仅供内部参考，请勿外传

法国深陷财政泥潭，警惕债务压力传染

策略周度思考 20261007

报告发布日期 2026 年 10 月 07 日

证券分析师
张陈 执业证书编号：S0860526010004
zhangchen2@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
金融条件非领先指标，美国经济裂痕已出现：策略周度思考 20260927 2026-09-27
美股隐含了怎样的预期？：策略周度思考 20260920 2026-09-20
美债高压后续如何推演？：策略周度思考 20260913 2026-09-13

研究结论

- **策略周度思考—法国深陷财政泥潭，警惕债务压力传染**

- **1、长假期间地缘风险维持僵局，原油价格高位震荡，但美国成品油价格进一步上涨，一方面带来通胀粘性，另一方面也加剧了美国中期选举压力，为后续地缘风险爆发埋下隐患。全球发达经济体长端利率继续新高，尤其是欧洲，法国经济增长动力弱、通胀压力高、赤字压力大，法德利差创欧债危机以来的新高，诸多问题并发，引起弱增长、高债务的两难抉择，后续需警惕债券抛售带来的全球债务压力传染。整体来看，海外通胀预期粘性、加息预期见顶、经济预期下修的困境进一步加剧；国内则处于经济预期略有下行、政策预期升温的状况，政策应对手段远远多于海外，我们仍然建议重点关注国内科技。**
- **2、地缘预期方面，也门冲突加剧，美国成品油价格继续上涨。**虽然美伊没有太大变化，但也门冲突进一步加剧，国际油价如布伦特原油在 100 美金附近波动，美国成品油（如汽油）价格则创新高，加之欧美进入采暖季，中东问题在没有根本解决之前，通胀预期粘性会持续较强。
- **3、海外经济预期方面，美国经济高位回落，未来面临经济预期的进一步下修。**美国 9 月非农新增就业 2.9 万人，低于市场预期，并下修了前两月的就业数据。高频数据方面，一方面美国高频周度经济数据（WEI）高位回落，另一方面与美国地产投资高度相关的木材价格继续下跌。我们认为高利率、高油价环境最终会伤害经济，9 月非农偏弱仅仅是开端。
- **4、非农偏弱，美债长端利率为何没降？原因在于两个主要方面。**其一，就业偏弱确实使得加息预期下修，但期限溢价在快速上行。其二，欧洲经济状况堪忧，法国爆发债务担忧，警惕债务压力传染。法国目前面临增长偏弱、通胀压力不小、财政压力较大的困局。法国债券利率上行，至少可以通过两个渠道对其他经济体造成传染，一方面是流动性，另一方面是对发达经济体债务压力的信心。
- **5、国内假期数据相对平稳，后续政策刺激有望陆续落地。**回到国内，8-9 月经济数据整体偏弱，因此市场对假期出行、消费情况不会有太高的预期。从目前公布的数据来看，票房偏弱，但消费情况尚可。国内仍处于政策预期升温的状况，政策应对手段远远多于海外，我们仍然建议重点关注国内科技。

风险提示

市场表现不及预期、风险定价可能不充分、产业发展不及预期、模型设定风险。

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

周度思考：法国深陷财政泥潭，警惕债务压力传染 4

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：原油裂解价差继续上行 5
图 2：美国成品油价格继续上涨 5
图 3：美国周度经济指数高位回落 5
图 4：美国木材价格继续下跌 5
图 5：美债加息预期下修，但期限溢价上行 5
图 6：法德利差逼近欧债危机高点 5
图 7：法国赤字压力较大（%） 6
图 8：法国期限溢价明显高于德国 6

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

周度思考：法国深陷财政泥潭，警惕债务压力传染

长假期间地缘风险维持僵局，原油价格高位震荡，但美国成品油价格进一步上涨，一方面带来通胀粘性，另一方面也加剧了美国中期选举压力，为后续地缘风险爆发埋下隐患。全球发达经济体长端利率继续新高，尤其是欧洲，法国经济增长动力弱、通胀压力高、赤字压力大，法德利差创欧债危机以来的新高，诸多问题并发，引起弱增长、高债务的两难抉择，后续需警惕债券抛售带来的全球债务压力传染。整体来看，海外通胀预期粘性、加息预期见顶、经济预期下修的困境进一步加剧；国内则处于经济预期略有下行、政策预期升温的状况，政策应对手段远远多于海外，我们仍然建议重点关注国内科技。

地缘预期方面，也门冲突加剧，美国成品油价格继续上涨。虽然美伊没有太大变化，但也门冲突进一步加剧，国际油价如布伦特原油在 100 美金附近波动，美国成品油（如汽油）价格则创新高，加之欧美进入采暖季，中东问题在没有根本解决之前，通胀预期粘性会持续较强。

海外经济预期方面，美国经济高位回落，未来面临经济预期的进一步下修。美国 9 月非农新增就业 2.9 万人，低于市场预期，并下修了前两月的就业数据，高频数据方面，一方面美国高频周度经济数据（WEI）高位回落，另一方面与美国地产投资高度相关的木材价格继续下跌。我们认为高利率、高油价环境最终会伤害经济，9 月非农偏弱仅仅是开端。

非农偏弱，美债长端利率为何没降？原因在于两个主要方面。

- ✓ **其一，就业偏弱确实使得加息预期下修，但期限溢价在快速上行。**美债利率拆解为通胀预期、利率预期、期限溢价三个因子，以 9 月 30 日-10 月 5 日 10 年期美债利率为例，通胀预期不变，利率预期下行约 6bp，期限溢价上行约 8bp，使得美债利率上行 2bp。
- ✓ **其二，欧洲经济状况堪忧，法国爆发债务担忧，警惕债务压力传染。**我们在《全球投资储蓄的再平衡》讨论过，期限溢价主要衡量投资储蓄失衡，外在表现是债务问题。假期法国债券遭遇抛售，法国长端利率快速上行，法德利差创 12 年以来新高。因此我们进一步考察法国数据，可以看到两点佐证，其一是法国政府债务占 GDP 的比例接近 120%，远高于德国，也远高于 60%的国际警戒线；其二是法国长端利率中，期限溢价的贡献远远大于德国。法国目前面临增长偏弱、通胀压力不小、财政压力较大的困局。法国债券利率上行，至少可以通过两个渠道对其他经济体造成传染，一方面是流动性，另一方面是对发达经济体债务压力的信心。

国内假期数据相对平稳，后续政策刺激有望陆续落地。回到国内，8-9 月经济数据整体偏弱，因此市场对假期出行、消费情况不会有太高的预期。从目前公布的数据来看，票房偏弱，为近十年以来低位，但消费情况尚可，如商务部商务大数据显示，国庆假期前三天，商务部重点监测的 78 个步行街（商圈）客流量、营业额同比分别增长 3.4%、5.3%，客流量略增速略低于五一、营业

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

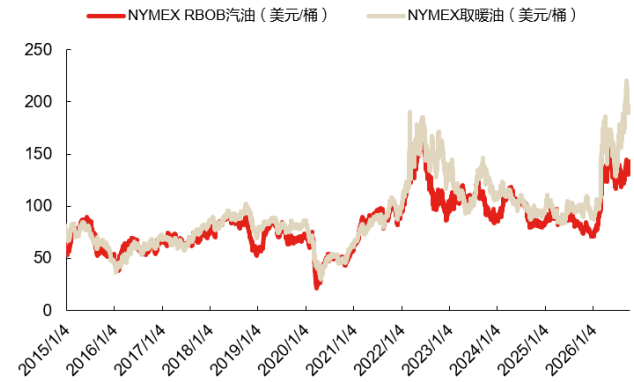
额增速则与五一持平。国内仍处于政策预期升温的状况，政策应对手段远远多于海外，我们仍然建议重点关注国内科技。

图 1：原油裂解价差继续上行



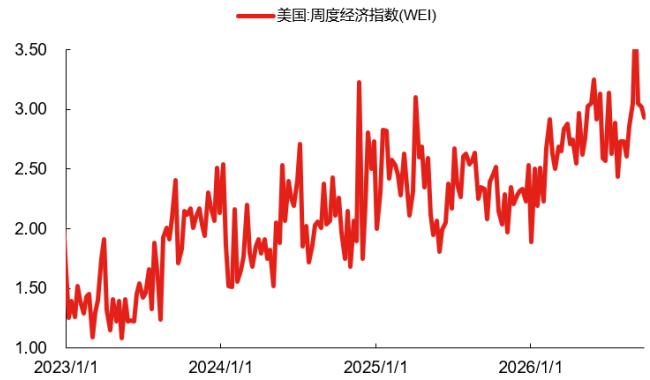
数据来源：Wind 东方证券研究

图 2：美国成品油价格继续上涨



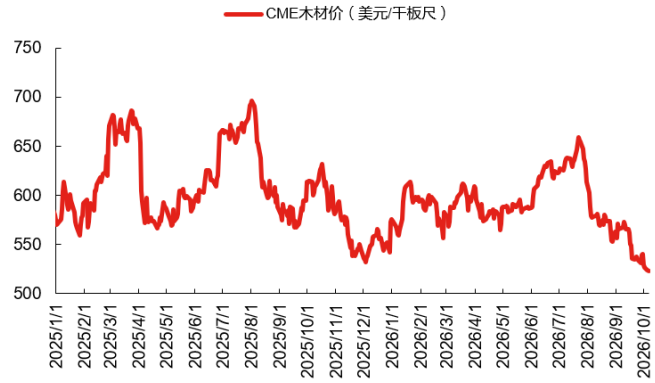
数据来源：Wind 东方证券研究

图 3：美国周度经济指数高位回落



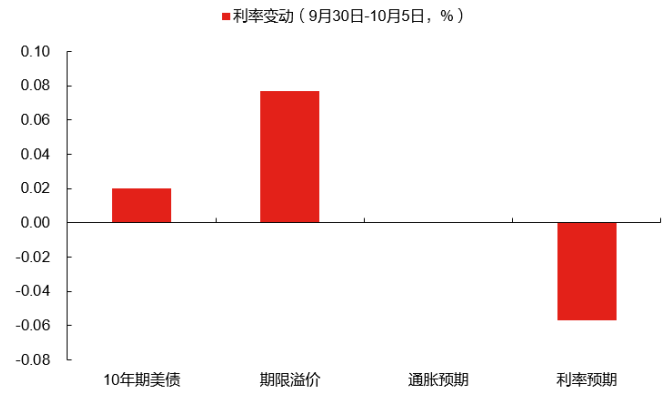
数据来源：wind 东方证券研究

图 4：美国木材价格继续下跌



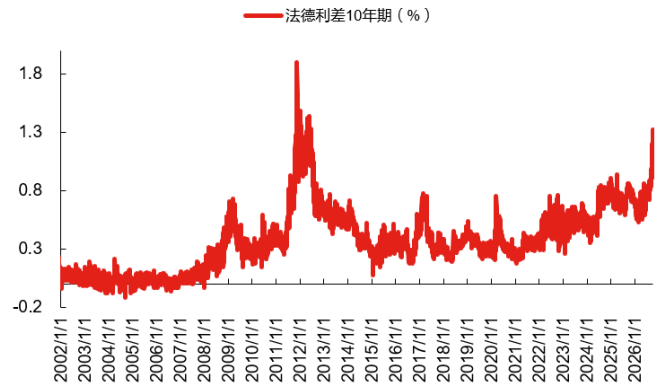
数据来源：Wind 东方证券研究

图 5：美债加息预期下修，但期限溢价上行



数据来源：wind 东方证券研究

图 6：法德利差逼近欧债危机高点

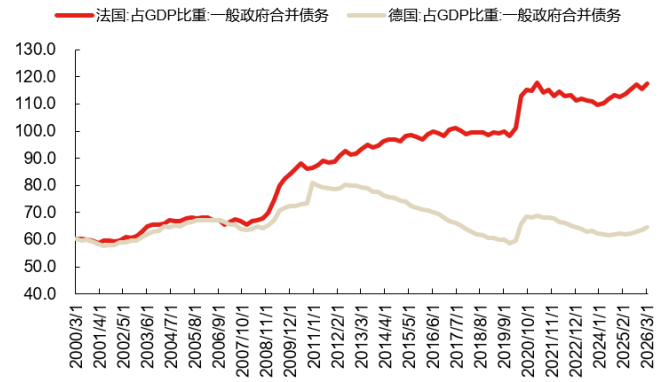


数据来源：Wind 东方证券研究

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。

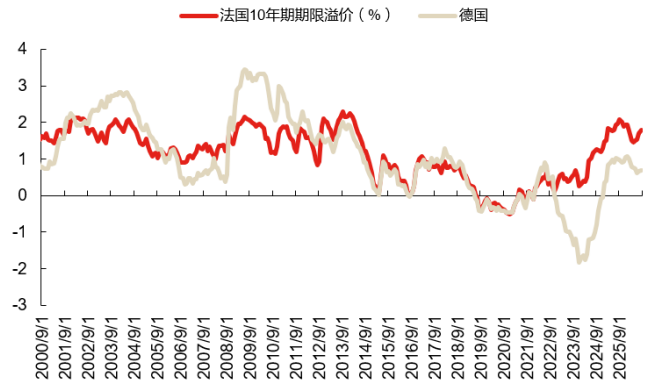
仅供内部参考，请勿外传

图 7：法国赤字压力较大（%）



数据来源：wind 东方证券研究

图 8：法国期限溢价明显高于德国



数据来源：Wind 东方证券研究
备注：期限溢价为 ACM 算法计算

风险提示

市场表现不及预期

我们对于市场表现的预期可能过于乐观，海内外经济和地缘政治等各种风险因素都可能让市场的实际表现不及预期。

风险定价可能不充分

地缘政治等风险市场可能尚未完全定价，突发事件或对市场产生冲击。

产业发展不及预期

各前沿行业面临技术迭代、商业化进度或业绩兑现等因素不及预期导致的回调风险。

模型设定风险

模型参数对历史数据较为敏感，参数变化变化可能对汇率预测结果产生影响。

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。