仅供内部参考，请勿外传

国联民生证券 GUOLIAN MINSHENG SECURITIES

国际财政观察

非美经济会比预期还差吗？

- **2025 年演绎的“非美改善”叙事在 2026 年出现波折。**2026 年 3 月美伊冲突开启能源通胀冲击，非美对美国自 2025 年初以来的超额收益剧烈分化，欧股超额回落至归零边缘，日股超额逆势拉升。**我们认为，非美经济本身没有比预期差，真正变差的是财政主导的定价环境。**
- **基本面来看，欧日出清均已出现尾声信号。**德国 2026 年一至七月企业破产案 7.9 万件、高于上年同期，而债权总额下降 25.7%，**退出者以小微弱势企业为主**；欧央行二季度银行信贷调查净收紧比例仅 7%，**企业贷款需求开始回升。**

  日本出清在深度和广度上领先欧洲，2026 年 6 月与 7 月连续两月单月破产案破千件，但九月破产企业从业员不足 10 人的企业占 91.5%，**大中型企业生存情况已边际改善。出清收尾之后，欧元区 9 月制造业 PMI 录得 52.9、创 52 个月新高，日本制造业 PMI 连续九个月扩张，景气数据与出清数据方向一致。**

- **当下非美经济的主要制约均来自于财政层面，欧洲财政的矛盾集中在执行端。2026 年德国特别基金截至 6 月 30 日拨付执行率仅 38.1%**，落后线性进度约 12 个百分点；**欧盟层面是德国现状的放大版，**SAFE 额度全额分配而实际拨付仅约 120 亿欧元，RRF 收官后，2027 年大概率成为财政刺激资金空档年，恰与各国国防加码时点重合。

  法国是欧元区最大的潜在危机点，债务比率 2027 年末预计达 121.7%，预算表决路径决定利差方向；**南欧方面整体以财政整固换减负空间，财政风险由此高度集中于法国。**
- **日本财政的约束在利率端。**高市内阁四层财政架构全部指向扩张；日银 9 月 18 日加息至 1.25%的 1995 年以来高位，10 年期收益率 9 月 1 日站上 3%，日银 2025 年度决算出现付息倒挂，**未来三年 11.7 万亿日元税收增量的绝大部分在落地前即被付息预留。**财政主导的风险已在议息票型中显形，9 月加息决议的两张反对票均来自高市任命的再通胀派委员。
- **美元的强势由四层预期差支撑：**市场抢跑美债利率见顶，美国经济由 K 型分化向 C 型收敛，DXY 补涨，以及能源贸易条件的非对称改善。**年内 EUR/USD 低位震荡、USD/JPY 高位波动的格局难以改变，美元转向需要霍尔木兹复航、美联储转向、欧盟及德国财政放量兑现三个条件同时齐备。**

- **展望 2027 年，欧日财政扩张将从预期交易转入交付验证期。**

  基准情景下财政温和交付、刺激弹性部分兑现，欧元区盈利修复带动非美发达市场取得超额收益；乐观情景对应德国交付加速与法国顺利整固；**悲观情景对应法国预算案无法通过或日债失控外溢。**

  跟踪上，日本锁定财务省逐季发债计划、日银投票结构与税收覆盖倍数，法国锁定议会日程与赤字路径，德国盯住 SVIK 拨付与工厂订单，欧盟整体方面跟踪 SAFE 拨付进度。**我们建议维持对欧日的超配基调，节奏跟随验证窗口动态调整，法国财政与日本利率是最需要盯住的两条尾部风险来源。**

- **风险提示：**能源供给冲击超预期风险，欧洲财政扩张不及预期风险，法国政治僵局外溢风险，日本财政可信度定价失序风险。



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
研究助理 周至臻
执业证书：S0590126040034
邮箱：zhouzhizhen@glms.com.cn

相关研究

1. 地缘观察系列：中欧谈判：“再平衡”下的新演绎-2026/10/10
2. 政策动态追踪系列：财政 5500 亿再加码：今年有何不同？-2026/10/09
3. PMI 数据观察系列：9 月 PMI：回升的“温差”-2026/10/07
4. 2026 年十一假期消费点评： 国庆消费：账单里的“星级信号”-2026/10/07
5. 海外市场点评：假期海外市场的不寻常-2026/10/06

仅供内部参考，请勿外传

目录

引言 “非美改善”的叙事波折 3
1 欧日出清：非美发达经济实际向好 4
2 欧日财政：最重要的定价风险来源 6
2.1 欧洲财政：计划执行端成为主要约束 6
2.2 法国：欧元区最大的潜在危机点 8
2.3 日本：高市的野心和财政可信度质疑 10
3 美元阵眼下的欧日权益机会和观察锚点 12
3.1 非美交易现状的四层预期差 12
3.2 2027 年非美配置机会展望 14
3.3 近期可追踪目标 16
4 风险提示 18
插图目录 19



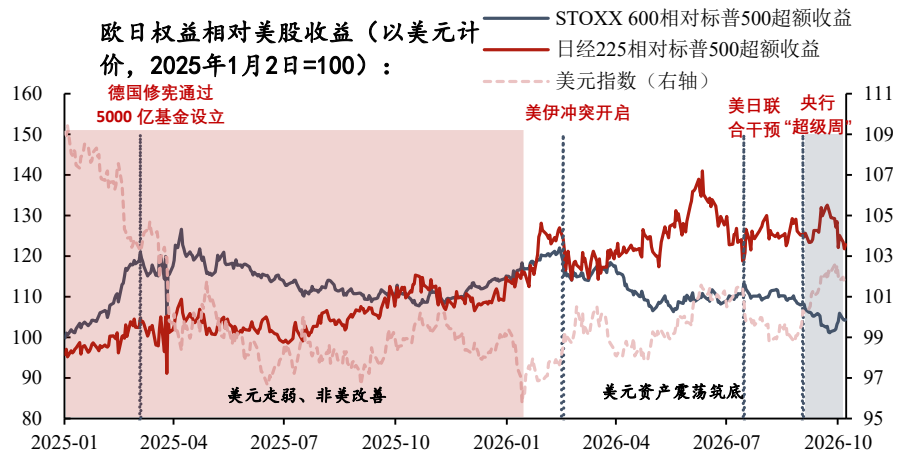
仅供内部参考，请勿外传

引言 “非美改善”的叙事波折

2025 年市场热烈演绎的“非美改善、美元走弱”叙事，在 2026 年迎来波折。回顾去年，美元指数 DXY 从 2025 年初的 109.2 回落至 2025 年 9 月 16 日的 96.7，累计下跌 11.5%，欧元兑美元同期从 1.03 升至 1.19。资产价格层面，截至 2025 年 9 月 16 日，美元计价的 STOXX 600 累计上涨 24.7%，日经 225 上涨 21.1%，同期标普 500 仅上涨 12.6%，**直到 2025 年年末，欧日市场全年收益显著跑赢美国。**

