仅供内部参考，请勿外传

证券研究报告

如何看待10月以来法国债券与全球债券的分化?

全球资产配置每周聚焦 (20261019-20261025)

证券分析师：金倩婧 A0230513070004 冯晓宇 A0230521080005
林遵东 A0230524100005 王胜 A0230511060001
研究支持： 张弛 A0230126100002
2026.10.28

SWS RESEARCH

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

报告摘要

- **热点聚焦：10月以来，美国和日本的长端国债利率开始阶段性见顶回落，而欧洲国债利率仍然处于高位，特别是法国债券利率加速上行。叠加法国10月连续两个周末出现居民对生活成本的抗议和骚乱，政府公信力下降，市场对法国债务风险以及是否会引发更大范围的欧债危机感到担忧。**
- **从本轮法国国债利差上行的催化来看，经济增长下修叠加财政赤字上修引发了市场对法国财政可持续性的不信任。**法国央行对2026年增长的预测年内连续下调：从3月的0.9%降至6月的0.5%，9月再降至0.4%（2027年维持0.9%）；法国央行预计法国2026年和2027年协调消费价格通胀分别为2.3%和1.9%。与之形成对比的是，欧洲央行9月将欧元区2026、2027年实际GDP增长预测由6月的0.8%、1.2%上调至0.9%、1.4%，通胀分别为3.0%和2.5%。法国增长前景相对欧元区明显走弱。
- **从市场定价来看，法国国债市场压力较其他国家显著更高，主权风险较高。欧洲银行股整体走弱，法国并未显著跑输，欧洲系统性信用危机尚未被明显定价。国债利率方面，**截至10.23，法国10y国债利率为5.02%，高于同期的德国（3.35%）、西班牙（4.04%）、希腊（4.39%）、意大利（4.57%），低于英国（5.36%）。**国别利差方面，**当前10y法德利差为167bp，处于2006年来的绝对高位，对比欧债危机期间，意大利和西班牙对德10年期国债利差一度分别升至550—600bp和600—650bp区间，明显高于当前法国的利差水平。今年8月以来10y法德利差上行幅度约为90bp，接近于金融危机后首轮欧债危机爆发的幅度（2010年Q2，尚未开始加息）。**欧洲金融股方面，**主要银行股年内均不断上行到8月见顶回落，从回撤来看，法国银行股9月以来回撤幅度为16.49%，欧洲头部银行股下跌12.09%，德国和意大利银行分别下跌14.48%和14.04%。目前来看，法国银行股跑输德国和意大利等其他欧洲银行股，但跑输幅度有限，体现法国财政压力尚未实质性传导至银行资产质量和融资条件。**从EPFR的基金资金流动来看，**9月西欧债券基金净流出11.6亿美元。10月截至22日净流入25.4亿美元，年内仅3月在中东冲突爆发后出现资金的显著流出。整体尚未出现持续、全面赎回。法国债券基金9月净流出5760万美元，10月截至22日净流入999万美元，最近5日边际流出744万美元。截至10月22日，10月主动型西欧债基净流出52.6亿美元，被动型净流入78.0亿美元。9月和10月主动型均为流出，10月流出金额边际放大。
- **从基本面而言，法国债务率并非欧元区最高，但财政调整压力明显高于部分高负债国家。**截至2026年二季度，法国政府债务率升至119.1%，同比提高3.7个百分点，2027年预计仍将提升；2025年财政赤字率为5.1%，明显高于德国的2.9%。债务持续扩张叠加财政整顿困难，可能使市场对法国中长期偿债能力及政策可信度提出更高风险补偿。2025年惠誉和标普分别在9月和10月下调法国评级，2026年三大评级机构并未下调法国评级，穆迪在10月23日维持评级但展望为负面，超出市场预期。**从政治事件而言，议会分裂增加财政整顿方案通过及落实的难度。**法国将在2027年举行总统大选。由于议会力量分散、削减支出遭遇强烈阻力，投资者担心无论现政府还是下一届政府，都难以实施可信的财政整顿方案。10月又出现大规模抗议活动，进一步削弱市场对2027年预算落地的信心。10月19日至22日法国国债继续大幅跑输其他国家，正反映了这一政治风险的放大。**法国债券投资者结构与德债类似，欧央行、欧元区内部以及非欧元区资金对法国国债的持仓较为相当。**过去4年来，法国居民持有法国债券的比例整体下降。2025年末，非欧元区投资者持有法国政府债券的比例为33.8%，跨境投资者是法债的重要持有群体。**法国债券到期结构来看，**法国中长期国债到期本金主要集中于2028—2032年，现有OAT债券年均到期规模约2,089亿欧元，叠加新增财政融资需求，债务滚续压力持续存在。2026年1—9月中长期国债发行加权平均收益率达3.55%，较2025年上升41bp；根据法国预算安排，2026年和2027年国家债务利息支出预计分别为626亿和729亿欧元。高利率环境将通过债务滚续逐步抬升财政负担。
- **本轮法国债券风险仍是全球利率上行"灰犀牛"中的一环，其背后是储蓄不足、通胀压力与财政矛盾三重因素的叠加。由于欧洲整体对能源上行敏感度更高，以及法国民粹主义力量较强，其政府纠偏能力被质疑的概率更高，同时也成为市场较为拥挤的交易。不过，法国目前仍保持顺畅的市场融资渠道，近期中长期国债拍卖认购倍数维持在2–3倍（10年期约2倍），可交易国债平均剩余期限约8.5年，利率上行对付息成本的传导相对渐进，短期流动性风险可控，风险主要体现为价格重估。展望未来，油价维持高位的时间将决定发达市场再融资成本的中枢水平，而政治选举事件则会放大阶段性波动，中期不确定性或将持续至2027年二季度法国总统大选。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

报告摘要

- **全球资本市场回顾：**本周（20261016–20261023）全球大类资产呈现原油欧气强势领跑、美气白银显著重挫、港股科技承压回调的鲜明特征。1）固收与汇率：10Y美债收益率下行至5.00%，美元指数平稳震荡，非美货币整体窄幅分化。2）权益方面：越南股市逆势走强，美股大盘表现相对抗跌，而港股科技与恒生指数显著回调领跌全球权益，日经225、创业板及法德等欧洲主要股指普遍承压走弱。3）商品方面：品种间走势剧烈分化。受供给与地缘溢价重估提振，欧洲天然气与布伦特原油大涨；但美国天然气遭遇重挫跌幅居首，贵金属白银及农产品亦深幅下行。
- **全球资金流向跟踪：**全球资金流入货币市场基金，新兴股市与发达股市均获流入；固收基金方面，美国债市流入明显，本周流入62.3亿美元；权益基金方面，中国股市流入177.3亿美元。截至2026/10/21，过去一周，外资流出中国股市1.0亿美元，而内资流入178.8亿美元。海外主动基金流出2.9亿美元，而海外被动基金流入1.9亿美元。过去一周，美股资金流入科技、医疗保健和能源，而消费板块流出，中国股市资金流入科技、消费和基建。
- **全球资产性价比指标：**截至2026/10/24，从市盈率历史分位数看，上证指数的估值分位数低于标普500、法国CAC40和德国DAX，高于西班牙IBEX35和恒生国企，达到过去10年来的66.5%，但是从PE的绝对水平来看，上证指数、沪深300和恒生国企的估值依旧大幅低于美股。ERP角度上来看，巴西圣保罗、沪深300和上证指数的ERP分位数仍然较高，从股债性价比的角度来说，中国股市相比全球仍有较好的配置价值。截至2026/10/23，标普500、道琼斯指数、纳斯达克指数和欧洲斯托克600指数的ERP分位数分别为1%、6%、14%和2%。标普500的风险调整后收益所处分位数下行至53%，纳斯达克100的风险调整后收益所处分位数下行至30%，沪深300的风险调整后收益分位数持平于41%。
- **全球资产风险情绪指标：**美股方面，指数层面，标普500于20日均线下方震荡，VIX冲高回落、期权认沽/认购比率小幅下行。本周美国散户看涨比例为36.87%，较上周下降1.86pct。A股方面，期权持仓层面，截至2026/10/23，资金向11月主力持续移仓，增仓重心由近端平值向4800等虚值档位扩散，远端虚值维持低位走平，多头以防御性逢低博弈为主。隐含波动率层面，截至2026/10/23，期权各价位隐含波动率中枢整体上移，衍生品风险溢价进一步走阔，指数调整下宽幅震荡预期与避险诉求继续升温。期限结构方面，本周大宗商品期限结构呈现原油维持高位现货升水、沪铜曲线全线下移且挤仓降温的特征。原油方面，近月价格高位震荡，月差保持强升水，远期曲线全线上移且维持Backwardation陡峭形态，地缘与现货紧平衡溢价仍存；沪铜方面，价格自高位明显回落，期限曲线全线下移并平缓整固，月差收窄反映现货端极端挤仓压力有所缓解。
- **全球经济数据：**美国9月制造业扩张速度放缓，服务业景气回落，房地产持续承压；中国三季度经济增速回升，生产消费改善，房地产投资仍承压。
- **风险提示：法国财政整顿及政治局势超预期恶化、主权信用风险向欧洲金融市场传染、能源通胀及全球利率上行风险超预期。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. **每周热点聚焦：如何看待10月以来法国债券与全球债券的分化?**
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流入
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP处于相对高位
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购小幅下行，A股隐含波动率抬升
5. 全球经济数据：美国经济扩张放缓，中国生产消费边际改善
6. 风险提示

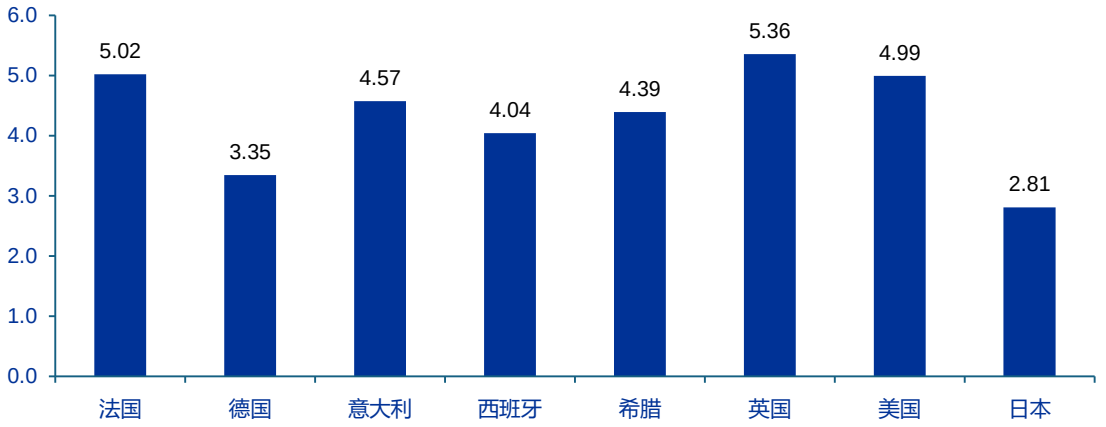
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

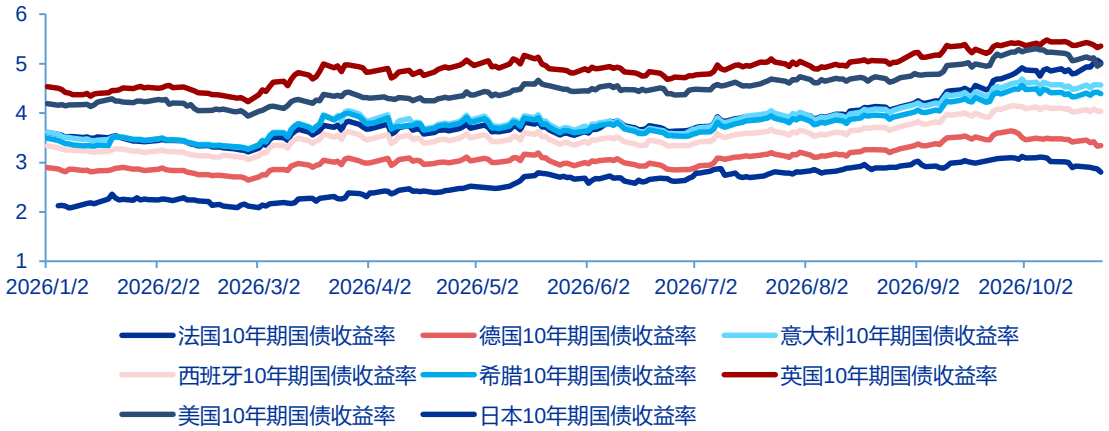
10月全球债市走势分化，法国国债逆势上行、法德利差扩大

- **10月以来，全球主要经济体长端利率普遍回落，法国10年期国债收益率逆势上行16.2bp，同期德国、美国和日本分别下行24.0bp、29.0bp和25.9bp。10月23日，法国10Y收益率达5.02%，法德利差扩大至167bp，较9月底走阔约40bp，反映法国国债相对风险定价压力明显上升。**

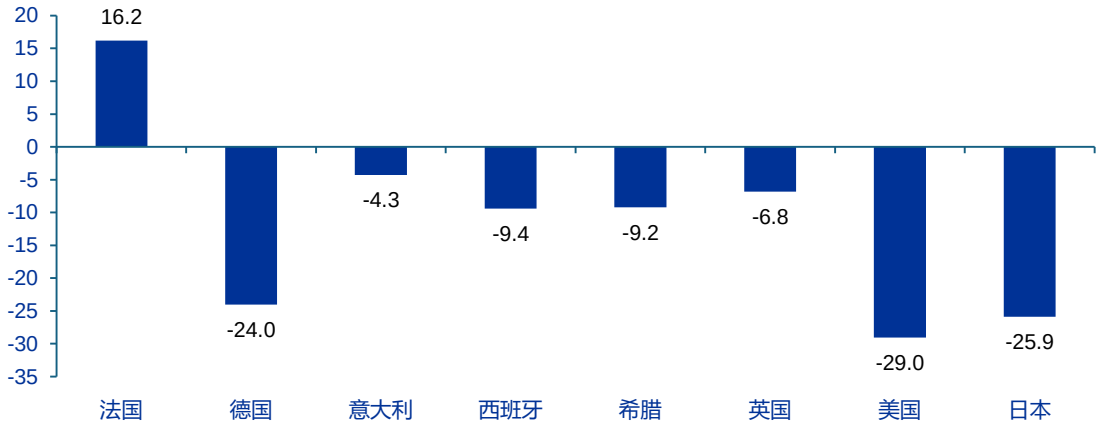
截至10月23日各国10Y收益率（%）



2026年以来全球主要经济体10年期国债收益率普遍上行（%）



10月10Y收益率变化（bp）



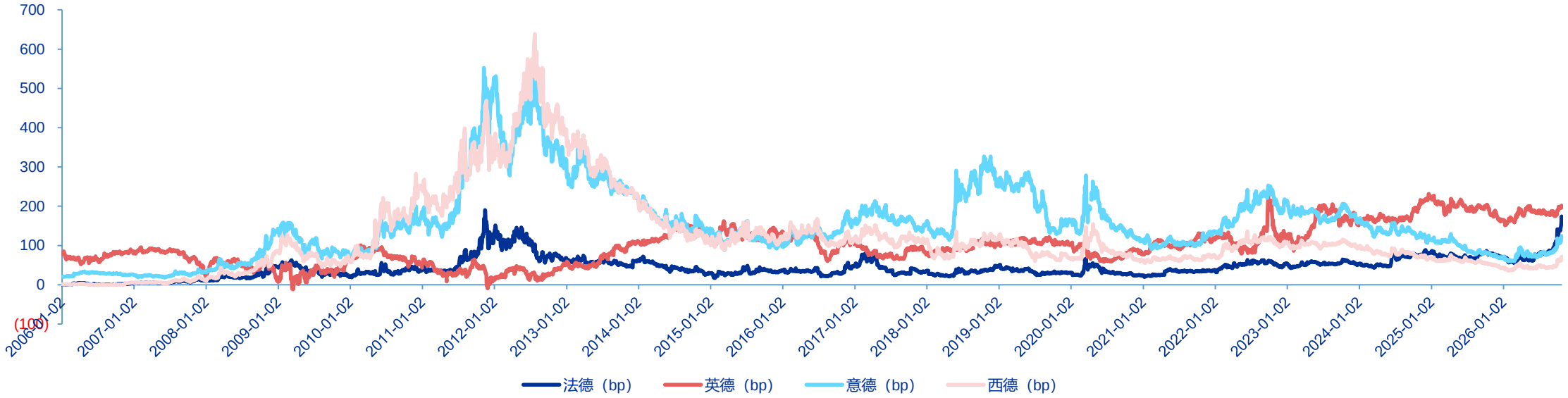
Remove Demo Watermark from http://www.wanneainfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

法德利差处于历史高位，欧洲系统性风险尚未明显扩散

- **2026年9月以来，法国财政风险加速进入市场定价，10年期法德利差由8月底约85bp快速扩大至10月23日的167bp，处于2006年以来的历史高位区间，反映市场对法国财政可持续性及政策可信度的担忧明显加深。从历史比较来看，当前法德利差已接近甚至超过2011年欧债危机期间的部分阶段性高点，表明法国主权信用风险溢价显著抬升。**
- **然而，从欧洲整体来看，本轮风险传染程度仍明显弱于2011—2012年欧债危机。彼时意德、西德10年期国债利差一度分别升至550—600bp和600—650bp区间，而本轮其他欧洲国家利差尚未出现同等幅度扩张。整体来看，当前更接近法国国别财政风险恶化引发的主权债券重定价，而非欧元区普遍面临融资压力的系统性危机。后续若法德利差持续处于高位，同时意德、西德利差明显走扩，则需警惕法国财政风险进一步向欧元区其他国家及金融体系传导。**

四国10Y国债收益率对德利差



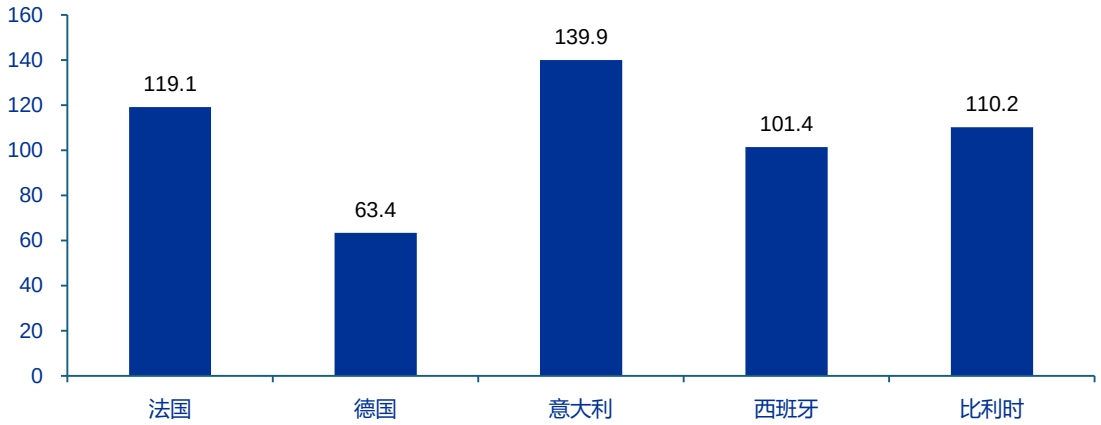
Remove Demo Watermark from http://www.wanneainfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

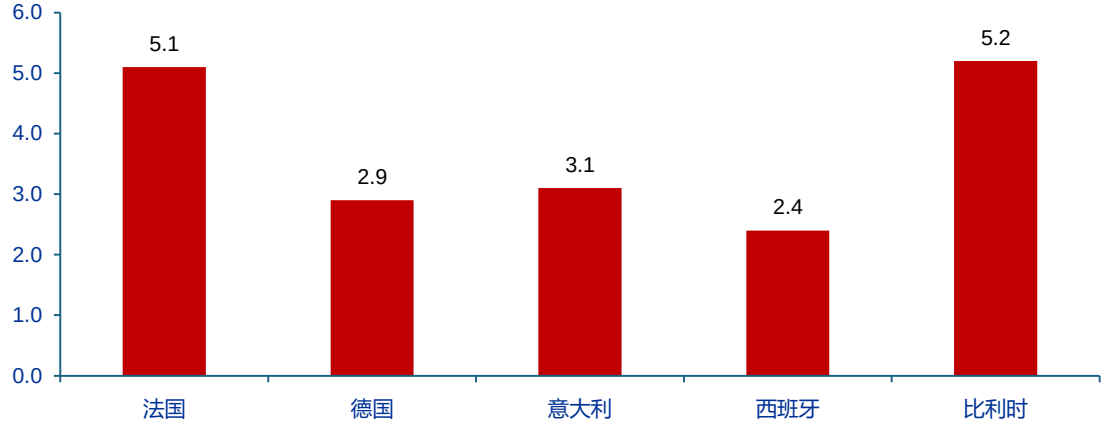
法国债务率持续上升，财政赤字收敛难度较大

- **2026Q2法国政府债务率升至119.1%，同比提高3.7个百分点。尽管债务率并非欧元区最高，但财政赤字持续偏高，叠加经济增长偏弱，市场对法国中长期财政整顿能力及债务可持续性的担忧有所加深。**

2026Q2政府债务率（%）



2025年政府财政赤字率（%）



 资料来源：欧洲统计局，申万宏源研究

Remove Demo Watermark from http://www.wanheinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

议会分裂叠加社会阻力，法国财政整顿面临政治约束

- **议会力量分散、财政紧缩措施面临社会阻力，削弱了法国财政整顿方案的可执行性。10月抗议活动进一步加剧政策不确定性，财政调整压力可能延续至2027年总统选举前后。**

事件 / 时间	政策与市场含义	后续观察
10月社会抗议	整顿支出和恢复信任的政治成本上升	是否影响预算措施及执行
10月23日穆迪评估	维持Aa3 / 负面，该次未进一步下调	负面展望下的中期财政约束
11月3日收入案表决安排	预算推进的重要程序节点	修正案与后续完整预算审议
11月27日标普计划评估	检验财政路径与政策执行判断	不预设升级、维持或下调
2027年总统选举	财政路线仍可能反复	是否形成可持续的整顿方案

资料来源：法国国民议会、法国财政署、申万宏源研究

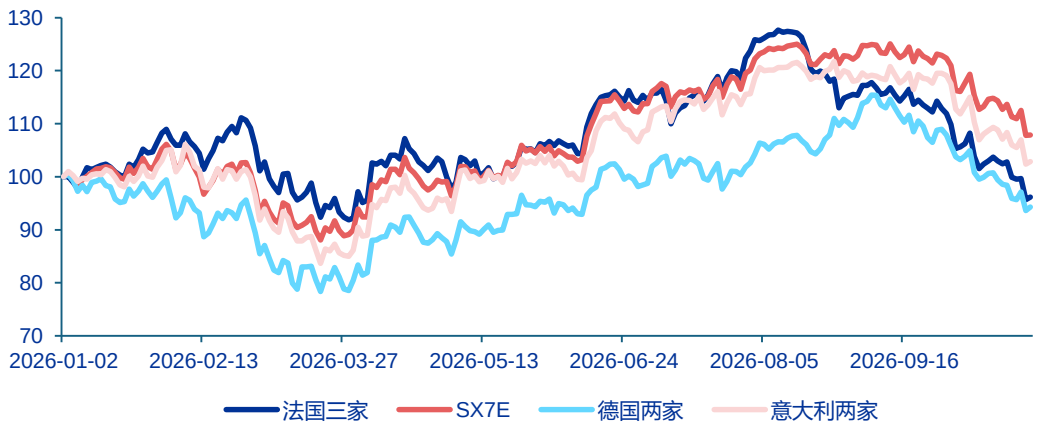
Remove Demo Watermark from http://www.wanshuinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

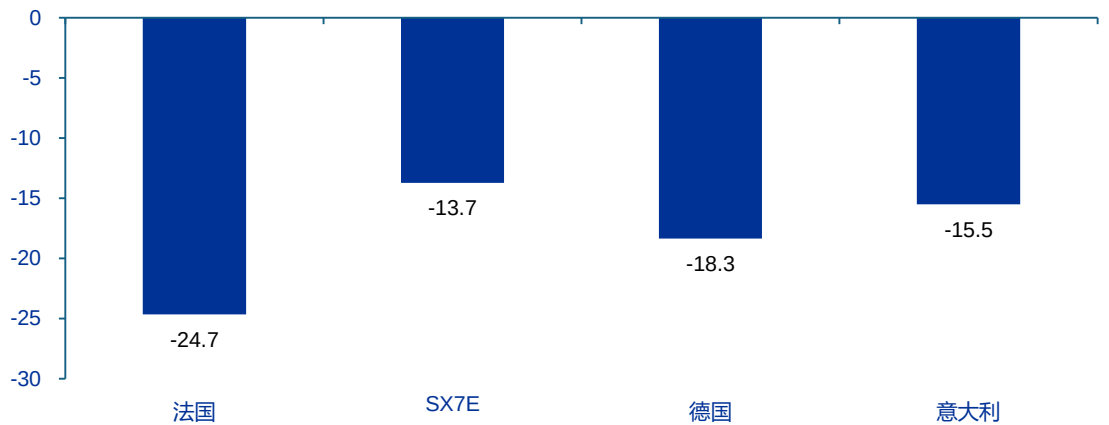
8月底以来欧洲银行股普遍回落，法国银行相对承压

- **从8月31日至10月23日，法国三家银行等权组合下跌16.49%，欧元区银行指数SX7E下跌12.09%，德国和意大利银行组合分别下跌14.48%和14.04%，法国主权风险对银行股估值形成相对更明显压制。股价回撤并不直接意味着银行资产质量恶化或融资条件显著收紧。**

银行股相对表现（年初=100）



年内峰值至10月23日回撤（%）



资料来源：彭博，申万宏源研究.注：法国组合包括法国巴黎银行、法国兴业银行和法国农业信贷银行；德国组合包括德意志银行和德国商业银行；意大利组合包括裕信银行和联合圣保罗银行。

