仅供内部参考，请勿外传

报告日期 2026 年 10 月 06 日

分析师：段超
S0190516070004
duanchao@xyzq.com.cn
分析师：卓泓
S0190519070002
zhuohong@xyzq.com.cn
分析师：王祉凝
S0190525060004
wangzhining@xyzq.com.cn

相关研究

【兴证宏观】政策局面变化，日元仍承压 ——2026 年 9 月日央行会议点评-2026.09.18

20260913【兴证宏观】海外周报第 131 期：中东冲突推升油价破百，全球加息预期升温-2026.09.13

【兴证宏观】CPI 超预期，加息渐近 ——美国 2026 年 8 月通胀数据点评-2026.09.12

全球利率上行，科技股显现韧性
——国庆期间海外那些事儿

投资要点：

- **全球资产表现（2026.9.28-2026.10.4）：全球股债多数承压，但科技相对占优，美元走强，金油齐跌。**股市方面，地缘局势反复叠加长端利率高企，全球股市多数承压，但 AI 科技板块支撑纳指和日股逆势上涨。债市方面，通胀、财政问题及国债供给担忧共振，主要经济体长端收益率普遍上行，美债、法债调整尤为明显。汇市方面，美国经济韧性与美债收益率高企支撑美元，叠加欧元偏弱，美元指数走强。商品方面，高利率和强美元压制黄金；原油受中东冲突支撑一度走高，但 G7 国家同意释放应急库存缓解供应担忧，周内小幅回落。

- **主线一：紧缩交易持续，但 10 月加息预期明显回摆。**8 月 PCE 低于预期、部分联储官员倾向观望，叠加 9 月非农意外降温，市场对 10 月维持利率不变的定价升至约 80%。但美国经济仍具韧性，消费加速、通胀压力仍存，截至 10 月 5 日，市场仍预期 12 月加息概率 77%，后续通胀数据仍是决定政策节奏的关键。

- **主线二：海外长端利率持续上行。**9 月 28 日至 10 月 4 日期间，10 年期美债、法国国债收益率分别上行约 11bps、13.1bps，英德日长债收益率亦普遍走高。能源价格高企、国债供给及财政风险共同抬升全球主权债券成本；美国长端利率受经济韧性和通胀粘性支撑，欧债则受到通胀反弹及法国财政风险的进一步拖累。

- **主线三：全球股市分化，科技表现相对更强。**9 月 28 日至 10 月 4 日期间，全球主要股指多数下跌，高利率与通胀压力对估值形成压制，但纳指、日经 225 在 AI 和半导体板块带动下逆势上涨。AI 相关需求尚未明显降温，产业乐观预期仍强，且科技股对紧缩预期边际缓解表现出更高弹性，资金仍然青睐 AI 资产。

- **主线四：地缘冲突持续，油价高位震荡。**美伊谈判继续拉锯、海峡通航未见恢复，叠加美国向中东增派军力、胡塞与沙特互袭持续，地缘风险支撑油价。同时，全球原油库存明显下降，能源供应整体偏紧。周后期 G7 国家同意释放应急库存缓解供应紧张，国际油价小幅回落，但美伊冲突、海峡航运及中东能源设施风险仍未解除，库存释放难改供给偏紧格局，油价下行空间或仍有限。

- **风险展望：中选或放大资产波动、AI 行情迎来财报季验证。**
  - **风险一：中期选举临近，警惕政策不确定性上升放大资产波动。**当前共和党两院选情焦灼，民主党同时控制两院已成为市场主要预期结果，特朗普也加大助选力度，但居民对生活成本的不满仍在累积。历史经验来看，中选前后美国经济政策不确定性和股市波动率往往有所抬升。越临近中选，特朗普可快速落地的政策空间越有限，当前其更多从能源、贸易和现金补贴等方向尝试降低居民生活成本。
  - **风险二：AI 行情进入财报季验证期，后续重点关注需求韧性与投资回报。**当前 AI 需求尚未出现明显降温，但随着三季度财报季开启，行情将更多回到收入、订单需求、资本开支及投资回报等基本面验证。同时，美债收益率的持续上行使其已经高于纳指 TTM 和 NTM 盈利率，AI 企业需要更高盈利增速弥补回报差距，投资者对财报表现将更加敏感，风险或率先出现在杠杆较高、依赖外部融资的 AI 企业。

- 风险提示：全球经济、地缘冲突超预期变化；长端利率超预期上行；中期选举不确定性上升；AI 盈利兑现不及预期

仅供内部参考，请勿外传

目录

全球资产表现：股债多数承压，科技占优，美元走强，金油齐跌 3
主线一：紧缩交易持续，但 10 月加息预期明显回摆 4
主线二：海外长端利率继续上行 12
主线三：全球股市分化，科技表现相对更强 13
主线四：地缘冲突持续，油价高位震荡 14
风险展望：中选或放大资产波动、AI 行情迎来财报季验证 15

图目录

图 1、 全球资产表现：股债双弱，纳指上涨；美元走强，金油齐跌（2026.9.28-2026.10.4） 4
图 2、 统计方法调整后，整体及核心 PCE 同比均有所降温，环比加速；前值回溯修正后小幅下行 5
图 3、 美国 9 月 ISM 制造业 PMI 维持扩张，价格、订单和就业分项走高 6
图 4、 9 月美国非农就业净新增 2.9 万人 6
图 5、 7 月美国非农就业终值录得-1 万人，8 月下修 2.9 万人至 13.3 万人 7
图 6、 9 月教育健康、建筑业等就业延续增长，政府、信息和金融业等拖累 8
图 7、 9 月美国失业率与劳动参与率同步上升 8
图 8、 9 月重返、新进劳动力市场而失业的人数大幅上升，裁员、辞职人数下降 9
图 9、 U6 失业率持续下行，显示劳动力找工信心修复 9
图 10、 美国 9 月信息、休闲酒店业时薪环比增速较快，公用事业、金融业放缓 10
图 11、 部分联储官员倾向于等待更多数据，不急于 10 月行动 11
图 12、 美联储 10 月加息预期降至 18% 11
图 13、 美债收益率曲线更加陡峭化 12
图 14、 欧债收益率走高，法国国债收益率因其财政风险升幅更大 13
图 15、 2026 年以来纳指和费城半导体涨幅持续领先于标普 500 14
图 16、 WTI 原油价格维持偏强震荡，海峡油轮通航情况未实际改善 15
图 17、 美伊冲突后，全球原油库存明显减少（单位，百万桶） 15
图 18、 民主党参众两院胜率均高于共和党 16
图 19、 中选前后美国政策不确定性和股指波动率有所上升 17
图 20、 截至 2026 年 10 月 5 日，10 年期美债收益率高于纳指盈利率 18

仅供内部参考，请勿外传

全球资产表现：股债多数承压，科技占优，美元走强，金油齐跌

全球股市：地缘局势反复叠加长端利率高企，多国股市承压，但科技股逆势上涨。9 月 28 日至 10 月 4 日期间，美伊局势持续拉锯，特朗普拒绝伊朗提出的和平方案并表示可能在中期选举后恢复对伊朗打击；同时，胡塞武装与沙特冲突升温，地缘不确定性继续扰动股市风险偏好。具体来看，美股在高企的美债收益率与地缘风险下承压，道指、标普 500 分别下跌 1.3%、0.3%，但纳指受 AI 科技板块支撑小幅上涨 0.5%；欧洲方面，通胀加速、国债收益率上行及法国财政风险共同压制市场表现；日股则逆势上涨 2.9%，主要受 AI 和半导体板块走强提振。