进入 2026 年，“非美改善”的叙事却在 3 月的中东冲突中迎来波折，美伊冲突开启能源通胀冲击，**非美资产的超额收益随之剧烈分化。美元计价下欧股相对标普的超额收益从高点回落至归零边缘，日股超额收益却逆势拉升。**

图1：2025 年以来，欧日权益相对美股收益构成三段变化



资料来源：iFind，人民网，新华网，国联民生证券研究所

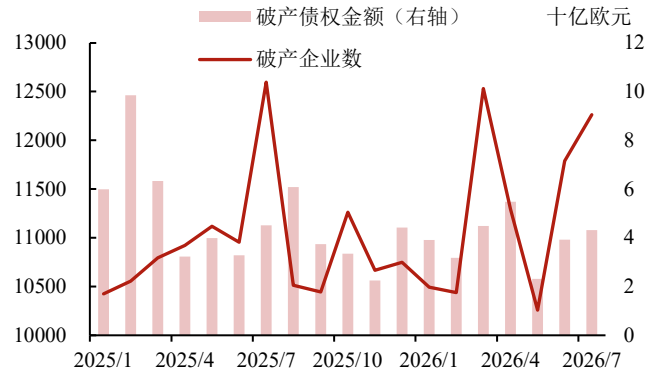
站在今天的位置重新审视美国经济与非美发达经济的相对关系，我们认为，非美经济本身没有比预期差，出清已经收尾且景气重回扩张；**真正变差的是定价环境，财政从对冲手段变成最重要的定价因素，美元的四层预期差则决定了非美资产短期难有趋势性机会。**

仅供内部参考，请勿外传

1 欧日出清：非美发达经济实际向好

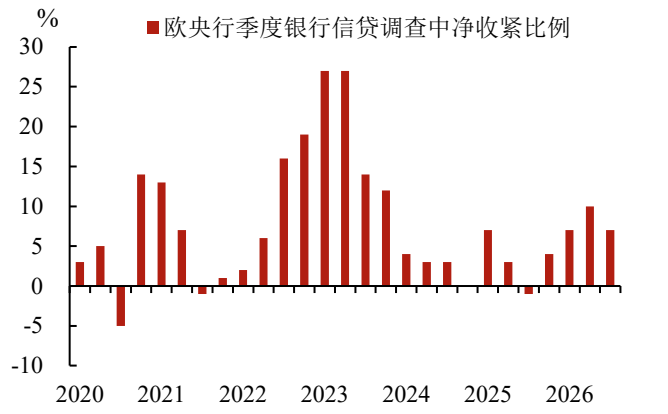
欧日当前的出清均已出现尾声信号。德国 2026 年一至七月，企业破产案达 7.9 万件、高于上年同期的 7.7 万件，而案件的债权总额却下降 25.7%，**退出者以小微弱势企业为主，存量大型企业的出清可能进入尾声。**信贷端的挤压也进入收尾阶段，欧央行二季度银行信贷调查中净收紧比例降至 7%，**企业贷款需求开始回升。**

图2：2026 年上半年德国破产案件增多、涉及金额下滑



资料来源：GENESIS，国联民生证券研究所

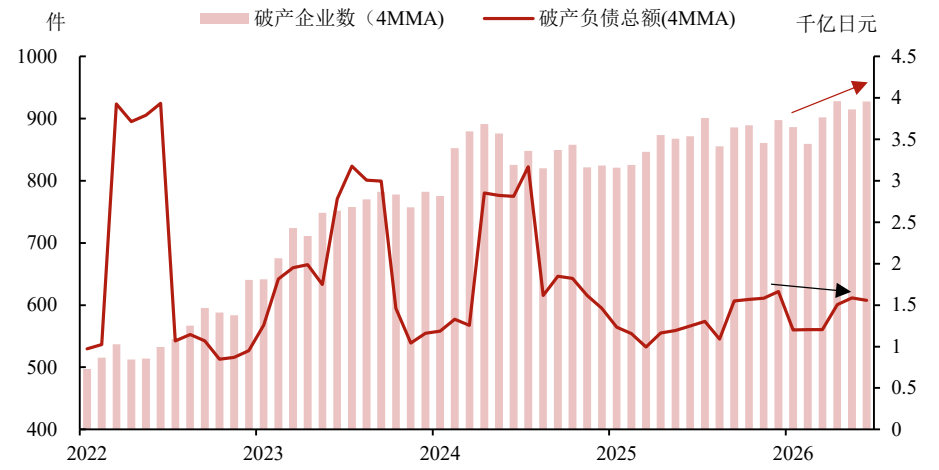
图3：欧洲银行收紧比例见顶回落



资料来源：欧洲央行，国联民生证券研究所

日本的出清在深度和广度上领先欧洲。东京商工调查口径下，2026 年一至九月企业破产案 8035 件、同比增 5.3%，6 月与 7 月分别达 1021 件与 1028 件、为 2022 年以来首次连续两月破千件。破产件数达到阶段高位的同时，结构上退出者以小微企业为主，九月破产案中，从业员不足 10 人的企业占 91.5%，负债不足 1 亿日元的占 77%，**大中型企业生存情况实际已经得到边际改善。**

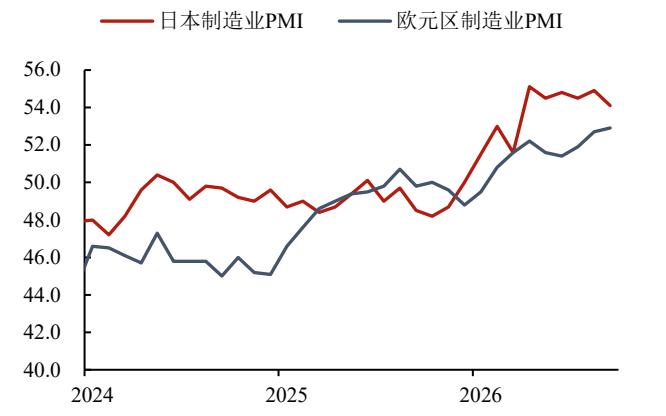
图4：日本破产件数与破产企业负债金额出现方向性分化



资料来源：东京商工调查，国联民生证券研究所

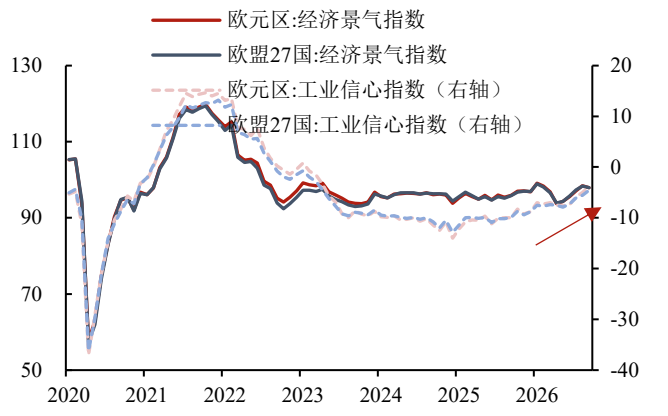
出清收尾之后，PMI 先于宏观总量确认欧日制造业重回扩张区间。欧元区 9 月制造业 PMI 终值 52.9、创 52 个月新高，日本制造业 PMI 连续九个月处于扩张区间、9 月录得 54.1。**欧盟与欧元区经济景气指标、工业信心指数同步修复，软数据与硬数据方向开始一致。**

