下载日志已记录，仅供内部参考

法债风险，怎么看？

资产的信号（20261011）

证券研究报告

2026 年 10 月 13 日

分析师

曹柳龙 S0800525010001

caoliulong@research.xbmail.com.cn

徐嘉奇 S0800525030002

xujiaqi@research.xbmail.com.cn

联系人

缪一宁

miaoyining@research.xbmail.com.cn

- **核心结论**

近期多个发达国家长期国债利率上行，其中法国债务担忧引发关注，这可能会强化“强美元叙事”。我们认为法国债务距离真正爆发危机或仍有空间，在欧央行/欧盟救助机制触发流动性拐点前，美股可能需要先承受流动性收紧的考验。现阶段注重“防冲击”，等待海外流动性拐点。

1、地缘冲击+资本竞争+财政担忧，海外长期国债收益率普遍上行

我们在今年 5.21《这次不一样：警惕美债突破 4.5%》中提示：本次美债利率可能“易上难下”。实际上，今年美国长期国债收益率上行并非个例，美、日、英、法等发达国家长期国债收益率普遍上行。我们认为主要原因有三点：①地缘冲突：既有油价上涨导致的通胀补偿上行，又有军事能力（美）或能源安全（日、英、法等）受挑战导致的主权信用风险抬升；②资本竞争：AI 企业融资挤占了市场一部分流动性，国债面临资本竞争因而被要求更高的收益补偿；③财政担忧：日本、意大利、美国、法国、英国债务占 GDP 比较高，且同时面临赤字压力，叠加加息周期付息压力加大，财政担忧正在加剧。我们判断，发达国家长端国债收益率的上行或成为系统性趋势，单一国家的经济周期或小幅度政策调控恐难以改变这一趋势。

2、法国的特殊性：政坛乱局加大财政前景不确定性

在全球长期国债收益率普遍上行的背景下，法国的特殊性导致其国债收益率上行速度明显偏快：我们认为主要原因有两点：①财政收支不平衡且难以解决：由于经济表现低迷，法国今年赤字率预计将超目标达到 5.4%，财政状况正在加速恶化，同时高税负和高福利的现状使得政党要增税或削减支出很容易面临支持率下降的风险；②政坛乱局加大财政前景不确定性：法国议会分裂使得执政党很难落地大幅度改革。目前政府和其他政党提出的预算整备计划，让国债抛售潮得到暂时控制，但在核心议题上的分歧使得预算整备的难度较大，国民联盟的方案甚至被 IMF 质疑为“很难真正落实”。由此可见，法国长期国债利率仍然“易上难下”，这也会加大其他发达国家长期国债利率上行压力。

3、如果法国债务危机风险继续增加，谁来“兜底”？

法国当前的赤字率水平相比欧债危机期间爆发主权债务危机的希腊、爱尔兰、葡萄牙仍有距离，根据我们总结，如果法国爆发主权债务危机的风险继续增加，从法国国内到欧央行再到欧洲外部存在多层“兜底机制”，不过每一层兜底机制都有触发条件和相应的代价——①法国国内：法国国内金融机构（银行和保险）有望对国债利率上行形成缓冲但难以扭转趋势；②欧央行/欧盟：欧央行暂停缩表是温和且可行的缓冲手段；TPI 购债仅在无序抛售时启用；启动 ESM 贷款和 OMT 购债的前提则是接受财政约束，可能对法国和欧盟整体都会带来较大经济下行压力；③外部/全球：美联储央行美元互换机制仅能用于解决海外美元流动性紧缺

下载日志已记录，仅供内部参考

的问题；IMF 贷款和欧盟内部贷款类似，启用需要接受财政约束。

4、法国债务担忧强化“强美元叙事”，但美国流动性冲击风险仍存

虽然法国债务危机存在多层“兜底机制”，但这些机制将难免导致欧元走弱，美元相对欧元走强，因此法国债务担忧可能强化“强美元叙事”，这有望延后美国流动性冲击，不过美债与美股的矛盾仍然存在：法国长期国债利率上行也会通过套利资金流动加大美债利率上行压力，对美股估值形成压制。我们认为要支撑美股，需要 AI 叙事进一步强化，支撑美股估值和盈利预期。近期特朗普政府和 AI 科技巨头都在尝试强化 AI 叙事，但仍难以保证 AI 资本开支能从最终消费者中取得足够收入。如果欧央行/欧盟救助机制触发流动性拐点前，AI 叙事先一步破裂，美国可能爆发流动性冲击，届时美联储可能需要先一步采取宽松措施。

5、短期注重“防冲击”，长期关注流动性拐点

我们判断，如果法国等非美国家率先出现危机，并触发流动性拐点，可能进一步提升美元资产地位，美股科技有望维持强势。但如果法国等非美国家出现危机前，美国先爆发流动性冲击，美联储可能需要先采取宽松措施。因此我们维持建议：短期注意“防冲击”，配置低位地产/消费，长期布局受益于流动性拐点的地产/消费、港股互联网、黄金/有色——

（1）地产/消费：如果海外流动性出现拐点，外部环境改善，国内系列财政政策有望落地，支撑房价并修复居民部门的资产负债表。届时，我们认为部分地产股可能存在 2 倍或以上的空间，消费行业有望走向“消费核心资产牛”。

（2）港股互联网：如果海外发生流动性冲击，港股可能也会明显调整；如果海外流动性出现拐点，港股有望重估（20 年 3 月美联储 QE 之后，港股涨超 170%）。

（3）黄金/有色：如果海外发生流动性冲击，黄金有色也会阶段性承压；如果海外流动性出现拐点，黄金有色等“商品超级周期”有望回归。

风险提示：全球宏观数据超预期变化，海外地缘局势超预期变化，法国债务压力超预期，技术进步与应用落地节奏变化等。

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

引言 5
一、 法债风险，怎么看？ 5
1.1 地缘冲击+资本竞争+财政担忧，海外长期国债收益率普遍上行 5
1.2 法国的特殊性：政坛乱局加大财政前景不确定性 6
1.3 如果法国债务危机风险继续增加，谁来“兜底”？ 7
1.4 法国债务担忧强化“强美元叙事”，但美国流动性冲击风险仍存 9
1.5 短期注重“防冲击”，长期关注流动性拐点 10
二、 全球基本面观察 11
2.1 美国 9 月非农就业低预期 11
2.2 国内 9 月 PMI 小幅回升 11
2.3 国内“929”稳增长政策出台 12
三、 大类资产回顾 13
3.1 国内股市：整体下跌，周五反弹，科技板块仍偏弱 13
3.2 海外股市：美股全周收涨，欧洲股市相对承压，内部表现分化 13
3.3 海外债市：海外债市整体收益率高位震荡、长端承压 14
3.4 商品：能源、贵金属价格上涨，工业金属表现分化 14
3.5 外汇：美元整体偏强，欧元、日元承压 15
四、 风险提示 15

图表目录

图 1：今年多个发达国家长期国债利率上行 5
图 2：油价上涨带动美债通胀补偿上行，但上行幅度不大 5
图 3：今年 AI 企业债券融资规模明显扩张 6
图 4：多个发达国家公共债务占 GDP 偏高，同时面临赤字压力 6
图 5：法国与德国 10 年期国债利差来到 2012 年以来最高水平 7
图 6：法国部分政党提出预算整备计划 7
图 7：法国宏观税负已在较高水平，财政增收的空间受限 7
图 8：社会保障支出是法国财政支出的最大项目 7
图 9：法国当前赤字率水平低于欧债危机期间 8
图 10：法国债务危机风险存在多层兜底机制 8
图 11：法国银行和保险资本较为充足，有能力承接国债 8
图 12：欧央行仍在缩表，若暂停缩表可每月提供超 400 亿欧元流动性 8
图 13：欧债危机前后，在美联储 QE 外的时间欧元趋势贬值 9
图 14：今年 9 月开始法国与美国利差倒挂收敛，欧元也在贬值 9

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：当前 AI 过度投资或更甚于“科网泡沫”破裂时刻.....9
图 16：行业配置建议关注 AI+涨价的【牛市杠铃】.....10
图 17：9 月美国新增非农就业低于预期.....11
图 18：9 月美国非农平均时薪同比继续回落.....11

表 1：AI 叙事强化事件.....9
表 2：国内 9 月 PMI 小幅回升.....12
表 3：7 月以来已出台一系列地产政策.....12
表 4：境内股票市场表现（截至 26/10/9）.....13
表 5：境内股票市场行业表现（截至 26/10/9）.....13
表 6：全球股票市场表现（截至 26/10/9）.....13
表 7：债券收益率变化（截至 26/10/9）.....14
表 8：债券市场表现（截至 26/10/9）.....14
表 9：大宗商品市场表现（截至 26/10/9）.....14
表 10：外汇市场表现（截至 26/10/9）.....15

下载日志已记录，仅供内部参考

引言

近期多个发达国家长期国债利率上行，其中法国债务担忧引发关注，这可能会强化“强美元叙事”。我们认为法国债务距离真正爆发危机或仍有空间，在欧央行/欧盟救助机制触发流动性拐点前，美股可能需要先承受流动性收紧的考验。现阶段注重“防冲击”，等待海外流动性拐点。

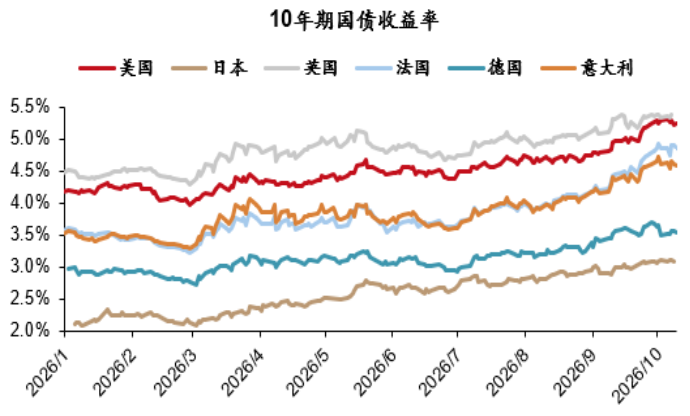
一、法债风险，怎么看？

1.1 地缘冲击+资本竞争+财政担忧，海外长期国债收益率普遍上行

我们在今年 5.21《这次不一样：警惕美债突破 4.5%》中提示：本次美债利率可能“易上难下”，除非美国快速战胜伊朗，否则美债利率或面临持续上行风险。实际上，今年美国长期国债收益率上行并非个例，美、日、英、法等发达国家长期国债收益率普遍上行。我们认为，主要原因有三点：

（1）地缘冲突：油价上涨导致的通胀补偿上行仅能解释长债利率小部分上涨（截至 10 月 9 日，今年 10 年期美债利率上涨 106 个 BP，但通胀补偿仅上涨 8 个 BP），更主要的影响或是地缘冲突加大了主权信用风险：对于美国，美伊冲突迁延日久，暴露了美军地缘控制力不足，而美国军事能力是美债安全性的重要保障，因而全球投资者对美债的信心被削弱；而对于欧洲和日本，由于能源对外依赖度高，原油供应扰动会加大经济和财政风险。

图 1：今年多个发达国家长期国债利率上行



资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：数据截至 2026/10/9

图 2：油价上涨带动美债通胀补偿上行，但上行幅度不大



资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：数据截至 2026/10/9

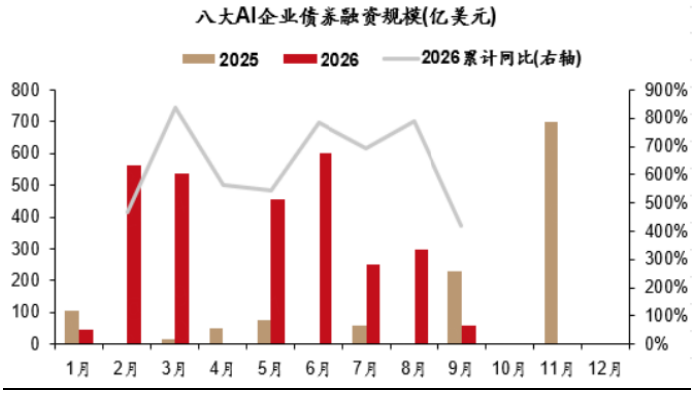
（2）资本竞争：AI 企业融资挤占了市场一部分流动性，仅债券融资，今年前 9 个月八大 AI 企业融资规模已超 2800 亿美元，较去年同期增长超 4 倍，相当于同期美国长期国债净发行规模的 92%。近期 AI 企业还通过多种其他方式融资，同样会挤占市场流动性，如 Alphabet 已通过芯片抵押贷款融资 220 亿美元，博通正在推进的融资项目或达 1100 亿美元。国债面临资本竞争因而被要求更高的收益。

下载日志已记录，仅供内部参考

（3）财政担忧：根据 IMF 预测，2026 年日本、意大利、美国、法国、英国均处于债务占 GDP 比超 100%的行列，且同时面临赤字压力。叠加当前发达国家处于加息周期，付息压力加大，财政担忧正在加剧。

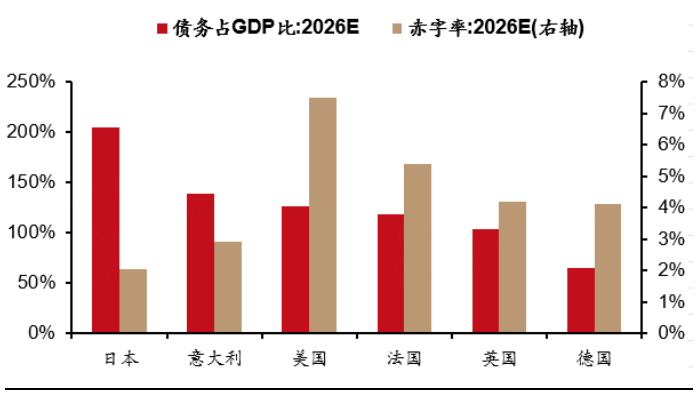
地缘冲突、资本竞争、财政担忧正在对发达国家国债市场形成广泛冲击，叠加套利资金的作用（一国利率提升会从其他国家吸引资金，导致其他国家利率提升），我们判断，发达国家长端国债收益率的上行或成为系统性趋势，单一国家的经济周期或小幅度政策调控恐难以改变这一趋势。

