下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

宏观专题

证券研究报告

美债利率攀升，为何金融条件仍偏宽松

■ 海外经济政策跟踪

王宇晴(分析师)
021-23185641
wangyuqing@gtht.com
登记编号 S0880525040119

苏思羽(研究助理)
021-23183806
susiyu@gtht.com
登记编号 S0880126080020

于博(分析师)
021-38674715
yubo@gtht.com
登记编号 S0880526070017

本报告导读：

近期美债利率持续攀升，但美国金融条件受益于股票的持续上涨与企业融资环境的畅通仍维持较为宽松的状态。短期来看，高利率对美国经济的限制性仍相对有限，长端收益率的飙升或并不能实质性地减少美联储进一步加息的必要性，通胀风险仍将是影响美联储加息节奏和幅度的首要因素。

投资要点：

- **宏观专题：美债利率攀升，为何金融条件仍偏宽松？**
  - **金融条件是什么？**金融条件衡量的是居民和企业感受到的长期利率、信贷、股价等共同构建的融资环境，是货币政策传导到市场之后的“实际松紧”。由于概念相对宽泛，通常的衡量方法是汇总多项指标构建一个综合的金融条件指数。目前较为常用的指数主要有以下六类：美联储推出的金融条件对增长的脉冲（FCI-G）、芝加哥联储国家金融条件指数（NFCI）、圣路易斯联储金融压力指数(STLFSI)、堪萨斯城金融压力指数(KCFSI)、彭博金融条件指数（BFCI）和高盛金融条件指数（GSFCI）。
  - **美债利率大幅攀升，为何金融条件仍不算紧？**尽管长端美债利率已攀升至历史高位，但截至 2026 年 9 月，六类金融条件指数仍显示美国金融条件处于比历史平均更宽松的状态。我们认为，一方面在 AI 所带来的强劲资本开支需求以及亮眼的企业盈利增长下，股票市场的持续上涨是金融条件保持宽松的重要来源。另一方面，高利率并未带来企业端融资环境的明显恶化，企业债发行量仍然强劲，信用利差维持低位，并未造成金融条件的显著收紧，使得金融条件能够在更高的利率水平下仍维持宽松。
  - **偏松的金融环境对经济与政策有何影响？**短期来看，金融条件对美国经济增长或仍有一定支撑。美联储 FCI-G 指标显示，截至 2026 年 8 月，金融条件预计在未来一年内提振美国 GDP 增长约 0.9 个百分点，因此目前高利率对美国经济的限制性或仍相对较小。此外，在金融条件仍处于偏松状态下，更高的美债收益率或难以代替美联储加息。未来来看，通胀风险或仍将是影响美联储加息节奏和幅度的首要因素。
- **美国：就业仍稳，制造业维持高景气度。**目前美国初次及持续申请失业金人数仍维持在低位，就业市场短期仍维持一定韧性。9 月美国 ISM 制造业 PMI 仍维持高景气度，新订单与就业分项均有所升温，但物价指数明显走高。10 月消费者信心指数回落，通胀预期边际升温。
- **风险提示：**美伊局势反复推动油价长期处于高位，美联储货币政策超预期鹰派。

相关报告

央行说了啥，资产怎么配 2026.10.12
走得更远，花得更省 2026.10.07
三箭齐发：财政如何提档加速 2026.09.28
美国经济会二次加速吗 2026.09.27
美联储“鹰派”加息，沃什开启独立之路 2026.09.17

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 如何理解金融条件指数 3
1.1. 金融条件是什么？ 3
1.2. 美债利率大幅攀升，为何金融条件仍不算紧？ 4
1.3. 偏松的金融环境对经济与政策有何影响？ 5
2. 美国：就业仍稳，制造业维持高景气度 6
3. 风险提示 8

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 如何理解金融条件指数

金融条件是理解美联储货币政策的一把关键标尺，为了更好地理解金融条件指数，本文围绕三个问题展开。第一，金融条件是什么，有哪些衡量指标？第二，当前美国金融条件处于什么位置，为什么长端美债收益率大幅攀升，但金融条件仍然未呈现明显限制性？第三，金融条件又会如何影响美国经济与美联储货币政策？

1.1. 金融条件是什么？

金融条件衡量的是居民和企业感受到的长期利率、信贷、股价等共同构建的融资环境，通常涵盖融资成本（国债收益率、信用利差等）、资产价格（股票、房价）、汇率、杠杆和信贷等指标，反映的是货币政策传导到市场之后的“实际松紧”。

由于金融条件是一个相对宽泛的概念，通常的衡量方法是汇总多项指标构建一个综合的金融条件指数。目前较为常用的衡量美国金融条件的指数主要有以下六类：美联储推出的金融条件对增长的脉冲（FCI-G）、芝加哥联储国家金融条件指数（NFCI）、圣路易斯联储金融压力指数(STLFSI)、堪萨斯城金融压力指数(KCFSI)、彭博金融条件指数（BFCI）和高盛金融条件指数（GSFCI）。

具体来看，芝加哥联储国家金融条件指数、彭博金融条件指数和高盛金融条件指数主要衡量当前金融条件相对于历史平均是松还是紧，通常当指标大于 0 时表示金融条件紧于历史平均水平（彭博金融条件指数构造则相反，指标大于 0 表示金融条件更宽松）。其中，芝加哥联储国家金融条件指数由于指标覆盖面最广、数据跨度时间长且周度数据公开，是学术研究和政策讨论中较常使用的条件指数。而彭博金融条件指数与高盛金融条件指数因更高的更新频率，在市场投资与研究中也较常被提及。

相比之下，圣路易斯联储金融压力指数和堪萨斯城联储金融压力指数则侧重于衡量金融市场的紧张程度，更偏金融稳定视角。其中，堪萨斯城金融压力指数仅存在月度频率，时效性相对较弱。

而美联储推出的金融条件对增长的脉冲（FCI-G）指标不仅可以评估金融环境的松紧，还可以测量金融条件过去三年内的变化对未来一年 GDP 增速的拉动或拖累。指数大于零意味着金融条件变化将对未来一年 GDP 增速起到负向拖累，反之则表示将提振下一年 GDP 的增长，是理解金融条件对经济增长影响的重要维度。

图1：美国金融条件指数介绍

指标	构成	频率	构造方法	解读
芝加哥联储国家金融条件指数(CNFCI)	含风险、信贷、杠杆三个子指数，共105项细分指标，覆盖货币、债券与股票市场，以及传统和“影子”银行体系金融状况	周度	动态因子模型	指标被设计为均值为1，标准差为0，因此当CNFCI大于0时，表明金融条件较历史均值更紧指标大于零时，表明金融市场压力程度高于历史平均水平
圣路易斯联储金融压力指数(STLFSD)	18个金融市场指标(包括7个利率指标，6个收益率指标和5个其他指标)，用于衡量金融市场压力	周度	主成分分析	指标大于零时，表明金融市场流动性压力大于历史平均水平
堪萨斯金融压力指数(KCFSI)	11个指标(覆盖股票市场、债券市场、银行体系)	月度	主成分分析	指标大于零时，表明金融市场流动性压力大于历史平均水平
高盛金融条件指数(GSFCI)	包含汇率、利率、股票估值、信用利差等指标	日度	按对GDP影响加权平均	指标上升表示金融条件指数收紧
彭博金融条件指数(BFCI)	10个子指标(涵盖美国货币、债券与股票市场整体压力水平)	日度	加权平均	指标大于零表示金融条件偏宽松(与其他指标相反)
金融条件对增长的脉冲（FCI-G）	7个指标近三个月以来的变化（联邦基金利率、10年期国债收益率、30年期固定抵押贷款利率、BBB级企业债券收益率、道琼斯总股市指数、Zillow房价指数和名义广义美元指数）	月度	根据脉冲响应系数加权	评估金融条件对未来一年GDP增速的拉动或拖累

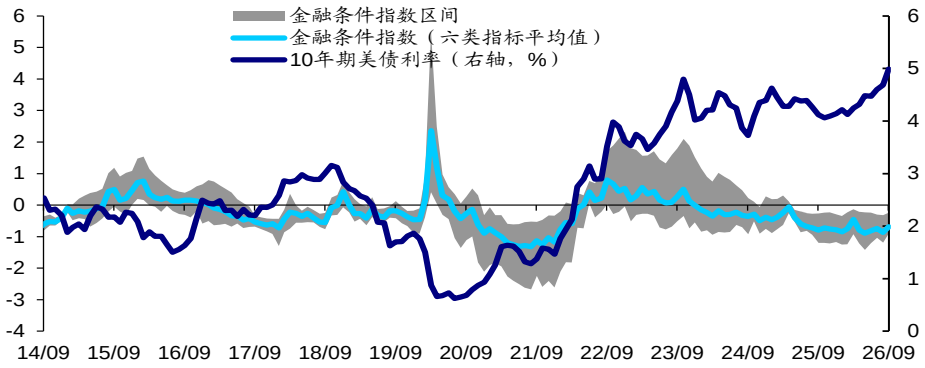
数据来源：Wind，彭博，美联储，高盛，堪萨斯城联储，圣路易斯联储，芝加哥联储，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2. 美债利率大幅攀升，为何金融条件仍不算紧？

当前美国金融条件仍处于历史上较为宽松的水平。为了方便将不同指标进行对比，我们将上述六类金融条件指数进行标准化处理（减去各自平均值之后除以标准差），并对六类金融条件指数取简单平均来衡量总体金融环境松紧情况。可以看出，截至 2026 年 9 月，六类指标均处于 0 以下，也低于 2021 年以来的大部分时间，反映出当前美国金融条件仍处于比历史平均更宽松的状态。

图2：近年来美债利率持续攀升但金融条件指数仍维持宽松状态



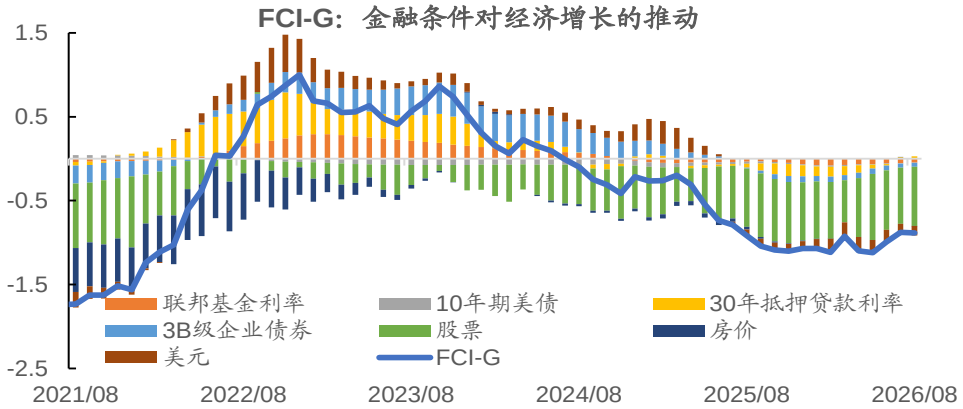
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

为什么近期长端利率的持续攀升并未带来美国金融条件的明显收紧？我们认为主要原因或在于股票的持续上涨与企业融资环境的畅通对冲了长端利率的收紧，使得金融条件能够在更高的利率水平下仍维持相对宽松。

一方面，股票市场是金融条件保持宽松的重要来源。美联储 FCI-G 指标显示，2025 年以来股市上涨是金融条件走松的最大贡献项。此轮股市上涨主要由盈利而非估值驱动。在 AI 所带来的强劲资本开支需求以及亮眼的企业盈利增长下，截至 2026 年 6 月，标普 500 每股收益（EPS）同比增速持续抬升，已达 28.2%；而标普 500 市盈率较 2025 年有所回落，估值并未扩张。当前美国主要股指仍在历史高位附近，VIX 指数也处于相对低位，进一步表明市场风险偏好维持稳定。

另一方面，高利率并未带来企业端融资环境的明显恶化。2022 年以来，美国企业债券发行规模持续上升。尤其 2026 年以来，或受 AI 所带来的投资需求的影响，企业债发行量表现强劲。此外，信用利差作为金融条件指数重要的构成部分，2025 年以来仍然维持在历史较低水平，并未造成金融条件显著收紧。

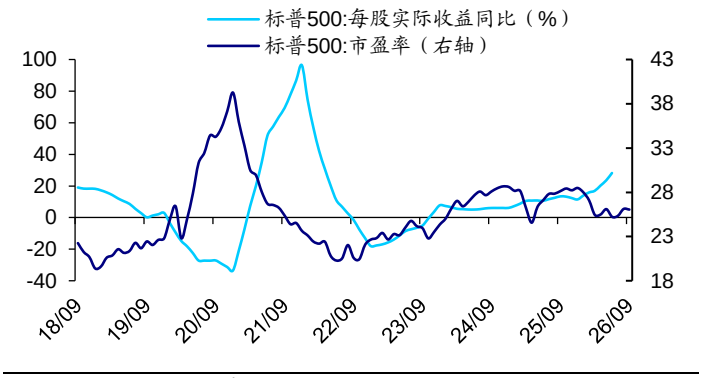
图3：股票市场的持续上涨是支撑美国金融条件宽松的重要因素（%）



数据来源：美联储，国泰海通证券研究

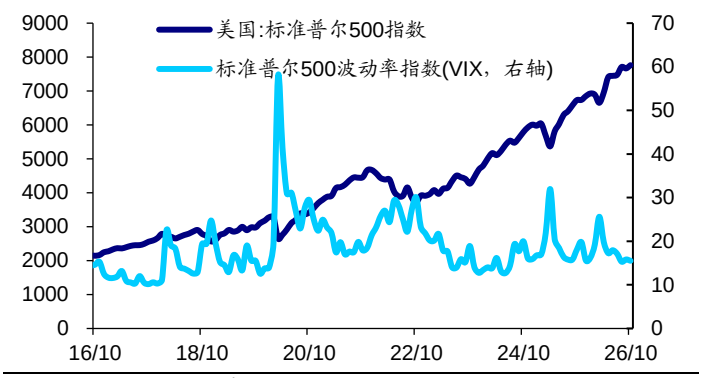
下载日志已记录，仅供内部参考

图4：当前美股上涨主要来自盈利推动



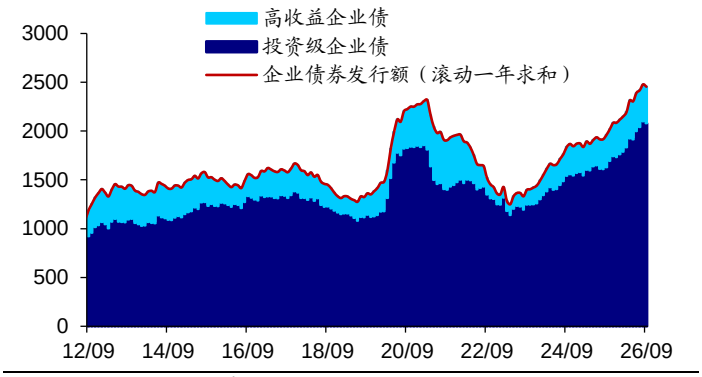
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图5：当前美股整体波动率仍处于历史低位



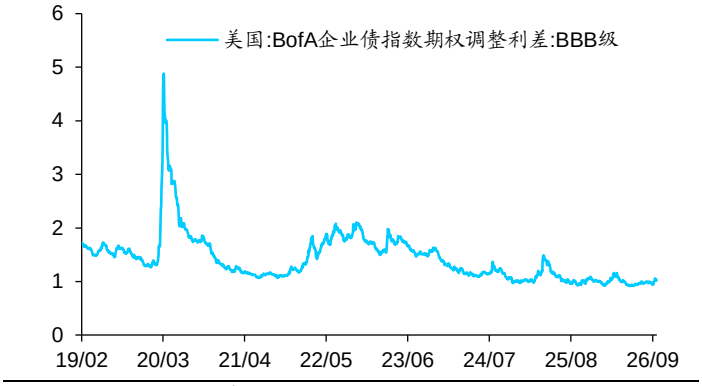
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图6：美国企业债券发行规模持续上升（十亿美元）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图7：美国 BBB 级企业债信用利差仍处于低位（%）

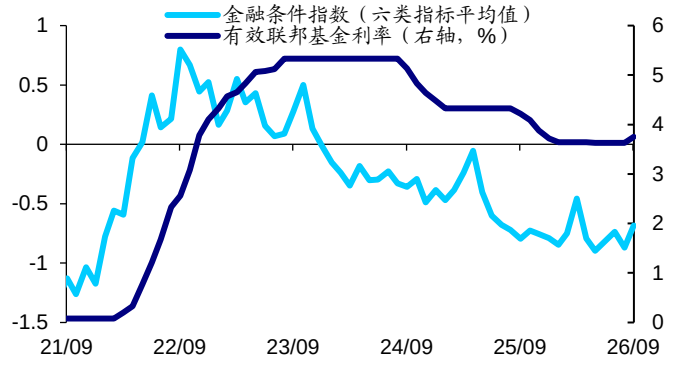


数据来源：Wind，国泰海通证券研究

1.3. 偏松的金融环境对经济与政策有何影响？

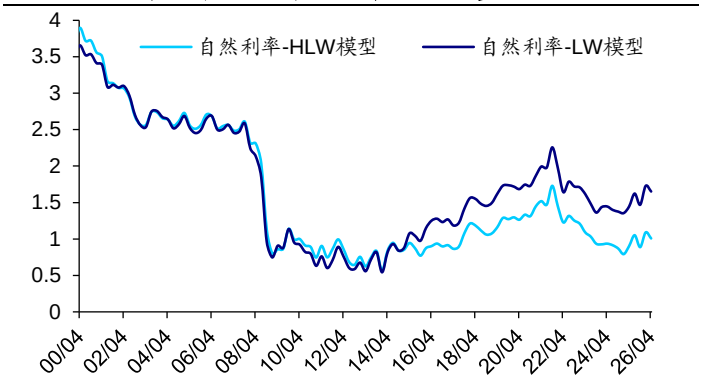
短期来看，金融条件对美国经济增长或仍有一定支撑。金融条件是货币政策传导中的重要一环，其可以通过融资成本、财富效应、汇率和信贷渠道影响消费与投资。因此，即便是同样的政策利率，在不同的金融条件下对经济的约束松紧程度可能存在较大差异。目前来看，虽然美联储政策利率仍处于较高水平，但当前美国金融条件指数仍与 2022 年 3 月加息周期开始时的水平相当，限制程度已明显减弱。美联储 FCI-G 指标也显示，截至 2026 年 8 月，金融条件预计在未来一年内提振美国 GDP 增长约 0.9 个百分点。短期内，美国经济或仍有望在高利率下维持一定韧性。

图8：金融条件指数在更高的政策利率下仍维持宽松



数据来源：Wind，彭博，国泰海通证券研究

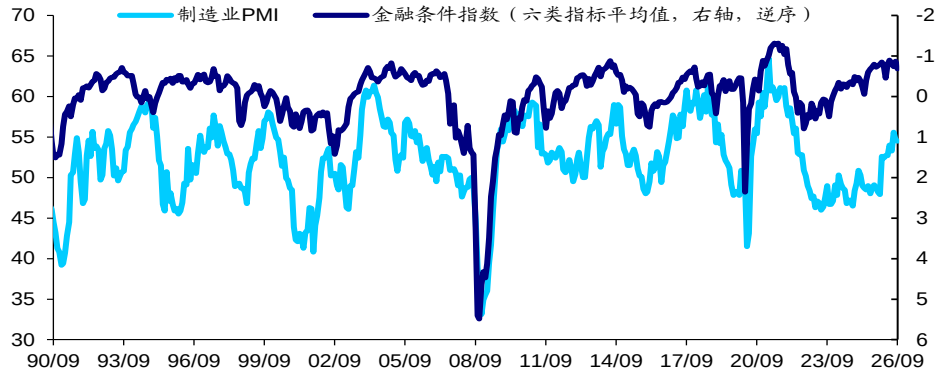
图9：2025 年以来美国自然利率或已逐步上行（%）



数据来源：纽约联储，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图10：金融条件对美国经济表现具有一定的领先性