图5：欧日制造业 PMI 较 2024 年显著修复



资料来源：彭博，国联民生证券研究所

图6：欧洲经济景气与工业信心出现修复趋势



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

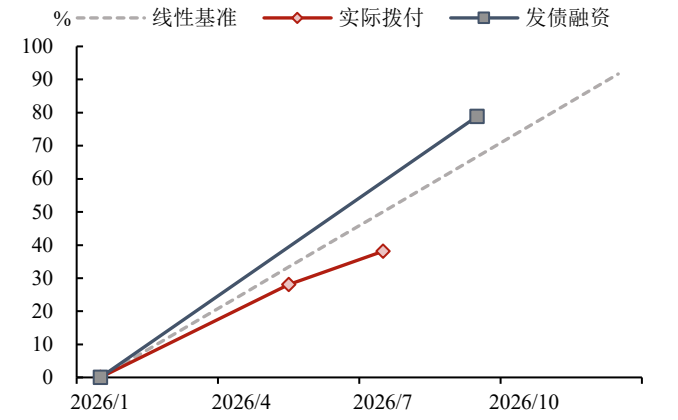
2 欧日财政：最重要的定价风险来源

2.1 欧洲财政：计划执行端成为主要约束

作为欧洲经济增长的引擎，德国财政转向的制度基础已经落成。2025 年 3 月《基本法》修正案改革债务刹车，设立为期 12 年的 5000 亿欧元基建特别基金，国防支出超过 GDP 1%的部分豁免债务刹车。

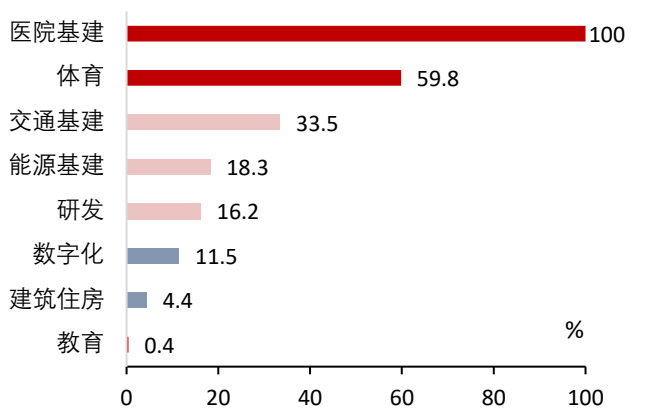
但财政计划与执行出现明显裂口，德国联邦财政部 2026 年 1 至 8 月特别基金（SVIK）发债融资 313 亿欧元、占全年计划 53%，拨付端全年计划 397 亿欧元、截至 6 月 30 日实际拨付 151 亿欧元，执行率 38.1%，落后线性进度约 12 个百分点。分领域看，医院 60 亿欧元全额拨付，占计划 55%的交通基础设施执行率仅 33.5%，教育托育仅 0.4%。**财政扩张停留在账面计划和融资阶段，实体经济尚未得到有效的流动性输入。**

图7：德国债务融资较财政拨付大幅领先



资料来源：BMF，国联民生证券研究所

图8：德国分领域财政拨付落地进度高度不均



资料来源：BMF，国联民生证券研究所

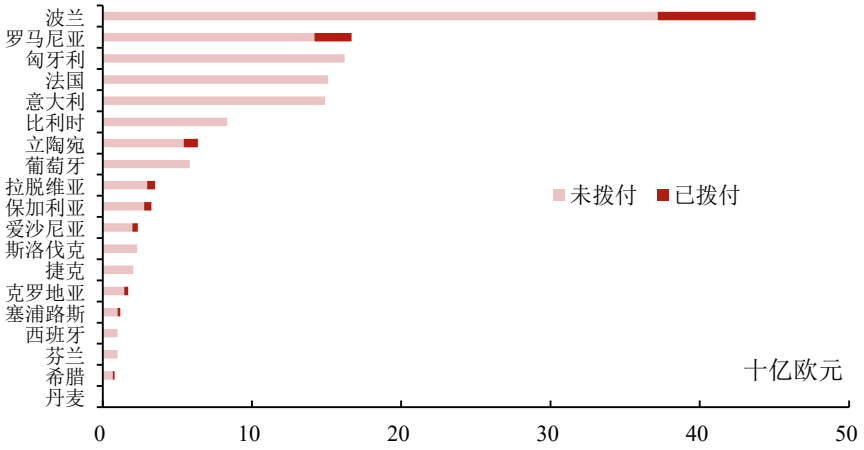
欧盟层面是德国现状的放大版，在两大财政计划 SAFE 和 RRF 层面均有所体现。欧洲安全机制（Security Action for Europe, SAFE）是欧盟 2025 年设立的共同借款工具，以欧盟预算为担保发行债券，向成员国提供最长 45 年的低成本贷款专项采购防务装备，总额度 1500 亿欧元。截至 2026 年 10 月，SAFE 额度已全额分配完毕，其中波兰一国分得 437 亿欧元、占近三成。

当前该机制的矛盾在于协议签署与实际拨付之间落差较大，已签署的 18 国贷款协议覆盖超 1300 亿欧元，实际拨付仅约 120 亿欧元。波兰的执行更慢，截至 8 月实际支出只占拨付到账资金的 0.57%，反对欧洲一体化的疑欧派总统否决实施法案后，政府被迫改用国家开发银行绕道推进。

仅供内部参考，请勿外传

拨付较慢的成因有三层。首先，SAFE 是贷款而非赠款，小国举债天然谨慎；其次，采购合同要求 65%的欧洲本地成分，合规谈判耗时；最后，涉及重型武器产线建设周期较长，资金到账与装备交付之间存在刚性时滞。

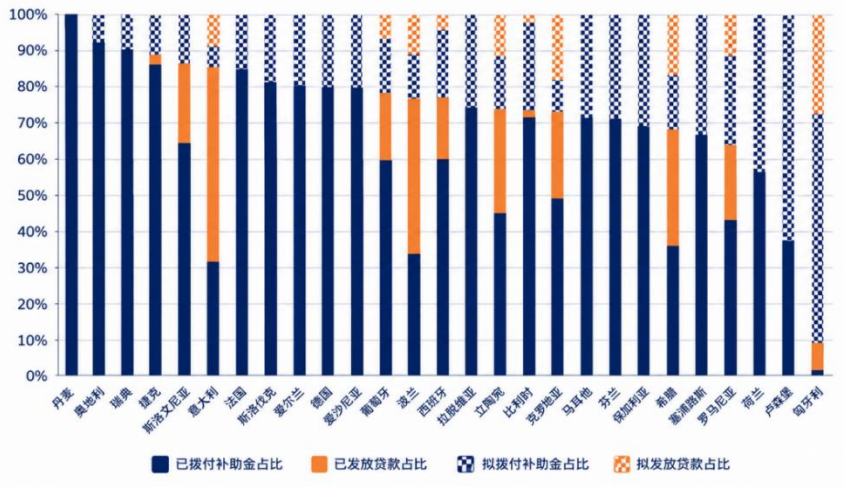
图9：SAFE 分国别申请及拨付情况



资料来源：欧盟委员会，国联民生证券研究所
数据截至 2026 年 10 月 9 日

另一项财政支持项目 RRF 同样存在拨付瓶颈。复苏与韧性基金（Recovery and Resilience Facility, RRF）是欧盟 8000 亿欧元“下一代欧盟计划”的核心工具，2026 年以 79%的整体拨付率收官，但国家之间的实际拨付情况差异较大。

图10：欧盟 RRF 分国别使用情况



资料来源：欧盟委员会，国联民生证券研究所

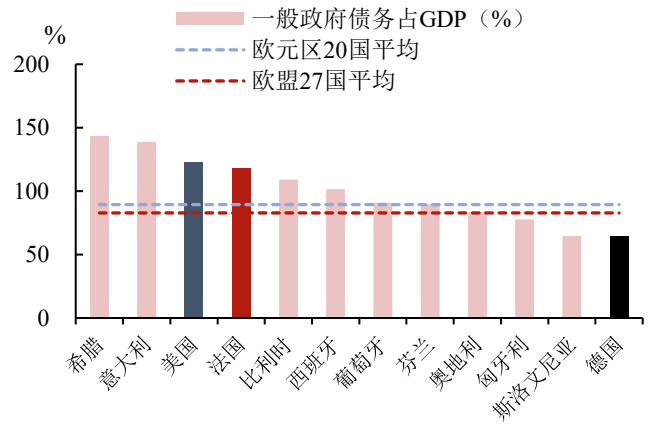
仅供内部参考，请勿外传

举债意愿低下是欧盟共同财政的结构性规律，SAFE 同为贷款工具，最终大概率复制 RRF 贷款科目的“慢车道”吸收节奏。而财政计划时间上的错位由此形成，RRF 资金 2026 年到期，**2027 年大概率成为财政刺激资金的空档年，而这一年恰好是各国国防开支加码与 SAFE 交付本应爬坡的时点，欧盟层面的财政脉冲存在断档风险。**

2.2 法国：欧元区最大的潜在危机点

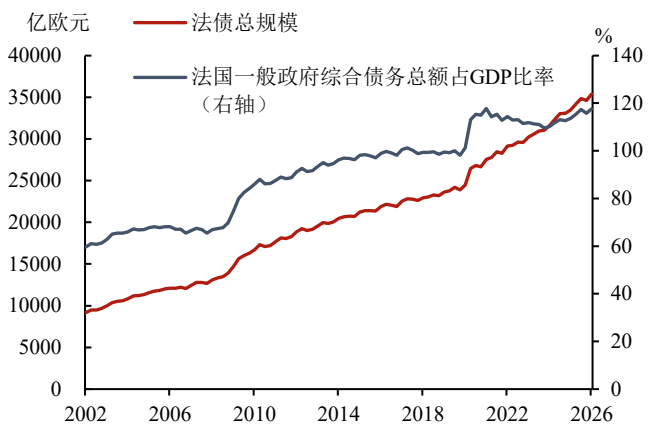
法国方面，法债与财政构成恶性螺旋。截至 2026 年一季度末，法国公共债务达 GDP 的 117.6%，在欧元区仅低于希腊和意大利，且杠杆率自公共卫生以后未有效下降。财政部测算债务比率 2026 年末达 119.3%、2027 年末达 121.7%，中央政府利息支出预计从 2026 年 626 亿欧元升至 2027 年 729 亿欧元，超过同期预算中的国防开支。

图11：法国债务比率显著高于欧盟总体水平



资料来源：欧盟委员会，FRED，国联民生证券研究所
为保证可比均取 2026 年一季度数据，美国采用联邦总债务口径

图12：法国一般政府债务规模持续扩大，公共卫生事件后并未显著去杠杆



资料来源：欧盟委员会，国联民生证券研究所

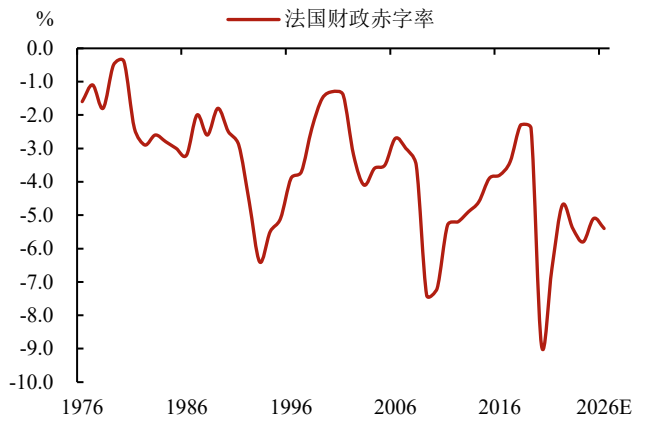
预算表决路径成为财政再纪律化的最大阻碍。法国 2026 年赤字已从 2 月预算的 5.0%上修至 5.4%，勒科尔尼政府 10 月 1 日提交 2027 年预算案，含 540 亿欧元财政努力（其中 430 亿为新增措施），目标 2027 年赤字降至 5.0%、2029 年回到 3%门槛。

