仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

宏观点评 20261007

假期海外市场回顾：全球利率普涨，股市表现分化

2026 年 10 月 07 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 张佳炜
执业证书：S0600524120013
zhangjw@dwzq.com.cn
证券分析师 韦祎
执业证书：S0600525040002
weiy@dwzq.com.cn
证券分析师 王茁
执业证书：S0600526010001
wangzhuo@dwzq.com.cn

■ **核心观点：**中秋国庆假期期间，油价下跌、美联储加息预期回落与科技股业绩提振海外市场风险偏好，欧洲财政风险催化全球长债收益率加速上涨，欧美股市分化，大宗商品普跌。期间，虽然非农就业数据弱于预期，但 **BEA 公布的修订后美国近端增长数据上修、通胀数据下修，这在缓和年内加息预期的同时，也提振了美国增长预期**，这也是长端美债收益率上行而美股强劲反弹的原因之一。**基于最新修订的美国经济数据，我们预期 10 月美联储或跳过加息，同时对中期的美国增长前景更加乐观。**

■ **大类资产：**中秋国庆假期期间（9 月 25 日至 10 月 6 日），全球大类资产表现分化：**股市方面**，全球长债收益率加速上涨，一度压制股市表现，随后科技股带动美股和日韩股市反弹，欧洲股市则延续下跌；**债市和汇率方面**，美国增长预期、欧洲财政风险和通胀黏性带动全球长端国债收益率普遍上涨，欧元下跌、美元走强；**大宗商品方面**，原油供应状况改善的预期推动原油下跌，布伦特原油大跌 5.65%，贵金属金、银则在全球长债收益率的飙升下大跌。**总体来看，全球大类资产表现由四条主线主导：**①中东外交斡旋与原油供应状况回暖，油价下跌；②美国 PCE 通胀下修、非农就业走弱，以及美联储官员鸽派发言推动年内加息预期回落；③美国增长预期、法国财政风险与通胀担忧推动全球长端债券收益率持续上行，贵金属和非美股市承压；④AI 相关应用、订单和业绩的积极消息提振风险偏好，科技股带动美股和日韩股市在假期后半程反弹。

■ **海外经济：假期前后公布的美国经济数据整体保持稳健，虽然非农就业数据弱于预期，**但 **BEA 公布的年度修订显示，美国近端增长数据上修、通胀数据下修，这在缓和年内加息预期的同时，也提振了美国增长预期。①BEA 对美国国民经济账户的年度修订：**美国经济增长更具韧性、通胀压力有所缓和。增长方面，26Q1、26Q2 美国 GDP 环比折年率分别上修 0.4pp、0.7pp，“核心 GDP”PDFP 环比年率则分别上修 0.1pp、0.4pp 至 3.3%、4.2%，且近 5 年居民实际个人可支配收入全面上修，经济内生增长动能保持强劲。通胀方面，修订后的数据显示，2026 年以来 PCE 和核心 PCE 同比路径显著下修，数据发布后，市场对 10 月加息预期显著回落。**②9 月非农就业：**10 月 2 日公布的 9 月美国新增非农 2.9 万，大幅逊于预期的 9 万，失业率意外走高至 4.2%，时薪超预期回落。数据发布后，市场对加息预期降温的交易十分短暂，部分原因在于近期美国增长数据保持强劲、尤其是 BEA 修订后的增长数据更强，市场对于加息预期降温的交易也更为谨慎。

■ **美债利率与欧美股市：**假期期间全球长债收益率普遍上行，从成因来看，**近两周以来美债期限利差再度走阔，美联储加息预期的降温和美国增长预期带来的期限溢价上行是主要原因**，而与之相反，**财政风险带来的期限溢价上升是欧洲长期国债利率上行的主导**，二者之间的差异也是美元走强、美股跑赢欧股的宏观因素。当然，在宏观因素之外，AI 应用、订单和盈利带来的 AI 相关交易风险偏好回升，是此轮美股反弹的基本面催化；在科技股再度成为美股反弹主导、高利率仍压制其他行业表现的同时，美股集中度再次加剧，表现为标普 500 市值加权指数相较于等权重指数再创新高。

■ **风险提示：**美伊局势不确定性风险；特朗普政策超预期风险；美联储政策超预期风险

相关研究

《9 月非农：劳务市场边际松弛——2026 年 9 月美国非农就业数据点评》
2026-10-03

《央行 PSL 降息与定向扩容的信号意义》
2026-10-01

请务必阅读正文之后的免责声明部分

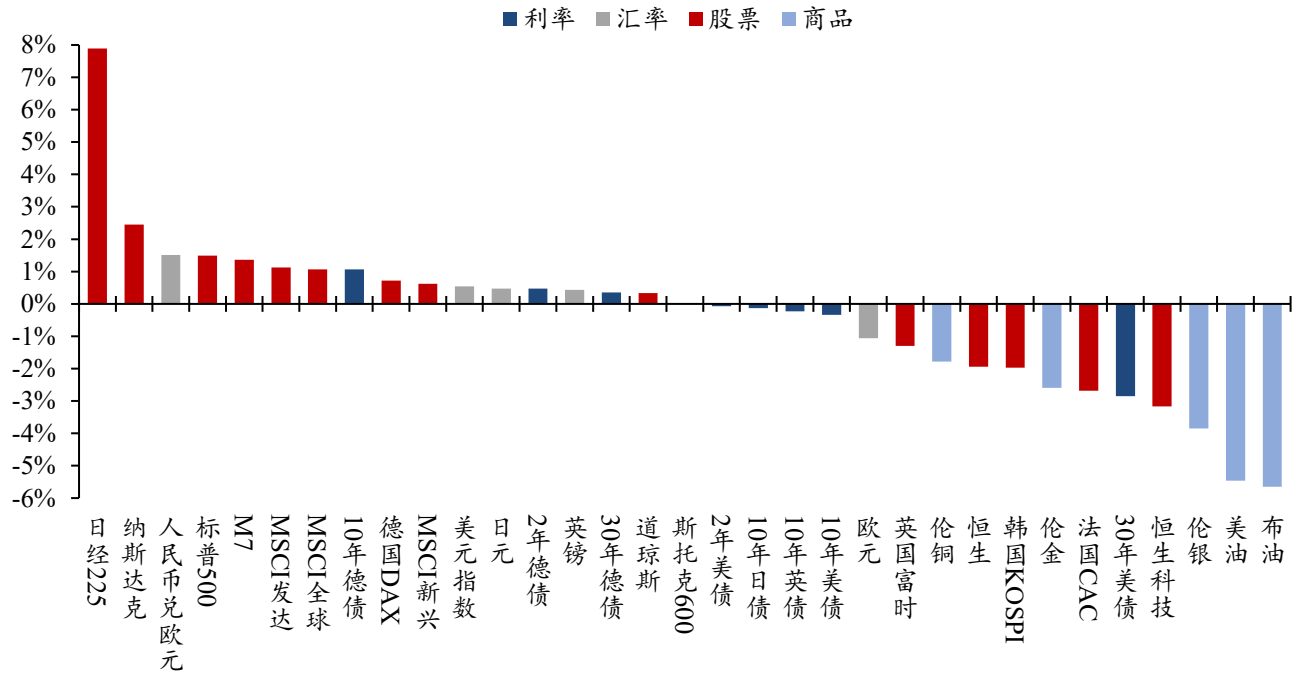
仅供内部参考，请勿外传

1. 大类资产

中秋国庆假期期间，油价下跌、加息预期回落与科技股业绩提振海外市场风险偏好，但法国财政风险推动全球长债收益率普涨，全球股市表现分化，贵金属与大宗商品普遍收跌。整体来看，假期期间（9 月 25 日至 10 月 6 日）大类资产表现分化：股市方面，全球长债收益率加速上涨，一度压制股市表现，随后科技股带动美股和日韩股市反弹，日经 225 指数大涨 7.89%，领涨全球主要股指，欧洲股市则延续下跌；债市和汇率方面，尽管美联储加息预期回落，美国增长预期、欧洲财政风险和通胀黏性带动全球长端国债收益率普遍进一步上涨，10 年期美债利率一度上破 5.3%，曲线整体陡峭化，欧元下跌、美元走强至 2025 年 5 月以来新高；大宗商品方面，原油供应状况改善的预期推动原油下跌，布伦特原油大跌 5.65%，领跌全球主要大类资产，贵金属金、银则在全球长债收益率的飙升下大跌。总体来看，全球大类资产表现由四条主线主导。

第一，中东外交斡旋与原油供应状况回暖，布伦特原油一度回落至 100 美元/桶以下。9 月下旬，美伊有关停火和重开海峡的安排进展缓慢，但有关沙特红海装船、部分霍尔木兹海峡运输及阿曼湾转运增加等的报道，令市场对中东原油出口恢复的预期转为乐观；进入 10 月，G7 明确原油储备投放、OPEC+维持原油产量不变等安排进一步缓解供应担忧，油价延续回落。

图1：9 月 24 日至 10 月 6 日大类资产回报率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

第二，美国 PCE 通胀下修、9 月非农数据弱于预期，以及美联储官员偏鸽派发言推动美联储年内加息预期下行，为风险资产提供支撑。9 月下旬，美联储“三把手”纽约联储主席威廉姆斯在讲话中暗示年内还有 1 次加息，副主席杰斐逊也少见发表鸽派观点，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

带动 10 月加息预期回落；与此同时，9 月 30 日公布的 8 月 PCE 价格指数同比+3.4%，大幅低于预期的+3.7%，且前值下修，10 月 2 日公布的 9 月新增非农就业+2.9 万，预期 9 万，失业率意外反弹至 4.2%，市场对短期加息预期进一步下修，10 月加息预期一度降至 20%以下，带动美股在假期后半程强劲反弹。

第三，美国增长预期、法国财政风险与通胀担忧推动全球长端债券收益率普遍上行，金、银等贵金属大跌，欧洲股市普遍下跌。美国方面，9 月下旬公布的 9 月标普全球美国 PMI 大超预期、BEA 公布的修订后美国增长数据普遍上修，带动长端美债收益率持续上行；欧洲方面，10 月 1 日公布的法国 2027 年预算令市场担忧削减赤字措施可能难以推进，财政风险催化法国国债收益率加速上涨，并产生外溢效应，带动全球主要长端国债收益率进一步上涨至多年高位。

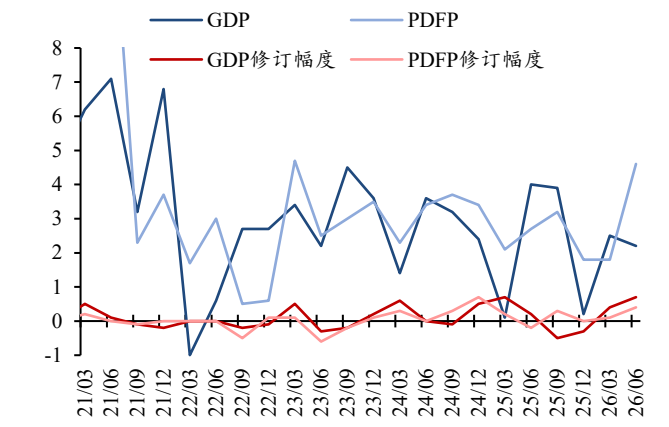
第四，AI 相关应用、订单和业绩的积极消息提振股市风险偏好，科技股带动美股和日韩股市反弹，但在高利率压制下，利率敏感的非 AI 板块和欧洲股市表现落后。其中，微软 Copilot 升级支撑 AI 应用商业化预期，美光超预期业绩指引强化存储需求，带动日本及韩国半导体股走强；英伟达新增 1500 亿美元股票回购提振市场信心，股价再创历史新高。在科技权重股的集中拉动下，美股在高利率和强美元下涨势稳健，纳指再创历史新高。

仅供内部参考，请勿外传

2. 海外经济

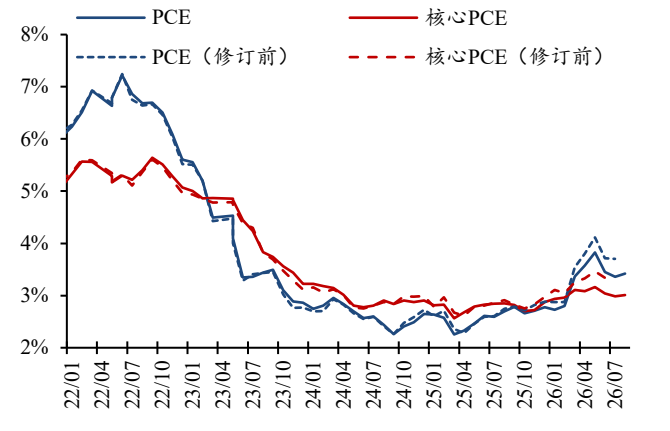
假期前后公布的美国经济数据整体保持稳健，虽然非农就业数据弱于预期，但 BEA 公布的年度修订显示，美国近端增长数据上修、通胀数据下修，这在缓和年内加息预期的同时，也提振了美国增长预期，而这也是近期美债长端收益率上行、期限利差走阔而美股在高利率环境下强劲反弹的原因之一。

图2：美国 GDP 环比年率增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图3：美国 PCE 价格指数同比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所

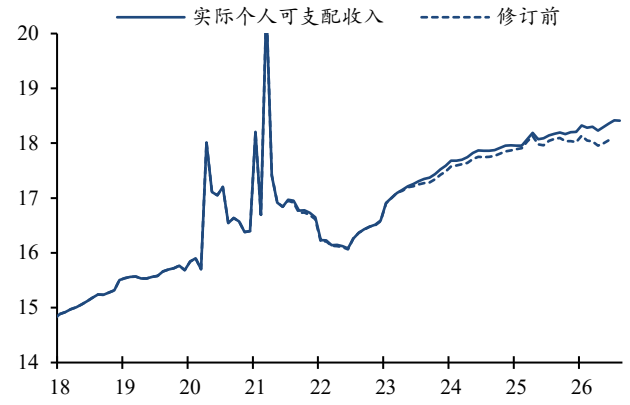
9 月 30 日，BEA 公布了 8 月美国 PCE 居民收支和通胀数据、以及 26Q2 美国 GDP 终值。根据 BEA 此前公告，本次数据发布涉及年度数据修订与额外的 PCE 价格指数编制方法调整，可能导致 PCE 通胀数据显著下修，因而备受市场关注。总体来看，BEA 对 2021 年以来国民经济账户 NIPA 修订后的数据显示，美国经济增长更具韧性、通胀压力有所缓和。增长方面，26Q1、26Q2 美国 GDP 环比折年率分别上修 0.4pp、0.7pp，“核心 GDP”PDFP 环比年率则分别上修 0.1pp、0.4pp 至 3.3%、4.2%，显示内生增长动能保持强劲。通胀方面，此次 BEA 对 PCE 价格指数的三项统计方法进行了修订，集中于投资组合管理、法律服务和计算机软件，核心是改善价格与实际消费量测算的可靠性和稳健性问题。修订后的数据显示，2026 年以来 PCE 和核心 PCE 同比路径显著下修，其中 7 月 PCE 和核心 PCE 同比增速分别由 3.7%、3.36%下修至 3.34%、2.98%，8 月二者分别保持在 3.42%、3.01%，大幅低于彭博分析师预期。尽管通胀数据的下修来自统计方法的调整，但修订的方向更多是对通胀数据统计的改进，数据发布后，市场对 10 月加息预期显著下修。

此外值得注意的是，我们认为 BEA 此次数据修订对美国增长预期的提振不仅体现在 GDP 数值的普遍上调，也更多体现为居民部门增长基础的进一步巩固。修订后的数据显示，近 5 年美国居民实际个人可支配收入全面上修，并且储蓄率同步上修，其中 4 月以来储蓄率由此前的 3%以下大幅上修至 4%以上，最新 8 月储蓄率录得 4.09%，这也在一定程度上论证了美国消费持续稳健增长的来源——稳健增长的可支配收入与家庭财务状况。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