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

在金融条件仍处于偏松状态下，更高的美债收益率或难以代替美联储加息。金融条件的松紧程度能帮助美联储判断货币政策是否已经到位。较为宽松的金融条件可能部分抵消加息所带来的效果，或意味着货币政策的进一步加码。因此，在当前金融条件仍偏宽松的情况下，长端收益率的飙升或并不能实质性地减少进一步上调政策利率的必要性。未来来看，通胀风险或仍将是影响美联储加息节奏和幅度的首要因素。

不过，潜在的风险点在于，当前较为宽松的金融条件较为依赖 AI 所提振的盈利前景与风险偏好，一旦前景发生转向，金融条件或许会迅速收紧，美联储的路径或也会随之改变。

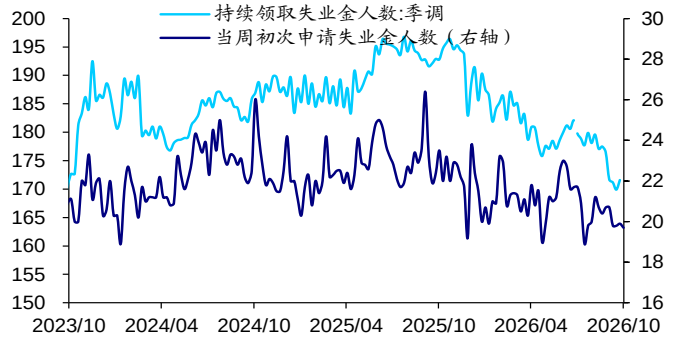
2. 美国：就业仍稳，制造业维持高景气度

美国就业市场韧性延续。10 月 3 日当周初次申请失业金人数小幅回落至 19.7 万人，9 月 26 日当周持续申请失业金人数降至维持在 171.6 万人，均处于历史相对低位，反应当前美国企业裁员压力仍低，就业市场短期保持较强韧性。

制造业景气度延续高位，通胀压力上升。9 月美国 ISM 制造业 PMI 较 8 月小幅下降 0.1 至 54.5，已连续九个月保持在荣枯线上方。从分项来看，新订单指数进一步上升，就业分项也有所升温。不过，需要注意的是物价指数大幅回升 6.8 至 77.9，制造业生产端或仍面临一定的通胀压力。服务业 PMI 由 8 月的 55.4 回落至 54.9，但仍处于相对高位。

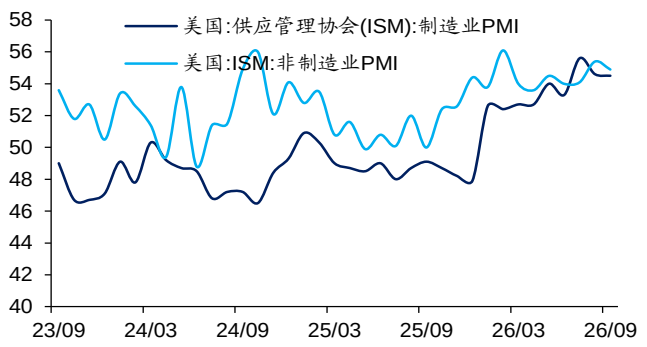
消费者信心走弱，通胀预期边际升温。10 月美国密歇根大学消费者信心指数回落 1.8 至 46.3，为 2026 年 5 月的以来的低点。此外，10 月消费者 1 年期与 5 年期通胀预期均较 9 月回升 0.1 个百分点。

图11：美国申请失业金人数仍处于低位（万人）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图12：美国 ISM 制造业与非制造业景气度维持高位（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

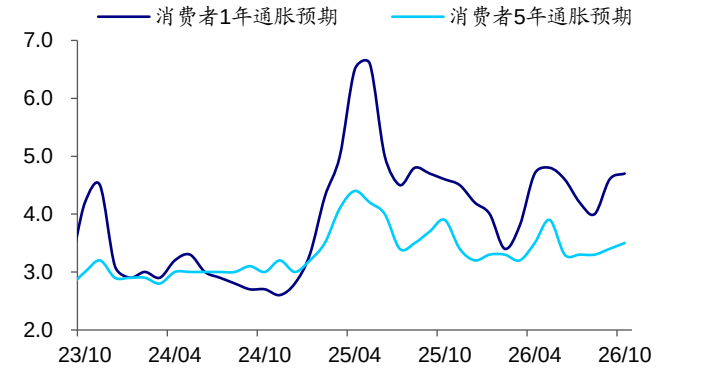
下载日志已记录，仅供内部参考

图13：10 月美国消费者信心指数有所回落



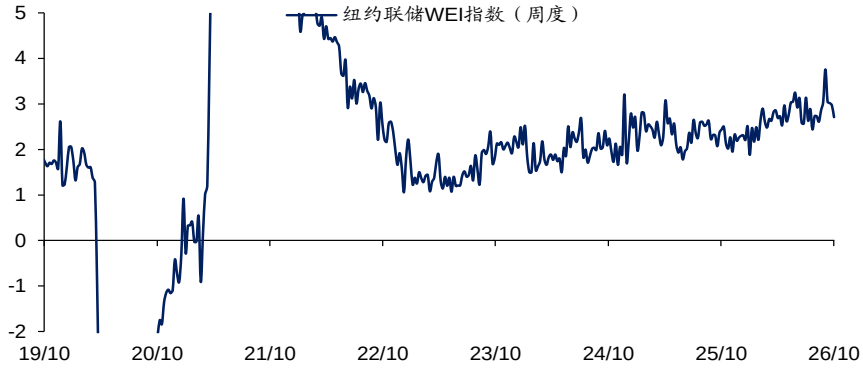
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图14：10 月美国消费者通胀预期边际提升（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图15：美国经济周度指数边际回落但仍维持稳健（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

表1：美国经济数据总览

	指标	单位	26/10	26/09	26/08	26/07	26/06	26/05	26/04	26/03	26/02	26/01	25/12	25/11	25/10
GDP	实际GDP	折年同比%					2.2			2.6			2.0		
	实际GDP	折年季调环比%					2.2			2.5			0.2		
生产	工业总产值	季调同比%			1.3	1.4	1.7	1.4	1.7	0.8	0.8	1.1	1.3	1.4	1.5
	制造业新订单	季调同比%			14.1	13.3	13.4	10.9	10.9	9.9	6.2	4.0	6.3	5.8	6.1
	工业产能利用率	%			76.3	76.3	76.2	76.2	76.2	75.6	75.8	75.2	75.6	75.4	75.6
消费	个人实际可支配收入	折年季调同比%			4.8	4.9	5.0	5.1	3.8	4.7	4.7	4.8	4.2	4.1	4.1
	个人实际消费支出	季调同比%			6.1	5.7	6.2	6.6	5.8	5.3	5.2	4.8	4.3	5.0	5.2
	零售销售额	季调同比%			5.4	4.4	6.2	7.1	4.3	3.8	3.3	2.0	1.8	2.6	2.6
	零售/食品服务销售额	季调同比%			5.4	4.5	5.9	6.7	4.1	3.6	3.5	2.2	2.1	2.9	2.8
地产	新房销售	折年季调同比%			-2.0	-0.8	1.1	2.3	-8.6	0.5	-1.7	-13.4	3.0	13.2	3.2
	成屋销售	折年季调同比%			-1.2	0.7	3.8	3.7	0.5	-0.2	-0.5	-1.7	-0.5	-1.9	2.0
	新房开工	折年季调同比%			-1.2	-8.6	4.4	-8.3	1.0	13.1	-9.7	2.4	-7.8	1.5	-7.1
	标普/CS房价指数	同比%（20城）				2.5	2.2	1.7	1.2	1.0	1.0	1.3	1.5	1.5	1.3
就业	新增非农就业人数	季调/万人		2.9	13.3	-1.0	3.1	6.3	14.8	21.4	-15.6	16.0	-1.7	4.1	-14.0
	失业率	季调%		4.2	4.1	4.1	4.2	4.3	4.3	4.3	4.4	4.3	4.4	4.5	
	U6失业率	季调%		7.6	7.7	7.9	7.9	8.1	8.2	8.0	7.9	8.1	8.4	8.7	
通胀	CPI	同比%			3.4	3.4	3.5	4.2	3.8	3.3	2.4	2.4	2.7	2.7	
	核心CPI	同比%			2.4	2.5	2.6	2.9	2.8	2.6	2.5	2.5	2.6	2.6	
	PCE	同比%			3.4	3.4	3.5	3.8	3.6	3.4	2.8	2.7	2.8	2.7	2.7
	核心PCE	同比%			3.0	3.0	3.0	3.2	3.1	3.1	3.0	2.9	2.9	2.7	2.7
	密歇根1年通胀预期	同比%	4.7	4.6	4.0	4.2	4.6	4.8	4.7	3.8	3.4	4.0	4.2	4.5	4.6
景气指数	ISM制造业PMI			54.5	54.6	55.6	53.3	54.0	52.7	52.7	52.4	52.6	47.9	48.2	48.7
	ISM非制造业PMI			54.9	55.4	54.1	54.0	54.5	53.6	54.0	56.1	53.8	54.4	52.6	52.4
	Market制造业PMI	季调		55.9	53.9	53.9	53.9	55.1	54.5	52.3	51.6	52.4	51.8	52.2	52.5
	Sentix投资信心指数		15.1	14.4	16.0	15.4	9.8	4.4	-3.2	7.2	12.7	13.2	9.7	4.0	4.2
	密歇根消费者信心指数		46.3	48.1	51.7	55.2	49.5	44.8	49.8	53.3	56.6	56.4	52.9	51.0	53.6

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

表2：欧洲经济数据总览

	指标	单位	26/10	26/09	26/08	26/07	26/06	26/05	26/04	26/03	26/02	26/01	25/12	25/11	25/10
GDP	实际GDP	季调同比%					1.2			0.6			1.1		
	实际GDP	折年季调环比%					2.6			0.0			0.9		
生产	工业生产指数	同比%				0.0	-0.3	-0.2	0.2	-3.0	-1.2	-1.3	2.2	2.0	1.6
	制造业产能利用率	非季调%		78.5			78.6			77.4			78.0		
	粗钢产量（欧盟）	同比%			1.1	2.9	3.8	0.0	-0.9	-2.6	-3.0	0.0	3.1	-4.7	-4.4
消费	零售销售指数	同比%			0.8	0.4	1.4	1.9	1.0	2.4	1.3	2.2	2.2	2.6	2.3
就业	失业率	季调%			6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.0	6.0	6.0	6.0
通胀	HICP	同比%			3.2	3.0	2.9	3.3	3.2	2.8	2.1	2.0	2.3	2.4	2.5
	核心HICP	同比%			2.6	2.7	2.6	2.7	2.4	2.4	2.5	2.4	2.5	2.6	2.6
	PPI	同比%			8.2	5.8	4.6	5.9	4.9	2.0	-3.0	-2.1	-2.0	-1.3	-0.4
景气指数	制造业PMI			52.9	52.7	51.9	51.4	51.6	52.2	51.6	50.8	49.5	48.8	49.6	50.0
	服务业PMI			53.0	51.6	51.7	49.4	47.7	47.6	50.2	51.9	51.6	52.4	53.6	53.0
	消费者信心指数			-16.5	-15.5	-15.9	-17.7	-18.9	-20.5	-16.3	-12.4	-12.5	-13.3	-12.9	-12.6
	经济景气指数	季调		97.9	98.4	97.1	95.6	94.3	93.7	96.8	98.3	99.1	96.8	97.1	97.0
	Sentix投资信心指数		2.7	5.1	0.9	-3.1	-13.4	-16.4	-19.2	-3.1	4.2	-1.8	-6.2	-7.4	-5.4

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

3. 风险提示

美伊局势反复推动油价长期处于高位，美联储货币政策超预期鹰派。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666