国民议会已于 10 月 13 日开始审议，在 70 天审议期内以正常表决方式通过的难度，对于当前少数派政府而言较高。法财长莱斯屈尔 10 月 6 日声称必要时动

仅供内部参考，请勿外传

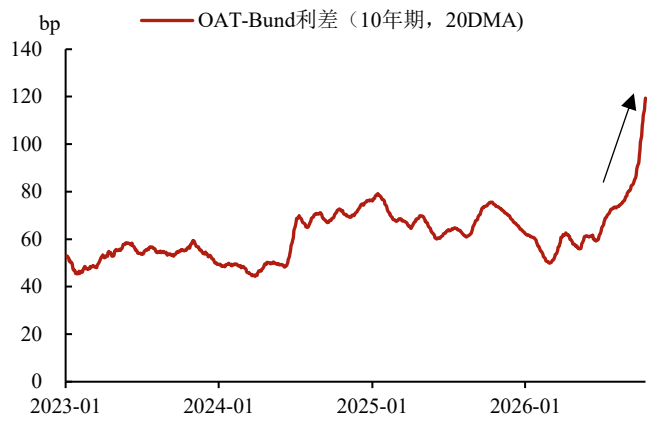
用宪法 49.3 条强推，代价是反对党可发起不信任动议。**市场已经提前定价，OAT-Bund 利差从 9 月初的 88bp 走阔至 10 月 20 日的 144bp。**

图13：法国财政赤字今年预计进一步扩大



资料来源：France Statistiques，国联民生证券研究所

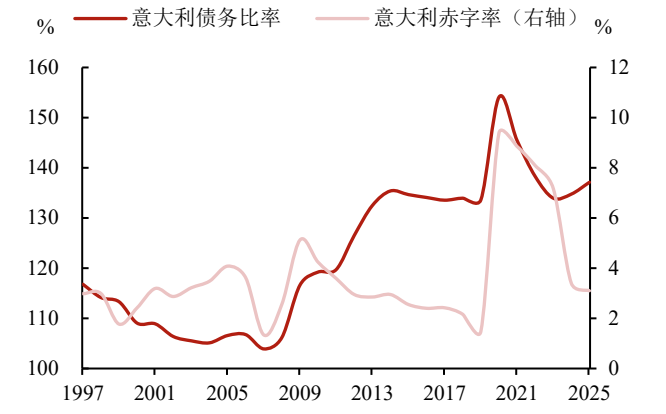
图14：今年以来德法利差（OAT-Bund）持续扩大



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

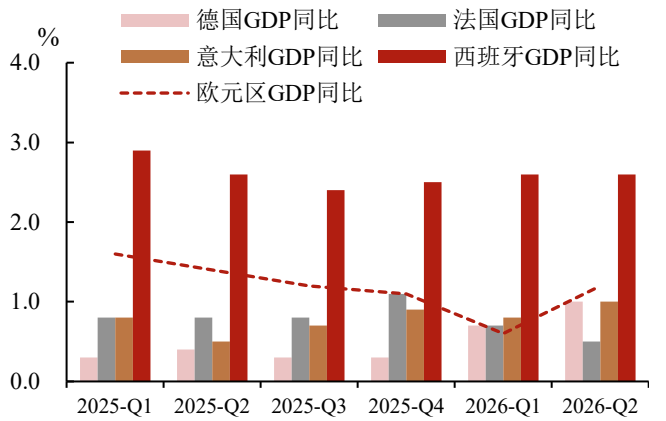
相比法国，南欧则以整固换空间走出相反路径，意大利计划 2026 年赤字回到 3%以内、西班牙增长领跑欧元区，**欧元区的财政风险由此高度集中于法国。**对俄前线国家意愿与能力错配，国防开支占比包揽北约前四，但体量较小、对欧元资产的总量冲击相对边际。

图15：意大利赤字率显著收窄，债务规模斜率趋缓



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图16：西班牙季度经济增速显著高于欧元区总体水平



资料来源：Eurostat，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.3 日本：高市的野心和财政可信度质疑

高市内阁的财政架构自上而下共四层，全部指向扩张。第一层初始预算 122.3 万亿日元，同比增加 6%，国债费 31.3 万亿日元与防卫费约 9 万亿日元双创新高；**第二层补充预算 3.11 万亿日元用于能源补贴**，因税收超预期不增净发债，是较为体现纪律的一层；**第三层食品消费税 2027 年 4 月起由 8%降至 1%**，预计两年减收约 10 万亿日元，替代财源至今未定，是财政可信度被定价的直接触发点；**第四层骨太方针 17 领域 62 项，总金额 370 万亿日元**，政府与民间分摊比例未公布。

利率端的约束已经显化。日银于 9 月 18 日加息 25 个基点至 1.25%，为 1995 年以来最高。**二级市场要求更高的风险补偿**，9 月 1 日 10 年期日债收益率自 1996 年 9 月以来首次站上 3%，30 年期升破 4.18%创历史新高。

图17：日本政策与市场利率均站上千禧年后高位

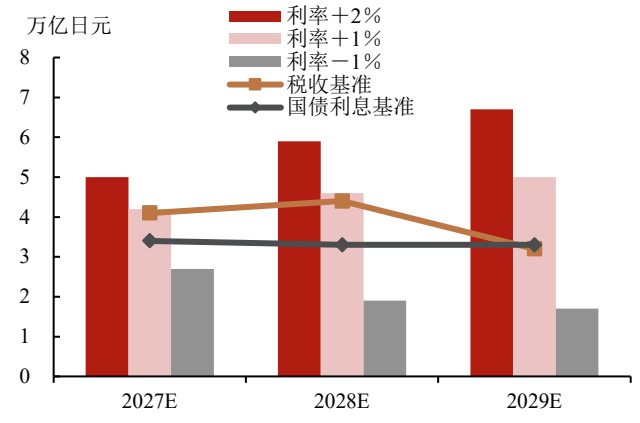


资料来源：iFind，国联民生证券研究所

财政扩张和货币收紧之间的矛盾分别在财政与货币两本账本上体现。2025 年度日银决算付息倒挂；财务省测算国债费 FY2029 将升至 41.3 万亿日元、超过社保费成为最大支出科目，未来三年税收基准预计累计增加 11.7 万亿日元，而即便利率维持现状，利息支出也将累计增加约 10 万亿日元，**税收增量的绝大部分在落地之前就被付息“预留”。**