图 3：今年 AI 企业债券融资规模明显扩张



资料来源：SEC，西部证券研发中心

图 4：多个发达国家公共债务占 GDP 偏高，同时面临赤字压力



资料来源：IMF，英国国家统计局，IFO 经济研究所，欧洲时报，西部证券研发中心

1.2 法国的特殊性：政坛乱局加大财政前景不确定性

在全球长期国债收益率普遍上行的背景下，法国的特殊性导致其国债收益率上行速度明显偏快：法国与德国 10 年期国债利差来到 2012 年以来最高水平，法国与美国 10 年期国债利差倒挂收敛。我们认为主要原因有两点：

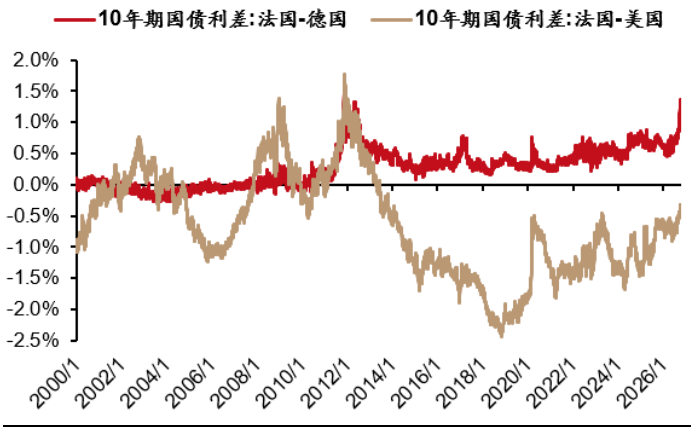
（1）财政收支不平衡且难以解决：法国债务占 GDP 比明显低于日本、意大利和美国，债务压力不算极端，但根据法国近期公布的数据，由于经济表现低迷，今年赤字率预计将达到 5.4%，高于此前 5%的目标，也高于欧盟 3%的要求，这意味着法国财政状况正在加速恶化。并且，法国的宏观税负已处于较高水平，而支出结构中，社会保障支出占比很高，政党要增税或削减支出很容易面临支持率下降的风险。

（2）政坛乱局加大财政前景不确定性：法国政坛极度分裂，议会大体呈现左、中、右“三足鼎立”格局，各派内部也不团结，这使得执政党很难落地大幅度改革。面对当前的财政困局，现任政府和反对党虽然都提出预算整备计划，让国债抛售潮得到暂时控制，但在核心议题上的分歧使得预算整备的难度较大，如现任政府主张控制养老金开支同时增税，而民调支持率最高的法国国民联盟则主张下调退休年龄和减税。此外法国国民联盟提出的财政方案和赤字率目标也被 IMF 质疑为“很难真正落实”。

由此可见，法国长期国债利率仍然“易上难下”，这也会加大其他发达国家长期国债利率上行压力。

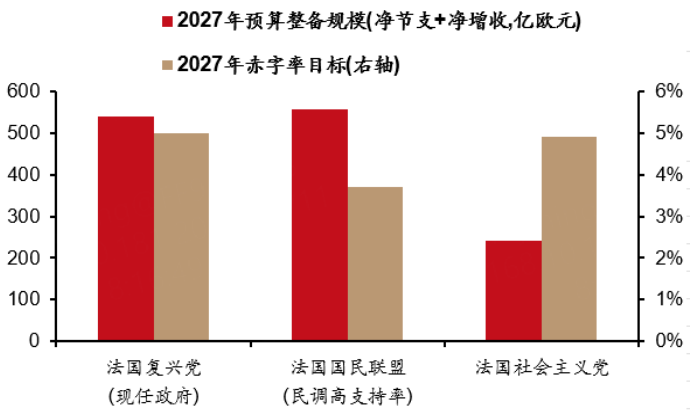
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：法国与德国 10 年期国债利差来到 2012 年以来最高水平



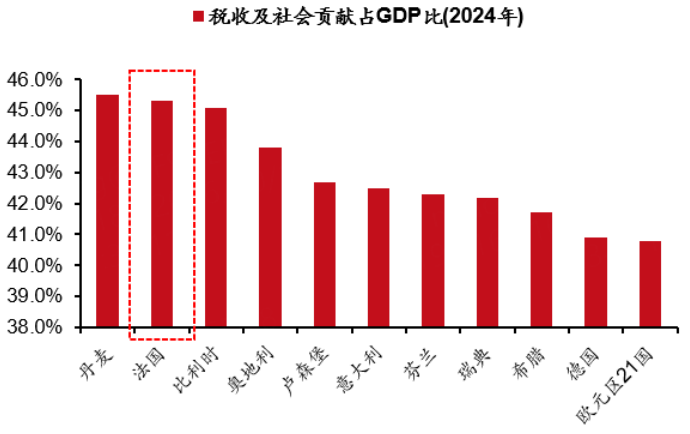
资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：数据截至 2026/10/9

图 6：法国部分政党提出预算整备计划



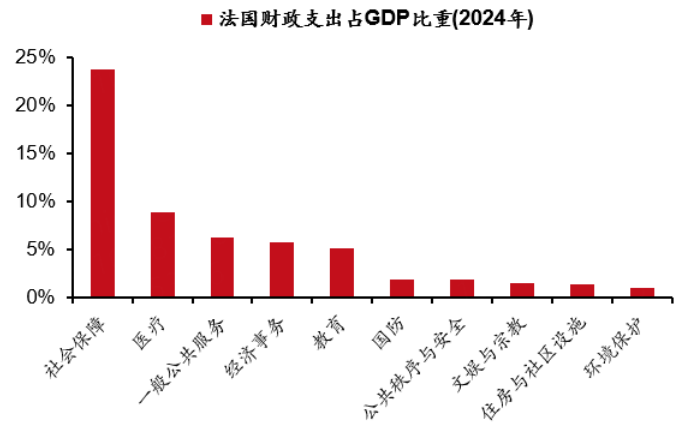
资料来源：经济参考报，欧洲时报，华尔街见闻，archynewsy，西部证券研发中心

