司，较 9 月 24 日下跌达 2.2%。

图表8：布油与伦敦金价



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

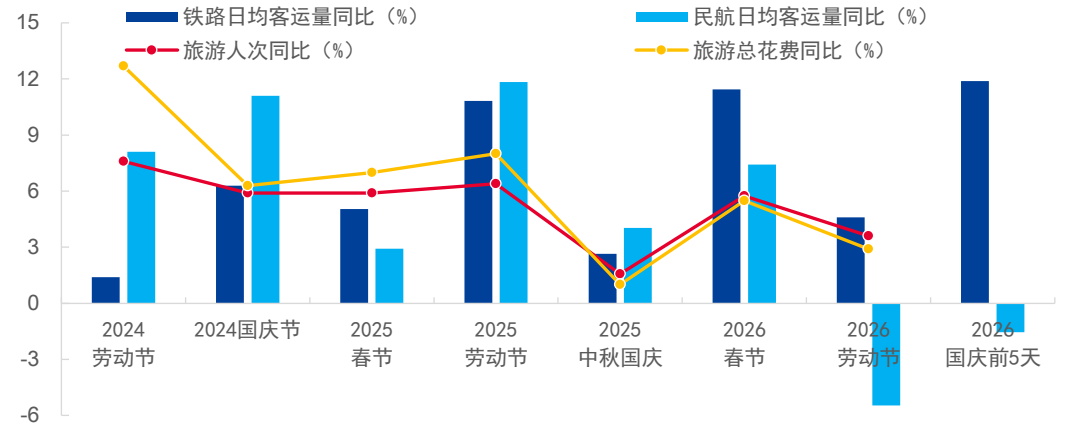
国庆假期前 5 天铁路民航客运量表现好于五一假期

国庆假期前 5 天铁路、民航日均客运量同比增速均好于五一假期，指向国庆假期日均旅游人次、总花费同比增速均可能较五一假期有所反弹。主要假期期间铁路、民航等长距离旅行方式所呈现的客运流动强度变化，往往与假期旅游人次、旅游总花费同比增速呈现较为密切的正相关关系。国庆假期前 5 天（10 月 1 日至 10 月 5 日），我国铁路日均客运量为 2132 万人次，同比增长达 11.9%；民航日均客运量 239 万人次，同比增速为 -1.5%，铁路、民航日均客运量同比增速均明显高于五一假期。这指向今年国庆假期与去年中秋国庆假期相比的日均旅游人次、旅游总花费同比增速，均可能较今年五一假期

下载日志已记录，仅供内部参考

增速有所反弹，服务消费总体呈现黏性韧性增长态势。

图表9：国庆假期前 5 天铁路民航客运量同比表现较五一假期有明显提升



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

拉锯、反转与修复共存，中美国债利率会继续冲高还是回落？

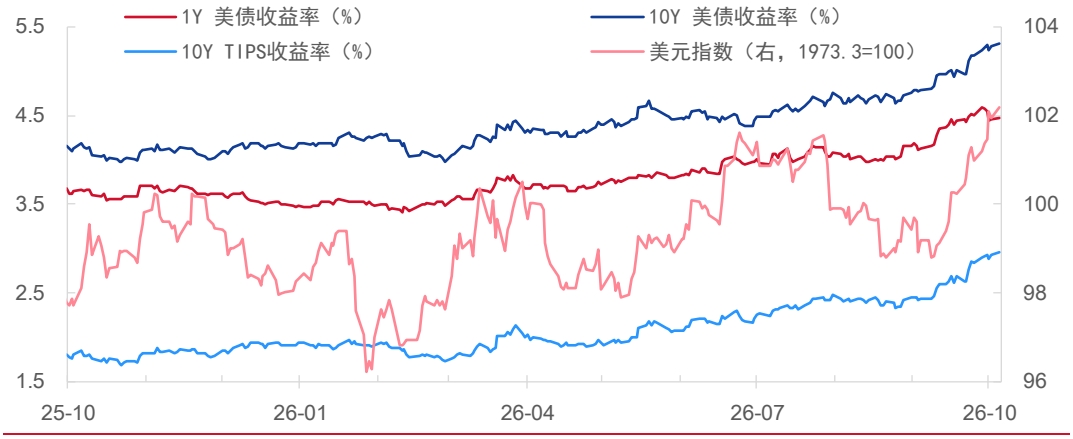
假期期间海外经济呈现拉锯、反转与 K 型增长共存的局面，总体指向美国就业市场或将延续偏冷格局，一旦美伊谈判取得积极进展，当前过高的美债期限利差可能快速收窄。美国 9 月就业再度转冷，薪资增速延续探底，服务业就业普遍较弱或显示服务消费趋于降温，人工智能挤出就业问题仍然存在，美国实体经济供需关系总体偏弱。于此同时近期美伊持续拉锯油价居高不下，可能进一步加剧美国居民收入预期和消费趋势的降温。而另一方面，美国 26Q2 实际 GDP 小幅上修，其中算力投资相关的非住宅设备投资上修幅度极为明显，算力投资的旺盛增长不仅与居民消费的下行风险形成更为强烈的 K 型对比结构，而且还通过半导体涨价潮令美国核心 PCEPI 同比涨幅高于核心 CPI 的局面愈演愈烈，令美联储加息或暂停的决策陷入两难。

美国债市因此在我国国庆假期期间分歧戏剧性地放大——一方面，1Y 美债收益率从 9 月 24 日的4.51%经历短暂的飙升之后随数据公布而大幅回落，至 10 月 5 日报收 4.47%，较 9 月 24 日下降 4BP，显示短债交易者更关注于就业数据的降温和核心 PCEPI 未进一步上行的表现，认为美联储未来数月加息概率有所回落。而另一方面，10Y 美债收益率则在同一时期大幅上冲达 13BP 至 5.31%，其中 10Y TIPS 利率上行达 10BP，来到惊人的 2.95%，这意味着美债长端交易者似乎更倾向于定价美伊冲突拉锯导致的油价高位、以及算力投资旺盛增长引发的半导体涨价潮所造成的通胀高位黏性。

然而我们认为，美债长端利率近期的再度上冲，令其与美国实际 GDP 增长趋势背离程度日益加深，随着高通胀和低薪资对居民消费能力的“夹击”问题日益显现，美国经济增长前景的下行风险可能正在加大，劳动力市场如果持续偏冷，叠加美伊谈判一旦取得积极进展，那么当前长期美债所隐含的美联储紧缩预期就可能是明显过度的，这种情形下美债长端利率可能迅速逆转为大幅下行，过高的美债期限利差即可能快速收窄。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表10：美债利率与美元指数



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

我国经济则一方面呈现商品和服务消费趋势修复的新变化，另一方面假期前的一轮货币财政刺激又相当理性地避免对隐债加速化解进程造成扰动，综合分析国内债市长端利率有望低位保持相对稳定。一方面，国庆假期期间铁路民航客运情况指向旅游住宿交通等服务消费趋势稳中向好，同时假期前最新公布的制造业 PMI 又难得地受消费品生产企业信心改善的提振而回升至 50 以上，商品和服务消费均趋于修复，似乎令国内长债利率承受小幅上行压力。但另一方面，我们也充分注意到 9 月 29 日所推出的一系列货币财政政策措施具备极强的理性均衡属性，不仅包含有直接性的基础货币工具利率下调，从而可能对债券利率曲线有一定的间接向下引导作用;而且还通过扩大 PSL 支持领域至“六张网”新基建、加码民营企业再贷款、科技创新和技术改造再贷款、避免直接加码财政赤字等方式，精细化地避免市场形成政府部门再度主导新一轮宽信用、重启传统基建加杠杆老路的不合理预期。在这种均衡且理性的刺激模式下，我们预计国内债市长端利率有望低位保持相对稳定。

风险提示

若美伊冲突再度加剧推升油价，或半导体涨价幅度扩大，或美国居民消费增长韧性较强，都可能导致美联储加息次数超出预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址

长城证券 GREAT WALL SECURITIES