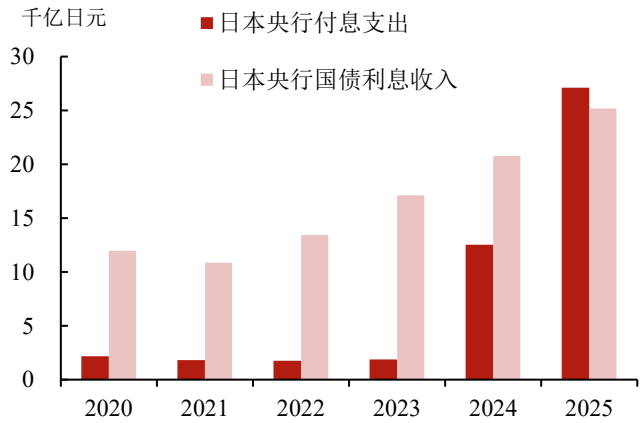
仅供内部参考，请勿外传

图18：不同利率变化场景下日本付息成本增加值及国债利息和税收基准预测



资料来源：日本财务省，国联民生证券研究所

图19：日本央行付息成本与国债利息收入已经倒挂



资料来源：日本央行，国联民生证券研究所

财政对货币政策的影响在日银议息票型中留下痕迹，9 月加息决议 7 比 2 通过，两张反对票均来自高市内阁任命的再通胀派委员。

仅供内部参考，请勿外传

3 美元阵眼下的欧日权益机会和观察锚点

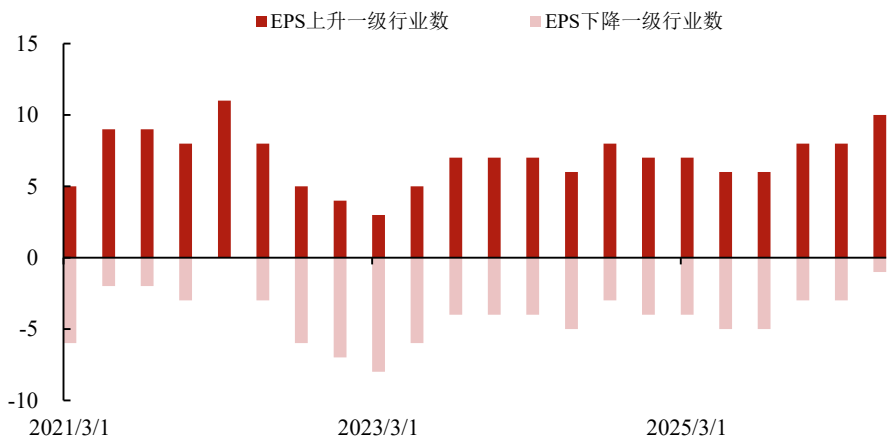
3.1 非美交易现状的四层预期差

近期美元的强势由四层预期差引起。

第一层预期差是市场抢跑“美债利率见顶”。一旦名义与实际利率确认顶部，全球无风险利率锚将迁移，避险资金可能从法债、意债等脆弱债权回流美债。过去几年央行购金与去美元化压制了美债需求、托高了黄金估值，而哈萨克斯坦“减黄金、增美元资产”的边际变化若扩散，意味着储备资产的定价权可能从黄金向美元和短端美债回摆。**利率见顶下美债吸引力回升、避险资金回流、储备资产再配置三股力量是美元继续走强的底层支撑。**

第二层预期差是美国经济由 K 型分化向 C 型收敛。AI 经济的拉动开始外溢至传统行业，此前滞后的下臂部门获得修复，美国增长结构由分化走向收敛。非美方面则反向走弱，欧洲财政刺激的拨付存在时滞，日本财政扩张与货币紧缩相互矛盾，**美国与非美的基本面差距因此进一步拉大，间接构成对美元的拉动。**

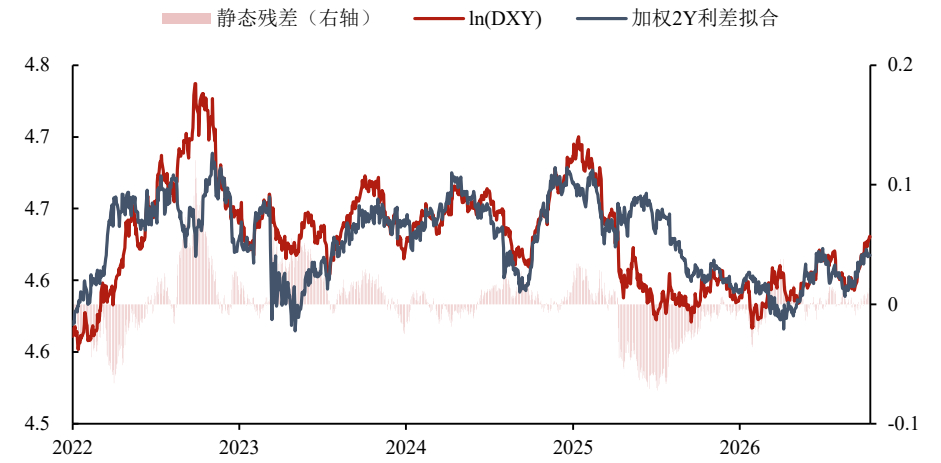
图20：美国权益 EPS 修复遍及绝大部分行业



资料来源：彭博，国联民生证券研究所

第三层预期差是当前强美元实为补涨而非超调。我们的利差平价模型显示，DXY 相对美德、美日、美英三腿加权 2 年期利差的滚动回归残差，已从 2025 年 6 月的负 6.9%修复至当前的正 1.3%（z 值约 1.9），**位于利差可解释区间的上沿，美元回到了利差对应的合理位置而非超额溢价。**

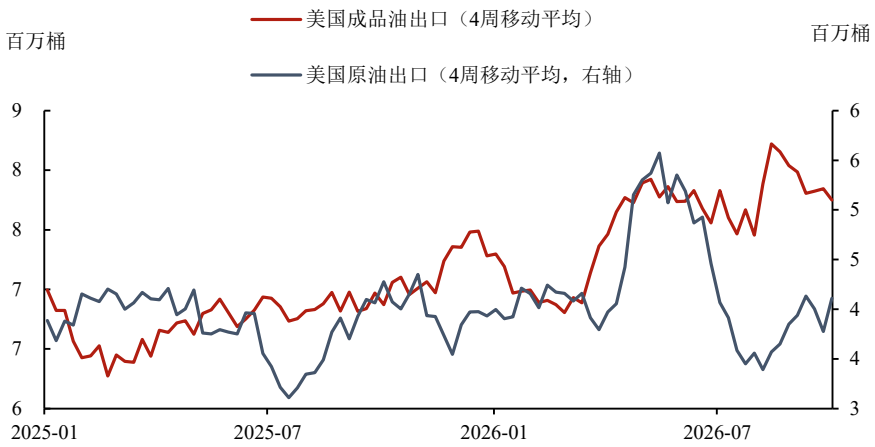
图21：当前美元指数的强劲基本在利差解释范围以内



资料来源：彭博，国联民生证券研究所测算；回归采用 DXY 对数与构造利差指数进行 OLS，构造利差指数通过美元及欧日英 2 年期 OIS 利差根据 DXY 篮子货币比例加权获得。

第四层预期差是能源贸易条件的非对称定价。美国是净能源出口国，能源通胀反而改善美国的贸易条件，同时恶化欧日两大能源进口经济体的贸易条件。高油价本身能够构成美元的基本面利多，强美元的持续性因此比纯利差逻辑所暗示的更久。对欧日而言，这一层预期差也部分解释了为何在能源冲击与货币紧缩叠加之下，汇率承压的幅度超过了利差所能解释的部分。

图22：美国成品油出口规模超过美伊冲突前水平



资料来源：iFind，国联民生证券研究所测算

四层预期差之下，我们认为年内 EUR/USD 低位震荡而 USD/JPY 高位波动

仅供内部参考，请勿外传

的格局暂时难以改变。其中日元面临的政策博弈意味最浓，美日利差扩大构成直接汇率压制，但**日银加息路径与美元兑日元 164 汇率附近的美日联合干预的显著成果构成对空头的限制，双向波动的可能性大于单边趋势。**

中期看，我们认为美元转向需要三个可验证的条件同时齐备。一是霍尔木兹复航、油价趋势性回落，二是美联储暂停加息并转向，三是欧盟尤其德国财政放量兑现到企业盈利。**三者齐备之下，欧元修复而日元随加息落地走强，非美交易才有可能顺势开启。**

3.2 2027 年非美配置机会展望

站在 2026 年四季度看 2027 年，我们认为欧日财政扩张的故事将从预期交易转入交付验证期。今年的市场定价主要围绕政策意图展开，高市早苗的财政承诺、德国特别基金的设立、SAFE 额度的获批都在 2026 年完成了第一轮定价；**明年的核心问题将变为财政资源能否转化为实物工作量，以及货币条件与财政脉冲的对冲结果。**

基准情景：欧日财政计划温和交付，且财政刺激弹性得当。

日本方面，补充预算与发债计划能够部分打折落地，而日银在当前 1.25%的基础上再加息一至两次，**财政扩张与货币紧缩或能大体对冲，日元将在 164 附近的美日联合干预底线之上宽幅震荡。**

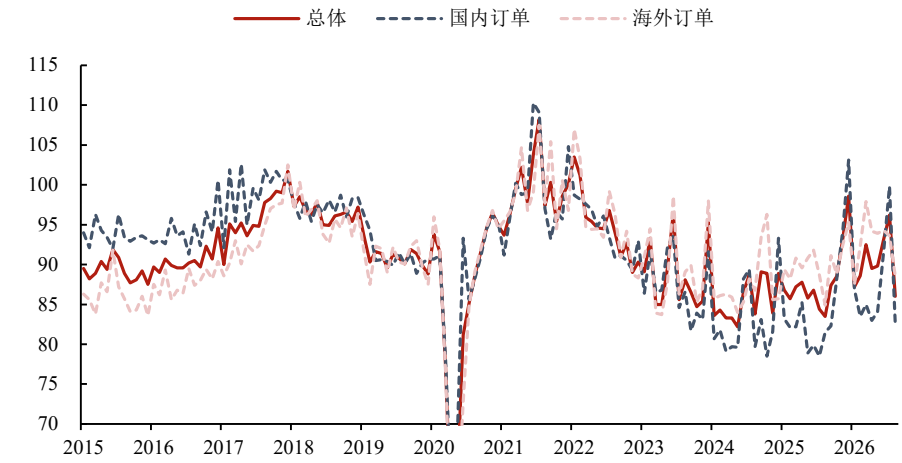
法国方面，基准情景下预算案能够借助宪法 49.3 条通过，赤字率守住、不再高斜率扩张。**法德利差维持高位但不失控，法国财政对欧元资产的总体影响将被缓慢释放，不再构成新的一轮欧债危机。**

德国与欧盟方面，特别基金进入第二年拨付，实际支出进度可能仍是短板。这一情景下，欧元区制造业景气守住扩张区间但修复斜率相对平缓，企业贷款需求延续回升，非美发达市场可能迎来一轮盈利修复带来的超额收益，而欧元也将自当前低位温和修复。

乐观情景：德国交付加速，法国顺利整固，日本财政纪律归位。

若 SVIK 拨付明显提速、德国工厂订单止跌回升，欧元区制造业的修复将从订单端传导到生产端，欧洲的增长叙事从出清切换到复苏。法国若在不触发政府垮台的情况下完成预算审议、穆迪复核维持评级，法德利差收窄将带动欧元趋势性走强。日本若出现财政交付快于加息的组合，日债波动可控而企业盈利受益于再通胀与国防订单，日股重估延续。这一情景下，欧元修复幅度和非美发达市场的相对收益或将超出基准假设。

图23：当前德国新订单指数宽幅震荡，波动显著高于公共卫生事件之前



资料来源：Destatis，国联民生证券研究所

悲观情景：法国财政进一步恶化或日债失控产生极端外溢。

法国预算案若在 70 天审议期内再度遭到阻拦，或 49.3 条强推引发政府垮台与重新选举，法德利差可能突破今年高点并向欧元传导，10 月初欧元走弱的格局将重演且幅度加深。

日本方面，若日银加息快于财政落地，国债费快速累积的进程将加剧市场对日本债务可持续性的质疑；若美联储的年内再加息延续为 2027 年的持续紧缩，DXY 走强将压制所有非美资产。**这一情景下，今年非美发达市场的涨幅将明显回吐。**

日本明年的加息路径还多一层制度约束。今年 2 月，高市政府提名浅田统一郎、佐藤绫野两位再通胀学派学者接任 3 月与 6 月任期届满的审议委员，其中浅田在 6 月会议上对加息投了反对票，9 月加息至 1.25%的表决中，两位均反对加息。明年 7 月 23 日，委员会中立场最鹰派的田村直树与高田创任期同时届满，高市将再获两个提名席位。

仅供内部参考，请勿外传

图24：2027 年 7 月，两位鹰派委员即将任满

姓名	职务	立场分类	就任时间	前任（立场）	任期届满	换届节点
植田和男	总裁	中间偏鹰	2023年4月	黑田东彦（鸽派）	2028年4月8日	2028年换届，届时总裁与两名副总裁同季届满
内田真一	副总裁	中间偏鹰	2023年3月	—（连任）	2028年3月19日	同上
冰见野良三	副总裁	中间偏鹰	2025年3月	—（新任）	2028年3月19日	同上
高田创	审议委员	鹰派	2022年7月	—（新任）	2027年7月23日	关键节点：与田村同时届满，鹰派两席同日空出
田村直树	审议委员	鹰派	2022年7月	—（新任）	2027年7月23日	同上
小枝淳子	审议委员	中间偏鹰	2025年4月	—（新任）	2030年3月25日	—
增一行	审议委员	中间偏鹰	2025年7月	中村丰明（中间）	2030年6月30日	—
浅田统一郎	审议委员	鸽派	2026年4月	野口旭（鸽派）	2031年3月31日	2026年换届之一：鸽派换鸽派，立场不变
佐藤绫野	审议委员	鸽派	2026年7月	中川顺子（鹰派）	2031年6月29日	2026年换届之二：鹰派换鸽派，立场重心直接移动

资料来源：日本银行，华尔街见闻等，国联民生证券研究所

若高市内阁明年提名人选延续今年的人事思路，九人委员会的构成将进一步偏向鸽派，2027 年下半年以后的加息难度明显加大。日银把 2027 年 7 月会议安排在 7 月 21 日至 22 日，恰在两名鹰派委员任期届满前两天，而 2023 年以来的 7 月会议均在月末举行，这一前倒被市场解读为日银在委员会重组前预留最后一次加息窗口。我们认为，明年日本利率的高点大概率出现在 7 月会议前后，**此后的政策天平或将更加倾向于高市所提名人选的偏好，日元与日债的下半年假设中，货币政策或较当下更偏向中性。**

3.3 近期可追踪目标

日本一侧，三个指标共同构成财政纪律的衡量参考。10 年与 30 年国债收益率对应市场定价，日银会议投票结构对应政治约束，税收对发债的覆盖倍数对应基本面缓冲，三者同时作为日元与日债收益率的主要冲击来源。其中第一优先级是财务省逐季发债计划，发债量级如出现超预期的情况，财政可信度门槛将被实质突破。税收覆盖倍数则以概算要求与年底税制改正大纲中的财源安排滚动校准。

日本央行方面，投票结构的跟踪在明年 7 月 23 日两名鹰派委员任期届满前尤为关键，继任人选的学派倾向也直接决定下半年以后的加息空间，但**对于上半年而言，这一变化暂时不会产生货币政策路径上的变化。**

欧洲一侧分为三条内部线索与外部冲击线索。

法国方面锁定政治议题日程与赤字情况，10 月 13 日国民议会开审、70 天审议期截止、10 月下旬穆迪评级审议是最近的三个节点，表决进程将决定 OAT-Bund

的进一步走势。而明年来看，财政赤字水平将成为决定利差变动方向的关键因素。

德国方面锁定财政交付能力，SVIK 拨付进度与工厂订单互为映照，前者判断财政计划的落地节奏，后者作为财政支持的弹性判断依据。

欧盟 SAFE 锁定财政计划吸收率。SAFE 目前的初始拨付全部为 15%的制度性预付，由于 RRF 断档，欧盟侧的观察指标应聚焦于 SAFE 的实际拨付进展及各国国防设施的建设情况。

外生环境变量中，能源进口通胀及美国柴油出口管制情况，美债利率外溢和东翼承接俄罗斯方面安全压力的边际变化同样值得关注。

我们认为，2027 年非美发达市场出清收尾与盈利修复构成的基本面底座将会比今年更扎实，而真正的变量财政可信度与美元预期差所主导的定价层。2027 年的欧日资产的收益将更依赖财政交付的实证证据，预期差的空间小于 2026 年。**配置上我们建议维持对欧日的超配基调，节奏跟随验证窗口动态调整，法国财政与日本利率是最需要盯住的两条尾部风险来源。**

仅供内部参考，请勿外传

4 风险提示

1）能源供给冲击超预期风险。美伊冲突与霍尔木兹航运受阻是本轮能源通胀的来源。若对伊谈判进展受阻、柴油出口禁令等贸易摩擦措施落地，国际油价与成品油裂解价差可能再度大幅上行，欧日作为能源净进口方将面临输入性通胀的二次冲击，欧央行与日银的政策空间将被进一步压缩，非美收敛交易的开启时点可能相应推迟。

2）欧洲财政扩张不及预期风险。德国特别基金与欧盟 SAFE 工具的资金端交付瓶颈若在 2027 年资金空档年之前未能打通，财政脉冲将无法兑现为企业订单与盈利，欧洲权益结构性占优的逻辑可能弱化，美元转向的中期条件之一将无法齐备。

3）法国政治僵局外溢风险。法国 2027 年预算案若流产，或穆迪等评级机构下调法国主权评级，OAT-Bund 利差可能二次走阔，考虑到非居民持有法国中央政府可交易债券的 57.5%，抛压可能从法债外溢至欧元区外围国债与欧元汇率，欧元资产整体的波动可能明显放大。

4）日本财政可信度定价失序风险。日本发债计划超预期或财政对货币政策的干预若进一步深化，JGB 收益率可能无序上行，日元套息交易集中平仓的尾部风险可能重新积聚，并通过日资回流渠道传导至美债与全球风险资产。

仅供内部参考，请勿外传

插图目录

图 1： 2025 年以来，欧日权益相对美股收益构成三段变化 3
图 2： 2026 年上半年德国破产案件增多、涉及金额下滑 4
图 3： 欧洲银行收紧比例见顶回落 4
图 4： 日本破产件数与破产企业负债金额出现方向性分化 5
图 5： 欧日制造业 PMI 较 2024 年显著修复 5
图 6： 欧洲经济景气与工业信心出现修复趋势 5
图 7： 德国债务融资较财政拨付大幅领先 6
图 8： 德国分领域财政拨付落地进度高度不均 6
图 9： SAFE 分国别申请及拨付情况 7
图 10： 欧盟 RRF 分国别使用情况 7
图 11： 法国债务比率显著高于欧盟总体水平 8
图 12： 法国一般政府债务规模持续扩大，公共卫生事件后并未显著去杠杆 8
图 13： 法国财政赤字今年预计进一步扩大 9
图 14： 今年以来德法利差（OAT-Bund）持续扩大 9
图 15： 意大利赤字率显著收窄，债务规模斜率趋缓 9
图 16： 西班牙季度经济增速显著高于欧元区总体水平 9
图 17： 日本政策与市场利率均站上千禧年后高位 10
图 18： 不同利率变化场景下日本付息成本增加值及国债利息和税收基准预测 11
图 19： 日本央行付息成本与国债利息收入已经倒挂 11
图 20： 美国权益 EPS 修复遍及绝大部分行业 12
图 21： 当前美元指数的强劲基本在利差解释范围以内 13
图 22： 美国成品油出口规模超过美伊冲突前水平 13
图 23： 当前德国新订单指数宽幅震荡，波动显著高于公共卫生事件之前 15
图 24： 2027 年 7 月，两位鹰派委员即将任满 16

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