全球债市：通胀与财政担忧共振，主要经济体长端收益率普遍上行。9 月 28 日至 10 月 4 日期间，在通胀担忧、财政赤字和国债供给等扰动下，全球债市延续调整。10 年期美债收益率上行 11bps 至 5.28%，期间一度升至 5.34%的 2002 年以来高位；法国财政可持续性及政治僵局担忧升温，10 年期法债收益率上行 13.1bps 至 4.86%，法德利差一度走阔至 126bps；英债、德债及日债收益率亦普遍上行。

全球汇市：美债收益率高企叠加欧元走弱，美元延续强势。9 月 28 日至 10 月 4 日期间，美元指数上涨 0.9%。一方面，美国消费和制造业仍显示一定韧性，美债收益率维持高位，相对利差继续支撑美元；另一方面，欧元区偏弱的增长预期以及法国财政问题压制欧元表现，也被动推升了美元指数。

商品：金油齐跌，高利率压制黄金，储备释放暂缓能源供给压力。黄金方面，周初因油价上涨推升通胀与美联储紧缩预期，美债收益率和美元同步走强，压制全周金价表现。原油方面，美伊谈判停滞及中东冲突升级一度推升油价，但美国以柴油出口限制施压后，G7 国家最终同意释放约 1 亿桶柴油和原油应急库存，暂时缓解了燃油供应紧张，WTI 原油价格小幅回落。

仅供内部参考，请勿外传

图1、全球资产表现：股债双弱，纳指上涨；美元走强，金油齐跌（2026.9.28-2026.10.4）

全球股市	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅	全球汇市	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
标普500	-0.3%	+12.8%	美元指数	+0.9%	+3.7%
道琼斯工业	-1.3%	+6.5%	英镑兑美元	-0%	-1.8%
纳斯达克	+0.5%	+17%	欧元兑美元	-1.2%	-4.2%
英国FTSE	-2.2%	+5.3%	日元兑美元	-0.3%	-0.7%
斯托克50	-1%	+7.6%	韩元兑美元	+0.9%	+7.4%
德国DAX	-0.7%	+3%	新加坡元兑美元	-0.1%	+0.5%
法国CAC	-2.2%	-3.1%	港币兑美元	-0%	-0.8%
日经225	+2.9%	+35.7%	新台币兑美元	-0.3%	-1.6%
韩国KOSPI	-1.1%	+66.2%	人民币兑美元	+0.1%	+4.4%
新加坡海峡时报	-1.3%	+21.3%	印度卢比兑美元	-0.6%	-6.6%
香港恒生	-2.2%	-6.5%	泰铢兑美元	-0%	-5.8%
台湾加权指数	+0.9%	+67.4%	印尼卢布兑美元	-0%	-6.7%
上证综指	-1.2%	-3.2%	越南盾兑美元	-0.4%	+1.6%
深证成指	-3.2%	-4.7%	墨西哥比索兑美元	-2.6%	-0.9%
创业板指	-4.7%	-2.1%	巴西雷亚尔兑美元	-0.5%	+5.6%
印度Nifty50	-3.1%	-14.2%			
印尼雅加达	-3.3%	-30.2%			
墨西哥MXX	-0.7%	+0.3%			
巴西圣保罗	+4.7%	+19.2%			

全球债市	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅	主要商品	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
美国国债收益率:10年	+11bps	+110bps	伦敦现货黄金:美元	-3.3%	-4.2%
英国国债收益率:10年	+4.7bps	+91.2bps	现货价:WTI原油	-1.1%	+57.2%
德国国债收益率:10年	+3bps	+72bps	现货价:LME铜	-2.6%	+14.8%
法国国债收益率:10年	+13.1bps	+129.5bps			
中国国债收益率:10年	+0.1bps	-19.2bps			
日本国债收益率:10年	+2.1bps	+102.6bps			

数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

主线一：紧缩交易持续，但 10 月加息预期明显回摆

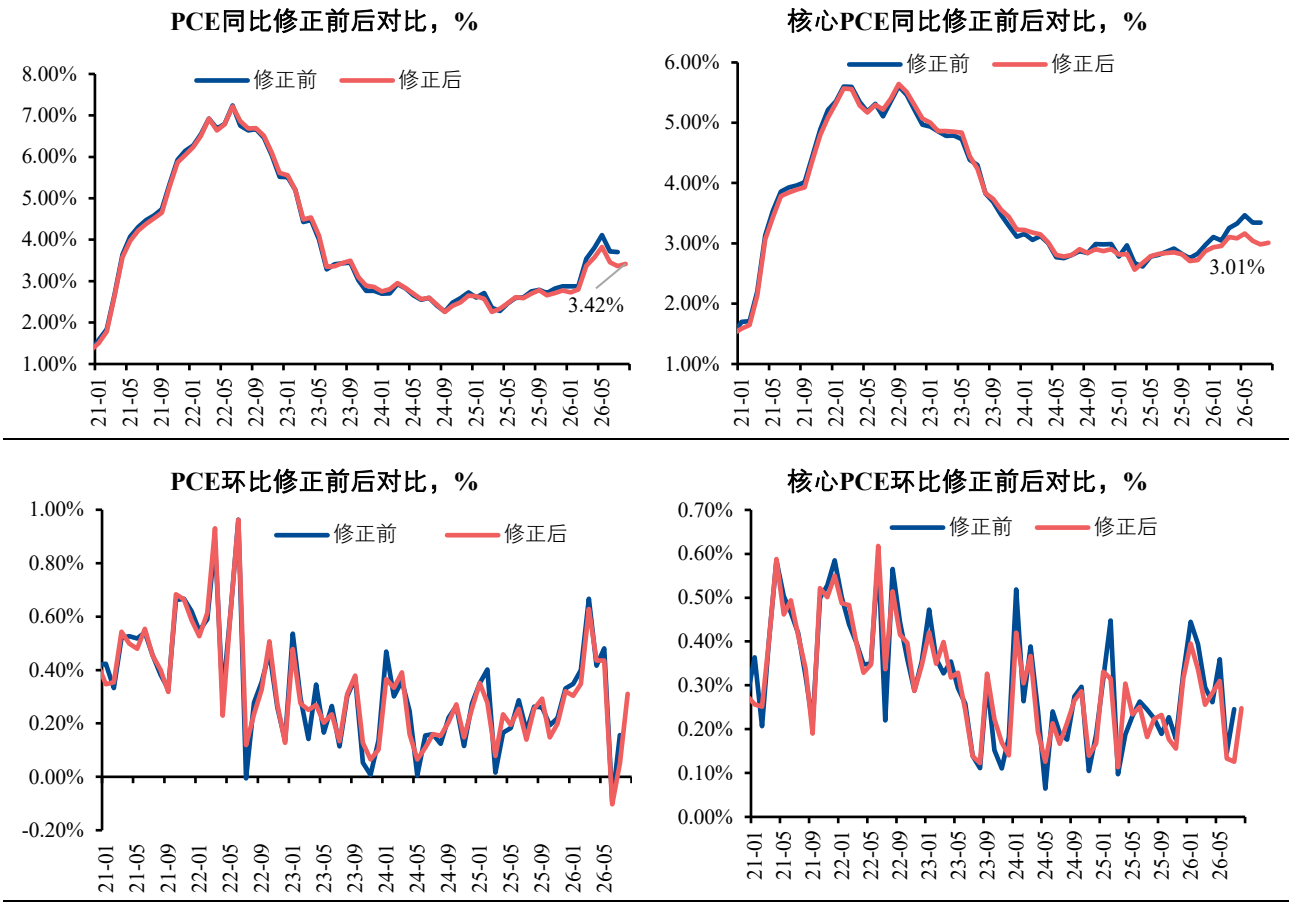
节前紧缩预期明显升温，强数据与高油价共同强化 10 月加息定价。9 月 FOMC 加息 25bp 后，联储整体指引偏鹰，叠加美国标普 PMI 等经济数据持续偏强，市场对美国经济韧性的判断进一步强化。同时，中东局势反复推动油价维持高位，通胀担忧升温。在此背景下，市场持续上调 10 月继续加息的预期，9 月 28 日前后加息概率一度升至约 70%，推动美元和美债收益率走高，黄金及多数非美货币承压。

8 月美国 PCE 低于预期，但部分受到统计口径调整影响，消费端仍保持韧性。8 月 PCE 同比录得 3.4%，核心 PCE 同比 3.0%，均低于市场预期。不过，BEA 此次调整了软件及配件、投资组合管理费和法律服务价格的计算方法，并将数据修订追溯至 2021 年 1 月，因此本次 PCE 低于预期部分也受到统计方法变化的影响。同时，整体及核心 PCE 环比均有所加速，通胀降温趋势仍需进一步观察。美国需求端并未明显走弱，8 月实际个人消费支出环比增长 0.6%，二季度 GDP 年

仅供内部参考，请勿外传

化增速也上修至 2.2%。低于预期的通胀数据，叠加前日纽约联储主席威廉姆斯表态不急于 10 月行动，数据发布当日的 FedWatch 显示市场对 10 月美联储加息预期回落至约 42%。

图2、统计方法调整后，整体及核心 PCE 同比均有所降温，环比加速；前值回溯修正后小幅下行



数据来源：BEA，兴业证券经济与金融研究院整理

制造业继续扩张，美国经济尚未出现明显失速信号。9 月 ISM 制造业 PMI 录得 54.5，依然处于扩张区间，价格指数进一步飙升至 77.9，但新订单和就业指数持续处于扩张区间，表明制造业虽面临一定成本压力，但需求端有实质性支撑，美国生产端景气仍然偏强。

仅供内部参考，请勿外传

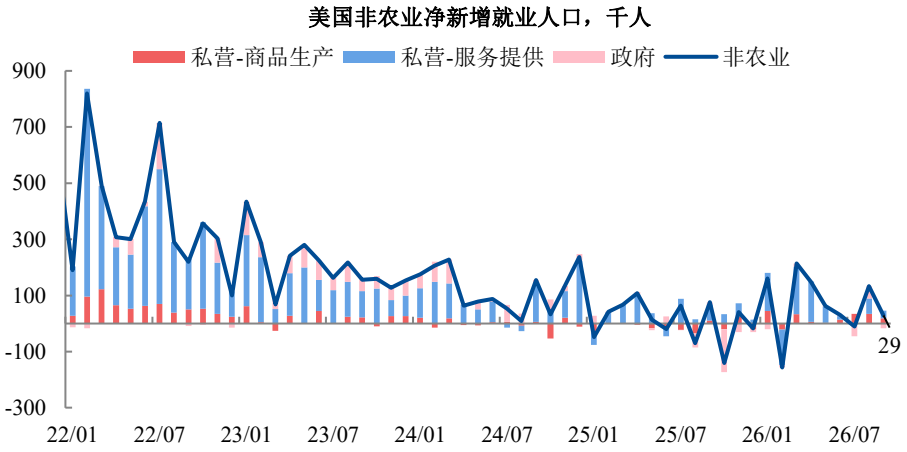
图3、美国 9 月 ISM 制造业 PMI 维持扩张，价格、订单和就业分项走高

美国ISM制造业PMI分项					
9月	项目	最新值，%	较上一期变化，%	2015年来历史分位	2021年来走势图
制造业	总	54.5	-0.1	64%	
	产出	56.7	-1.6	65%	
	新订单	55.3	1.6	56%	
	就业	52.7	1.5	70%	
	供应商交付	59.0	-0.3	71%	
	库存	48.6	-2.0	40%	
	价格	77.9	6.8	84%	
	在手订单	56.4	4.6	77%	
	出口订单	50.9	-2.3	48%	
	进口	51.0	-1.5	46%	
	客户库存	41.6	-1.2	28%	

数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

但不及预期的就业数据进一步下调了市场对 10 月加息的预期。相较消费端和制造业的韧性，9 月非农就业明显弱于预期，且前值连续下修，显示劳动力市场未如预期般强劲。9 月美国非农就业净新增 2.9 万人，低于预期 9 万人，8 月数据被下修至 13.3 万人，7 月数据经两次修正后最终录得-1 万人。截至 9 月，今年月均新增非农就业降至约 5 万人。数据公布后，市场对 10 月加息 25bp 的预期下降至 22.1%。

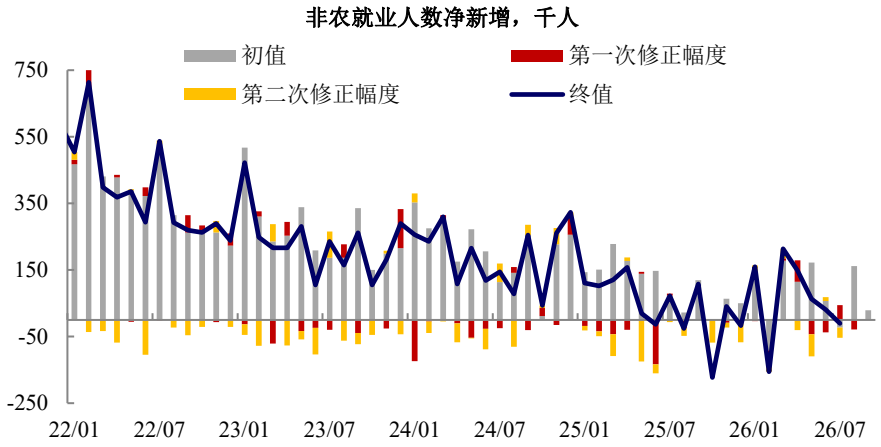
图4、9 月美国非农就业净新增 2.9 万人



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

图5、7 月美国非农就业终值录得-1 万人，8 月下修 2.9 万人至 13.3 万人



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

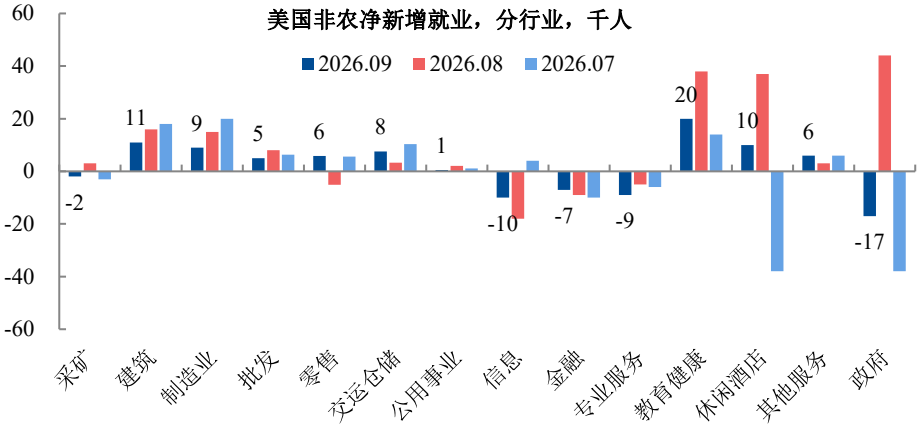
考虑到低供给的劳动力市场，整体就业水平并不算差。分行业来看，就业行业结构分化较为明显。

- **增长行业整体具有一定趋势性，或有需求支撑。**教育健康依然是新增就业的主要支柱，医疗需求持续形成稳定支撑；休闲酒店、批发及交运仓储等行业就业同样保持增长，与居民消费需求仍具韧性相对应。建筑业就业连续 3 个月净增加但增幅下降，本期新增就业 1.1 万人，非住宅相关岗位表现仍具韧性，或仍受 AI 数据中心及配套基建需求带动；制造业就业也延续修复，新增就业 9 千人，对应 ISM 制造业就业分项连续 3 个月处于扩张区间，制造业企业用工意愿不弱，继续观察 AI 产业对建筑与制造业就业的边际影响。整体来看，当前多数就业净增长的行业，其就业增长具有一定延续性，或表明实际需求存在韧性。

- **AI 对相关行业就业替代压力仍在。**金融业、信息业和专业服务就业继续承压，反映 AI 替代和高利率对部分白领和金融相关岗位的结构性压力仍在。政府部门 9 月就业明显减少，是本期非农的主要拖累之一，但近几个月政府就业波动较大，短期变化仍较难直接外推为趋势。剔除政府部门后，私人就业仍保持正增长，且教育健康、建筑、制造等多个行业用工延续改善，表明当前美国就业市场更多体现为结构分化，而非全面转弱，就业下行风险整体仍较为可控。

仅供内部参考，请勿外传

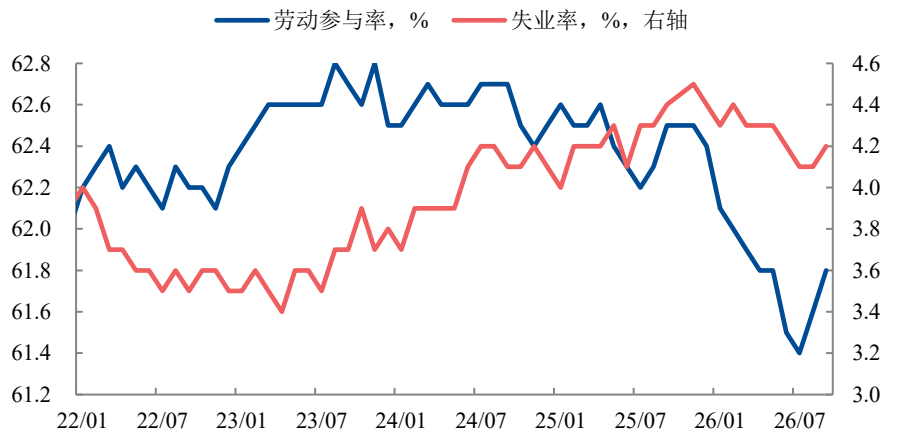
图6、9 月教育健康、建筑业等就业延续增长，政府、信息和金融业等拖累



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

本期失业率和劳动参与率同升，就业市场对新增劳动供给的吸纳存在一定摩擦。9 月美国失业率上升 0.1pct 至 4.2%，高于预期 4.1%；劳动参与率上升 0.2pct 至 61.8%，同样高于预期 61.6%。劳动供给与失业率同步增加，或一定程度反映当前就业市场对新增劳动力的吸纳能力偏弱。从失业原因来看，新进劳动力市场和重返劳动力市场而失业的人数分别增加 11.6 万人、15.2 万人，而被解雇或临时工作结束、主动请辞的失业人数均有所下降，表明本期失业率上升更多来自新增劳动力未能及时顺利就业，而不是企业裁员明显增加，这也与 8 月职位空缺数量回落、企业招聘意愿偏谨慎相对应。此外，9 月长期失业人数仍维持高位，显示长期失业者重新找到工作依然较为困难。

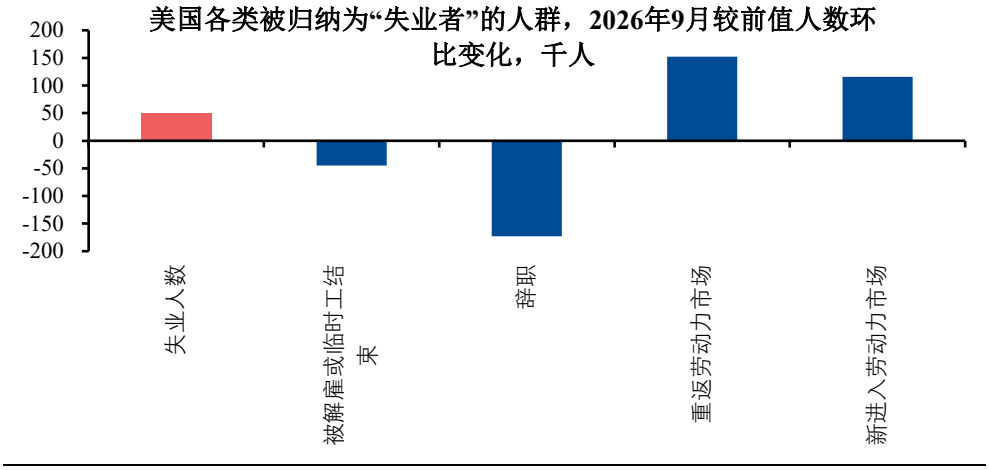
图7、9 月美国失业率与劳动参与率同步上升



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

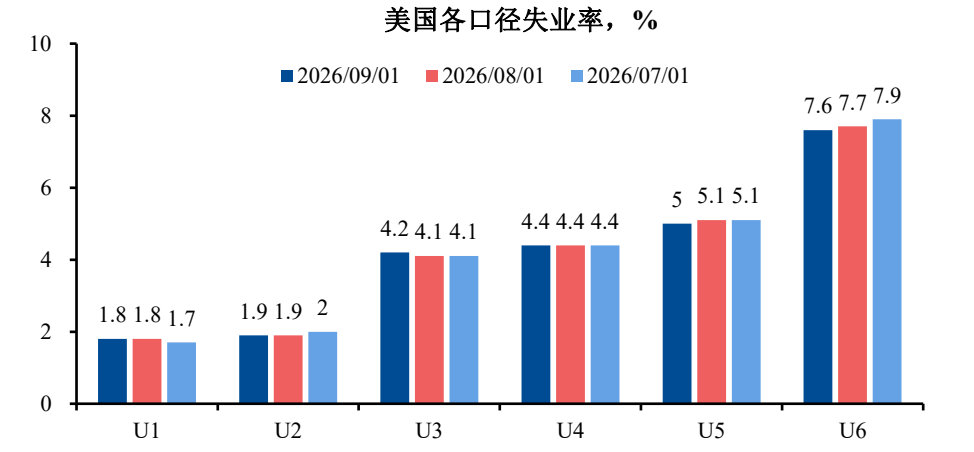
图8、9 月重返、新进劳动力市场而失业的人数大幅上升，裁员、辞职人数下降



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

劳动供给持续修复，但就业市场吸纳或有所滞后，失业率小幅上升尚不足以确认劳动力市场走弱。一方面，本期失业率上升主要来自新增和重返劳动力市场的人群，企业裁员相关失业反而下降，Challenger 调查裁员数、申领失业金人数均处在低位；另一方面也可观察到供给端情绪的改善，边际依附工人减少带动广义失业率 U6 同步下降，说明部分非劳动力选择回归劳动力市场，找工信心有所恢复。因此，后续就业市场走向可能更多取决于企业招聘意愿能否进一步修复，若职位空缺重新回升，新增的劳动力供给有望逐步被吸收，失业率则能够延续低位甚至进一步回落。

图9、U6 失业率持续下行，显示劳动力找工信心修复



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

9 月美国工资增速延续温和。9 月平均每小时工资环比上涨 0.1%，同比上涨 3.0%，均较前值放缓，为近年来偏低水平。分行业来看，工资增长出现一定分化，信息、专业服务和休闲酒店业时薪环比增长相对较快，而制造业、建筑业工资增幅较弱，

仅供内部参考，请勿外传

金融、公用事业工资甚至小幅回落。结合当前劳动力市场供大于求的现状，企业涨薪压力有限，工资增速较温和，未对通胀构成额外压力。

图10、美国 9 月信息、休闲酒店业时薪环比增速较快，公用事业、金融业放缓

小时工资环比增速，%													
月份	采掘	建筑业	制造业	批发	零售	交运仓储	公用事业	信息	金融	专业服务	教育医疗	休闲酒店	其他服务
26/09	0.5	0.1	0.1	0.5	0.0	0.2	-0.3	0.9	-0.1	0.5	0.1	0.6	0.3
26/08	-0.2	0.4	0.2	0.1	0.3	0.3	0.0	-0.3	0.8	0.3	0.2	0.5	0.4
26/07	0.2	0.3	0.2	0.2	0.0	0.2	0.6	0.7	-0.2	0.1	0.1	0.0	0.1
26/06	0.6	0.4	0.1	-0.1	0.4	0.3	0.7	0.5	0.6	0.2	0.1	0.3	0.4
26/05	0.9	0.5	0.2	-0.1	0.0	0.2	0.6	0.3	0.4	0.3	0.0	0.3	0.5
26/04	0.5	0.2	0.3	0.2	0.0	0.1	0.6	0.5	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2
26/03	1.0	0.5	0.4	0.4	0.3	0.1	0.4	0.5	0.3	0.1	-0.1	0.3	-0.6
26/02	0.0	0.4	0.5	0.0	0.1	0.2	0.8	0.8	0.2	0.4	0.2	0.4	0.3
26/01	0.1	0.2	0.3	0.7	0.2	0.4	0.6	0.1	0.5	0.2	0.5	0.2	0.2
25/12	0.0	0.4	0.3	0.2	0.4	0.1	0.3	0.8	-0.1	0.1	-0.5	0.3	0.4
25/11	0.1	0.3	0.3	0.2	0.7	0.5	1.0	0.4	0.5	0.0	0.5	0.7	0.3
25/10	0.8	0.3	0.5	0.2	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4	0.7	0.0	0.4
25/09	-0.3	0.1	0.3	0.3	0.2	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3	-0.2	0.3	0.3

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

美国数据强弱交织，10 月加息预期明显回摆，但年内进一步紧缩或仍是基准情形。9 月 28 日至 10 月 4 日期间，PCE 数据边际降温、部分联储官员表态倾向观望，叠加 9 月非农意外降温，10 月即加息的紧迫性有所下降，市场对 10 月维持利率不变的定价进一步升至约 80%。不过，美国经济依然呈现较强韧性，消费需求继续加速，ISM 制造业 PMI 仍处扩张区间，且 PCE 环比反弹，制造业投入价格走高也显示通胀压力仍存，因此市场更多是在下调 10 月立即加息的概率，而非转向交易年内不再加息，市场仍预期 12 月美联储有 77%概率加息。周内资产表现亦体现这一特征，美元涨势有所放缓、短端美债收益率回落，美股在加息预期边际回摆下获得支撑，但长端美债收益率仍受通胀、经济韧性及财政压力支撑维持高位。向后看，10 月美联储按兵不动的可能性有所上升，但 12 月的加息概率仍然较高，后续通胀数据仍是决定货币政策节奏的关键。

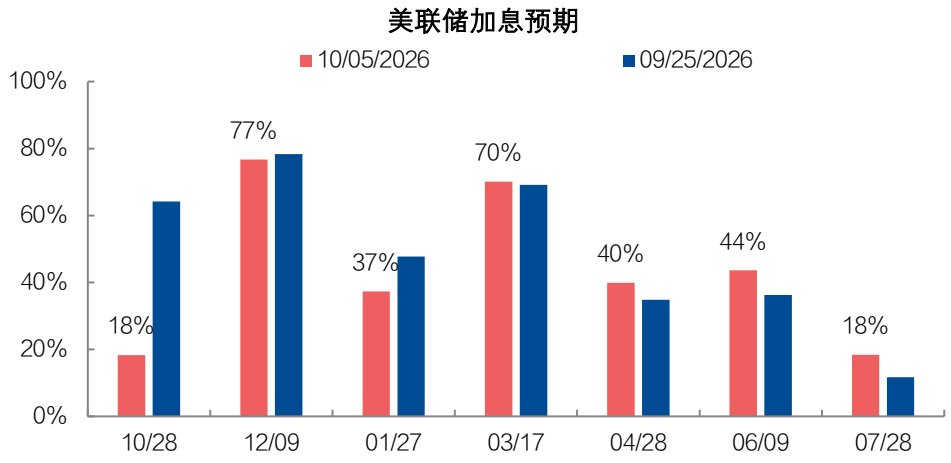
仅供内部参考，请勿外传

图11、部分联储官员倾向于等待更多数据，不急于 10 月行动

日期	姓名	职位		货币政策
2026-09-28	库克	常任票委	美联储理事	未来任何调整的次数与幅度，都将取决于我们对经济迄今对政策行动反应的观察，以及未来数月的通胀与就业数据。
2026-09-29	巴尔	常任票委	美联储理事	综合效应导致我们在实现2%目标的进度上被打乱了方向。我还没看到明显的朝着及时回归2%的趋势。实现通胀目标的风险增加，而劳动力市场风险却在减弱，因此我们需要重新调整政策，使我们处于更均衡平衡双重使命两个组成部分风险的更好位置。在我看来，可能需要进一步的政策调整，以确保通胀能及时降到目标水平。
2026-09-29	威廉姆斯	FOMC副主席	纽约联储主席	随着 9 月会议政策行动的落地，现在并无紧迫性，我们有时间收集更多信息。更多数据的积累应能更清晰地揭示经济的潜在趋势及实现目标的相关风险，从而制定适当的货币政策。如果经济以大致符合我预测的方式演变，今年晚些时候联邦基金目标区间的进一步调整可能是合适的，以支持通胀更及时地回归目标。
2026-09-30	卡什卡利	2026票委	明尼阿波利斯联储主席	通胀仍然过高。衡量通胀的指标有很多，但它大致以 3% 左右的速度运行，且已连续五年多高于目标。我觉得今天的通胀数据并没有对我的看法有太大改变。
2026-10-01	杰斐逊	常任票委	美联储理事	9 月加息未来任何政策调整，都应通过仔细考察数据趋势、不断演变的前景以及风险平衡来决定。·····我和同僚需要形成自己的判断，这可能需要更多时间。我将继续评估潜在趋势是否表明通胀会以足够速度回归目标。有了更多数据，这些趋势或许有助于更好地辨别，货币政策的适当立场也同样适用。
2026-10-01	洛根	2026票委	达拉斯联储主席	尽管如此，我目前估计目标区间还需再上调 50 个基点或更多，才能恰当平衡双重使命目标所面临的前景与风险。强劲的增长与富有韧性的消费支出，恰恰说明货币政策并不具有限制性。没有任何政策限制，通胀很可能会继续保持高于目标的趋势。因此，政策需要变得更为严格。市场无风险利率的波动揭示了市场参与者认为美联储需要采取的措施；他们不会替我们做工作。
2026-10-01	鲍曼	常任票委	美联储理事	我目前认为没有紧急需要采取进一步行动。
2026-10-01	卡什卡利	2026票委	明尼阿波利斯联储主席	我对美联储加息的推进持开放态度，并且我对下一次加息是否应在月底进行没有强烈看法。如果经济证明非常有韧性，通胀可能比我预期的更顽固，那么政策可能需要比我目前预期的更高。
2026-10-01	柯林斯	2028票委	波士顿联储主席	通胀过高、且持续太久。我们看到的数据中，有些部分令人鼓舞，但也有些部分并不那么乐观。我认为通胀方面的风险更大；在劳动力市场根基相对稳固的情况下，货币政策可以专注于确保我们及时恢复可持续、持久的 2% 通胀。
2026-10-01	施密德	2028票委	堪萨斯城联储主席	可以说，我们在双重使命的通胀一侧尚未兑现承诺。正如沃什主席所言：我们还有工作要做。
2026-10-02	哈马克	2026票委、2028票委	克利夫兰联储主席	月底会议之前我们仍将获得大量信息，因此有充足的时间来决定什么是正确的政策立场，以确保我们履行双重使命的两个方面。我从趋势中获取的信号，多于任何单一数据点。所以我会尽量关注我们未来的发展路径，并吸收所有信息。

数据来源：美联储官网，纽约联储官网，CNBC，达拉斯联储官网，Bloomberg，Reuters，Dow Jones Newswires，PBS NewsHour，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、美联储 10 月加息预期降至 18%



注：横坐标日期代表未来货币政策会议时间（当地时间），10-12 月会议年份为 2026 年，1-6 月会议年份为 2027 年；一次的步长为 25bps，即 100%之内对应 25bps，同理累计。
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

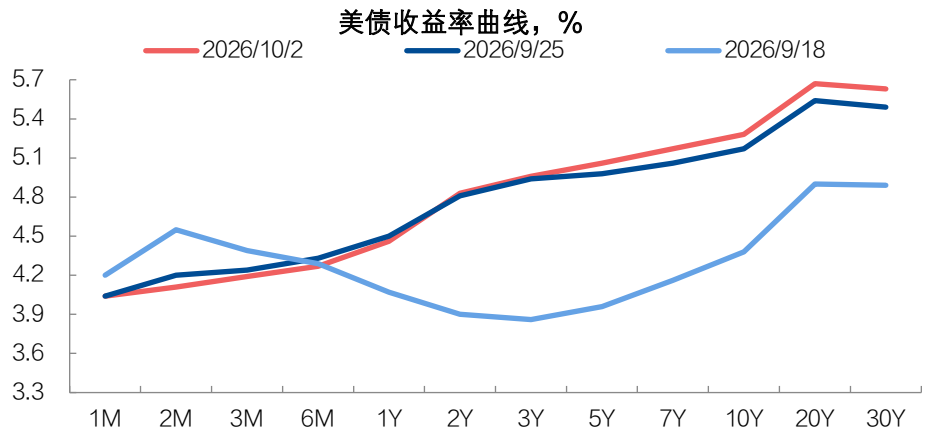
仅供内部参考，请勿外传

主线二：海外长端利率继续上行

全球长债收益率普遍走高。9 月末以来，能源价格维持高位、全球经济数据仍具韧性，叠加主要经济体财政融资需求偏高，推动长端国债继续承压。9 月 28 日至 10 月 4 日期间，10 年期美债收益率上行约 11bps，一度升至 5.34%的 2002 年以来高位；法国 10 年期国债收益率上行 13.1bps，英国、德国 10 年期收益率分别上行 4.7bps 和 3bps，日本 10 年期国债收益率亦上行 2.1bps。整体来看，本轮债市调整并非单一国家现象，能源价格高企推升通胀预期、国债供给压力以及财政风险上升，共同抬升全球主权债券成本。

美国短端跟随加息预期回摆，但长端收益率仍维持高位。周初随着 PCE 降温及联储官员发言偏鸽，市场对 10 月加息的定价有所下降，2 年期美债收益率一度回落；相比之下，10 年期收益率仍受美国经济韧性、通胀粘性和债券供给等支撑继续走高。值得注意的是，周五非农公布后 2 年期和 10 年期收益率均先降后升，分别收涨约 4bps 和 4.7bps，原因或在于，就业数据虽弱于预期，但就业增长仍处于温和区间，市场对 12 月联储议息会议仍维持较高加息预期；与此同时，能源价格与财政供给等中长期因素并未改善，债市仍在交易中期紧缩和期限溢价上升。

图13、美债收益率曲线更加陡峭化

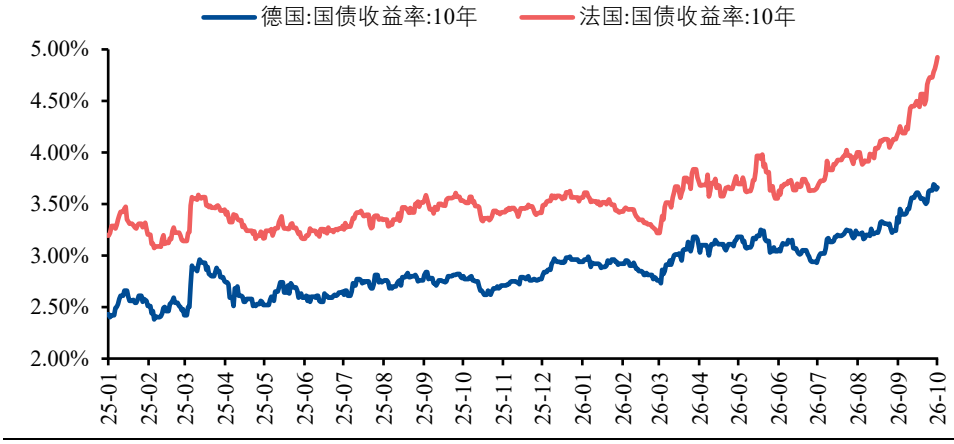


数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

欧洲通胀再度加速，法国财政风险进一步放大欧债压力。9 月欧洲主要经济体通胀普遍超预期回升，9 月欧洲通胀再度加速，欧元区 HICP 同比由 8 月的 3.2%升至 3.8%，法国和德国 HICP 同比分别升至 3.4%和 3.3%，能源价格上涨依然是主要推手。此外，法国公布的 2027 年预算草案计划通过冻结部分公共部门工资和养老金、压降地方政府及医疗支出等方式节省约 540 亿欧元财政开支，但高债务、弱增长与政治阻力使市场对财政整顿能否顺利推进仍存疑虑。法国 10 年期国债收益率升至 4.86%，法德利差一度走阔至 126bps，法国财政问题也进一步放大了欧洲债市整体的风险溢价。

仅供内部参考，请勿外传

图14、欧债收益率走高，法国国债收益率因其财政风险升幅更大



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

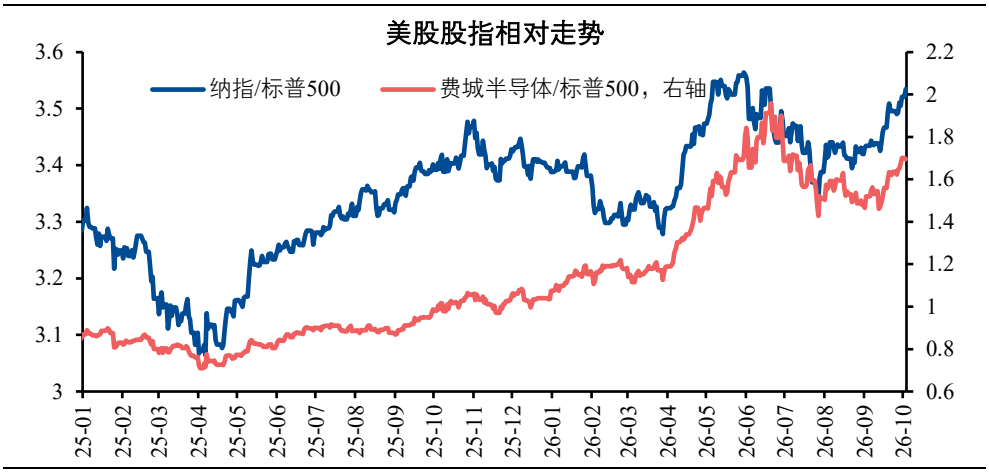
主线三：全球股市分化，科技表现相对更强

全球股市整体承压，高利率与通胀压力仍是主要压制因素。9 月 28 日至 10 月 4 日期间，全球主要股指多数下跌。发达市场方面，美债及欧洲主要国家国债收益率的上行，叠加能源价格维持高位、通胀压力有所反复，对股市估值形成压制；美股标普 500 和道指分别下跌 0.3%、1.3%，欧股斯托克 50、德国 DAX 和法国 CAC 分别下跌 1.0%、0.7%和 2.2%，其中法国财政问题和国债风险溢价上升进一步拖累法股表现。新兴市场股市同样偏弱，美元走强、美国长端利率维持高位使与美利差进一步收窄，对外部融资和美元流动性更敏感的市场承压更为明显，恒生指数下跌 2.2%。