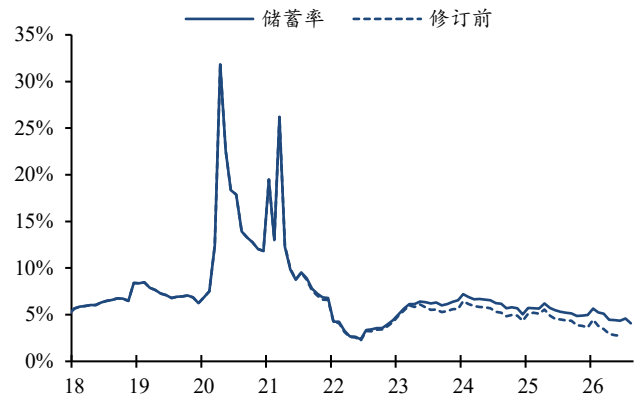
仅供内部参考，请勿外传

图4：美国实际个人可支配收入



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位万亿美元季调年率

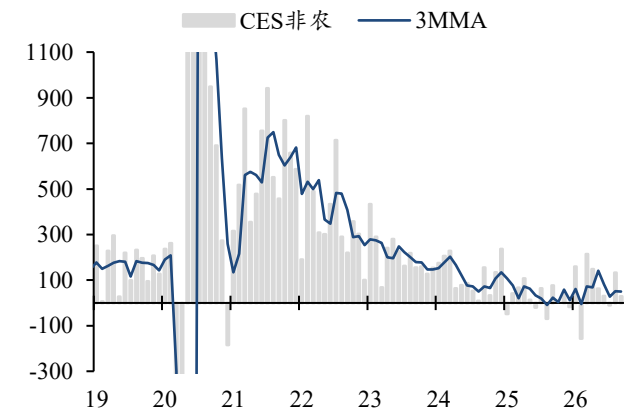
图5：美国居民储蓄率



数据来源：彭博、东吴证券研究所

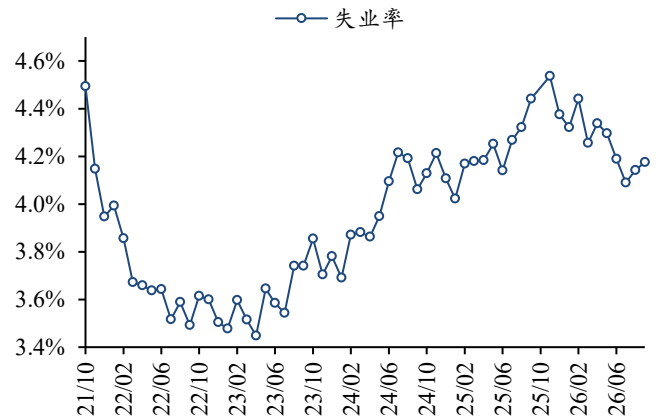
美国增长预期的上修也体现在非农数据公布后的市场反应上。10 月 2 日公布的 9 月美国新增非农 2.9 万，大幅逊于预期的 9 万，失业率意外走高至 4.2%，时薪超预期回落。数据发布后，市场短暂交易了加息预期的降温，随后美债收益率 V 型反弹、延续上涨，黄金回吐此前的波动，美股则持续反弹。其背后的原因除了高波动的单月非农就业的影响相对有限以外，近期美国增长数据保持强劲、尤其是 BEA 修订后的增长数据更强，市场对于加息预期降温的交易也更为谨慎（详见*《9 月非农：劳务市场边际松弛——2026 年 9 月美国非农就业数据点评》*）。

图6：美国非农新增就业人数



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人

图7：美国失业率

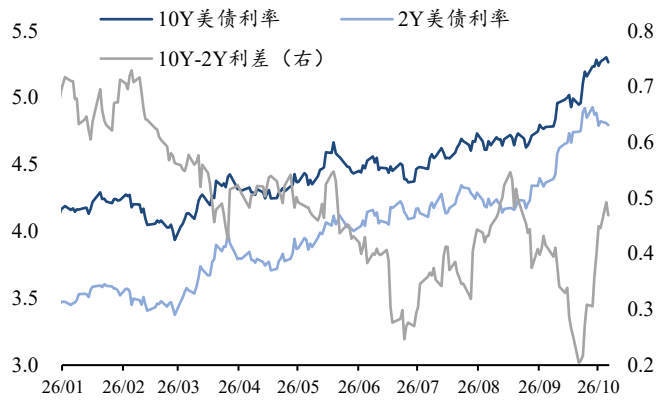


数据来源：彭博、东吴证券研究所

从假期期间全球长债收益率的上行来看，近两周以来美债期限利差再度走阔，美联储加息预期的降温和美国增长预期带来的期限溢价上行是主要原因，而与之相反，财政风险带来的期限溢价上升是欧洲长期国债利率上行的主导，二者之间的差异也是美元走强、美股跑赢欧股的宏观因素。

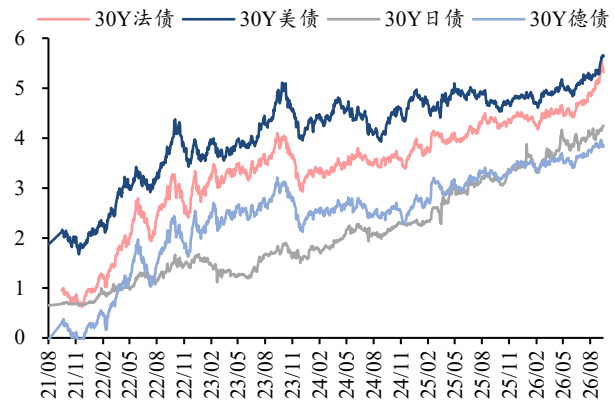
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图8：10 年、2 年美债利率与期限利差



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

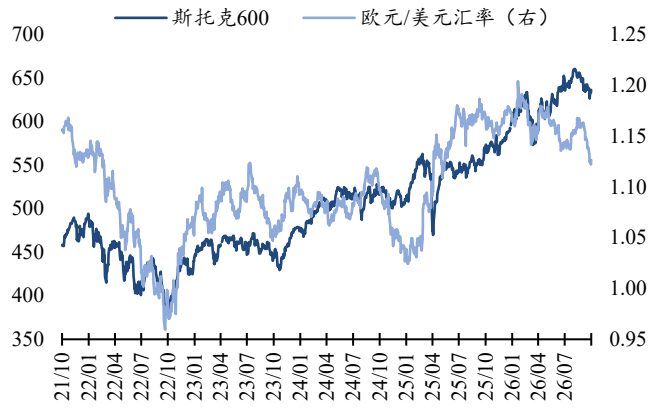
图9：全球主要经济体 30 年期国债收益率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

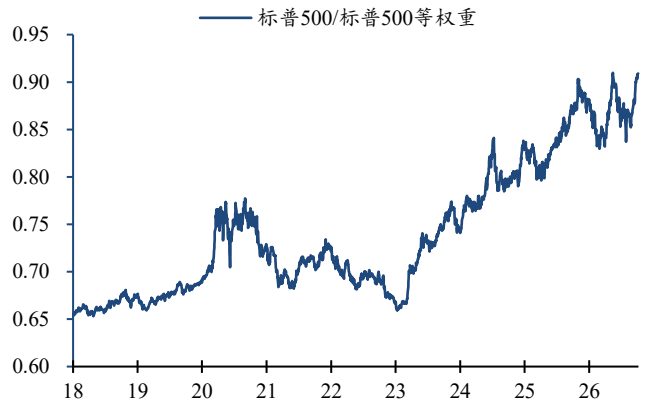
具体来看，9 月 23 日大超预期的标普全球美国 PMI 初值公布后，美债期限利差触底，随后持续上行至今。其背后的逻辑是：①8 月中旬至 9 月 23 日，Jackson Hole 会议和 9 月 FOMC 会议的鹰派指引强化美联储抗通胀决心，2 年美债利率上行成为长端利率上涨的主导，美债期限利差持续收窄；②9 月 24 日以来公布的美国经济数据普遍未显著好于预期，其中非农就业、谘商会消费者信心指数、ISM 制造业和服务业 PMI 等数据均不同程度逊于预期，加之美联储官员释放偏鸽派信号，10 月加息预期持续回落，从 9 月 23 日标普全球美国 PMI 数据发布后的 70%快速回落至最新的 19%，而与此同时，中长期增长预期、通胀预期、以及非美债券利率上行外溢等推高美债期限溢价和长端美债收益率，期限利差随之大幅反弹。

图10：欧洲斯托克 600 指数与欧元汇率



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11：标普 500 与其等权重指数相对表现



数据来源：彭博、东吴证券研究所

与美国不同，假期期间欧洲长债收益率的飙升更多来自法国财政风险的催化、通胀黏性推升的远端加息预期等，而非增长预期；相应地，财政风险溢价下，欧元兑美元汇率走弱至 2025 年 5 月以来的新低，欧洲股市同步下跌，与此同时，美元指数上破 102，美股在加息预期降温和增长预期的提振下上涨。当然，在宏观因素之外，AI 应用、订单

仅供内部参考，请勿外传

和盈利带来的 AI 相关交易风险偏好回升，是假期后半程美股反弹的基本面催化；在科技股再度成为美股反弹主导、高利率仍压制其他行业表现的同时，美股集中度再次加剧，表现为标普 500 市值加权指数相较于等权重指数再创新高。

仅供内部参考，请勿外传

3. 风险提示

美伊局势存在不确定性，油价可能再度走高，全球央行收紧货币政策；

特朗普政策超预期，令美国增长前景不确定性走高；

美联储政策超预期，加息更快落地。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn