仅供内部参考，请勿外传

海外经济增长延续韧性，债市抛售持续

——海外札记 20261008

报告发布日期 2026 年 10 月 16 日

证券分析师
王仲尧 执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
021-63326320
吴泽青 执业证书编号：S0860524100001
香港证监会牌照：BYL922
wuzeqing@orientsec.com.cn
021-63326320
孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
经济韧性继续推动美债利率曲线上行：——海外札记 20260928 2026-09-29
海外宏观风险交易主线仍是地缘：——海外札记 20260916 2026-09-22
美联储加息或加剧 K 型分化：——2026 年 9 月 fomc 点评 2026-09-19

研究结论

- **美国经济仍然有韧性，结构上仍是 AI 投资强于传统经济。**

  9 月就业明显降温，但尚不能视为经济失速。9 月美国非农就业仅增加 2.9 万人，失业率由 4.1%升至 4.2%，平均时薪环比仅增长 0.1%，同时 7 月和 8 月新增就业合计下修 6 万人。这表明企业招聘意愿仍然偏弱，就业市场延续“低招聘、低裁员”格局。不过，初请失业金人数仍在 20 万附近，企业尚未开始大规模裁员。因此，就业更多体现为增长动能放缓，而非经济衰退信号。

  相比就业，制造业和企业投资需求依然较强。9 月 ISM 制造业 PMI 为 54.5，连续第九个月处于扩张区间，新订单指数由 53.7 升至 55.3，就业指数升至 52.7，积压订单指数升至 56.4。此前 8 月核心资本品订单环比增长 1.6%，同样明显高于预期。制造业改善的重要支撑仍然来自 AI 投资，包括计算机、数据中心及电力相关基础设施。

  在就业降温、经济仍有韧性的环境下，美联储下一次加息大概率后置至 12 月。非农数据公布后，市场对 10 月维持利率不变的定价升至 80%以上，加息概率降至两成左右，但 12 月仍保留较高的加息可能。弱就业降低了美联储 10 月连续加息的必要性，但经济增长、ISM 价格指数和核心通胀尚未弱到足以确认紧缩周期结束。更可能的政策路径是 10 月继续观察，12 月再根据通胀和经济数据决定是否加息。

- **当前债市交易的核心正在转向增长和 AI 资本需求，长端美债收益率易上难下。**

  近期市场最值得关注的变化是，过去一个月推升美债收益率的部分因素正在消退。一方面是油价回落。WTI 原油降至 90 美元附近，能源通胀风险较 9 月中明显缓和。另一方面是加息预期回调。市场对美联储下一次加息的预期由 10 月后置至 12 月。

  按照通常逻辑，油价回落和加息预期降温应当推动美债收益率下行，尤其有利于长端利率回落。但是 10 年期美债收益率本周一度升至 5.35%左右，创 2002 年以来新高， 10 年期实际利率已接近 3%，而长期通胀预期并未同步明显上升，说明当前债市的边际主线正在由通胀和货币政策转向经济增长与实际利率。市场正在要求更高的实际回报率，以匹配更强的美国经济增长预期、AI 投资回报和巨大的资本需求。

  信用市场也提供了类似信号。美国高收益债利差由 9 月下旬不足 300 个基点升至 310 个基点附近，一度超过 320 个基点。科技行业信用利差同样出现重定价，去年 9 月，科技债利差较整体投资级信用债低约 10 个基点，目前反而高约 15 个基点，相对变化约 25 个基点。这并不意味着大型科技公司的信用基本面突然恶化，而是随着 AI 资本开支和发债融资规模扩大，债券投资者开始要求更高的融资溢价。

  由此形成了一个值得关注的组合。AI 投资一方面支撑美国经济增长和企业盈利，另一方面也通过扩大资本需求、推升实际利率和增加科技债供给，对债券市场形成持续压力。因此，长端美债收益率短期内仍缺乏趋势性回落的条件，预计将维持高位震荡，并存在进一步上行的风险。

- **股票暂时仍能依靠增长和盈利抵消利率压力，需要警惕实际利率快速上冲的外溢影响。**本轮利率上涨较多反映经济增长预期增强，而非通胀失控或美联储过度紧缩，只要 AI 相关盈利和经济增长预期的上修能够覆盖实际利率上升，大型科技股仍能保持强势。近期 10 年期美债收益率升破 5.3%的同时，纳斯达克指数仍创出新高，印证了这一逻辑。股票市场需要警惕两类风险。一是实际融资成本持续上升，最终超过企业盈利和经济增长所能承受的水平，使高利率真正转化为金融条件收紧。二是长端利率在短期内快速上冲，引发资产估值、杠杆交易和风险预算的集中调整。近期债券市场波动已经明显上升，MOVE 指数过去两个月上涨约 45%，长债波动指标一度超过 VIX。股票市场未必无法承受 5.3%的 10 年期美债收益率，但如果收益率迅速升至 5.6%甚至 5.8%，利率波动本身就可能对股市形成外生冲击。

风险提示 地缘局势的不确定性。经济大幅恶化的风险。全球央行超预期加息的风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

1. 周观点：海外经济增长延续韧性，债市抛售持续 4
美国经济仍然有韧性，结构上仍是 AI 投资强于传统经济 4
当前债市交易的核心正在转向增长和 AI 资本需求，长端美债收益率易上难下 4
股票暂时仍能依靠增长和盈利抵消利率压力，需要警惕实际利率快速上冲的外溢影响 5
总结 6
2. 大类资产表现（2026/9/30-2026/10/7）：加息预期降温，AI 交易延续 7
3. 海外宏观经济数据跟踪 9
非农 9
美国 9 月非农：新增就业明显降温，但尚不能视为经济失速 9
景气指数 10
9 月美国 ISM PMI：美国制造业和服务业均维持扩张，但增长动能边际放缓，价格压力明显重新上升 10
4. 外资流向：主动外资本周小幅净流出港股 11
港股：主动外资小幅流出港股 11
A 股：主动外资小幅净流出 12
中概股：主动外资小幅净流出 12
风险提示 13

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：9 月新增非农就业人数回落 4
图 2：制造业 PMI 修复 4
图 3：近期油价回落（美元/桶） 5
图 4：10y 美债实际利率大幅上升（%） 5
图 5：美债收益率走高同时大型科技股仍保持强势（%） 6
图 6：MOVE 指数大幅走高 6
图 7：全球权益资产明显分化，美股和日本股市表现较强 8
图 8：美国短端利率明显回落、长端基本持平，收益率曲线显著陡峭化 8
图 9：商品整体表现分化 8
图 10：美股内部以科技成长和部分防御板块表现较强 8
图 11：美国经济数据日历（2026/10/1-2026/10/7） 9
图 12：新增非农就业人数：分行业 10
图 13：美国 PMI 持续处于扩张区间 11
图 14：价格压力仍然高企 11
图 15：主动外资净流出港股（百万美元） 11
图 16：主动外资净流出 A 股（百万美元） 12
图 17：主动外资小幅净流出中概股（百万美元） 13



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

1. 周观点： 海外经济增长延续韧性，债市抛售持续

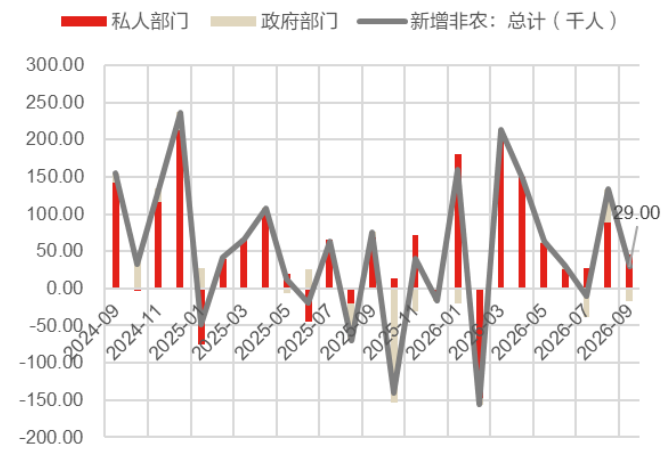
美国经济仍然有韧性，结构上仍是 AI 投资强于传统经济

9 月就业明显降温，但尚不能视为经济失速。9 月美国非农就业仅增加 2.9 万人，失业率由 4.1%升至 4.2%，平均时薪环比仅增长 0.1%，同时 7 月和 8 月新增就业合计下修 6 万人。这表明企业招聘意愿仍然偏弱，就业市场延续“低招聘、低裁员”格局。不过，初请失业金人数仍在 20 万附近，企业尚未开始大规模裁员。因此，就业更多体现为增长动能放缓，而非经济衰退信号。

相比就业，制造业和企业投资需求依然较强。9 月 ISM 制造业 PMI 为 54.5，连续第九个月处于扩张区间，新订单指数由 53.7 升至 55.3，就业指数升至 52.7，积压订单指数升至 56.4。此前 8 月核心资本品订单环比增长 1.6%，同样明显高于预期。制造业改善的重要支撑仍然来自 AI 投资，包括计算机、数据中心及电力相关基础设施。

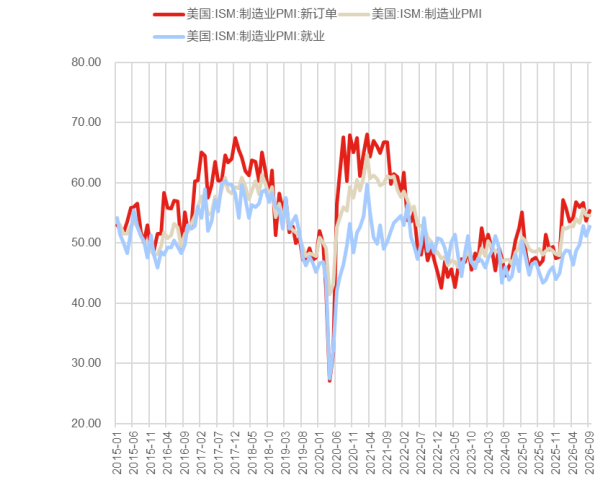
在就业降温、经济仍有韧性的环境下，美联储下一次加息大概率后置至 12 月。非农数据公布后，市场对 10 月维持利率不变的定价升至 80%以上，加息概率降至两成左右，但 12 月仍保留较高的加息可能。弱就业降低了美联储 10 月连续加息的必要性，但经济增长、ISM 价格指数和核心通胀尚未弱到足以确认紧缩周期结束。更可能的政策路径是 10 月继续观察，12 月再根据通胀和经济数据决定是否加息。

图 1：9 月新增非农就业人数回落



数据来源：wind，东方证券研究

图 2：制造业 PMI 修复



数据来源：wind，东方证券研究

当前债市交易的核心正在转向增长和 AI 资本需求，长端美债收益率易上难下

近期市场最值得关注的变化是，过去一个月推升美债收益率的部分因素正在消退。一方面是油价回落。WTI 原油降至 90 美元附近，能源通胀风险较 9 月中明显缓和。另一方面是加息预期回调。市场对美联储下一次加息的预期由 10 月后置至 12 月。

按照通常逻辑，油价回落和加息预期降温应当推动美债收益率下行，尤其有利于长端利率回落。但是 10 年期美债收益率本周一度升至 5.35%左右，创 2002 年以来新高， 10 年期实际利率已接近 3%，而长期通胀预期并未同步明显上升，说明当前债市的边际主线正在由通胀和货币政策转

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

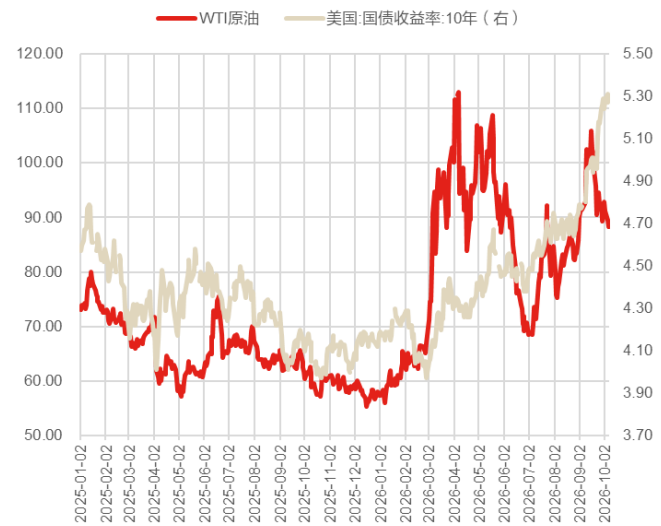
仅供内部参考，请勿外传

向经济增长与实际利率。市场正在要求更高的实际回报率，以匹配更强的美国经济增长预期、AI 投资回报和巨大的资本需求。

信用市场也提供了类似信号。美国高收益债利差由 9 月下旬不足 300 个基点升至 310 个基点附近，一度超过 320 个基点。科技行业信用利差同样出现重定价，去年 9 月，科技债利差较整体投资级信用债低约 10 个基点，目前反而高约 15 个基点，相对变化约 25 个基点。这并不意味着大型科技公司的信用基本面突然恶化，而是随着 AI 资本开支和发债融资规模扩大，债券投资者开始要求更高的融资溢价。

由此形成了一个值得关注的组合。AI 投资一方面支撑美国经济增长和企业盈利，另一方面也通过扩大资本需求、推升实际利率和增加科技债供给，对债券市场形成持续压力。因此，长端美债收益率短期内仍缺乏趋势性回落的条件，预计将维持高位震荡，并存在进一步上行的风险。

图 3：近期油价回落（美元/桶）



数据来源：wind，东方证券研究

图 4：10y 美债实际利率大幅上升（%）



数据来源：wind，东方证券研究

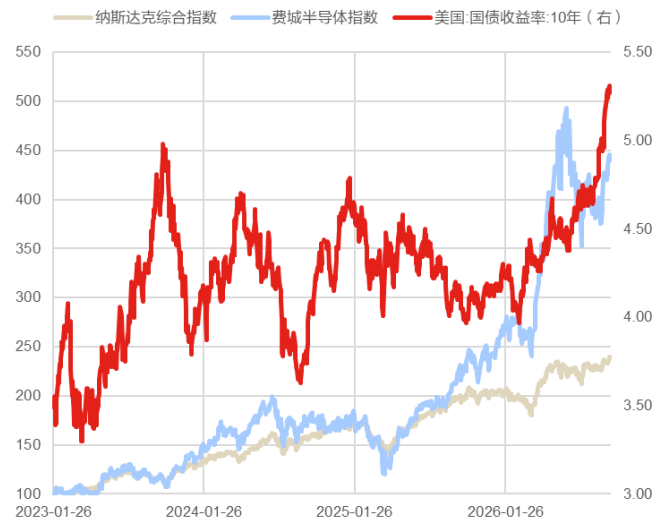
股票暂时仍能依靠增长和盈利抵消利率压力，需要警惕实际利率快速上冲的外溢影响

本轮利率上涨较多反映经济增长预期增强，而非通胀失控或美联储过度紧缩，只要 AI 相关盈利和经济增长预期的上修能够覆盖实际利率上升，大型科技股仍能保持强势。近期 10 年期美债收益率升破 5.3%的同时，纳斯达克指数仍创出新高，印证了这一逻辑。股票市场需要警惕两类风险。一是实际融资成本持续上升，最终超过企业盈利和经济增长所能承受的水平，使高利率真正转化为金融条件收紧。二是长端利率在短期内快速上冲，引发资产估值、杠杆交易和风险预算的集中调整。近期债券市场波动已经明显上升，MOVE 指数过去两个月上涨约 45%，长债波动指标一度超过 VIX。股票市场未必无法承受 5.3%的 10 年期美债收益率，但如果收益率迅速升至 5.6%甚至 5.8%，利率波动本身就可能对股市形成外生冲击。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

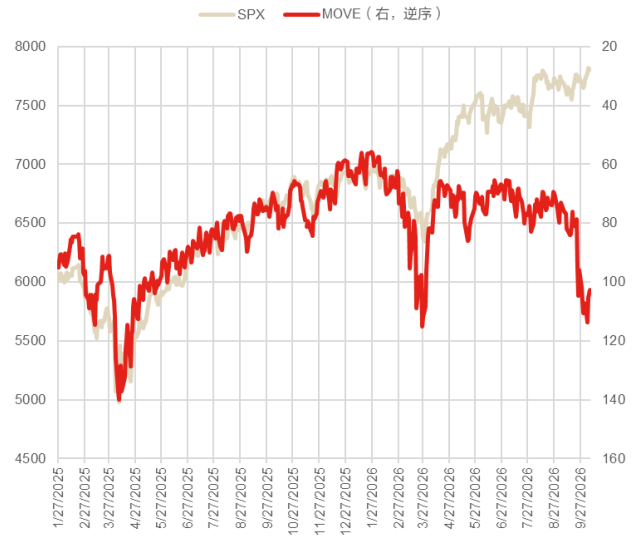
仅供内部参考，请勿外传

图 5：美债收益率走高同时大型科技股仍保持强势（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究

图 6：MOVE 指数大幅走高



数据来源：Bloomberg，东方证券研究

总结

1）美国经济仍然有韧性，结构上仍是 AI 投资强、传统经济一般但不差，就业降温暂时不等于衰退。

2）美联储下一次加息大概率后置到 12 月，但油价回落和 Fed 后置都没有阻止长债收益率上升，说明当前债市交易的核心正在转向增长、实际利率和 AI 资本需求。

3）股票暂时仍能依靠增长和盈利抵消利率压力，真正需要警惕的是长端实际利率继续快速上冲、债市波动率进一步放大，从债券市场向股票市场产生外溢。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

2. 大类资产表现（2026/9/30-2026/10/7）： 加息预期降温，AI 交易延续

利率：美国短端利率明显回落、长端基本持平，收益率曲线显著陡峭化。美国 2y 和 10y 国债收益率全周分别下行 11.9bps 和 0.1bps，2s10s 利差走阔 11.8bps；美国高收益债利差收窄 6.0bps。海外方面，10y 德债收益率下行 11.1bps，10y 日债收益率上行 3.9bps。市场对美联储 10 月继续加息的预期有所降温，主要推动短端利率回落；但长期财政、通胀及国债供给风险仍限制长端利率下行，形成明显的曲线陡峭化交易。10 月 7 日 10 年期美债收益率盘中一度升至 5.35%以上，随后在强劲拍卖需求下有所回落。

股票：全球权益资产明显分化，美股和日本股市表现较强。标普 500、纳指和道指全周分别上涨 2.0%、2.5% 和 0.5%，罗素 2000 下跌 0.1%；MSCI 全球除美国下跌 1.2%，欧洲 STOXX50 下跌 1.4%，日经 225 大涨 4.9%，韩国股市下跌 0.5%。A 股国庆期间休市，沪深 300 和创业板指数均为 0.0%；恒生指数和恒生科技分别下跌 2.0% 和 1.4%。美股上涨仍主要由 AI 资本开支和大型科技交易支撑，标普和纳指一度再创历史新高，显示高利率环境下市场仍在集中交易 AI 盈利与资本开支的确定性。

大宗商品：商品整体表现分化。WTI 原油全周下跌 2.4%，COMEX 黄金下跌 1.0%，COMEX 铜上涨 0.4%，CRB 商品指数上涨 0.5%；南华工业品和农产品指数分别上涨 0.1% 和 0.4%，波罗的海干散货指数下跌 3.8%。油价仍围绕美伊冲突及供应恢复预期反复交易，随着市场对短期供应中断风险的定价有所回落，前期地缘风险溢价继续部分释放。波动率方面，VIX 和 MOVE 分别下跌 7.7% 和 7.1%，显示股债市场短期风险情绪均有所改善。

外汇：美元整体走强。美元指数全周上涨 0.8%，EURUSD 下跌 1.2%，USDJPY 上涨 0.4%，USDCHF 下跌 0.3%，USDCAD 上涨 0.2%，USDAUD 下跌 0.2%。人民币中间价和在岸人民币均基本持平 0.0%，离岸人民币变动 -0.1%，对应人民币小幅升值。美元在美国短端利率回落的同时仍保持强势，主要受到欧洲资产表现偏弱、法国财政和政治不确定性以及避险需求的支撑。

行业板块：美股内部以科技成长和部分防御板块表现较强。MAG7 上涨 2.8%，剔除 MAG7 的标普 500 上涨 1.5%；费城半导体指数上涨 3.5%，信息技术和通信服务分别上涨 3.0% 和 0.9%。核心消费品和非核心消费品分别上涨 1.6% 和 3.1%，金融上涨 0.6%，房地产下跌 0.9%，公用事业大涨 4.4%，医疗保健上涨 0.3%，能源上涨 3.0%，原材料和工业分别上涨 0.9% 和 0.6%。风格上看，防御板块上涨 0.8%，周期板块基本持平 0.0%。整体来看，指数上涨仍具有较明显的 AI 和大型科技驱动特征，同时公用事业等防御板块也表现较强。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图 7：全球权益资产明显分化，美股和日本股市表现较强

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
美股	标普500	%	1.96	13.97
	道琼斯工业	%	0.54	6.48
	纳斯达克综合	%	2.52	18.49
	罗素2000	%	-0.13	12.54
全球非美	MSCI全球（除美国）	%	-1.16	6.73
	欧洲STOXX50	%	-1.42	6.71
	日经225	%	4.92	39.13
	韩国	%	-0.50	61.45
	沪深300	%	0.00	-5.88
	创业板指	%	0.00	-2.12
	恒生指数	%	-1.96	-5.85
	恒生科技	%	-1.40	-23.96

数据来源：Bloomberg，东方证券研究

图 8：美国短端利率明显回落、长端基本持平，收益率曲线显著陡峭化

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
利率	2y美债	bp	-11.88	129.52
	10y美债	bp	-0.12	111.67
	期限利差：2s10s	bp	11.76	-17.85
	美国高收益债利差	bp	-6.00	37.00
	10y德债	bp	-11.07	62.05
	10y日债	bp	3.90	103.80
汇率	美元指数	%	0.78	3.99
	EURUSD	%	-1.17	-4.67
	USDJPY	%	0.43	0.85
	USDCHF	%	-0.29	5.12
	USDCAD	%	0.17	3.93
	USDAUD	%	-0.22	-4.21
	人民币中间价	%	0.00	-4.18
	在岸人民币	%	0.00	-4.04
	离岸人民币	%	-0.09	-3.91

数据来源：Bloomberg，东方证券研究

图 9：商品整体表现分化

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
商品/衍生品	WTI原油	%	-2.37	53.74
	COMEX黄金	%	-1.01	-5.24
	COMEX铜	%	0.42	17.03
	比特币	%	-0.19	-4.58
	CRB商品指数	%	0.47	37.69
	南华工业品指数	%	0.14	15.44
	南华农产品指数	%	0.40	-1.17
	波罗的海干散货指数	%	-3.82	59.51
	美股波动率VIX	%	-7.71	0.87
	美债波动率MOVE	%	-7.14	60.35

数据来源：Bloomberg，东方证券研究

图 10：美股内部以科技成长和部分防御板块表现较强

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
美股行业	MAG 7	%	2.77	11.94
	S&P500（除MAG 7）	%	1.54	13.29
	费城半导体指数	%	3.46	84.47
	标普500信息技术指数	%	3.03	31.73
	标普500电信服务指数	%	0.90	4.87
	标普500核心消费品指数	%	1.58	5.76
	标普500非核心消费品指数	%	3.14	-3.35
	标普500金融指数	%	0.63	-1.91
	标普500房地产指数	%	-0.92	1.80
	标普500公用事业指数	%	4.39	-3.59
	标普500保健指数	%	0.29	9.07
	标普500能源指数	%	3.01	41.57
	标普500原材料指数	%	0.86	8.47
	标普500工业指数	%	0.56	8.24
	防御板块	%	0.75	2.18
	周期板块	%	0.01	3.91

数据来源：Bloomberg，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

3. 海外宏观经济数据跟踪

图 11：美国经济数据日历（2026/10/1-2026/10/7）

数据发布日期	指标名称	期间	调查值	实际值	前值	修正值
10/1/2026	挑战者企业裁员人数 同比	Sep	-20.00%	-19.90%	-38.50%	--
10/1/2026	周度首次申领失业救济人数	26-Sep	200000	197000	197000	198000
10/1/2026	持续领取失业救济人数	19-Sep	1725000	1701000	1719000	1712000
10/1/2026	标普全球-美国制造业PMI	Sep F	57	55.9	57	--
10/1/2026	ISM制造业指数	Sep	55	54.5	54.6	--
10/1/2026	ISM支付价格	Sep	73	77.9	71.1	--
10/1/2026	ISM新订单	Sep	54.7	55.3	53.7	--
10/1/2026	ISM就业	Sep	52	52.7	51.2	--
10/1/2026	建筑开支月环比	Aug	0.00%	0.90%	-0.50%	-0.10%
10/2/2026	非农就业人数增减	Sep	90000	29000	162000	133000
10/2/2026	两个月薪水净修正	Sep	--	-60000	55000	--
10/2/2026	非农私企就业人数增减	Sep	81000	46000	127000	89000
10/2/2026	制造业就业人数增减	Sep	10000	9000	16000	15000
10/2/2026	Nonfarm Payrolls 3-Mo Avg Chg	Sep	--	51000	71000	51000
10/2/2026	平均小时收入月环比	Sep	0.30%	0.10%	0.30%	--
10/2/2026	平均小时收入同比	Sep	3.10%	3.00%	3.10%	--
10/2/2026	周平均工时-所有员工	Sep	34.3	34.4	34.4	--
10/2/2026	失业率	Sep	4.10%	4.20%	4.10%	--
10/2/2026	劳动力参与率	Sep	61.60%	61.80%	61.60%	--
10/2/2026	就业不足率	Sep	7.70%	7.60%	7.70%	--
10/2/2026	工厂订单	Aug	0.20%	0.10%	0.90%	0.80%
10/2/2026	工厂订单不含运输	Aug	0.60%	0.30%	0.60%	0.70%
10/2/2026	耐用品订单环比	Aug F	0.00%	-0.10%	0.00%	--
10/2/2026	耐用消费品(除运输类)	Aug F	0.30%	0.20%	0.30%	--
10/2/2026	非国防资本货物订单(飞机除外)	Aug F	1.60%	1.60%	1.60%	--
10/2/2026	非国防资本货物出货(飞机除外)	Aug F	--	0.50%	0.60%	--
10/5/2026	标普全球-美国服务业PMI	Sep F	58.7	58.8	58.7	--
10/5/2026	标普全球-美国综合PMI	Sep F	58.3	58.4	58.4	--
10/5/2026	ISM服务业指数	Sep	55	54.9	55.4	--
10/5/2026	ISM服务业支付价格	Sep	73.3	74	72.6	--
10/5/2026	ISM服务业新订单	Sep	60.3	59.8	60.9	--
10/5/2026	ISM服务业就业	Sep	48.8	50.1	47.8	--
10/6/2026	ADP新增就业人数	12-Sep	--	22500	20000	--
10/6/2026	ADP新增就业人数	19-Sep	--	23750	22500	--
10/6/2026	进口月环比	Aug	4.20%	4.30%	2.80%	3.90%
10/6/2026	出口月环比	Aug	1.20%	1.40%	-2.10%	--
10/7/2026	周度MBA抵押贷款申请指数环比	2-Oct	--	-4.20%	-6.00%	--
10/7/2026	纽约联储1年通胀预期	Sep	3.64%	3.90%	3.58%	--

数据来源：Bloomberg，东方证券研究

非农

美国 9 月非农：新增就业明显降温，但尚不能视为经济失速

9 月美国非农就业新增 2.9 万人，明显低于过去 12 个月月均 4.5 万人；同时前值继续下修，7 月由+2.1 万人下修至-1.0 万人，8 月由+16.2 万人下修至+13.3 万人，两个月合计下修 6.0 万人。分行业看，私人部门新增 4.6 万人，其中医疗保健+1.7 万人、建筑+1.1 万人、制造业+0.9 万人，而政府就业减少 1.7 万人，临时帮助服务减少 1.1 万人，反映企业招聘仍偏谨慎。家庭调查方面，失业率由 4.1%升至 4.2%，但同期就业人口增加 40.6 万人、劳动力人口增加 48.5 万人，劳动参与率由 61.6%升至 61.8%，因此失业率上升更多来自劳动力重新进入，而非就业人口下降。薪资方

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

面，平均时薪环比仅增长 0.1%、同比增长 3.0%，平均每周工时维持 34.4 小时。整体来看，9 月就业呈现出“非农偏弱、前值下修、劳动力供给改善、工资继续降温”的特征，就业市场仍处于低增长、低流动的弱平衡状态，暂未出现明显失速。

图 12：新增非农就业人数：分行业

NFP规模占比	新增NFP（千人）	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-
100.0%	总计	29	133	-10	31	63	148	214	-156	160	-17	41	-140
85.3%	私人	46	89	28	26	61	150	202	-148	180	-7	72	13
13.6%	商品	18	34	35	14	3	6	33	-21	45	-21	25	-20
0.4%	采矿业	-2	3	-3	-2	3	4	3	-1	-2	-1	-1	1
5.3%	建筑业	11	16	18	3	2	3	15	-21	45	-7	36	-12
8.0%	制造业	9	15	20	13	-2	-1	15	1	2	-13	-10	-9
71.7%	服务	28	55	-7	12	58	144	169	-127	135	14	47	33
3.8%	批发业	5	8	6	5	3	1	-2	8	2	-6	-6	3
9.7%	零售业	6	-5	6	10	5	24	10	0	13	-24	-1	-15
4.2%	运输仓储业	8	3	10	-10	1	39	25	-46	23	-5	-59	1
0.4%	公用事业	1	2	1	0	1	1	-1	2	0	1	2	1
1.7%	信息业	-10	-18	4	-19	-5	-6	1	-23	-27	-6	-5	-6
5.7%	金融活动	-7	-9	-10	2	-20	-6	-17	2	-39	1	1	-5
14.1%	专业和商业服务	-9	-5	-6	36	6	20	28	4	36	-19	56	-24
17.6%	教育和医疗服务	20	38	14	50	24	67	95	-49	119	38	56	44
10.7%	休闲和酒店业	10	37	-38	-54	42	-7	44	-31	5	25	-12	41
3.8%	其他服务业	6	3	6	-7	2	11	-14	6	3	8	16	-6
14.7%	政府	-17	44	-38	5	2	-2	12	-8	-20	-10	-31	-153

数据来源：Wind，东方证券研究

景气指数

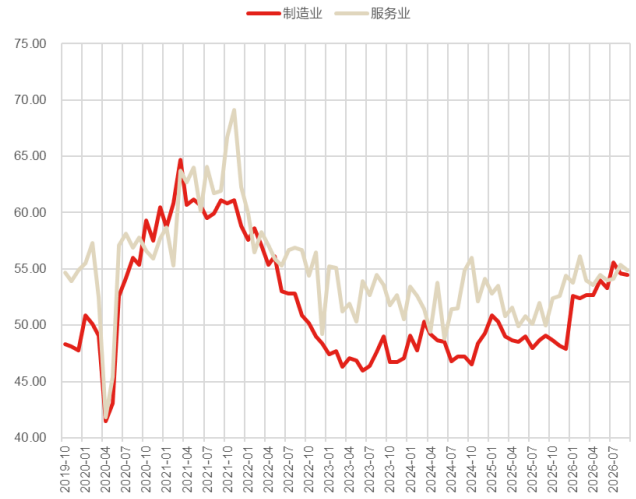
9 月美国 ISM PMI：美国制造业和服务业均维持扩张，但增长动能边际放缓，价格压力明显重新上升

9 月 ISM 制造业 PMI 录得 54.5，较 8 月的 54.6 小幅回落，连续第 9 个月位于荣枯线以上；分项看，新订单指数由 53.7 升至 55.3，就业指数由 51.2 升至 52.7，需求和用工继续改善，但生产指数由 58.3 降至 56.7。更值得关注的是，制造业价格指数由 71.1 大幅升至 77.9，接近 3 月伊朗冲突初期的水平，钢铝、关税以及石油相关产品价格上涨是主要推动因素。服务业方面，ISM 服务业 PMI 由 55.4 小幅回落至 54.9，其中商业活动指数由 61.7 降至 56.5、新订单指数由 60.9 降至 59.8，仍保持较快扩张；就业指数则由 47.8 回升至 50.1，重新进入扩张区间。与此同时，服务业价格指数由 72.6 升至 74.0，创 2022 年 7 月以来最高。整体来看，9 月 ISM 数据显示增长仍有韧性、就业边际改善、价格压力重新抬升，尤其是制造业和服务业价格指数同步走高，说明能源、关税和原材料成本正在重新强化生产端和服务端通胀压力。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

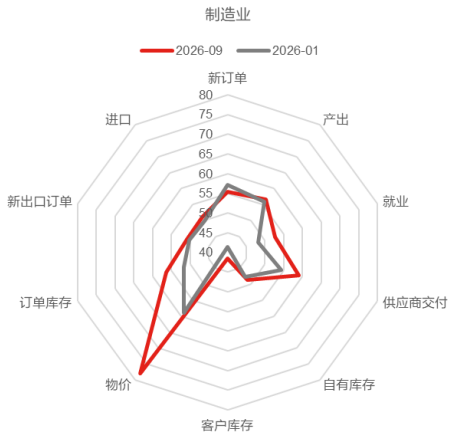
仅供内部参考，请勿外传

图 13：美国 PMI 持续处于扩张区间



数据来源：wind，东方证券研究

图 14：价格压力仍然高企



数据来源：wind，东方证券研究

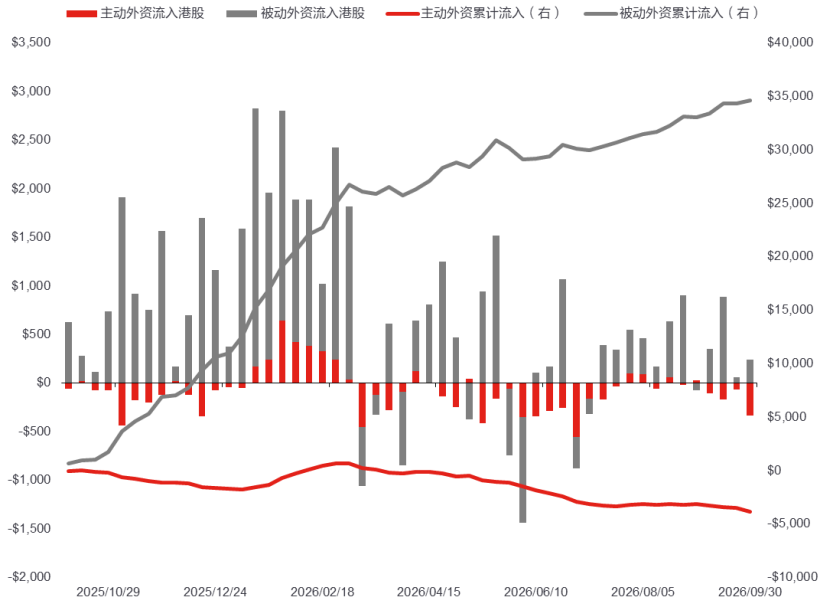
4. 外资流向：主动外资本周小幅净流出港股

本周主动外资小幅净流出 A 股、港股和中概股。

港股：主动外资小幅流出港股

本周外资净流出港股，规模 1.0 亿美元，其中主动资金净流出 3.4 亿美元，被动型外资净流入 2.4 亿美元。近一年来，主动外资累计流出港股 38.8 亿美元，被动外资累计流入港股 345.8 亿美元。

图 15：主动外资净流出港股（百万美元）



数据来源：EPFR，东方证券研究

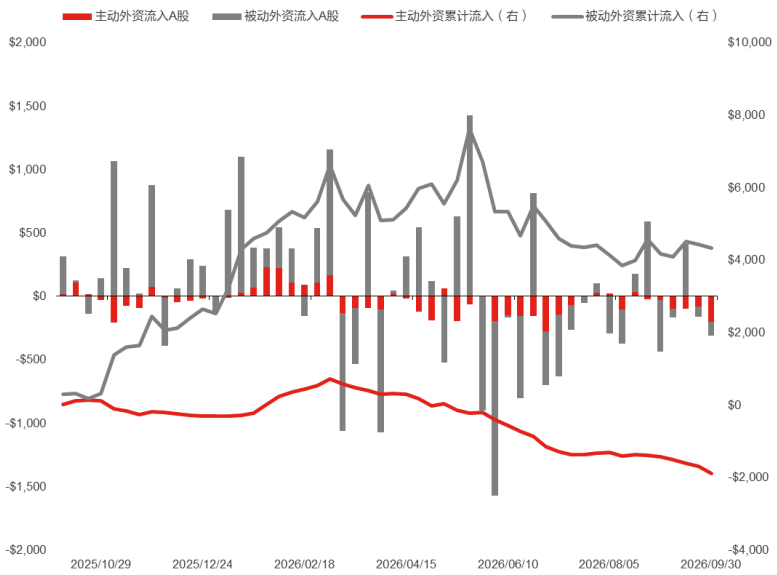
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

A 股：主动外资小幅净流出

主动外资本周净流出 A 股，规模 2.0 亿美元，被动外资净流出 A 股，规模 1.1 亿美元。近一年来，主动外资累计流出 A 股 19.0 亿美元，被动外资累计流入 A 股 43.2 亿美元。

图 16：主动外资净流出 A 股（百万美元）



数据来源：EPFR，东方证券研究

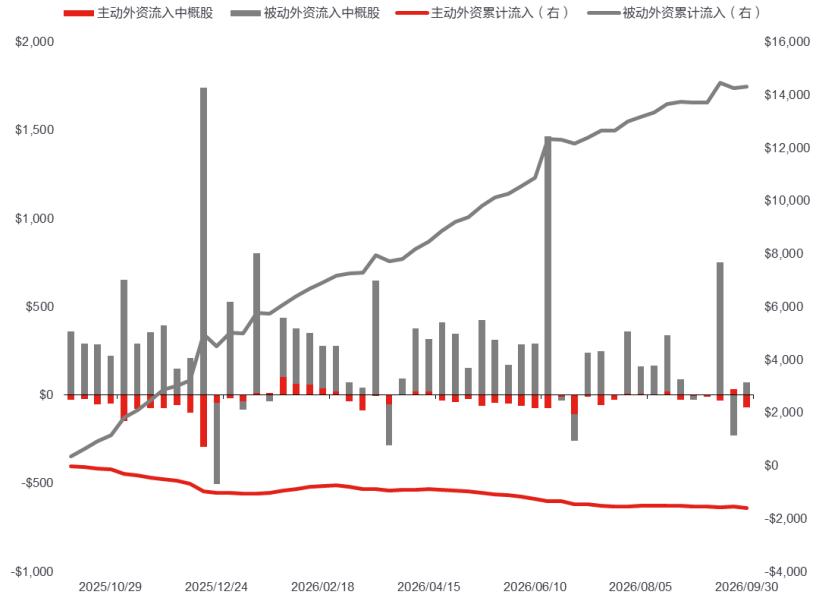
中概股：主动外资小幅净流出

主动外资小幅净流出中概股，规模 0.7 亿美元，被动外资净流入中概股，规模 0.7 亿美元。近一年来，主动外资累计流出中概股 16.0 亿美元，被动外资累计流入中概股 143.2 亿美元。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图 17：主动外资小幅净流出中概股（百万美元）



数据来源：EPFR，东方证券研究

风险提示

地缘局势的不确定性。伊朗局势发展仍存在一定不确定性，若局势进一步升级，国际油价仍存在进一步上行风险，进而可能推升通胀压力、压缩美联储降息空间，并对全球风险偏好形成扰动。

经济大幅恶化的风险。美国经济基本面目前受到科技和前置生产的支撑，尚具有韧性，不排除在高利率的持续压力之下，经济滞后于利率出现大幅走弱的风险。

全球央行超预期加息的风险。如果地缘与能源冲击持续时间较长，推升通胀预期，主要央行可能进入加息周期，全球流动性将进一步收紧，风险资产或面临更大调整压力；此外，利率水平上移也会抑制投资与消费，全球经济陷入衰退的风险上升。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。