但估值通常对利率更敏感的科技股反而表现出较强韧性，需求和预期是主要支撑。上周纳指逆势上涨 0.5%，日经 225 上涨 2.9%，主要由 AI 和半导体板块领涨推动。一方面，AI 相关需求尚未出现明显降温，近期全球多国制造业景气改善背后，AI 设备、半导体及相关资本品需求仍是重要支撑；另一方面，市场对 AI 产业前景的乐观预期依然较强，资金仍愿意给予相关资产较高估值溢价。另外，在整体紧缩预期尚未明显逆转的背景下，科技股对紧缩预期的边际变化表现出更高弹性：例如纳指在 PCE 低于预期后即出现修复，非农走弱后反弹力度进一步扩大，最终周内收涨，表明资金依然青睐 AI 资产，即使是近端加息压力的暂时缓解，资金的迅速回流也使科技股具备较强的反弹动力。

仅供内部参考，请勿外传

图15、2026 年以来纳指和费城半导体涨幅持续领先于标普 500



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

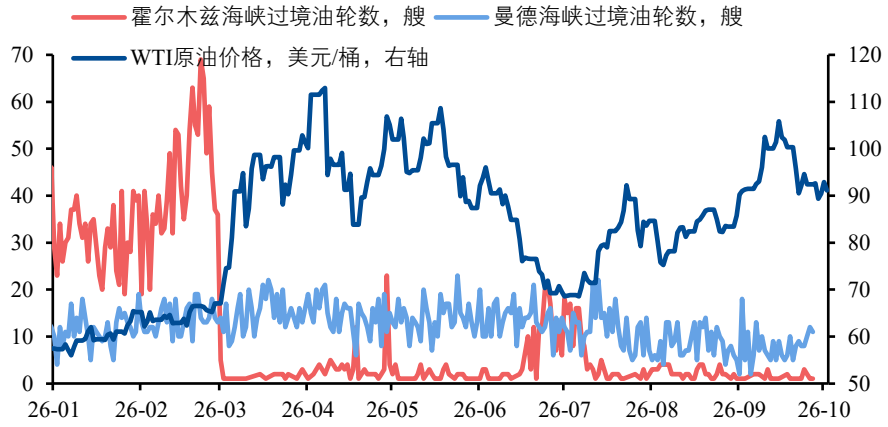
主线四：地缘冲突持续，油价高位震荡

原油维持高位震荡，地缘风险和低库存对油价形成支撑。9 月 28 日至 10 月 4 日期间，美伊谈判继续拉锯，海峡油轮通航量未见恢复，能源运输仍然受阻。与此同时，中国暂停燃料出口、美国向中东增派航母和军力以及特朗普“中选后恢复对伊朗打击”的强硬表态，共同推动油价于周中走高。周末地缘风险进一步升温，胡塞武装袭击沙特阿美设施，沙特支持的也门政府随即宣布扩大对胡塞军事行动，短期内中东能源设施和航运风险仍难以解除。另外，全球石油库存已明显下降，IEA 数据显示 8 月全球石油观察库存自今年 2 月以来累计下降约 5 亿桶，全球能源供应趋于紧张。

但库存释放阶段性缓解供应担忧，油价上行空间受到一定限制。10 月 2 日 G7 同意协调释放 1 亿桶柴油和原油应急库存，并承诺避免成员国之间实施能源出口限制，其中欧洲将较快释放部分柴油库存，消息公布后原油价格有所回落。不过，当前全球原油和成品油库存仍偏紧，美伊冲突、海峡航运及中东能源设施遭袭风险均未解除，因此库存释放更多是缓解短期供给压力，仍难以改变能源供应整体偏紧的格局，后续油价下行空间仍有限。

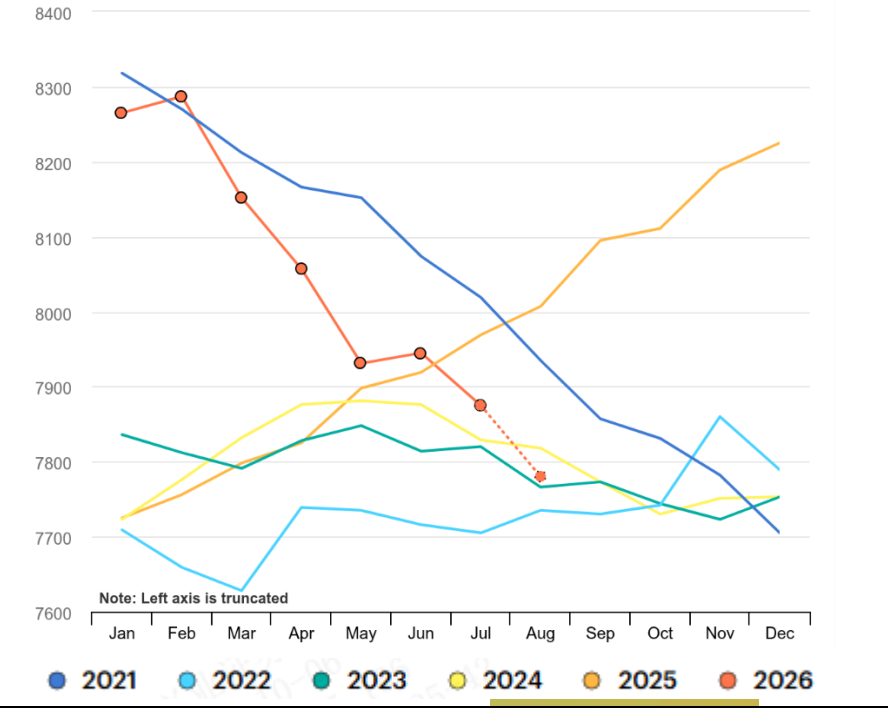
仅供内部参考，请勿外传

图16、WTI 原油价格维持偏强震荡，海峡油轮通航情况未实际改善



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、美伊冲突后，全球原油库存明显减少（单位，百万桶）



数据来源：IEA，兴业证券经济与金融研究院整理

人在草木间

风险展望：中选或放大资产波动、AI 行情迎来财报季验证

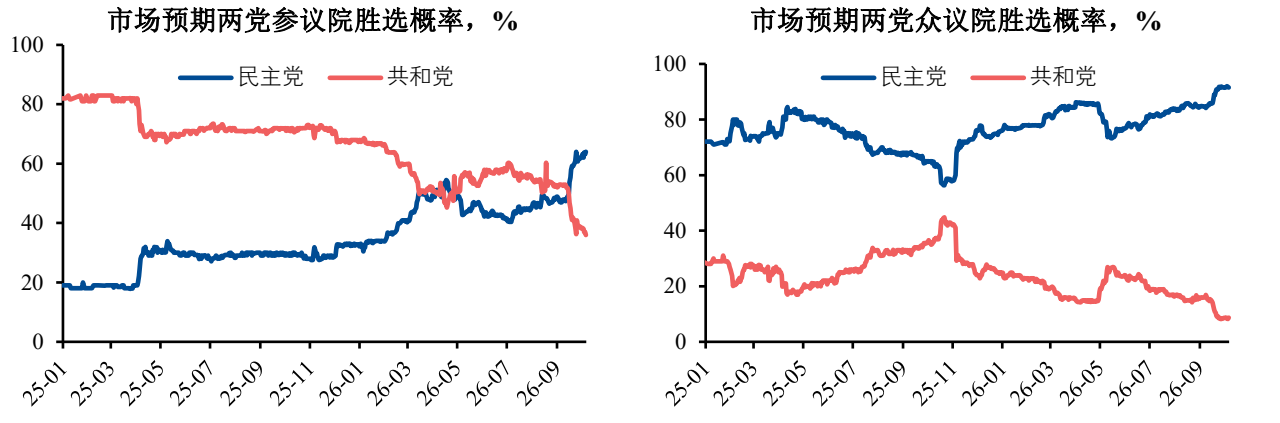
风险一：中期选举临近，警惕政策不确定性上升放大资产波动。当前共和党两院选情均较为焦灼，民主党同时控制两院已成为市场主要预期结果。特朗普近期也加大亲自助选力度，试图依靠个人号召力为共和党候选人拉票，但居民对生活成本的不满持续累积，路透社最新民调显示，特朗普支持率已经下降至 32%。并且，中期选举本身也可能放大市场波动。历史来看，美国经济政策不确定性指数在不少中选年份的选举前后均有所抬升，标普 500 波动率指数往往也同步走高。当前

仅供内部参考，请勿外传

而言，越临近中选，特朗普可快速落地的政策空间越有限，其更多从能源、贸易和现金补贴三个方向尝试降低居民生活成本。

- **能源：优先通过行政干预和释放库存压低燃油消费价格。**8 月以来，特朗普政府已提前结束夏季汽油配方要求以增加供应（即允许不符合夏季规格的汽油提前进入市场，扩大短期供应）；9 月 29 日又宣布从战略石油储备最多出借 4000 万桶原油。针对柴油价格飙升，白宫一方面考虑限制美国柴油出口，另一方面持续施压欧洲国家释放应急柴油库存。这类行政措施无需国会批准，落地速度较快，但库存下降以及供应的持续偏紧也并非压降油价的长久之计。
- **贸易：对消费品适度降税，缓解关税向终端价格传导。**9 月中美同意将原定 11 月 10 日到期的贸易休战延长两个月至 2027 年 1 月 10 日，避免短期内关税升级；同时双方就约 300 亿美元非敏感商品互相给予更优惠关税待遇，其中美国进口清单主要包括小家电、玩具、节日用品和儿童座椅等消费品。此类调整规模有限，虽未改变整体关税框架，但也表现出明显的稳物价倾向。
- **现金补贴：口号性质更强，大额方案实际落地难度较高。**10 月 2 日白宫宣布向超过 2000 万名 Medicare Part B 参保者一次性发放 90 美元补助，资金来自已有的 Medicare Improvement Fund，这一措施无需新增财政支出，落地确定性相对较高。相比之下，特朗普此前承诺若共和党守住两院，将向每名美国成年人发放 5000 美元“红利”，预计财政成本超过 1.2 万亿美元，且需国会批准，因此该政策更接近竞选喊话，落地概率极低。

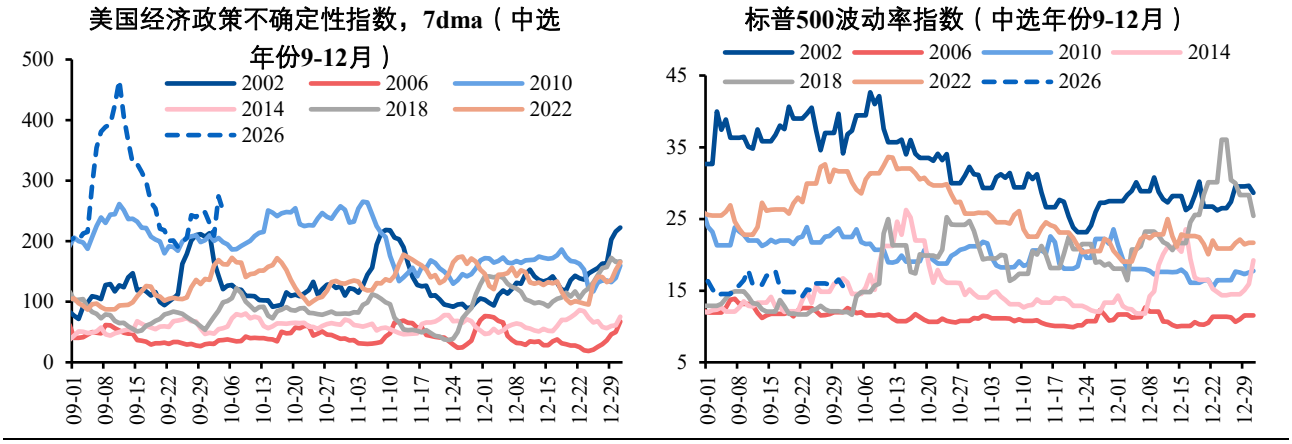
图18、民主党参众两院胜率均高于共和党



数据来源：Kalshi，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

图19、中选前后美国政策不确定性和股指波动率有所上升



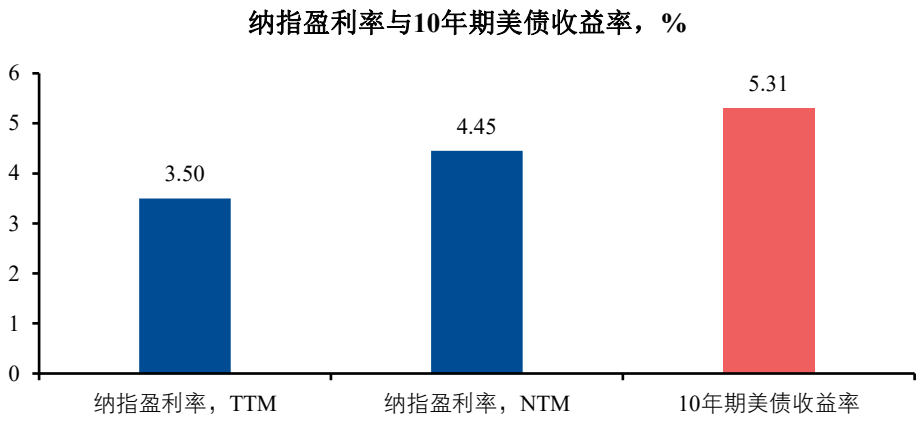
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险二：AI 行情进入财报季验证期，后续重点关注需求韧性与投资回报。当前 AI 产业链尚未出现明显降温迹象，科技股在紧缩预期短暂缓和后快速反弹，也反映资金对 AI 前景仍较乐观。但随着三季度财报季开启，行情能否继续扩张将更多回到基本面验证：一是 AI 相关收入和订单能否维持较高增速，验证终端需求是否真正具备韧性；二是超算商资本开支是否继续上调，还是在前期高速扩张后边际放缓；三是资本开支能否顺利转化为收入、现金流和投资回报。现阶段大型科技企业现金流和 ROIC 仍较高，高利率仍不足以直接约束其支出能力，但后续如果资本开支进一步加速增长而盈利兑现速度放缓，那么市场对 AI 信心可能会动摇，或者要求更高的投资回报。

同时，美债收益率持续上行正在提高投资者对 AI 资产要求的回报补偿。截至 10 月 5 日 10 年期美债收益率升至 5.31%，已经高于纳指 TTM 和 NTM 盈利率的 3.50%和 4.45%，意味着从过去或预期盈利收益来看，美债已经能够提供更高的名义回报，AI 企业则需要更高的盈利增速和投资回报率来弥补这一差距，在此基础上，投资者对于财报表现会更加敏感，科技股估值脆弱性上升。因此，后续应重点关注 AI 投资回报能否跑赢不断抬升的无风险收益率与融资成本，以及风险也可能率先出现在杠杆较高、依赖外部融资的 AI 科技企业。

仅供内部参考，请勿外传

图20、截至 2026 年 10 月 5 日，10 年期美债收益率高于纳指盈利率



数据来源：Factset，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：全球经济、地缘冲突超预期变化；长端利率超预期上行；中期选举不确定性上升；AI 盈利兑现不及预期

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn