仅供内部参考，请勿外传

海外市场点评

假期海外市场的不寻常



分析师：陶川
执业证书：S0590525110006
邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：林彦
执业证书：S0590525110007
邮箱：linyan@glms.com.cn

分析师：武朔
执业证书：S0590526080002
邮箱：wushuo@glms.com.cn

- **这个国庆假期，海外市场有些不寻常，股债资产呈现出一组看似矛盾的反常组合。**其中 10 年期美债利率一度冲高至 5.3%，债市抛压明显，但纳指却同步刷新历史新高，权益市场对债市这一“风险预警”呈现阶段性脱敏，美债利率与美股走出明显的正向联动，这种情形并不多见。与此同时，美元指数悄然站稳 102 上方、触及去年 4 月贸易摩擦以来高位，黄金等贵金属则相对承压。**如何理解假期海外各类资产的这一系列不寻常表现，我们将其归纳为三个核心问题：**
- **其一，加息预期降温，长债收益率为何仍然走强？**我们此前提示，本轮长端利率上行的核心矛盾并非短期货币政策预期。即便加息预期回落，美国持续的财政压力、美债供需失衡等中长期约束仍未得到化解，期限溢价成为长债上行的主导力量。
- **其二，美债利率走高，风险资产为何不受压制？**我们认为并非权益资产对利率不再敏感，而是 AI 主线盈利预期改善对冲了贴现率抬升压力，行情也呈现高度结构性，科技成长板块走强是美股冲高的最主要动力。
- **其三，美元指数为何悄然升至年内新高？**这本质上源于全球资产的相对比价：尽管美国面临严重的 K 型分化和财政风险，但在伊朗局势扰动下，海外经济体基本面与财政风险更突出，尤其是欧洲市场，在相对更差的非美经济体对比下，美国资产吸引力反而相对占优。

- **具体来看，首先，国庆期间多重事件集中落地，大幅修正了市场对 10 月美联储加息的预期：**
- **一是 FOMC 核心官员政策立场出现转向。**美联储副主席杰斐逊、威廉姆斯相继释放鸽派信号，提出预留更长的数据观察窗口，待审慎评估后再推进政策操作。洛根、卡什卡利等委员虽维持鹰派倾向，但在核心领导层表态的映衬下，对市场的影响力有所弱化。
- **二是 8 月 PCE 受统计口径调整影响，读数大幅低于预期。**受投资组合管理服务、计算机软硬件及法律服务分项修订扰动，8 月核心 PCE 同比由 3.3%回落至 3.0%。虽然 PCE 的下降并不完全对应通胀基本面的实质降温，但在一定程度上也提振了市场情绪。
- **三是 9 月非农就业数据全线走弱。**9 月新增非农仅 2.9 万人，显著低于 9 万人的市场预期，7、8 月新增非农更是合计下修 6 万人，反映前期就业复苏根基并不稳固。同时薪资环比增速仅 0.1%，显著低于 0.3%的一致预期，进一步印证薪资—通胀螺旋动能偏弱，通胀缺乏内生持续扩散的支撑。
- **综上，无论是美联储核心官员表态，还是最新的经济数据，都指向联储更倾向于保持观望，10 月大概率暂停加息。**截至 10 月 5 日，市场定价的 10 月美联储加息概率已从此前高点近 70%回落至 20%左右。这一点我们此前在报告《美联储有连续加息的基础吗？》中也提示，虽然本轮紧缩周期可能尚未落幕，但在经济基本面和美债利率的约束下，连续加息的难度也不小。因此，在 9 月加息落地之后，

相关研究

1. 美国劳动力观察系列：美国就业：9 月非农如何搅动市场？-2026/10/01
2. 政策动态追踪系列：从房贷贴息看政策脉络-2026/09/30
3. 美国政治观察系列：美国中期选举“观战”指南-2026/09/25
4. 大类资产观察：油价与加息双重叙事下的资产演绎-2026/09/24
5. 货币观察系列：如何看待央行超级周后的人民币汇率背离？-2026/09/21

仅供内部参考，请勿外传

10 月选择观望或是更为合意的政策选项。

- **不过，尽管 10 月加息预期明显降温，但并未对长端利率形成明显抑制，美债的抛售仍在继续。**其中 10 年期美债利率反而冲上 5.3%以上，利率曲线进一步陡峭化。我们此前提及，**当前长债面临的问题更多是基本面的矛盾，源于财政担忧（关税退款+财政赤字上升）、供需错配压力（核心买家放缓+AI 融资挤压）以及美联储政策不确定性的集中发酵。**
- 因此，我们可以看到，拆分 10 年期美债利率，**自 9 月底以来，尽管风险中性利率有所回落，但期限溢价再度成为推升长端利率的核心驱动。**这也充分说明，当前长债利率维持高位，并非单纯依靠货币政策调整或是加息预期降温就能化解。

- **这也引出了第二个典型的分化现象：在长债利率持续高企的背景下，美股市场为何没有受到明显抑制？**假期期间（截至 10 月 5 日）纳斯达克指数反而再创新高，进而带动亚太股市风险偏好也明显回升，美股市场似乎对债市释放的警示信号有所钝化。
- **我们认为，并非美股市场对利率上行没有反应，而是因为盈利预期的增长很大程度上对冲了贴现率上行压力。**从美股内部结构也能印证这一点：若观察三大指数表现，假期截至当前仅纳指创出新高，而标普 500、道琼斯工业指数暂未同步突破前期高点，行情呈现显著的结构性特征，也说明上涨动力高度集中于具备盈利兑现能力的科技成长板块。

  与此同时，纽交所（NYSE）收盘价位于 200 日均线以上的个股占比，从 9 月初的 60%的高点回落至 40%附近。这一指标进一步说明，**绝大多数个股仍在承受高利率的压制，美股上涨广度明显收缩**，指数的强势仅由少数科技龙头托举。
- **当然，这种结构性分化也意味着，当前权益市场的脆弱性并未消除：**一旦 AI 盈利预期出现松动，长债利率的压力会快速重新定价，纳指的强势行情也将面临回调风险。

- **那么，美债问题何时会引发股债汇等多资产的联动风险？我们认为其中的观测点或者“阵眼”其实在美元：**因为即便美债存在抛售压力，只要资金依然留在美国国内、持续流入并配置美国 AI 等高收益资产，整体流动性风险就相对可控，美债的后续承接可能也只是时间问题；但一旦资金开始持续流出美国，流动性风险将会被持续放大。
- **而就目前来看，在非美经济体对比下，美国的相对表现更好，这也是为何假期期间美元指数进一步冲高的核心原因。**
- **一方面，基本面层面美国优势依旧明显、境内资产吸引力持续抬升：**欧盟、东亚等地持续受到地缘扰动与高油价的双重压制；反观美国经济增长韧性强劲，二季度 GDP 环比折年率终值再度上修至 2.2%，GDPnow 模型甚至预测其三季度 GDP 增速高达 3.7%。叠加 AI 产业繁荣持续增厚美股资产回报，近期公布的美光等科技股财报表现相对亮眼，也有助于支撑全球资金回流美国。
- **另一方面，市场关注的债务问题并非美国独有，欧洲部分国家的财政压力甚至“有过之而无不及”。**尤其是假期间欧洲财政与政治局势再度引发市场担忧，而法国 2027 年预算降低财政赤字的计划也并未提振市场信心，导致 10 月 1 日欧洲债市快速抛售、欧元持续走弱。

  有意思的是，10 月 1 日欧洲债市抛售当天，美债反而出现避险买盘，美债利率一

仅供内部参考，请勿外传

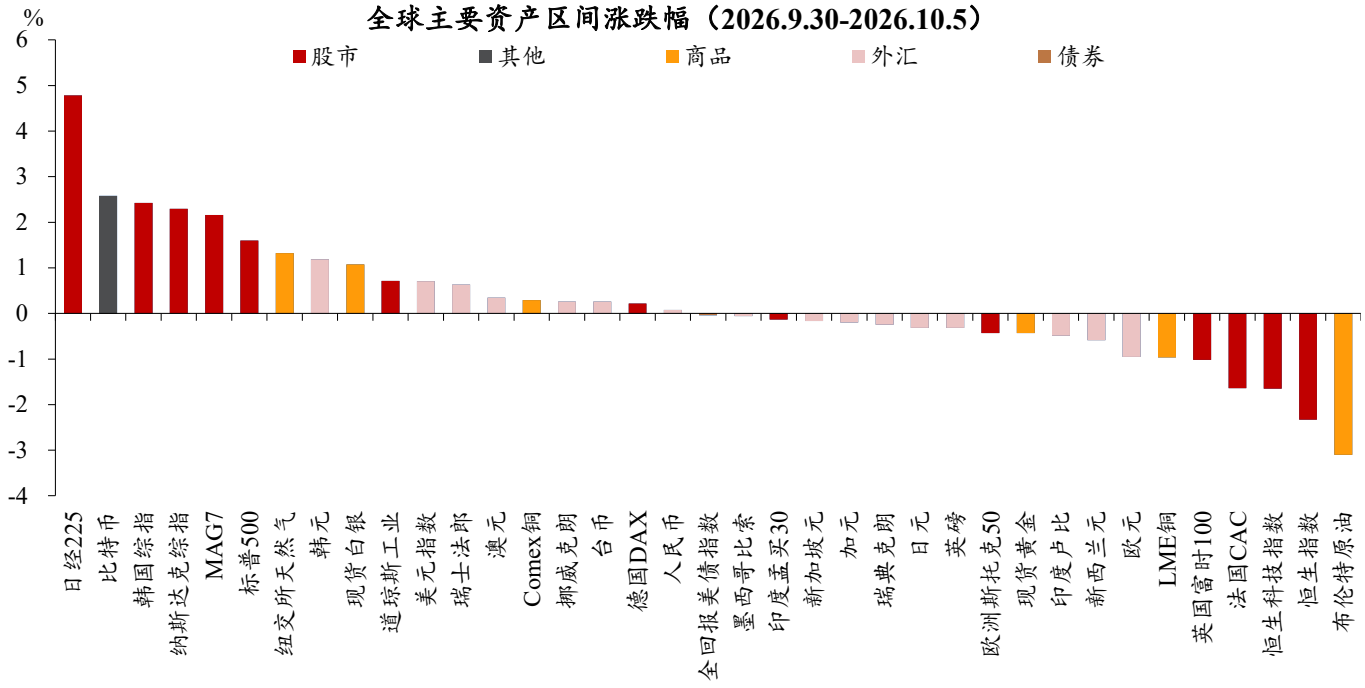
度短暂下行；这也意味着在全球债市风险联动上行的过程中，市场依然将美债视作风险相对更低的资产，这也无疑对美元形成支撑。

- **风险提示：**财政压力加大导致长端美债利率上行；地缘局势恶化导致油价和通胀进一步上行；通胀路径不确定风险。



仅供内部参考，请勿外传

图1：国庆假期全球资产涨跌幅一览



资料来源：彭博，国联民生证券研究所

图2：过去一周海外市场新闻主题热点词云图



资料来源：彭博，国联民生证券研究所绘制

注：数据截至 2026 年 10 月 5 日

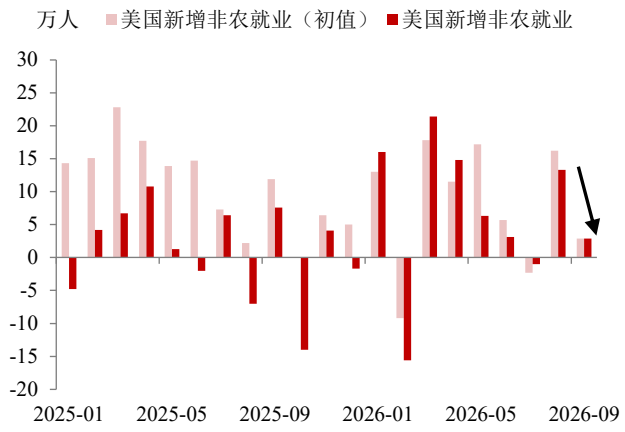
仅供内部参考，请勿外传

图3：美国 PCE 口径调整对比

美国PCE统计口径调整前后对比			
调整分项	旧统计方法	新统计方法	影响逻辑
投资组合管理与投资咨询服务	使用投资管理服务 PPI 对名义消费支出做价格平减	以行业就业总工时衡量实际服务量，通过名义支出除以实际服务量倒推价格	**原方法会随资产价格波动放大管理费的名义支出波动**；新方法更贴合服务实际消费量，降低资产价格对该项通胀扰动
法律服务	使用 CPI 法律服务价格	依托多项法律服务 PPI 构建复合价格指数	**原有 CPI 法律服务数据波动大、数据质量不稳定**，新 PPI 复合指数稳定性更强
计算机软件及配件	直接使用 CPI 中的软件及配件价格	构建复合价格指数，综合数据处理服务 PPI、电子游戏软件 PPI、CPI 软件及配件三类指标	更好反映软件产品结构变化，修正原有价格测算偏差

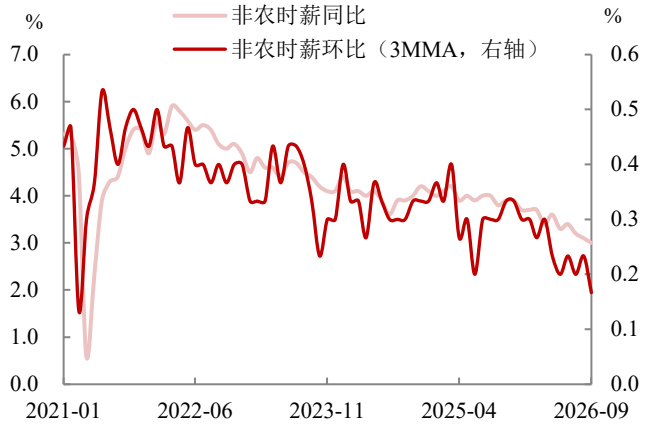
资料来源：华尔街见闻，追风交易台，国联民生证券研究所

图4：9 月美国新增非农再度转弱



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图5：美国薪资增速持续回落



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

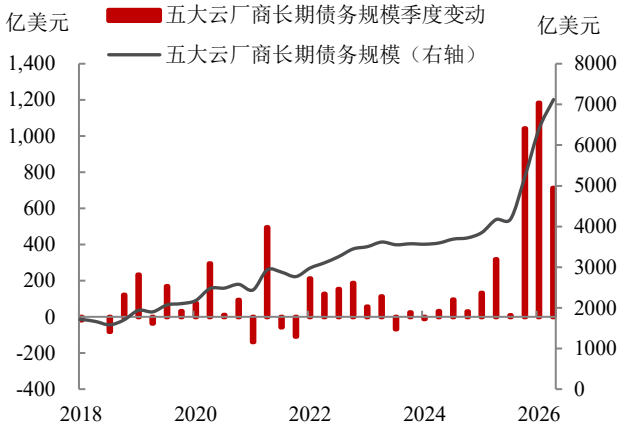
仅供内部参考，请勿外传

图6：海外美债主要买家放缓购买美债



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

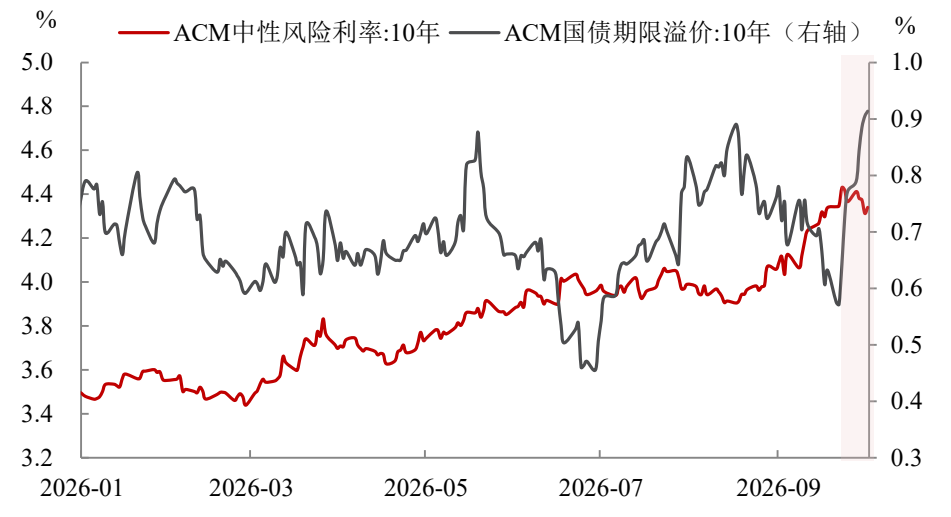
图7：AI 发债挤压国债资金



资料来源：彭博，国联民生证券研究所

注：五大云厂商指亚马逊、META、谷歌、微软、甲骨文。

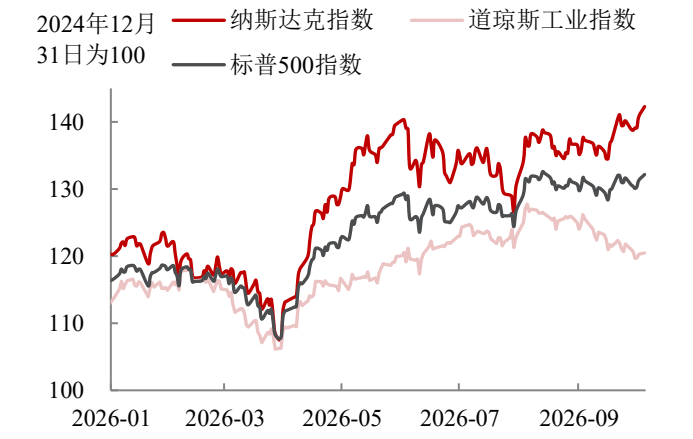
图8：9 月底以来，期限溢价再度成为长端利率上行的主导



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

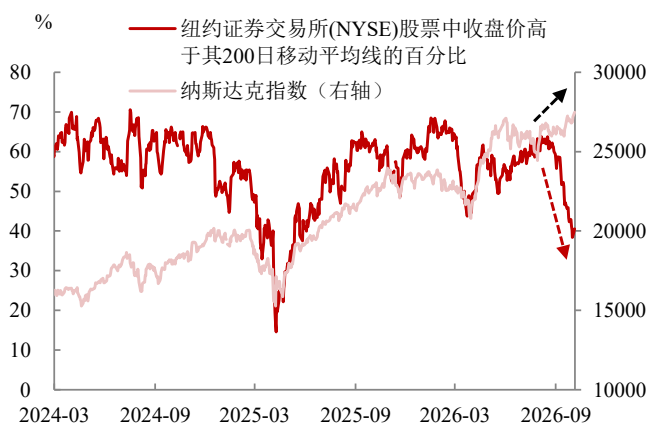
仅供内部参考，请勿外传

图9：美股三大指数仅纳指创下新高



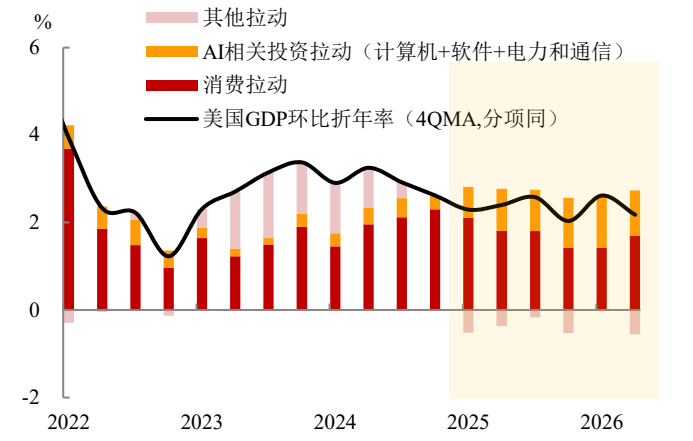
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图10：美股创新高下，上涨的广度明显下降



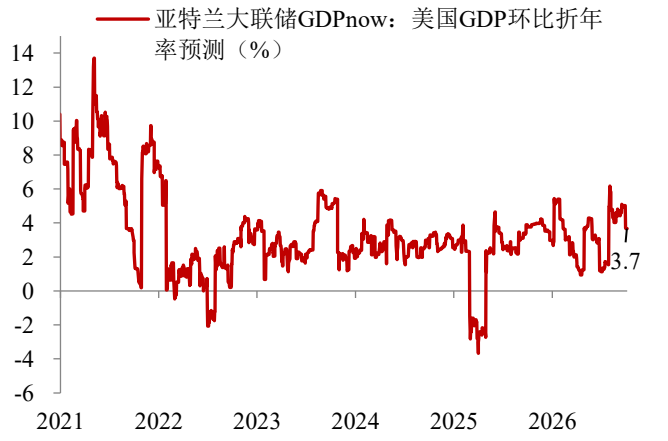
资料来源：彭博，国联民生证券研究所

图11：AI 投资的带动下美国经济具有韧性



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

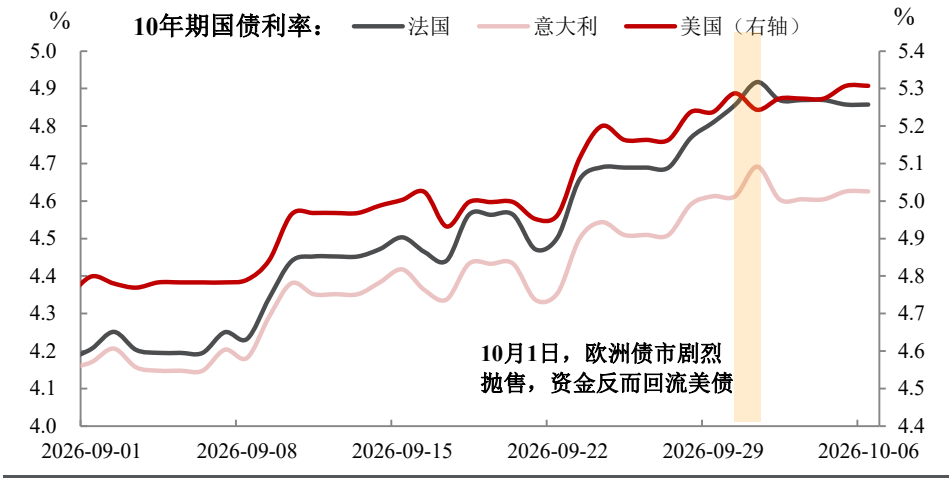
图12：GDPnow 预测三季度 GDP 增速高达 3.7%



资料来源：彭博，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图13：10 月 1 日，欧洲债市剧烈抛售，资金反而回流美债



资料来源：彭博，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门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。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

深圳 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室