图 7：法国宏观税负已在较高水平，财政增收的空间受限



资料来源：Eurostat，西部证券研发中心

图 8：社会保障支出是法国财政支出的最大项目



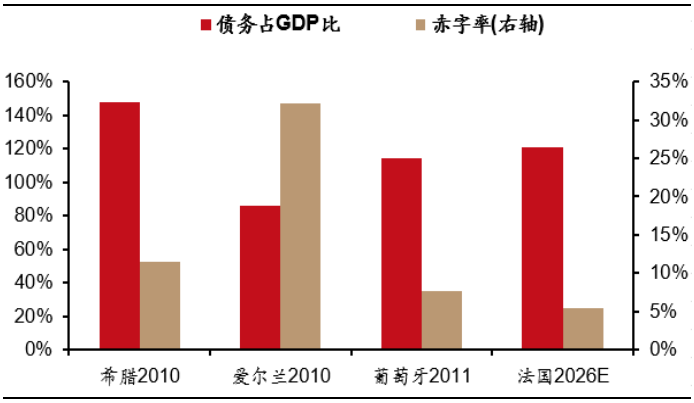
资料来源：Eurostat，西部证券研发中心

1.3 如果法国债务危机风险继续增加，谁来“兜底”？

法国当前的赤字率水平（5.4%）相比欧债危机期间爆发主权债务危机的希腊（2010 年赤字率 11.4%）、爱尔兰（2010 年赤字率 32.2%）、葡萄牙（2011 年赤字率 7.7%）仍有距离，根据我们总结，如果法国爆发主权债务危机风险继续增加，从法国国内到欧央行再到欧洲外部存在多层“兜底机制”，不过每一层兜底机制都有触发条件和相应的代价——

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：法国当前赤字率水平低于欧债危机期间



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 10：法国债务危机风险存在多层兜底机制



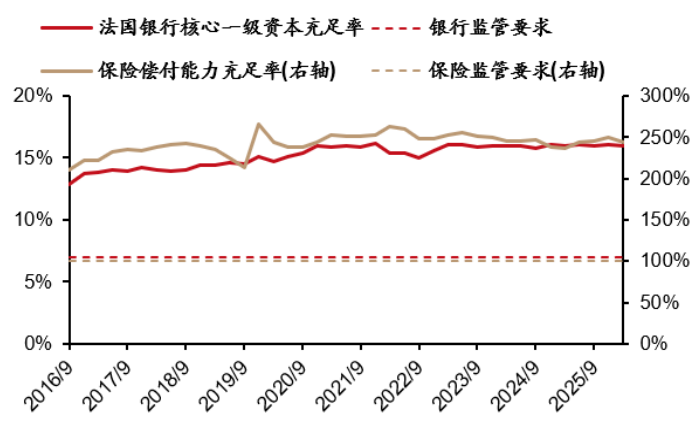
资料来源：Wind，欧央行，eiopa，美联储，IMF，《宏观经济研究》，山东大学，西部证券研发中心

（1）法国国内：法国国内金融机构是第一道缓冲垫，法国银行和保险业资本较为充足，有能力承接法国国债，不过在法国长期国债利率易上难下的预期下，法国银行和保险业也会要求更高的收益补偿，可能会随法国国债利率上行逐步扩大配置，形成缓冲但难以扭转趋势；

（2）欧央行/欧盟：欧央行当前仍处于缩表进程中，过去 1 年平均每月缩表 445 亿欧元，暂停缩表是温和且可行的缓冲手段。此外，欧债危机后，欧央行/欧盟形成了多层金融稳定机制，包括欧债危机期间曾救助过希腊、葡萄牙、爱尔兰等国的救助机制的演化版本“欧洲稳定机制”ESM，以及定向购债计划 TPI 和 OMT，分别在国债遭无序抛售时和启用 ESM 后仍有需要时启用。不过在国债利率长期有序上行而非短期大幅上行时，TPI 可能不会启用，而启动 ESM 和 OMT 的前提则是接受财政约束，考虑到法国财政的情况和法国的经济体量，对法国和欧盟整体都会带来较大经济下行压力。

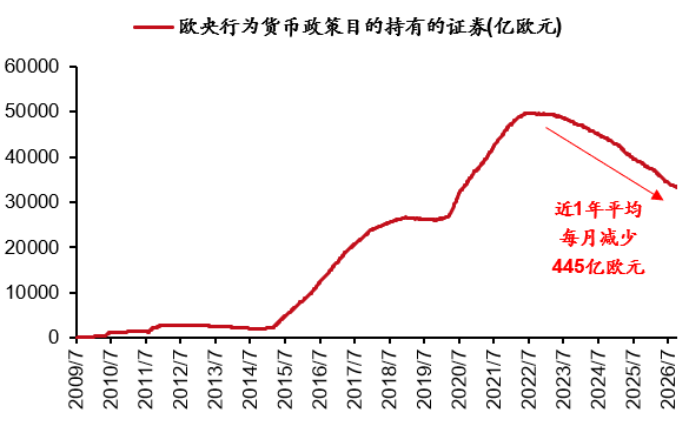
（3）外部/全球：美联储不会直接解决法国的融资问题，仅当海外美元流动性紧缺时，美联储有央行美元互换机制才会发挥作用。此外，IMF 贷款和欧盟内部贷款类似，启用需要接受财政约束。

图 11：法国银行和保险资本较为充足，有能力承接国债



资料来源：欧央行，eiopa，西部证券研发中心 注：数据截至 26Q1

图 12：欧央行仍在缩表，若暂停缩表可每月提供超 400 亿欧元流动性



资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：数据截至 2026/10/2

下载日志已记录，仅供内部参考

1.4 法国债务担忧强化“强美元叙事”，但美国流动性冲击风险仍存

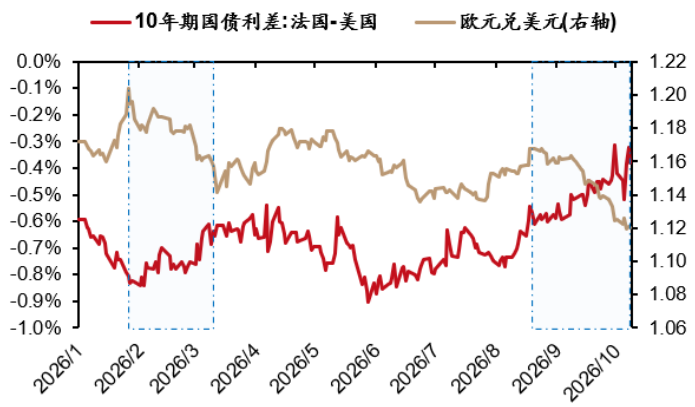
虽然法国债务危机存在多层“兜底机制”，但这些机制将难免导致欧元走弱，美元走强。欧债危机前后，尽管出现债务危机的国家体量相对较小，但欧盟内的救助压力以及欧央行的宽松政策加大了欧元贬值压力，在美联储 QE 外的时间欧元趋势贬值。今年 9 月法国长债利率快速上行期，欧元也遭受贬值，后续法国如果通过政党间妥协整顿财政，或触发欧盟的救助机制，都可能造成法国乃至欧盟经济下行压力，导致欧元贬值，而如果欧央行实施货币宽松，也会加大欧元贬值压力。

图 13：欧债危机前后，在美联储 QE 外的时间欧元趋势贬值



资料来源：Wind，美联储，西部证券研发中心

图 14：今年 9 月开始法国与美国利差倒挂收敛，欧元也在贬值



资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：数据截至 2026/10/9

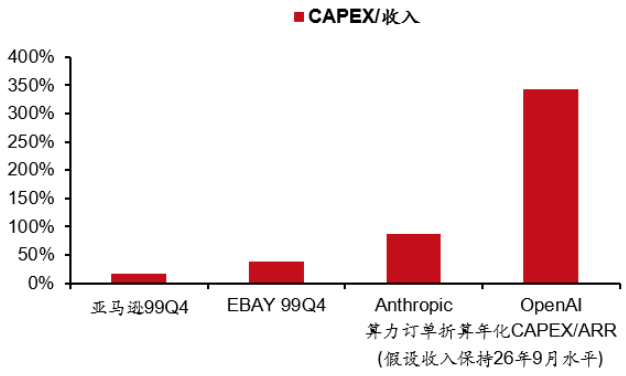
我们在今年 8.24《美债风暴，如何应对？》中指出，上半年“强美元叙事”同时维稳“美债-美股-美元”，如果“强美元叙事”难以维系，美债-美股-美元的“不可能三角”将回归。法国债务担忧可能使美元相对欧元走强，强化“强美元叙事”，有望延后美国流动性冲击，但美债与美股的矛盾仍然存在：法国长期国债利率上行也会通过套利资金流动加大美债利率上行压力，对美股估值形成压制。我们认为要支撑美股，需要 AI 叙事进一步强化，支撑美股估值和盈利预期。近期特朗普政府和 AI 科技巨头都在尝试强化 AI 叙事，但仍难以保证 AI 资本开支能从最终消费者中取得足够收入。如果欧央行/欧盟救助机制触发流动性拐点前，AI 叙事先一步破裂，美国可能爆发流动性冲击，届时美联储可能需要先一步采取宽松措施。

表 1：AI 叙事强化事件

时间	AI“升维”事件
2026/10/9	Anthropic明确禁止用户对其AI模型实施“持续且无谓的辱骂或残忍行为”
2026/10/7	OpenAI在Github平台上一次发布了722篇数学
2026/10/3	Anthropic公司向宗教人士和学者兜售该公司旗下大模型“拥有意识和灵魂”的观念
2026/9/30	特朗普发布行政令称在法律允许的最大范围内，使用“超级智能SI”表述取代“人工智能AI”
2026/9/14	特朗普称“美国必须保持AI领先”

资料来源：中国新闻网，环球时报，财联社，科技日报，西部证券研发中心

图 15：当前 AI 过度投资或更甚于“科网泡沫”破裂时刻



资料来源：Bloomberg，TechCrunch，Tomtunguz，arr.club，MindStudio，西部证券研发中心 注：科网泡沫时期数据为财报 CAPEX/收入，当前数据为算力订单等效年化 CAPEX/ARR，口径存在差异

下载日志已记录，仅供内部参考

1.5 短期注重“防冲击”，长期关注流动性拐点

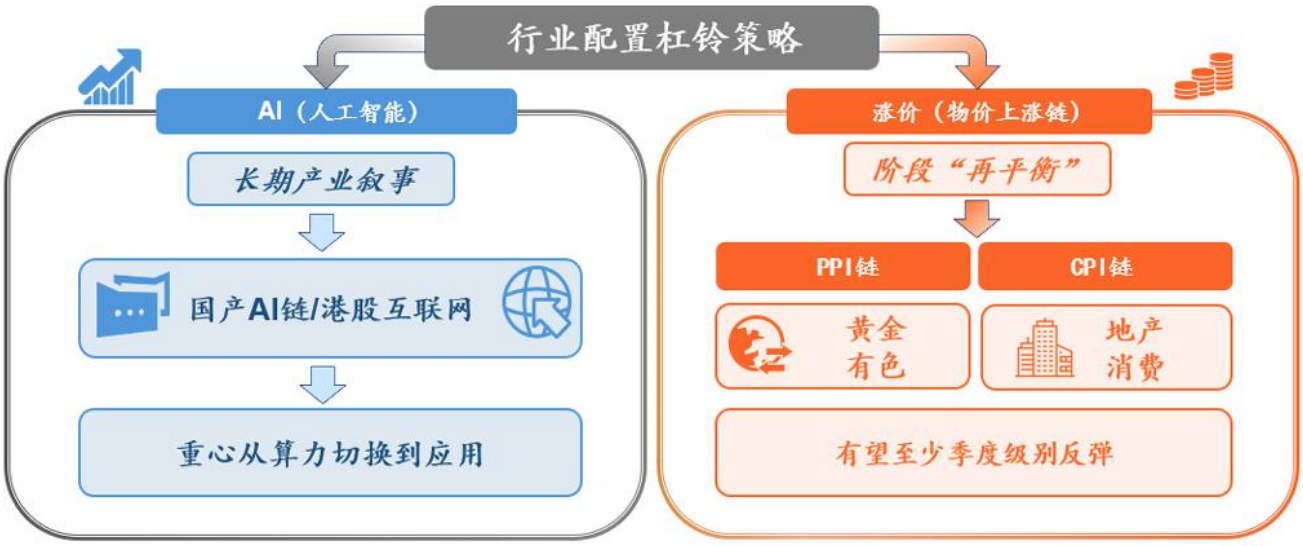
我们判断，如果法国等非美国家率先出现危机，并触发流动性拐点，可能进一步提升美元资产地位，美股科技有望维持强势。但如果法国等非美国家出现危机前，美国先爆发流动性冲击，美联储可能需要先采取宽松措施。因此我们维持建议：短期注意“防冲击”，配置低位地产/消费，长期布局受益于流动性拐点的地产/消费、港股互联网、黄金/有色——

（1）地产/消费：如果海外流动性出现拐点，外部环境改善，国内系列财政政策有望落地，支撑房价并修复居民部门的资产负债表。届时，我们认为部分地产股可能存在 2 倍或以上的空间，消费行业有望走向“消费核心资产牛”。

（2）港股互联网：如果海外发生流动性冲击，港股可能也会明显调整；如果海外流动性出现拐点，港股有望重估（20 年 3 月美联储 QE 之后，港股涨超 170%）。

（3）黄金/有色：如果海外发生流动性冲击，黄金有色也会阶段性承压；如果海外流动性出现拐点，黄金有色等“商品超级周期”有望回归。

图 16：行业配置建议关注 AI+涨价的【牛市杠铃】



资料来源：西部证券研发中心绘制

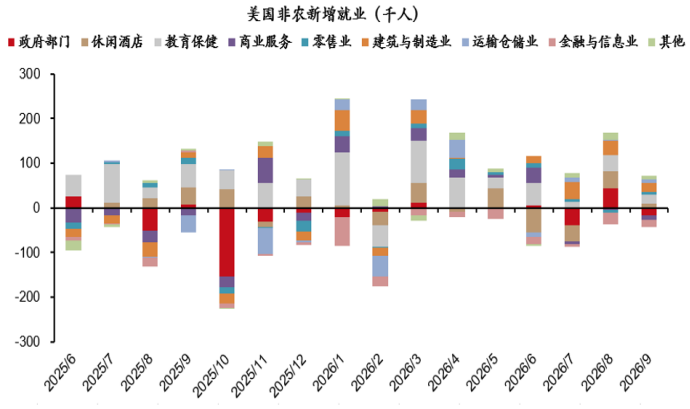
下载日志已记录，仅供内部参考

二、全球基本面观察

2.1 美国9月非农就业低预期

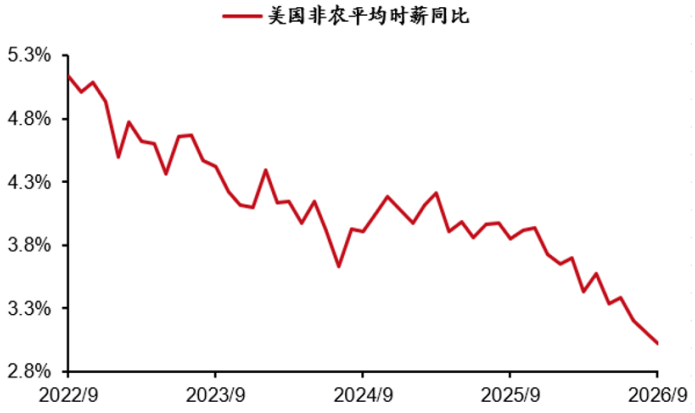
失业率意外走高，强劲增长未能延续。9 月新增非农就业 2.9 万，低于预期，失业率意外走高至 4.2%，7-8 月合计下修 6 万，时薪同比回落到 3.0%的低位。结构上，上月意外增长的政府就业转为减少，休闲酒店增长也有所减弱，增长未能持续；商业服务、金融和信息业继续收缩，可能反映 AI 替代效应；建筑与制造业、教育保健继续贡献就业增长。我们认为，美国就业市场并不存在过热，工资通胀持续降温，在高通胀和 AI 替代的影响下，劳动参与率和失业率小幅走高，也尚不足以引发衰退担忧。

图 17：9 月美国新增非农就业低于预期



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 18：9 月美国非农平均时薪同比继续回落



资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.2 国内9月PMI小幅回升

生产强于需求，价格指数明显抬升。国内 9 月 PMI 录得 50.1，重回荣枯线上，高于预期的 49.8，也高于 8 月的 49.8，符合 9 月生产旺季的季节性特征。生产指数明显抬升，达到年内最高值，但新订单和新出口订单指数不升反降，供需缺口有所扩大，反映需求偏弱特征。但产成品库存指数回落，反映累库压力不明显。两大价格指数均明显抬升，原材料-出厂价格剪刀差有所扩大，但好于 3-5 月，指引 9 月 PPI 和工业企业利润表现可能偏强。生产经营活动预期表现稳定。国内经济总体运行稳定，随着存量和增量政策效果显现，完成全年经济增长目标的可能性较大。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：国内 9 月 PMI 小幅回升

时间	2025-09-30	2025-10-31	2025-11-30	2025-12-31	2026-01-31	2026-02-28	2026-03-31	2026-04-30	2026-05-31	2026-06-30	2026-07-31	2026-08-31	2026-09-30
PMI指数	49.8	49	49.2	50.1	49.3	49	50.4	50.3	50	50.3	49.2	49.8	50.1
生产	51.9	49.7	50	51.7	50.6	49.6	51.4	51.5	51.2	51.4	49.9	50.4	51.7
新订单	49.7	48.8	49.2	50.8	49.2	48.6	51.6	50.6	49.9	51.2	48.5	50.6	50.5
原材料库存	48.5	47.3	47.3	47.8	47.4	47.5	47.7	49.3	48.6	48.4	48.3	48.1	48.2
从业人员	48.5	48.3	48.4	48.2	48.1	48	48.6	48.8	48.6	48.5	49	48.7	48.4
主要原材料购进价格	53.2	52.5	53.6	53.1	56.1	54.8	63.9	63.7	60.5	54.2	53.2	56.6	60.8
出厂价格	48.2	47.5	48.2	48.9	50.6	50.6	55.4	55.1	51.9	48.2	47.8	50.4	54
供应商配送时间	50.8	50	50.1	50.2	50.1	49.1	49.5	49.5	49.2	49.9	49.5	50.1	50.1
新出口订单	47.8	45.9	47.6	49	47.8	45	49.1	50.3	48.6	50.1	49.6	50.1	50
进口	48.1	46.8	47	47	47.3	45.6	49.8	50.1	48.8	49.6	47.5	48.6	49.2
采购量	51.6	49	49.5	51.1	48.7	48.2	50.9	51.1	49.8	51.4	49.4	50.5	51
产成品库存	48.2	48.1	47.3	48.2	48.6	45.8	46.7	47.5	49.3	47.7	48.6	48.4	47.6
在手订单	45.2	44.5	45.5	46	45.1	44	47.1	46.2	46.8	47.1	45.8	46.7	46
生产经营活动预期	54.1	52.8	53.1	55.5	52.6	53.2	53.4	54.5	53.9	54.3	54.1	53.8	53.8

资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.3 国内“929”稳增长政策出台

PSL 降息扩围，全国性房贷贴息政策落地。PSL 降息 25BP 并将支持范围扩展至“六张网”建设，有望有力助力稳投资。同时增加科创与技术改造再贷款额度 2000 亿元、支农支小再贷款额度 5000 亿元，是央行三季度货币政策例会结构性货币政策表述的落地。中央财政进行全国性房贷贴息，贴息存在首房首贷/120 平/150 万总价的限制，刺激主要针对一线城市刚需房或低线城市住房，基调仍是托底需求，但结合现房销售等控供给政策，对改善楼市供需结构、稳房价也有望起到作用。

表 3：7 月以来已出台一系列地产政策

日期	发布主体	文件/事件名称	主要内容
2026/9/29	财政部、中国人民银行、国家金融监督管理总局	《关于实施居民购房贷款贴息政策的通知》	在全国范围内实施居民购房贷款贴息政策，满足条件的可享受中央财政年化1个百分点、期限不超过5年的贴息支持。
2026/9/28	国务院	国务院常务会议	推出一批务实管用的增量政策，优化财政支出安排，研究出台稳定房地产市场、促进就业增收等政策措施。
2026/9/18	住建部	“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会	明确下一步全力推动项目公司制、主办银行制和现房销售制落地；完善保障和市场两个体系。
2026/8/28	住房城乡建设部、自然资源部、金融监管总局	《关于完善商品住房销售制度的通知》	商品房预售单体建筑应完成主体结构封顶；推进商品住房现房销售。推行“交房即交证”。
2026/8/28	中国人民银行、国家金融监督管理总局	《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》	房地产开发贷款实行主办银行制，单个房地产项目对应一家银行作为主办银行，对项目资金进行封闭管理。
2026/8/28	国家金融监督管理总局会同相关部门	《商品住房开发贷款、个人住房贷款等管理办法》	坚持以项目为中心、主办银行制、资金封闭管理，指导银行业金融机构按市场化、法治化原则做好房地产金融服务。
2026/8/28	中国证监会	《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》	支持上市房地产开发企业再融资、并购重组、发行公司债券和资产支持证券；推动不动产投资信托基金高质量发展；推进不动产私募投资基金试点工作。
2026/7/30	中共中央政治局	中央政治局会议	切实筑牢安全屏障。稳定房地产市场。
2026/7/13	国务院	《扩大消费“十五五”规划》（国务院批复同意）	住房消费首次被纳入“大宗耐用商品消费”体系；“实施房屋品质提升工程、建设安全舒适绿色智慧的‘好房子’”。

资料来源：中国政府网，财政部，国新办，中国人民银行，证监会，金管局，新华财经，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

三、大类资产回顾

3.1 国内股市：整体下跌，周五反弹，科技板块仍偏弱

短期市场对海外风险仍较为敏感。上证指数上周下跌 0.74%，上证 50 指数下跌 0.56%，沪深 300 下跌 0.93%，中证 500、中证 1000 和中证 2000 分别下跌 2.48%、下跌 1.96%和下跌 1.35%。风格层面，价值>成长：国证价值风格指数上涨 0.62%，国证成长风格指数下跌 2.17%。行业层面，煤炭、传媒、纺织服装领涨，电子、通信、机械领跌。

表 4：境内股票市场表现（截至 26/10/9）

	代码	%WTD	%MTD	%YTD
上证指数	000001.SH	-0.74	-0.74	-3.91
上证50	000016.SH	-0.56	-0.56	-7.38
沪深300	000300.SH	-0.93	-0.93	-6.75
中证500	000905.SH	-2.48	-2.48	-2.87
中证1000	000852.SH	-1.96	-1.96	-5.78
中证2000	932000.CSI	-1.35	-1.35	-4.31
创业板指	399006.SZ	-2.93	-2.93	-4.99
国证价值	399371.SZ	0.62	0.62	-4.23
国证成长	399370.SZ	-2.17	-2.17	-5.62

资料来源：Choice，西部证券研发中心

表 5：境内股票市场行业表现（截至 26/10/9）

上周单日及整周涨幅前三行业		
周四	周五	整周
石油石化	传媒	煤炭
2.34%	5.15%	2.77%
电力及公用事业	商贸零售	传媒
1.34%	2.59%	2.70%
交通运输	有色金属	纺织服装
1.33%	2.15%	2.36%

资料来源：Choice，西部证券研发中心

3.2 海外股市：美股全周收涨，欧洲股市相对承压，内部表现分化

美国经济基本面和科技股支撑大盘，欧股受主权债务风险和偏紧金融条件拖累。美股方面，纳斯达克指数整周上涨 0.64%，标普 500 上涨 1.15%，道琼斯指数上涨 0.93%。欧股方面，英国富时 100 上涨 0.86%，法国 CAC40 下跌 1.19%，德国 DAX 下跌 0.57%。

表 6：全球股票市场表现（截至 26/10/9）

		价格	%WTD	%MTD	%YTD	%2025全年
股票						
MSCI 全球市场	MXWO	4,962.4	0.73	1.22	12.01	19.49
MSCI 发达市场	MXEA	3,078.7	-0.54	-1.50	6.43	27.89
MSCI 新兴市场	MXEF	1,708.8	-0.01	0.23	21.68	30.58
S&P 500	SPX	7,811.5	1.15	2.09	14.11	16.39
纳斯达克指数	CCMP	27,366.2	0.64	1.88	17.74	20.36
道琼斯	INDU	51,655.0	0.93	1.47	7.47	12.97
Stoxx欧洲50	SX5E	6,173.4	-1.04	-1.53	6.60	18.29
德国DAX	DAX	25,087.3	-0.57	-0.44	2.44	23.01
法国CAC 40	CAC	7,803.3	-1.19	-2.02	-4.25	10.42
英国富时100	UKX	10,552.1	0.86	-0.51	6.25	21.51
日经225	NKY	69,030.9	1.06	3.41	37.13	26.18
沪深300	SHSZ300	4,317.3	-0.93	-0.93	-6.75	17.66
上证综指	SHCOMP	3,813.8	-0.74	-0.74	-3.91	18.41
恒生指数	HSI	24,211.4	1.00	-1.63	-5.54	27.77
越南胡志明指数	VNINDEX	7,329.9	4.25	1.01	-22.24	13.25
中概股	HXCX	1,735.1	-0.15	-1.90	-2.77	40.87
巴西IBOVSPA	IBOV	209,066.9	8.82	12.20	29.75	33.95
印度Nifty	NIFTY	22,520.5	0.44	-0.44	-13.81	10.51

资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 海外债市：海外债市整体收益率高位震荡、长端承压

油价推升通胀担忧，欧洲政府融资和财政可持续性担忧抬高期限溢价。10 年期美债收益率下降 3 个 bp 至 5.24%，实际利率整周下降 2 个 bp 至 2.89%。 30Y-2Y 利差为 81 个 bp，10Y-2Y 利差为 45 个 bp。上周德国、葡萄牙、意大利、西班牙 10 年期国债收益率分别上升 2 个 bp、下降 1 个 bp、下降 3 个 bp、上升 1 个 bp 至 3.48%、3.96%、4.57%和 4.09%。德债 30Y-2Y 利差 74 个 bp，10Y-2Y 利差 36 个 bp。

表 7：债券收益率变化（截至 26/10/9）

债券市场利率变化													时间：	2026/10/9				
	本期情况						上周变化(bps)						年初至今变化					
国债（BVAL）	3个月	1年	2年	5年	7年	10年	3个月	1年	2年	5年	7年	10年	3个月	1年	2年	5年	7年	10年
美国国债（美元）	4.17	4.45	4.85	4.99	5.07	5.16	9	5	11	13	15	16	54	98	138	126	113	99
德国国债（欧元）	2.47	2.95	3.27	3.41	3.48	3.60	-3	-2	0	5	7	8.3	52	97	115	96	89	75
葡萄牙国债（欧元）	2.52	3.11	3.28	3.58	3.77	3.97	-4	-3	1	7	8	8	47	112	126	110	99	83
意大利国债（欧元）	2.53	3.11	3.51	3.96	4.21	4.51	0	-3	0	4	6	8	49	103	132	112	106	96
西班牙国债（欧元）	2.49	3.08	3.32	3.62	3.83	4.08	-1	-4	1	6	8	8	46	107	107	99	86	79
英国国债（英镑）	3.96	4.52	4.84	4.91	5.15	5.36	5	-5	0	1	6	7	14	83	114	99	108	89
土耳其国债（美元）	6.21	6.32	6.76	7.23	7.48	7.69	-43	-17	11	18	15	15	185	186	219	160	134	117
巴西国债（美元）	4.87	4.90	5.36	6.08	6.48	6.79	18	21	24	26	25	21	36	42	92	88	84	77
美元公司债（BVAL）	3个月	1年	2年	5年	7年	10年	3个月	1年	2年	5年	7年	10年	3个月	1年	2年	5年	7年	10年
AA	4.57	4.72	4.97	5.38	5.55	5.76	11	11	12	15	16	17	75	102	128	132	122	107
A	4.62	4.83	5.09	5.53	5.74	5.96	12	12	12	15	17	18	71	100	125	130	121	106
BBB	4.84	5.04	5.33	5.80	5.99	6.22	16	13	13	16	18	19	76	96	122	126	116	103
BB	5.72	5.92	6.15	6.72	6.96	7.32	29	30	30	27	26	23	127	134	145	128	119	118
B	6.19	6.45	6.77	7.53	7.75	8.13	38	39	38	36	37	39	119	125	128	114	108	116
欧元公司债（BVAL）	3个月	1年	2年	5年	7年	10年	3个月	1年	2年	5年	7年	10年	3个月	1年	2年	5年	7年	10年
AA	3.06	3.39	3.70	4.08	4.26	4.44	4	3	3	5	7	10	75	103	125	111	100	84
A	3.06	3.39	3.71	4.19	4.37	4.53	3	3	3	9	11	12	75	101	118	112	101	84
BBB	3.10	3.43	3.81	4.35	4.52	4.74	1	3	4	8	9	10	73	98	117	109	96	85

资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

表 8：债券市场表现（截至 26/10/9）

		%WTD	%MTD	%YTD	%2025全年
债券					
美国国债	LUATTRUU	0.31	0.34	-2.43	6.32
意大利国债	BCEI1T	0.18	0.25	-3.20	3.21
西班牙国债	BCES1T	-0.05	0.27	-2.25	1.59
葡萄牙国债	BCEP1T	0.01	0.31	-2.56	0.70
德国国债	BCEG1T	-0.18	0.64	-1.67	-1.58
美债IG	LUACTRUU	0.48	0.47	-2.66	7.77
美债HY	LF98TRUU	0.20	0.24	0.34	8.62
新兴市场美元债	EMUSTRUU	0.64	0.28	-1.23	11.11
中资美元债	I29136US	0.20	0.13	-0.53	7.37
结构化美元债	LD19TRUU	0.44	0.62	-2.52	8.49
欧元IG	LP06TREU	0.07	0.44	-1.74	1.30
欧元HY	LP01TREU	-0.11	-0.55	-0.25	4.86
中国债券	I08271CN	0.04	0.04	2.89	0.61
中国国债	I08273CN	0.05	0.05	2.92	0.08
中国公司债	I08275CN	0.05	0.05	2.33	1.84

资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

3.4 商品：能源、贵金属价格上涨，工业金属表现分化

地缘风险带来的供应担忧推升油价，金价随实际利率企稳反弹。WTI 原油，布伦特油价整周分别上涨 0.81%和上涨 2.42%至 91.9、104.7 美元/桶。金属方面，DCE 铁矿石整周下跌 2.98%，LME 铜上涨 1.97%，LME 铝下跌 1.68%，黄金上涨 1.28%，白银上涨 0.76%。

表 9：大宗商品市场表现（截至 26/10/9）

		价格	%WTD	%MTD	%YTD	%2025全年
大宗商品						
WTI原油（美元/桶）	CLA	91.9	0.81	1.58	61.37	-13.60
ICE 布伦特原油（美元/桶）	COA	104.7	2.42	6.82	73.90	-13.71
ICE NBP天然气（英镑/兆瓦时）	FNA	202.6	7.69	10.64	186.83	-25.59
LME镍（美元/吨）	LMNIDS03	15,622.0	-0.03	-1.92	-6.15	8.60
LME铝（美元/吨）	LMAHDS03	3,048.5	-1.68	-3.82	1.77	17.40
LME铜（美元/吨）	LMCADS03	14,540.0	1.97	0.90	17.04	41.69
DCE铁矿石（元/吨）	IOEA	683.5	-2.98	-2.98	-10.71	1.39
黄金（美元/金衡盎司）	XAU	4,194.2	1.28	0.89	-2.90	64.58
白银（美元/金衡盎司）	XAG	60.8	0.76	0.66	-15.13	147.95
CBT玉米（美分/蒲式耳）	C A	479.8	-3.62	-4.19	4.18	2.28
ICE棉花（美分/磅）	CTA	80.5	2.10	2.57	17.83	-1.41
大商所聚丙烯（元/吨）	S A	9,284.0	8.29	8.29	42.83	-8.48
上期所沥青（元/吨）	W A	5,319.0	4.48	4.48	75.37	-3.19

资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

3.5 外汇：美元整体偏强，欧元、日元承压

美元受油价上涨、避险需求和美联储加息预期支撑，欧元和日元受压制。上周美元指数收至 102.2，较前一周上涨 0.28%，欧元贬值 0.49%，英镑贬值 0.05%，日元贬值 0.29%，美元兑在岸人民币升值 0.19%至 6.69，美元兑离岸人民币升值 0.20%至 6.69，美元兑人民币中间价升值 0.03%至 6.73。

表 10：外汇市场表现（截至 26/10/9）

		价格	%WTD	%MTD	%YTD	%2025全年
外汇						
美元指数	DXY	102.21	0.28	0.75	3.96	-9.37
英镑兑美元	GBPUSD	1.32	-0.05	-0.23	-1.79	7.66
欧元兑美元	EURUSD	1.12	-0.49	-1.15	-4.65	13.44
美元兑人民币	USDCNY	6.69	-0.19	-0.19	-4.23	-4.27
美元兑日元	USDJPY	158.31	0.29	0.57	1.02	-0.31
离岸人民币	USDCNH	6.69	-0.20	-0.24	-4.06	-4.94
人民币中间价	CNYMUSD	6.73	-0.03	-0.03	-4.21	-2.22

资料来源：Wind，西部证券研发中心

四、风险提示

全球宏观数据超预期变化，可能引发货币政策预期超预期变化，例如当美国通胀超预期走高或者美欧景气分化超预期加大，可能导致全球流动性收紧和美元指数上行，压制包括港股互联网和黄金在内的各类资产。

海外地缘局势超预期变化，如果美伊冲突烈度超预期，可能导致原油供给冲击加大，油价走高并推升全球通胀（预期），加剧货币政策紧缩预期和避险情绪，也可能导致流动性收紧和资产价格调整。

法国债务压力超预期，可能导致“兜底机制”无法及时发挥作用，从而对全球大类资产形成冲击。

技术进步与应用落地节奏变化，如果下半年国内 AI 应用落地不及预期，可能加大市场对 AI 投入回报的担忧，包括港股互联网在内的国内 AI 应用股市场表现可能不及预期。

当前科技股等效 CAPEX/ARR 数据与科网泡沫时期口径存在差异，订单披露完整性问题与生效节奏未知可能造成误差。

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。