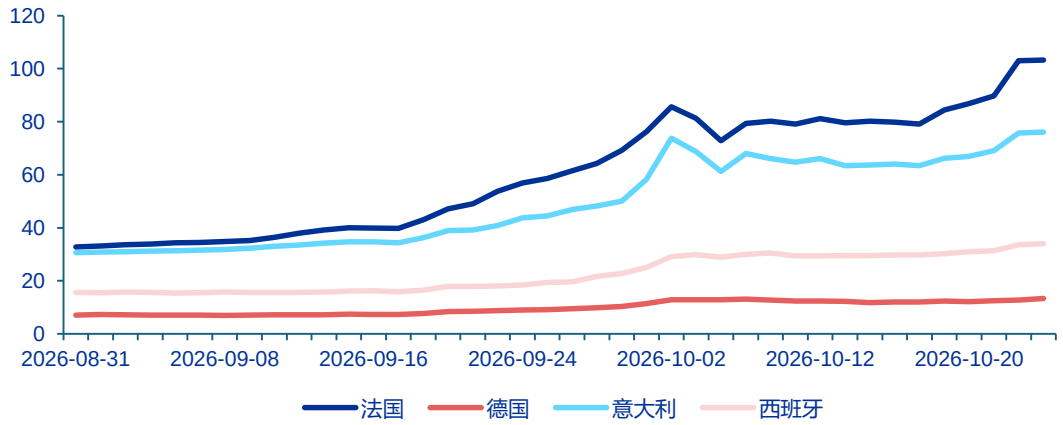
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

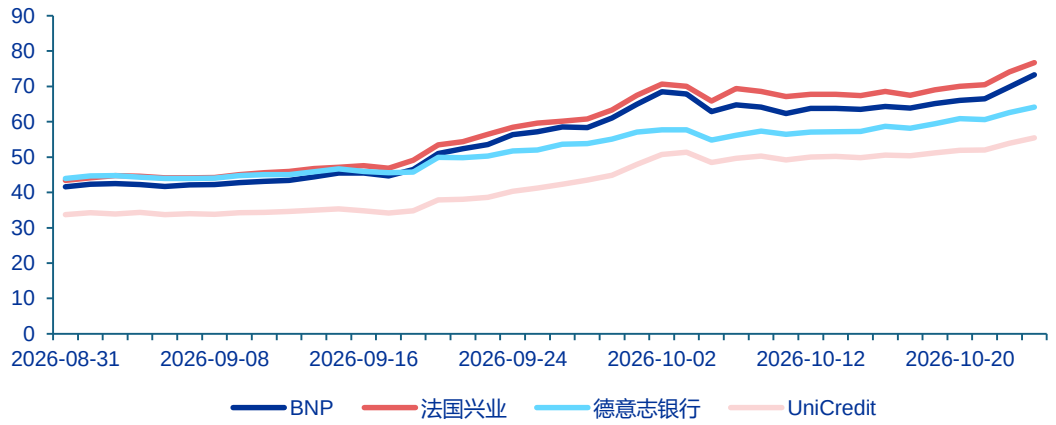
法国主权与银行CDS同步走扩，信用风险定价有所上升

- **8月底至10月23日，法国主权CDS扩大70.4bp，高于意大利和西班牙同期增幅；法国主要银行CDS亦出现走扩，表明主权风险已对银行信用定价产生影响，但是否进一步传导至实际融资成本及银行基本面，仍需持续观察。**

主权5Y CDS（bp）



银行5Y CDS（bp）



资料来源：彭博，申万宏源研究 注：CDS数据期限均为5年期（5Y）、基于2014 ISDA定义（14D）、美元计价（USD）

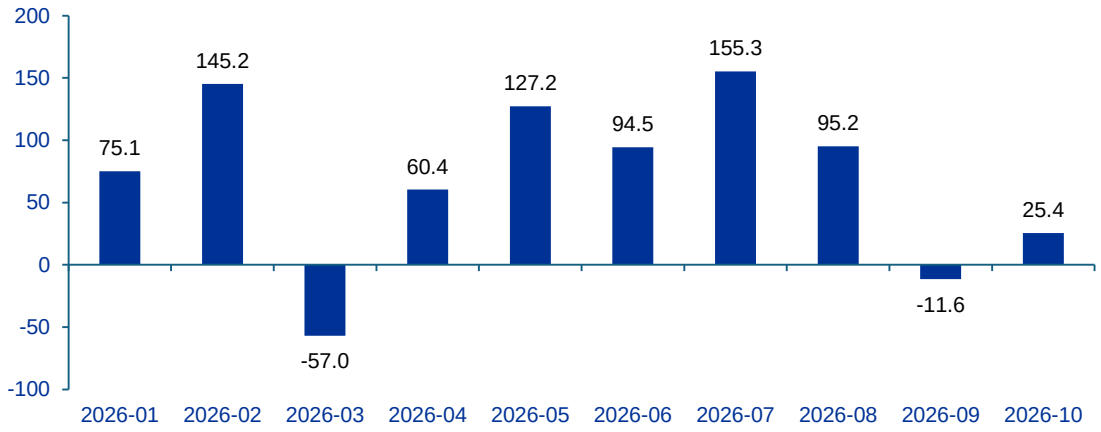
Remove Demo Watermark from http://www.wanheinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

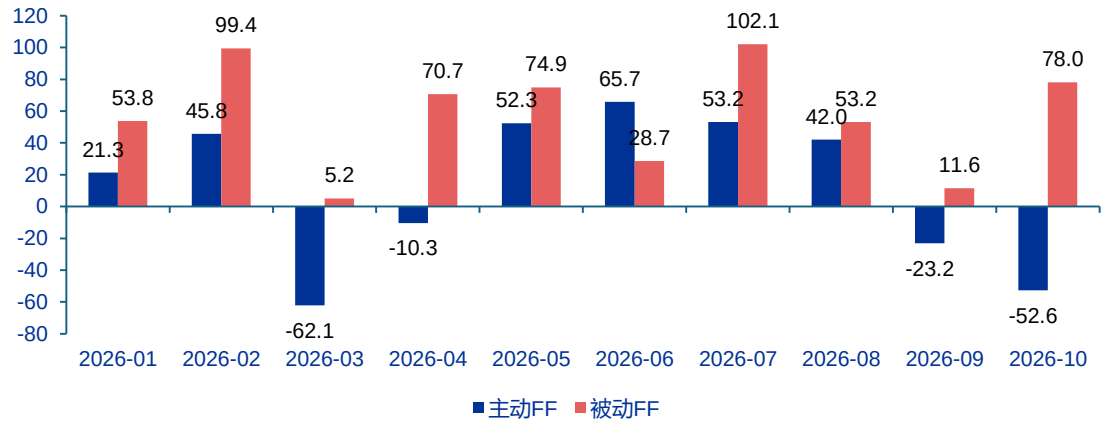
西欧债基整体回流，主动资金仍在持续减配

- **EPFR数据显示，10月至22日西欧债券基金净流入25.40亿美元，其中主动型基金净流出52.65亿美元、被动型净流入78.05亿美元，资金分化明显。法国债券基金虽实现小幅净流入，但最近5日再度流出，配置需求仍不稳定。**

西欧债基月度净流量（亿美元）



主动与被动债券基金月度净流量（亿美元）



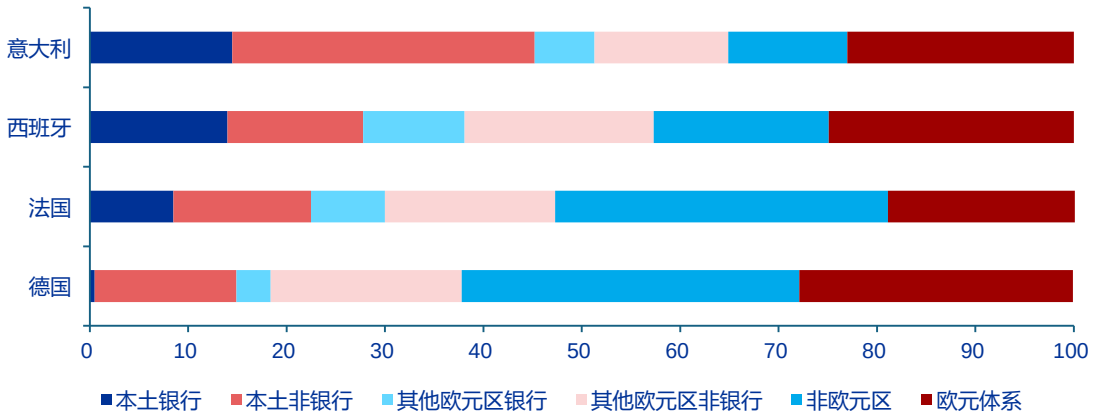
Remove Demo Watermark from http://www.wanesinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

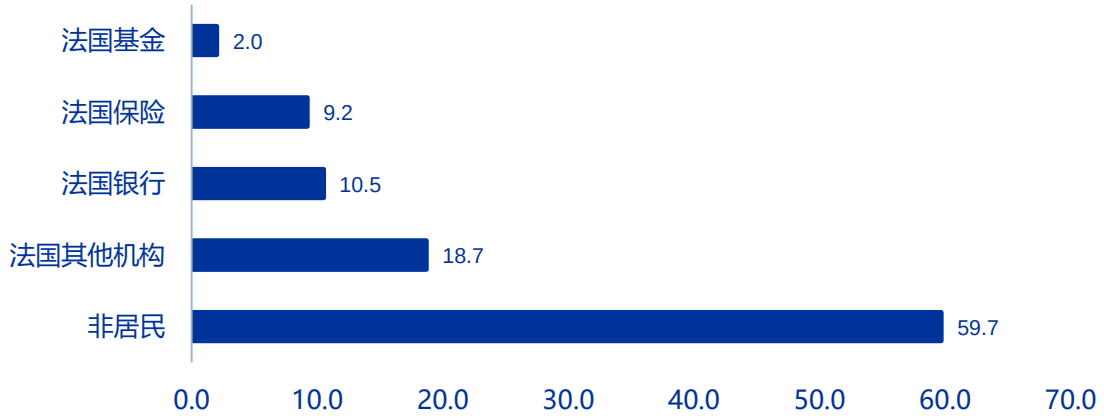
法债跨境持有占比较高，非居民是重要投资者

- 2025年末，非欧元区投资者持有法国政府债券的33.8%，与德国的34.3%接近，高于意大利的12.1%；法国本土银行及非银行投资者合计持有22.5%，低于意大利的45.2%，跨境投资者是重要持有群体。
- 截至2026年二季度，非居民持有法国国家可交易债务的59.7%，法国本土银行、保险机构分别持有10.5%和9.2%。

政府债券持有人结构（%）



法国国家可交易债务持有人（2026Q2，%）



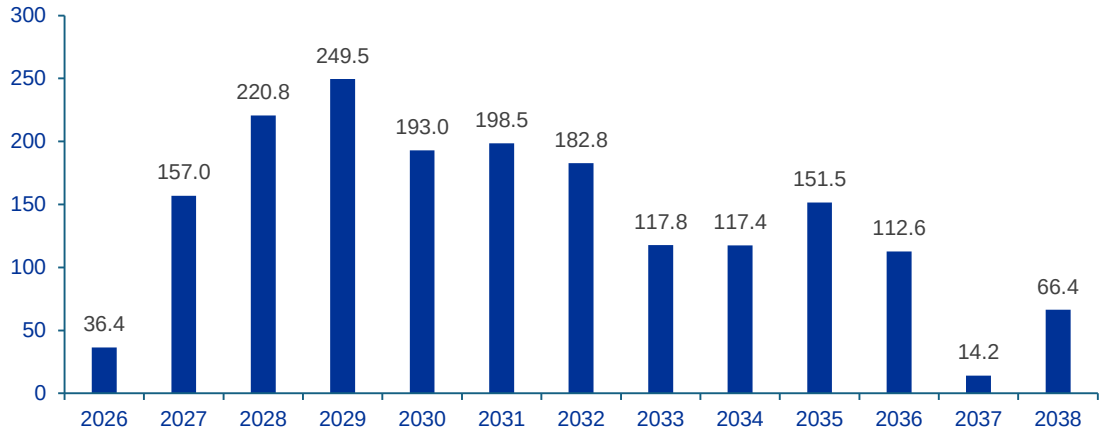
Remove Demo Watermark from http://www.wanesinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

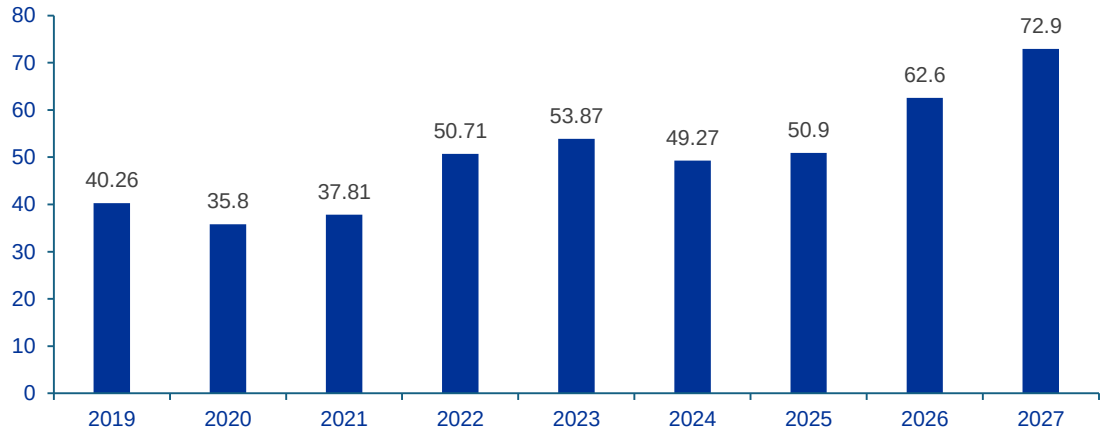
债务滚续需求维持高位，利率上行逐步加重法国财政负担

- 法国中长期国债到期本金主要集中于2028—2032年，现有OAT债券年均到期规模约2,089亿欧元，叠加新增财政融资需求，债务滚续压力持续存在。
- 2026年1—9月中长期国债发行加权平均收益率达3.55%，较2025年上升41bp；根据法国预算安排，2026年和2027年国家债务利息支出预计分别为626亿和729亿欧元。高利率环境将通过债务滚续逐步抬升财政负担。

法国OAT国债存量到期分布（十亿欧元）



法国国债利息支出（26/27为预测值，十亿欧元）



资料来源：法国财政署，申万宏源研究

Remove Demo Watermark from http://www.wanshuinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

主要内容

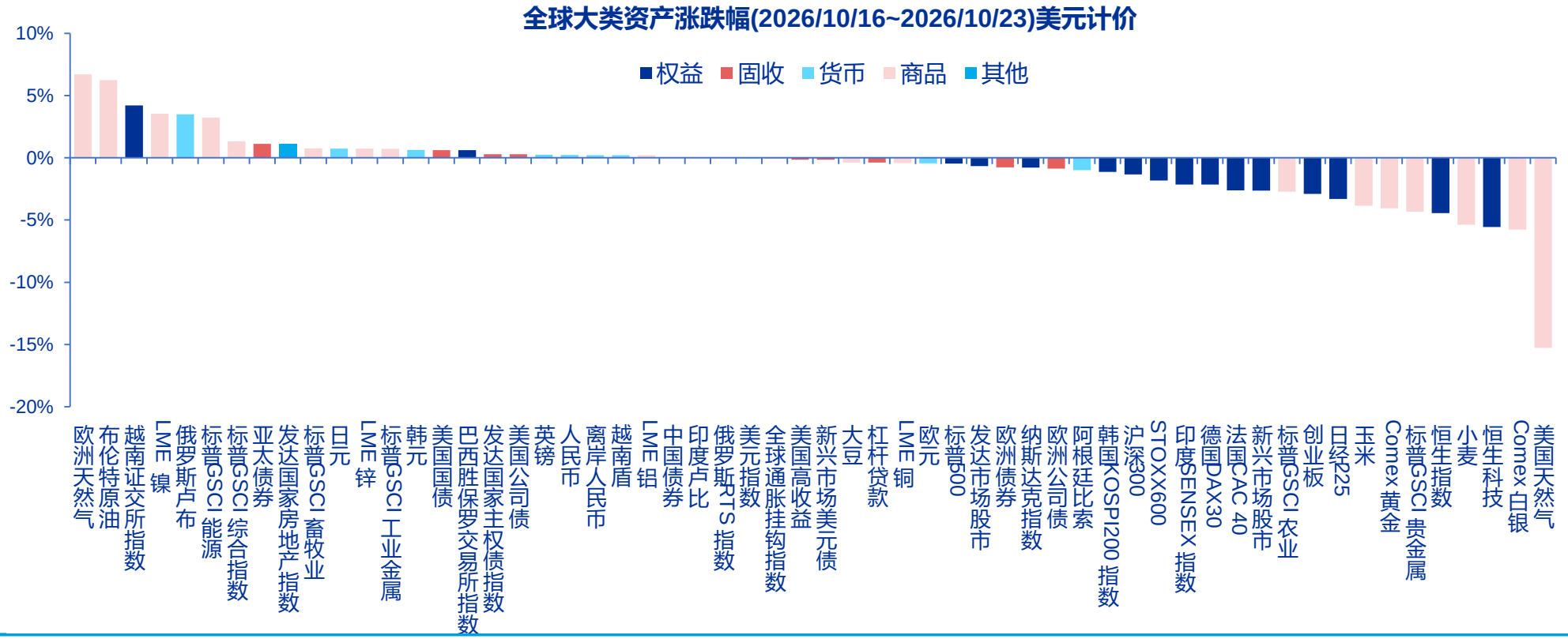
1. 每周热点聚焦：如何看待10月以来法国债券与全球债券的分化?
2. **全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流入**
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP处于相对高位
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购小幅下行，A股隐含波动率抬升
5. 全球经济数据：美国经济扩张放缓，中国生产消费边际改善
6. 风险提示

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

欧气与原油强势领跑，美气与白银显著重挫、港股科技承压领跌

- **全球资本市场回顾：本周（20261016–20261023）全球大类资产呈现原油欧气强势领跑、美气白银显著重挫、港股科技承压回调的鲜明特征。1）固收与汇率：**10Y美债收益率下行至5.00%，美元指数平稳震荡，非美货币整体窄幅分化。**2）权益方面：**越南股市逆势走强，美股大盘表现相对抗跌，而港股科技与恒生指数显著回调领跌全球权益，日经225、创业板及法德等欧洲主要股指普遍承压走弱。**3）商品方面：**品种间走势剧烈分化。受供给与地缘溢价重估提振，欧洲天然气与布伦特原油大涨；但美国天然气遭遇重挫跌幅居首，贵金属白银及农产品亦深幅下行。



资料来源：Factset，申万宏源研究 注：图中数据为美元计价，文字中数据来源于后续表格数据

Remove Demo Watermark from http://www.wanneainfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

本周港股科技与日经显著承压，北证50与越南股市逆势走强

		最新收盘价格(2026/10/23)	期间涨跌幅(2026/10/16~2026/10/23)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	动态风险调整后收益
A股+港股+转债	上证指数	3690	-0.6%	-5.1%	-3.2%	-9.5%	8.3%	67%
	沪深300	4105	-1.6%	-7.5%	-11.7%	-13.9%	2.7%	78%
	创业板指	2684	-3.2%	-18.4%	-22.9%	-26.8%	21.7%	97%
	上证50	2758	-0.4%	-3.0%	-6.7%	-6.4%	1.4%	78%
	中证1000	6735	0.8%	-11.0%	-3.7%	-18.9%	9.6%	94%
	科创50	1346	-1.0%	-17.0%	-24.7%	-7.4%	31.8%	58%
	恒生指数	23093	-4.5%	-6.7%	-7.5%	-11.1%	15.2%	17%
	恒生科技	3872	-5.8%	-11.2%	-16.4%	-21.0%	-14.0%	28%
	恒生中国企业指数	7756	-4.6%	-6.2%	-6.2%	-11.6%	6.5%	21%
	中证转债	457	1.9%	-3.2%	-7.7%	-11.1%	9.4%	
	北证50	985	3.7%	-6.7%	-4.5%	-28.1%	-5.9%	42%
全球股指	印度SENSEX30	73124	-2.1%	-0.6%	-3.9%	-4.6%	-6.5%	16%
	德国DAX	25182	-1.7%	-0.3%	0.3%	4.4%	26.5%	2%
	法国CAC40	7783	-2.2%	-3.7%	-7.0%	-4.6%	6.4%	5%
	西班牙IBEX35	18990	-1.7%	-3.0%	-3.0%	7.3%	64.6%	11%
	英国富时100	10690	-1.8%	0.1%	-0.4%	3.0%	31.6%	28%
	标普500	7624	-0.47%	-1.0%	2.9%	6.4%	29.1%	1%
	欧洲STOXX600(欧元)	636	-1.4%	-0.1%	-1.4%	4.1%	25.9%	2%
	日经225	62693	-4.0%	-4.3%	-3.0%	5.0%	57.1%	9%
	泰国SET指数	1563	-0.7%	-2.5%	-5.0%	7.3%	11.6%	8%
	韩国综合股价200	863	-1.8%	-23.4%	-18.3%	-11.2%	171.5%	34%
	沪深300	4105	-1.6%	-7.5%	-11.7%	-13.9%	2.7%	78%
	巴西IBOVESPA指数	205083	-0.2%	11.5%	17.8%	7.5%	70.5%	39%
	胡志明指数	1774	4.0%	-0.1%	5.2%	-4.3%	39.5%	20%
	恒生指数	23093	-4.5%	-6.7%	-7.5%	-11.1%	15.2%	17%
	阿根廷MERV	2848945	0.0%	-3.1%	-13.2%	0.3%	12.4%	
	发达市场		-.%	-.%	.%	.%	.%	
	新兴市场	1578	-2.6%	-8.9%	-3.1%	-2.0%	46.3%	

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来，其中ERP计算中，A股、港股以10年期国债利率为基础，而其他全球性指数以10年期美债利率为基础

Remove Demo Watermark from http://www.wangcaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

10Y美债利率下行至5.00%，美元指数平稳震荡，油价大幅上涨

			期间涨跌幅(2026/10/16~2026/10/23,BP)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	近一年涨跌幅	历史分位数
美国债市	美国10年国债收益率	5.00%	-9	-11	29	66	42	99%
	10年美债实际利率	2.66%	-8	-10	23	74	42	61%
	10年美债通胀预期	2.34%	-1	-1	6	-8	0	75%
	2年美债收益率	4.69%	-5	-16	32	86	44	93%
	30年美债收益率	5.33%	-10	-7	16	41	22	99%
	美债期限利差（10年-2年）	0.31%	-4	5	-3	-20	-2	35%
	美债期限利差（10年-3个月）	0.78%	-5	-14	2	13	57	47%
	10年中债收益率	1.64%	-1	-4	-9	-11	-4	1%
	1年中债收益率	1.18%	1	-5	4	3	10	3%
	3个月中债收益率	1.16%	0	-3	6	4	25	4%
	期限利差：国开债（10年期-1年期）	0.32%	1	-3	-6	-14	-20	13%
	信用利差：5年AAA企业债-5年国开债	0.14%	1	-1	-5	-3	-27	2%
	等级利差：5年企业债（AA-AAA）	0.17%	0	2	-7	-14	-24	3%
	息差：1年AAA级同业存单-FR007	0.03%	-1	-4	-3	-2	65	11%
	R007	1.34%	0	-11	-9	-5	-81	6%
	R001	0.99%	5	-38	-37	-23	-155	9%
	中美利差（10年中债利率-10年美债利率）	-3.36%	8	7	-38	-77	-46	1%
	中美利差（1年中债利率-1年美债利率）	-4.15%	11	2	-12	-38	-12	1%

			期间涨跌幅(2026/10/16~2026/10/23)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	动态风险调整后收益
大宗商品	LME铝（美元/吨）	3040.5	1.1%	-6.4%	-3.8%	-15.3%	19.2%	93%
	Comex黄金（美元/盎司）	4010.0	-4.22%	-6.7%	-2.9%	-17.3%	40.1%	53%
	LME铜（美元/吨）	14298.0	-0.43%	-2.2%	4.8%	7.4%	60.5%	90%
	ICE布油（美元/桶）	117.4	6.76%	17.1%	36.0%	36.2%	130.5%	91%
其他	美元指数	101.8	-0.03%	0.5%	0.3%	3.3%	-5.8%	36%
	美元兑人民币	7.3	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.6%	
	欧元兑美元	.	-%	-.%	-.%	-.%	.%	%
	CBOE波动率	19.5	-2.70%	24.1%	4.7%	4.0%	11.8%	19%

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来，其中ERP计算中，A股、港股以10年期国债利率为基础，而其他全球性指数以10年期美债利率为基础

Remove Demo Watermark from http://www.wangcaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

本周A股计算机与机械设备领涨；港股家庭与个人用品和医疗保健设备领涨

A股行业	期间涨跌幅(2026/10/19~2026/10/23)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数	A股行业	期间涨跌幅(2026/10/19~2026/10/23)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数
计算机	5.21%	60.4%	14.2%	98.8%	基础化工	-1.74%	37.4%	33.9%	86.0%
机械设备	3.01%	73.1%	33.7%	73.4%	环保	-1.76%	32.5%	21.2%	92.8%
汽车	1.51%	59.2%	4.1%	76.9%	社会服务	-1.87%	25.4%	6.5%	94.0%
医药生物	0.75%	25.8%	17.1%	94.2%	公用事业	-1.99%	46.2%	30.0%	88.1%
家用电器	0.44%	36.0%	13.0%	92.0%	建筑材料	-2.21%	83.1%	47.3%	42.6%
国防军工	0.32%	31.4%	32.2%	99.8%	有色金属	-2.25%	5.1%	34.0%	99.7%
电子	0.15%	56.3%	39.1%	90.8%	轻工制造	-2.43%	49.2%	16.7%	79.9%
农林牧渔	-0.40%	90.5%	23.7%	55.6%	建筑装饰	-2.50%	64.1%	13.1%	54.0%
美容护理	-0.47%	9.1%	8.2%	97.6%	钢铁	-2.56%	64.2%	21.9%	57.0%
传媒	-0.53%	26.6%	32.4%	96.1%	交通运输	-2.90%	38.3%	10.7%	88.5%
食品饮料	-0.56%	20.0%	5.5%	95.1%	电力设备	-3.54%	10.3%	15.6%	94.7%
商贸零售	-0.94%	54.5%	10.9%	82.7%	通信	-3.60%	54.3%	51.5%	87.6%
非银金融	-1.32%	0.0%	1.1%	100.0%	房地产	-3.61%	34.4%	7.1%	77.8%
石油石化	-1.54%	42.1%	76.0%	81.6%	煤炭	-4.12%	70.0%	61.4%	43.8%
银行	-1.58%	47.7%	38.2%	65.0%	综合	-4.12%	83.3%	37.0%	72.5%
纺织服饰	-1.66%	36.7%	25.2%	93.0%					

港股行业	期间涨跌幅(2026/10/19~2026/10/23)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数	港股行业	期间涨跌幅(2026/10/19~2026/10/23)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数
家庭与个人用品	1.74%	0.2%	1.0%	47.9%	能源	-3.26%	26.7%	63.2%	32.9%
医疗保健设备与服务	1.05%	8.6%	10.9%	37.0%	银行	-3.34%	75.5%		9.0%
保险	0.00%	0.0%		88.9%	材料	-3.49%	48.6%	25.7%	26.6%
食品、饮料与烟草	-0.03%	22.3%	17.3%	17.3%	运输	-3.58%	19.9%	44.9%	44.7%
房地产	-0.20%		40.8%		汽车与汽车零部件	-3.67%	62.5%	0.2%	23.3%
消费者服务	-1.56%	0.6%	10.1%	67.6%	半导体与半导体生产设备	-4.22%	87.3%	43.1%	1.1%
媒体	-1.91%	3.6%	3.5%	67.8%	技术硬件与设备	-4.34%	54.9%		10.9%
食品与主要用品零售	-2.05%	19.0%	7.9%	20.0%	电信服务	-5.27%	26.1%		10.3%
多元金融	-2.27%	0.0%		100.0%	零售业	-5.66%	90.8%	6.5%	1.6%
制药、生物科技与生命科学	-2.90%	74.3%		3.2%	软件与服务	-5.79%	2.7%	0.5%	47.6%
公用事业	-.%	.%	.%	.%	商业和专业服务	-.%		.%	
资本货物	-2.99%	77.8%	22.2%	5.2%	耐用消费品与服装	-7.43%	7.9%	10.6%	40.6%

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来，其中ERP计算中，A股、港股以10年期国债利率为基础，而其他全球性指数以10年期美债利率为基础

Remove Demo Watermark from http://www.wangcuinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

全球资金流入货币市场基金，新兴股市与发达股市均获流入；固收基金方面，美国债市流入明显，本周流入62.3亿美元；权益基金方面，中国股市流入177.3亿美元

- 过去一周，全球资金流入货币市场基金，新兴股市与发达股市均获流入；固收基金方面，美国债市流入明显，本周流入62.3亿美元；权益基金方面，中国股市流入177.3亿美元。
- 相对资金流入方面，最近一周，中国权益基金相对流入明显，富时3倍做空中国ETF出现明显流出。

大类资产类别基金(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
全球货币市场	288.1	356.5	5182.7	357.8	1314.4	3510.5	3907.4	3451.4	1010.0
发达市场股市	220.6	854.6	10853.3	3841.4	4187.5	2824.5	2617.2	1266.2	1073.7
新兴市场股市	335.0	526.2	76.1	1365.5	-1156.7	-132.8	899.3	220.2	272.0
全球政府债券	52.7	373.2	2168.4	1120.0	570.8	477.7	442.9	417.5	361.6
新兴市场债券	39.7	138.2	637.2	325.9	311.5	-0.2	351.2	278.4	192.0
投资级企业债	36.4	207.4	1067.7	487.1	374.7	205.9	509.8	517.1	116.7
高收益债券	-5.1	-34.6	82.6	53.8	119.9	-91.2	30.0	222.5	-26.0

大类资产类别基金	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4
全球货币市场	0.3%	0.3%	3.9%	0.3%	1.2%	2.3%	3.7%
发达市场股市	0.1%	0.3%	4.0%	1.3%	1.6%	1.1%	1.1%
新兴市场股市	1.1%	1.8%	0.2%	4.6%	-3.9%	-0.5%	3.6%
全球政府债券	0.3%	2.0%	11.8%	6.0%	3.2%	2.7%	2.6%
新兴市场债券	0.5%	1.9%	8.9%	4.4%	4.4%	0.0%	5.4%
投资级企业债	0.2%	1.2%	6.3%	2.9%	2.2%	1.2%	3.2%
高收益债券	-0.1%	-0.5%	1.2%	0.8%	1.7%	-1.3%	0.4%

固收类基金，分国家/地区(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
发达欧洲国家	7.9	29.4	882.6	338.0	316.4	228.2	341.0	436.6	303.3
美国	62.3	691.9	5758.9	2406.3	1714.5	1638.1	1509.9	1760.1	390.1
日本	1.7	11.8	72.6	37.3	19.5	15.8	22.0	30.7	2.2
中国	45.2	151.0	371.1	288.9	212.0	-129.7	229.6	135.7	183.3
新兴市场	42.3	147.5	790.0	375.0	376.1	38.9	409.5	332.7	233.7
印度	-0.6	-2.0	8.3	-0.9	8.6	0.6	4.2	1.8	-3.1

固收类基金，分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4
发达欧洲国家	0.0%	0.1%	4.0%	1.5%	1.5%	1.0%	1.6%
美国	0.1%	1.1%	9.7%	4.0%	2.9%	2.8%	2.7%
日本	0.2%	1.3%	8.0%	4.0%	2.1%	1.8%	2.4%
中国	2.2%	7.6%	19.4%	15.1%	13.0%	-8.7%	14.8%
新兴市场	0.4%	1.5%	8.4%	3.9%	4.1%	0.4%	4.7%
印度	-0.2%	-0.8%	3.1%	-0.4%	3.2%	0.2%	1.6%

权益类基金，分国家/地区(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
发达欧洲国家	19.3	188.5	1525.4	538.5	223.1	763.8	381.4	331.1	446.4
美国	109.0	386.1	7232.3	2431.0	3535.9	1265.4	1869.1	679.9	449.8
日本	67.6	112.0	771.4	369.9	43.6	357.9	104.3	-26.7	-1.7
中国	177.3	280.0	-1512.5	703.7	-1233.8	-982.4	563.2	150.9	121.8
新兴市场	342.1	584.4	528.8	1549.6	-1001.1	-19.6	969.6	274.6	330.3
印度	1.1	-15.1	-37.7	-28.9	-48.2	39.4	22.2	11.7	24.1

权益类基金，分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4
发达欧洲国家	0.0%	0.4%	3.4%	1.2%	0.5%	1.7%	0.9%
美国	0.1%	0.2%	3.8%	1.2%	1.9%	0.7%	1.1%
日本	0.3%	0.6%	4.2%	1.9%	0.2%	2.1%	0.7%
中国	1.6%	2.5%	-11.2%	6.3%	-10.1%	-7.4%	4.3%
新兴市场	1.0%	1.6%	1.5%	4.3%	-2.8%	-0.1%	3.2%
印度	0.0%	-0.6%	-1.9%	-1.1%	-1.8%	1.0%	0.7%

全球投资中国基金/ETF(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
主动型固收共同基金	-0.6	-3.1	-17.5	-4.1	-9.8	-3.6	2.9	-0.2	3.7
被动型固收共同基金	0.0	0.7	7.7	3.0	4.1	0.6	0.1	0.9	-0.8
安硕中国ETF	-0.4	-1.6	-9.2	-1.4	-2.0	-5.8	-0.5	5.6	0.9
富时三倍做空中国ETF	-0.1	-0.3	-1.2	-0.1	-0.5	-0.8	-1.0	0.6	-0.3

海外投资中国基金类别	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4
主动型固收共同基金	-0.1%	-0.7%	-4.3%	-1.0%	-2.4%	-0.9%	0.7%
被动型固收共同基金	0.0%	1.0%	12.0%	4.4%	6.5%	1.0%	0.1%
安硕中国ETF	-0.7%	-2.8%	-16.7%	-16.7%	-2.5%	-3.6%	-10.6%
富时三倍做空中国ETF	-10.2%	-30.9%	-124.2%	-124.2%	-12.8%	-47.2%	-79.5%

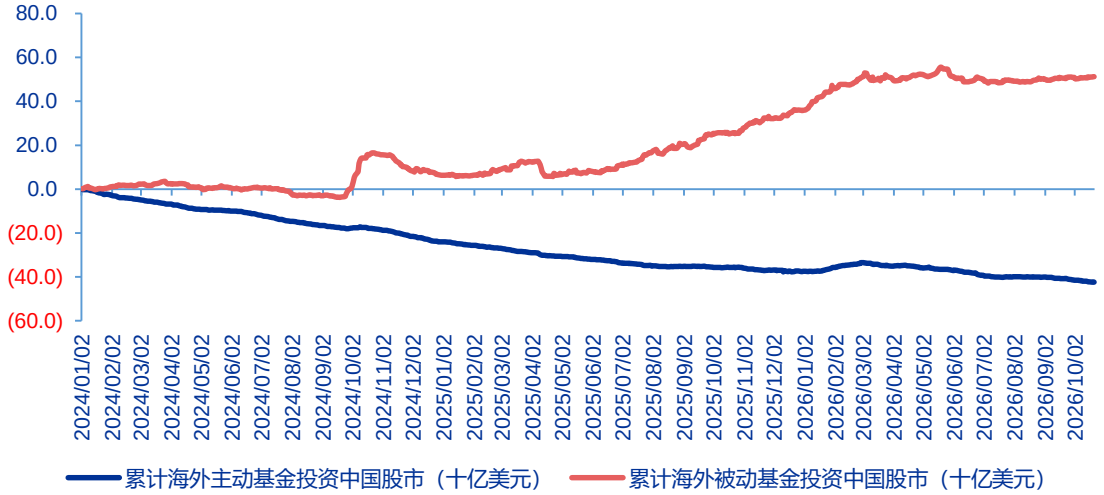
资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除ETF数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

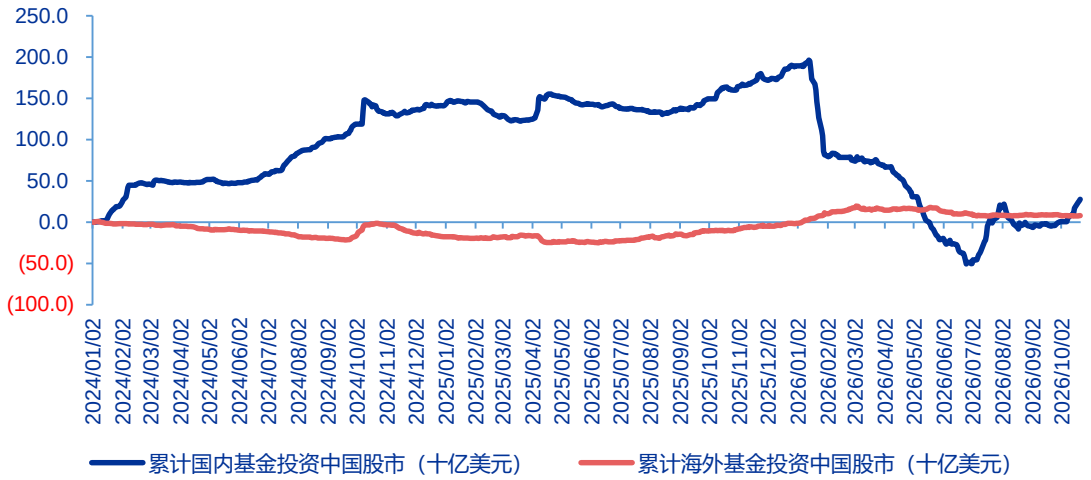
Remove Demo Watermark from http://www.wanneainfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

过去一周，外资流出内资流入中国股市

- 截至2026/10/21，过去一周，外资净流出中国股市，而内资整体流入。
- 海外资金主动和被动方面，海外主动基金过去一周流出2.9亿美元，而海外被动基金过去一周流入1.9亿美元。
- 内资和外资方面，外资过去一周流出1.0亿美元，内资流入178.8亿美元。





资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除ETF数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

Remove Demo Watermark from http://www.wanshuinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

过去一周，美股资金流入科技、医疗保健和能源，而消费板块流出，中国股市资金流入科技、消费和基建

美国权益基金行业资金流向(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
科技	128.7	200.9	622.3	413.1	187.2	22.0	151.1	-45.4	-54.4
医疗保健	6.2	17.1	49.6	69.6	-20.2	0.2	48.2	-32.2	-44.5
能源	5.2	17.1	113.2	-1.9	6.0	109.1	3.9	-23.2	-40.0
金融	3.3	-28.3	-45.7	-10.4	-32.2	-3.0	-19.0	52.4	-82.7
基建	1.4	4.6	60.9	11.2	30.0	19.6	8.9	7.4	1.2
通信	-0.3	13.0	-19.8	5.5	-4.9	-20.4	8.7	8.1	14.1
材料	-3.1	-5.3	40.3	-6.9	23.7	23.5	7.0	0.4	-4.0
房地产	-4.7	-3.1	13.1	0.8	18.9	-6.6	13.0	-2.4	2.6
工业品	-4.7	-18.0	178.9	-5.8	103.1	81.6	43.8	50.3	2.2
公用事业	-14.1	9.3	15.1	16.1	-7.1	6.1	24.2	17.5	17.7
消费	-18.4	-17.0	-45.5	-5.9	-32.7	-7.0	-21.8	-13.5	-3.0

全球中国权益基金行业资金流向(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
科技	27.8	88.9	175.6	383.5	-332.9	125.0	245.9	40.8	63.0
消费	0.7	-1.6	-25.9	-7.8	-12.1	-6.1	2.3	26.7	-5.9
基建	0.7	3.5	3.1	3.5	0.0	-0.3	-0.4	0.2	-0.3
金融	0.1	-2.6	-6.0	3.2	-32.9	23.6	30.7	99.3	1.0
房地产	-0.1	2.5	3.5	3.6	-3.6	3.5	-3.2	-1.0	0.2
能源	-0.3	-0.2	9.7	-9.8	-12.0	31.5	2.1	9.3	0.2
公用事业	-0.7	-3.1	7.3	-4.1	6.2	5.2	0.6	0.1	-0.2
材料	-0.7	1.0	59.7	-0.5	-45.8	105.9	21.2	53.0	-1.1
工业品	-0.7	-2.0	52.1	-4.7	-9.0	65.9	11.0	7.2	-1.3
医疗保健	-1.4	-8.7	16.2	-33.5	15.0	34.7	40.2	21.6	-24.1
通信	-.	-.	.	.	.	.	.	.	-.

资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除ETF数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

Remove Demo Watermark from http://www.wanesinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 每周热点聚焦：如何看待10月以来法国债券与全球债券的分化?
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流入
3. **资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP处于相对高位**
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购小幅下行，A股隐含波动率抬升
5. 全球经济数据：美国经济扩张放缓，中国生产消费边际改善
6. 风险提示

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

上证指数的PE分位数位于历史的66.5%，但绝对水平相比美股差距仍然明显

- 截至2026/10/24，从市盈率历史分位数看，上证指数的估值分位数低于标普500、法国CAC40和德国DAX，高于西班牙IBEX35和恒生国企，达到过去10年来的66.5%，但是从PE的绝对水平来看，上证指数、沪深300和恒生国企的估值依旧大幅低于美股。
- 从ERP角度看，巴西圣保罗、沪深300和上证指数的ERP分位数仍然较高，从股债性价比的角度来说，中国股市相比全球仍有较好的配置价值。

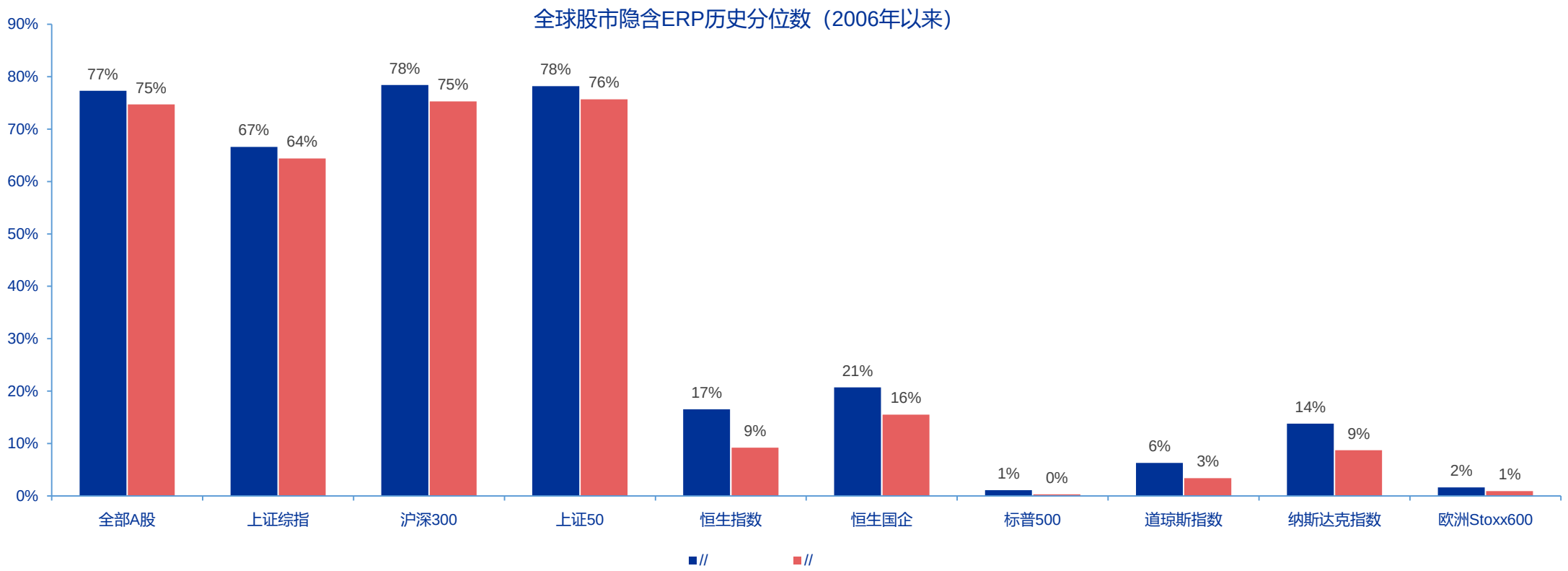
市场名称	PE所处分位数	2026-10-24的PE	2025年4月PE	2022年4月PE	2018年12月PE	市场名称	ERP所处分位数	2026-10-24的ERP	2025年4月ERP	2022年4月ERP	2018年12月ERP
标普500	76.7%	25.8	24.2	21.4	17.7	沪深300	78.4%	6.2%	6.6%	5.6%	6.5%
法国CAC40	72.9%	18.6	16.6	14.7	14.4	上证指数	66.6%	5.0%	5.6%	5.5%	5.9%
德国DAX	67.4%	16.4	15.0	14.0	12.2	巴西圣保罗交易所指数	39.0%	4.1%	6.0%	12.3%	3.1%
上证指数	66.5%	15.0	13.8	11.9	11.0	韩国KOSPI200	34.2%	4.4%	4.3%	5.2%	9.0%
西班牙IBEX35	63.8%	15.3	11.0	9.0	10.8	富时100	28.3%	1.6%	1.8%	4.1%	6.2%
斯托克600	61.1%	17.1	14.5	15.1	13.7	富时大马吉隆坡综合指数	26.3%	2.5%	1.4%	3.4%	2.5%
恒生国企	57.8%	8.9	8.8	8.4	8.5	恒生国企	20.7%	6.2%	6.9%	9.0%	9.0%
沪深300	56.4%	12.8	12.1	11.8	10.2	越南证交所指数	20.0%	3.5%	4.0%	3.6%	3.6%
恒生指数	49.3%	10.1	9.4	9.5	9.5	恒生指数	16.5%	4.9%	6.2%	7.6%	7.9%
富时100	47.2%	15.1	15.8	14.3	11.2	印度Sensex	16.4%	0.2%	0.2%	1.1%	1.5%
日经225	39.7%	19.1	16.5	15.2	13.8	西班牙IBEX35	11.0%	1.5%	4.6%	8.2%	6.5%
巴西圣保罗交易所指数	32.0%	10.9	9.6	6.6	17.3	日经225	8.7%	0.2%	1.6%	3.7%	4.5%
越南证交所指数	22.9%	11.8	11.9	15.5	15.8	泰国证交所100	8.3%	1.6%	2.2%	2.4%	4.0%
印度Sensex	13.4%	19.4	21.2	24.9	23.7	法国CAC40	5.2%	0.4%	1.6%	3.9%	4.2%
泰国证交所100	13.0%	15.1	14.9	19.0	14.8	德国DAX	2.3%	1.1%	2.2%	4.3%	5.4%
韩国KOSPI	.%	.	.	.	.	斯托克	.%	.%	.%	.%	.%
富时马来西亚	0.1%	13.3	16.9	15.9	19.2	标普500	1.1%	-1.1%	-0.4%	1.8%	2.9%

Remove Demo Watermark from http://www.wanesinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

全部A股的ERP边际较上周上行

- **全部A股的ERP分位数本周录得77%，上周为75%。**
- **截至2026/10/23，**标普500、道琼斯指数、纳斯达克指数和欧洲斯托克600指数的ERP分位数分别为1%、6%、14%和2%。

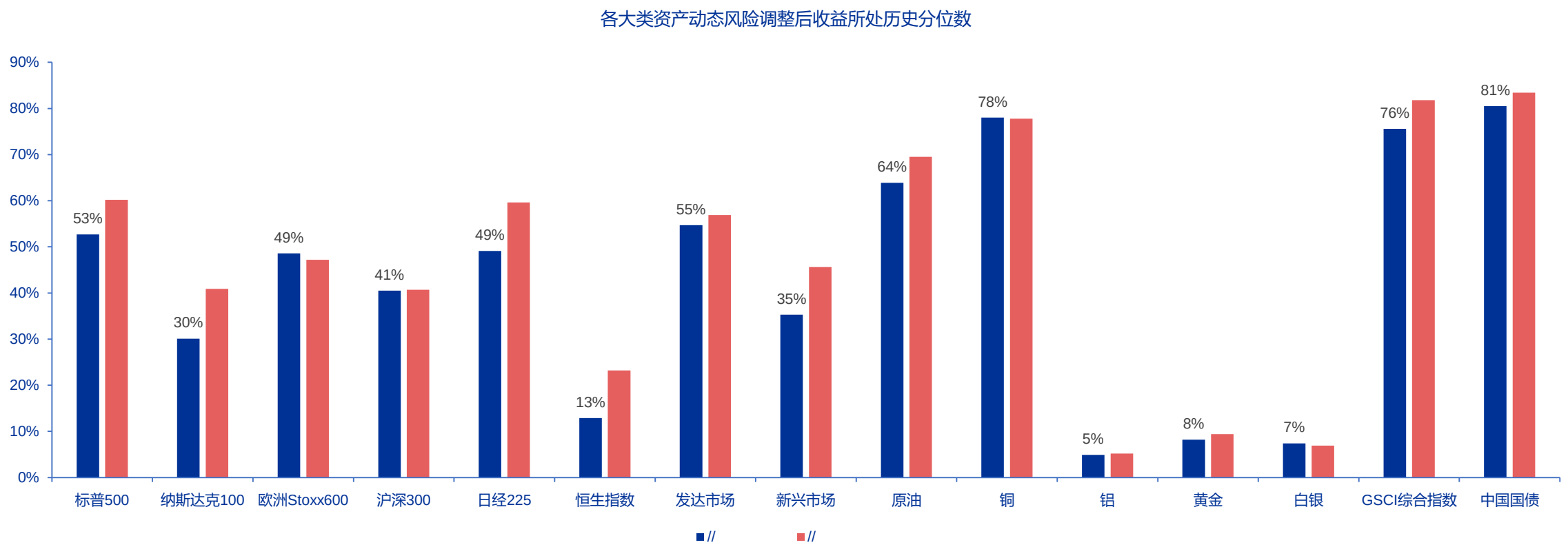


Remove Demo Watermark from http://www.wanesinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

本周权益类资产的动态风险调整后收益分位数多数下行

- **截至2026/10/23，标普500的风险调整后收益所处分位数下行至53%，纳斯达克100的风险调整后收益所处分位数下行至30%，沪深300的风险调整后收益分位数持平于41%。**



Remove Demo Watermark from http://www.wanhuainfo.com/pdfmaster/

仅供内部参考，请勿外传

主要内容

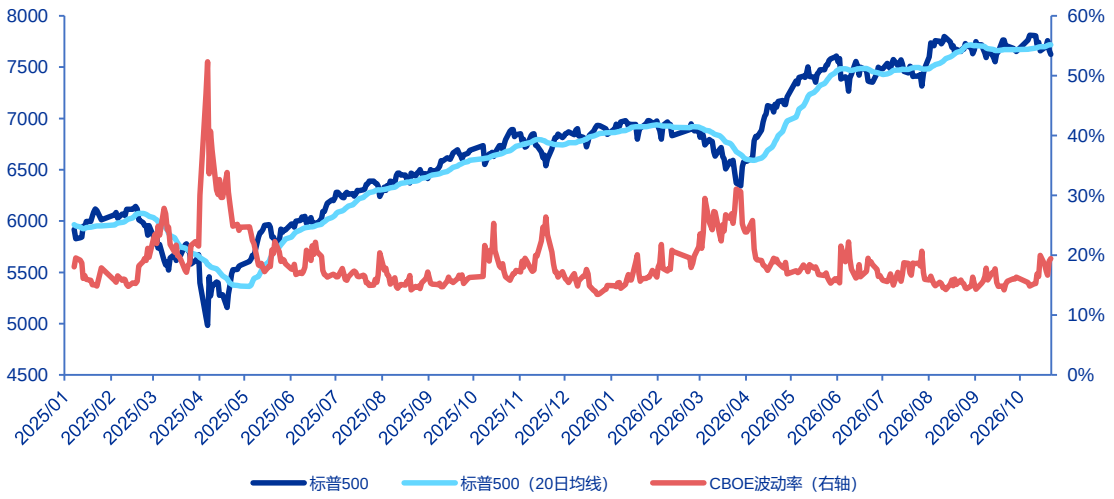
1. 每周热点聚焦：如何看待10月以来法国债券与全球债券的分化?
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流入
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP处于相对高位
4. **资产风险情绪：美股认沽/认购小幅下行，A股隐含波动率抬升**
5. 全球经济数据：美国经济扩张放缓，中国生产消费边际改善
6. 风险提示

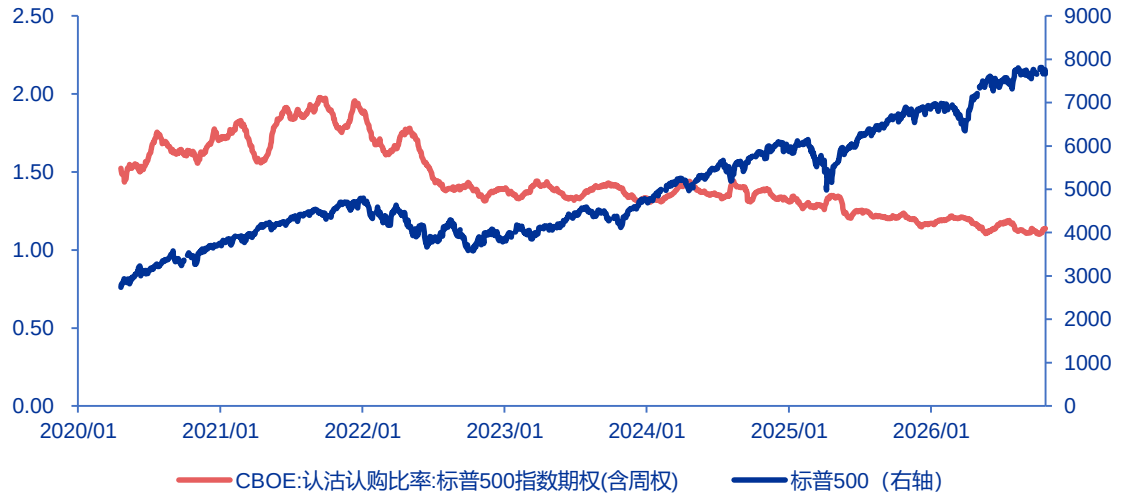
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

标普500于20日均线下方震荡，VIX冲高回落、认沽/认购比率小幅下行

- 截至2026/10/23，标普500指数收于7623.68点，整体在20日均线下方震荡调整；CBOE波动率指数（VIX）冲高后回落至19.45%，市场前期极端恐慌情绪有所缓和。
- 本周期权认沽/认购比率自高位边际回落，市场下行对冲诉求有所降温，整体风险偏好依然维持谨慎。

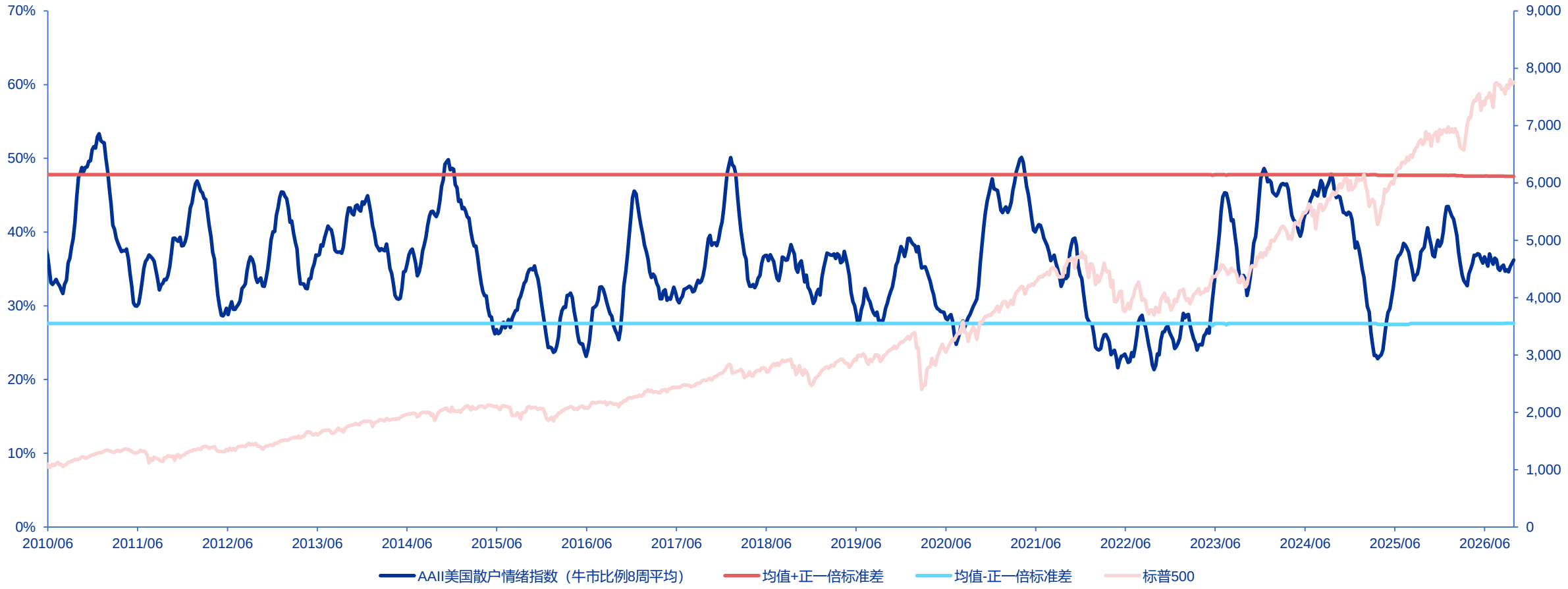




Remove Demo Watermark from http://www.wanhuainfo.com/pdfmaster/

仅供内部参考，请勿外传

本周美国散户看涨比例为36.87%，较上周下降1.86pct



资料来源：美国个人投资者协会，申万宏源研究

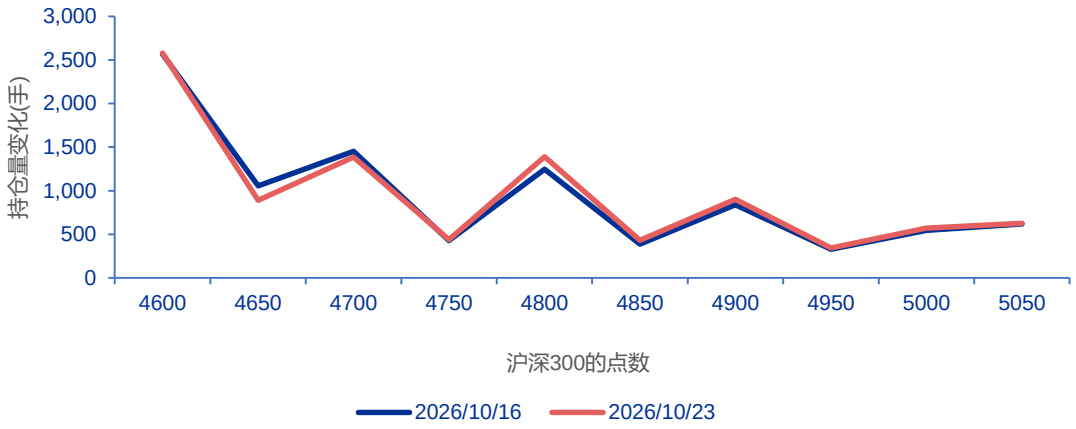
Remove Demo Watermark from http://www.wanesinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

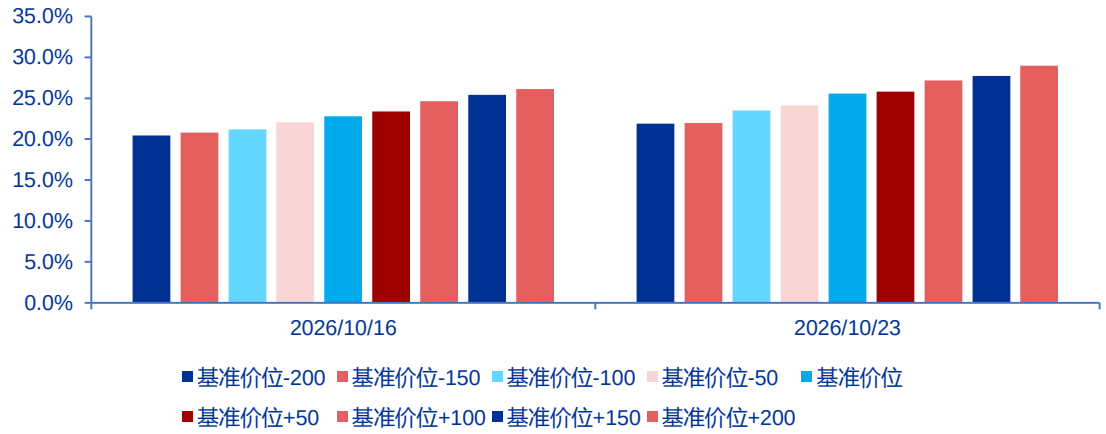
11月看涨期权增仓向虚值延伸，隐含波动率中枢持续全线上移

- **期权持仓层面，**截至2026/10/23，资金向11月主力持续移仓，增仓重心由近端平值向4800等虚值档位扩散，远端虚值维持低位走平，多头以防御性逢低博弈为主。
- **隐含波动率层面，**截至2026/10/23，期权各价位隐含波动率中枢整体上移，衍生品风险溢价进一步走阔，指数调整下宽幅震荡预期与避险诉求继续升温。

沪深300的11月到期看涨期权的周均持仓量环比变化



沪深300期权的各价位隐含波动率



资料来源：iFind，申万宏源研究 注：选取期权为沪深300在2026年11月的看涨期权，基准价为当日沪深300收盘价向上取整

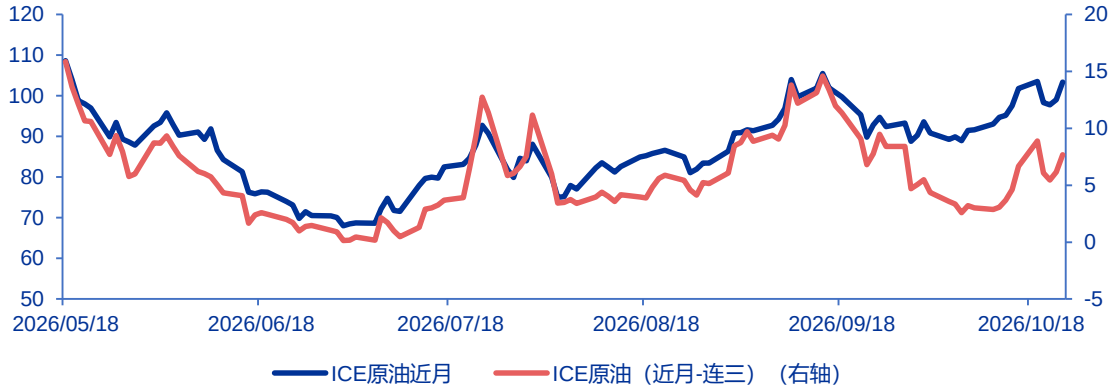
Remove Demo Watermark from http://www.wanneainfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

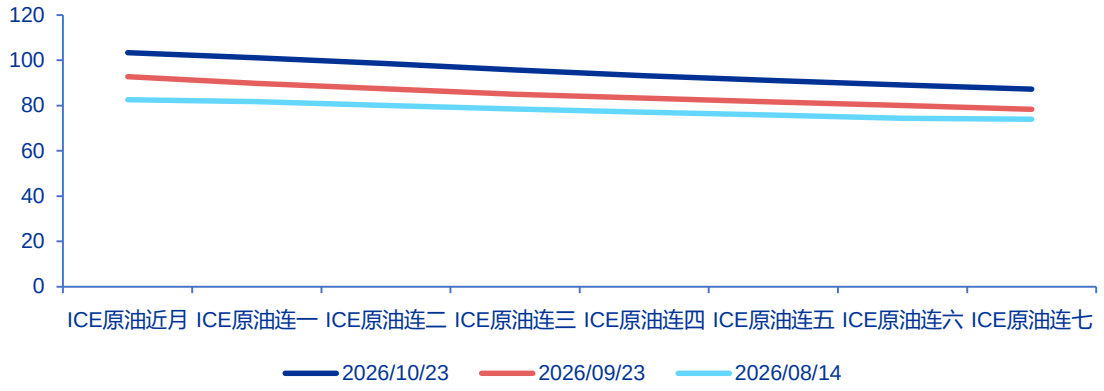
原油维持高位现货升水，沪铜曲线全线下移且挤仓溢价回落

- **本周大宗商品期限结构呈现原油维持高位现货升水、沪铜曲线全线下移且挤仓降温的特征。**原油方面，近月价格高位震荡，月差保持强升水，远期曲线全线上移且维持Backwardation陡峭形态，地缘与现货紧平衡溢价仍存；沪铜方面，价格自高位明显回落，期限曲线全线下移并平缓整固，月差收窄反映现货端极端挤仓压力有所缓解。

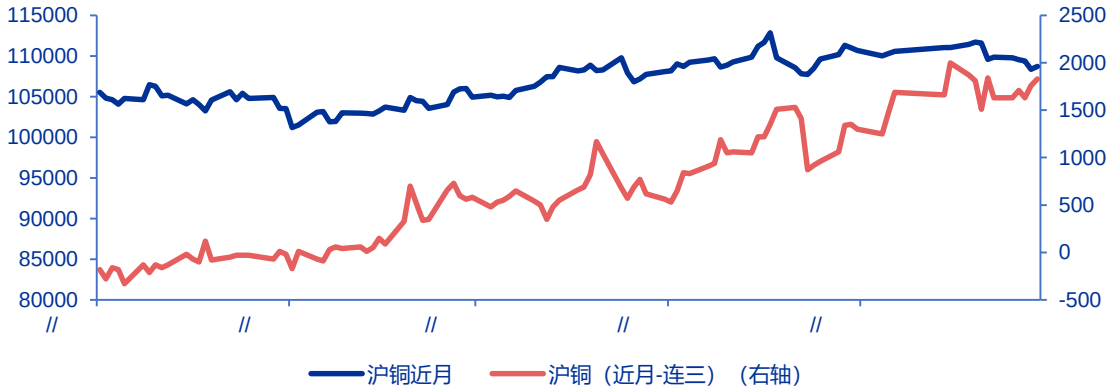
原油期限结构（美元/桶）



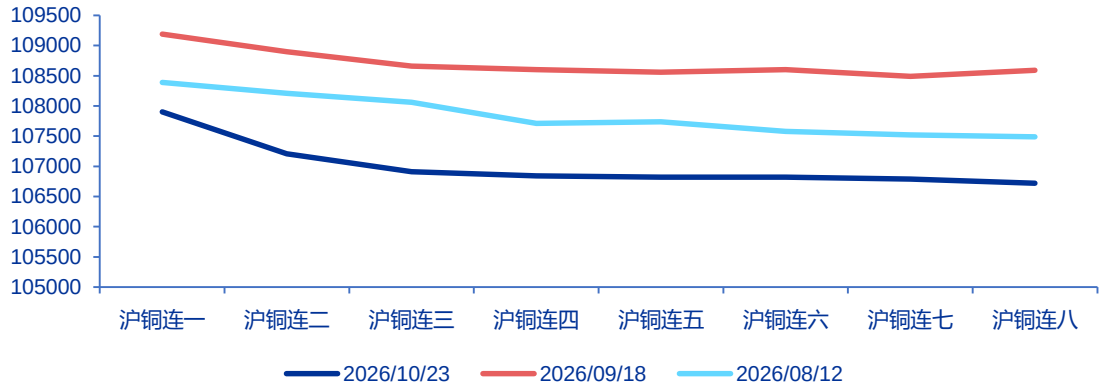
原油期限结构（美元/桶）



沪铜期限结构（元/吨）



沪铜期限结构（元/吨）



Remove Demo Watermark from http://www.wanshuinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

主要内容

1. 每周热点聚焦：如何看待10月以来法国债券与全球债券的分化?
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流入
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP处于相对高位
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购小幅下行，A股隐含波动率抬升
5. **全球经济数据：美国经济扩张放缓，中国生产消费边际改善**
6. 风险提示

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

美国经济：制造业扩张速度放缓，服务业景气回落，房地产持续承压

			2026-09-30	2026-08-31	2026-07-31	2026-06-30	2026-05-31	线性图
经济指标	经济景气度	实际GDP折年同比/%				2.2		
		实际GDP折年季调环比/%				2.2		
		制造业PMI/%	54.5	54.6	55.6	53.3	54.0	
		非制造业PMI/%	54.9	55.4	54.1	54.0	54.5	
		密歇根消费者信心指数	48.1	51.7	55.2	49.5	44.8	
	通胀	CPI同比/%		3.4	3.4	3.5	4.2	
		核心CPI同比/%		2.4	2.5	2.6	2.9	
		PCE同比/%		3.4	3.4	3.5	3.8	
		核心PCE同比/%		3.0	3.0	3.0	3.2	
		PPI同比/%		5.4	4.8	5.6	5.9	
		核心PPI同比/%		4.6	4.3	4.8	4.5	
		1年通胀预期/%	4.6	4.0	4.2	4.6	4.8	
		5年通胀预期/%	3.2	3.3	3.3	3.3	3.9	
供给	生产	制造业工业生产指数同比/%		1.0	1.4	1.7	1.8	
		工业产能利用率/%		76.3	76.3	76.2	76.2	
		PMI——工业产出指数/%	56.7	58.3	58.5	52.2	54.3	
	劳动力市场	新增非农就业人数/千人	29.0	133.0	-10.0	31.0	63.0	
		失业率/%	4.2	4.1	4.1	4.2	4.3	
		平均时薪环比/%	0.13	0.32	0.13	0.27	0.21	
	库存	美国:库存总额:季调环比/%				0.1	0.4	
需求	消费	个人实际可支配收入同比/%				1.5	1.2	
		个人实际消费支出同比/%		1.0	1.4	1.7	1.8	
		零售和食品服务销售额同比/%		5.4	4.5	5.9	6.7	
		PMI——新订单指数/%	55.3	53.7	56.7	56.0	56.8	
	地产	新房销售同比/%		-2.0	-0.8	1.1	2.3	
		成屋销售同比/%		-1.2	0.7	3.8	3.7	
		新房开工同比/%	-7.4	-1.2	-8.6	4.4	-8.3	
		成屋开工同比/%		4.2	2.4	-1.8	-0.4	
信贷与杠杆		M同比/%		.	.	.	.	
		M1同比/%		6.1	5.8	5.6	5.6	

资料来源：Wind，申万宏源研究 注：红色底色代表数据边际上行，绿色底色代表数据边际下行

Remove Demo Watermark from http://www.wanshuinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

中国经济：三季度经济增速回升，生产消费改善，房地产投资仍承压

		2026-09-30	2026-08-31	2026-07-31	2026-06-30	2026-05-31	线性图
经济和通胀景气度指标	实际GDP当季同比/%	4.5			4.3		
	GDP季调环比/%	1.2			0.9		
	工业增加值增速/%	5.5	5.2	4.5	5.3	4.5	
	制造业PMI/%	50.1	49.8	49.2	50.3	50	
	服务业PMI/%	50.2	49.3	49.3	50.4	50.3	
	CPI同比/%	0.9	0.8	0.5	1	1.2	
	核心CPI同比/%	1	1	0.9	1	1.1	
	PPI同比/%	5.0	3.8	3.5	4.1	3.9	
消费	社会消费品零售总额增速（%，当期）	1.1	0.4	0.6	1	-0.6	
	PMI——新订单指数/%	50.5	50.6	48.5	51.2	49.9	
	房地产销售面积增速/%	-13.2	-12.1	-11.8	-11.6	-10.8	
	房地产新开工面积增速/%	-24.9	-24.8	-24	-23.4	-22.6	
投资	固定资产投资增速/%	-7.2	-7.2	-6.7	-5.7	-4.1	
	制造业投资增速/%	-2.1	-2.3	-1.7	-1.2	-0.4	
	基建投资增速/%	-4.2	-5.4	-4.1	-2.4	0.8	
	房地产投资增速/%	-20.6	-21.5	-20.4	-18	-15.9	
	服务业投资/%	-10.0	-9.9	-9.5	-8.4	-6.8	
出口	出口同比/%		25.0	23.9	26.9	19.2	
	进口同比/%		28.2	27.5	35.8	27.4	
信贷与杠杆	M2/%		7.5	7.7	8	8.6	
	M1/%		4.1	4	4	5.5	
	社会融资存量同比/%		7.2	7.4	7.4	7.7	
	新增人民币贷款/亿元		600	-3400	16100	5200	
	新增中长期人民币贷款/亿元		2378	-3502	7184	-771	
利润	工业企业利润同比/%		.	.	.	.	

Remove Demo Watermark from http://www.wanshuinfo.com/pdfmaster/

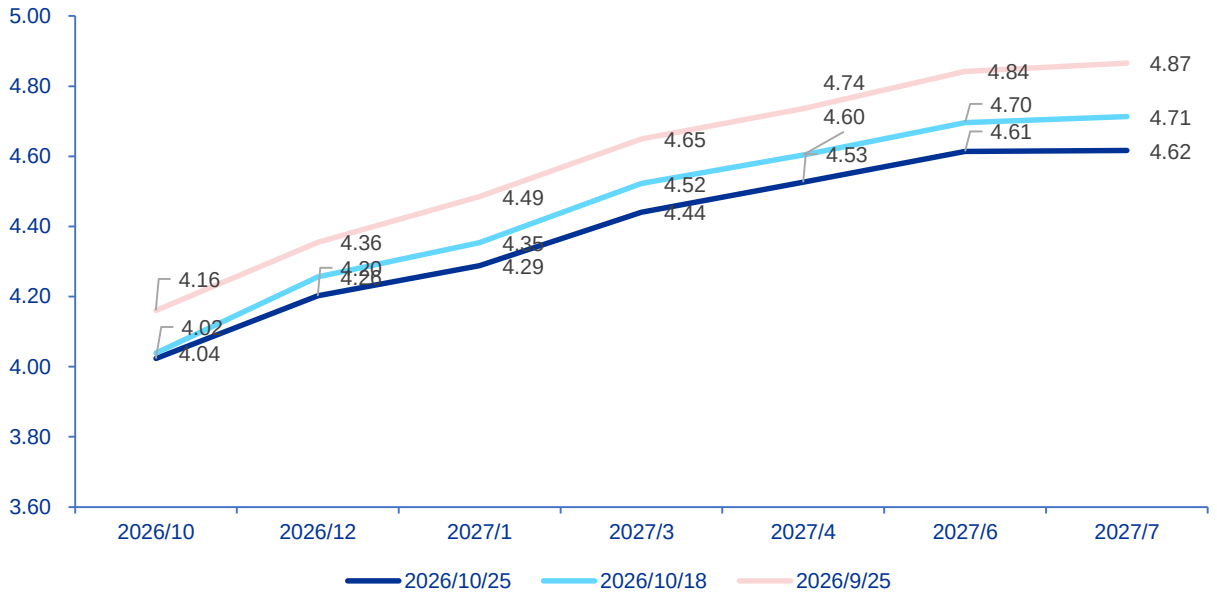
仅供内部参考，请勿外传

美联储加息预期：远期利率曲线全线下移，10月按兵不动概率升破九成

- **美联储远期加权利率曲线全线下移，紧缩预期全面缓和；10月议息会议按兵不动概率跃升至90.6%（加息25bp概率降至9.4%）；市场对12月加息的博弈动能边际降温，维持现状概率回升至25.8%。**

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2026/10/28	0.0%	90.6%	9.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/12/9	0.0%	25.8%	67.5%	6.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	16.9%	53.1%	27.7%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	6.6%	31.1%	43.2%	17.7%	1.4%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	4.5%	23.2%	39.3%	25.9%	6.7%	0.5%	0.0%
2027/6/9	0.0%	2.7%	15.9%	33.0%	31.1%	14.1%	2.9%	0.2%
2027/7/28	0.0%	2.7%	15.8%	32.8%	31.1%	14.3%	3.0%	0.2%
2027/9/15	0.0%	2.1%	13.1%	29.3%	31.5%	17.8%	5.4%	0.8%
2027/10/27	0.0%	2.1%	12.9%	29.1%	31.5%	18.0%	5.5%	0.8%
2027/12/8	0.1%	2.7%	13.8%	29.2%	30.7%	17.3%	5.3%	0.8%

CME FED WATCH美联储加权预期利率水平，%



Remove Demo Watermark from http://www.wanheinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

本周重要经济指标：美联储议息与三季度GDP，关注中国10月官方PMI

日期	时间	国家/地区	指标名称
2026/10/27	9:30	中国	9月工业企业利润:累计同比(%)
2026/10/29	2:00	美国	联邦基金目标利率(%)
	20:30	美国	10月17日续请失业金人数:季调(人)
	20:30	美国	10月24日初请失业金人数:季调(人)
	20:30	美国	第三季度实际GDP:季调:环比折年率(初值)(%)
	20:30	美国	第三季度核心PCE价格指数:季调(初值)(2017年=100)
	20:30	美国	第三季度核心PCE价格指数:季调:环比折年率(初值)(%)
	20:30	美国	第三季度实际个人消费支出:季调:环比折年率(初值)(%)
	20:30	美国	9月个人消费支出:季调(十亿美元)
	20:30	美国	9月核心PCE物价指数:环比(%)
	20:30	美国	9月PCE物价指数:同比(%)
	20:30	美国	9月PCE物价指数:环比(%)
	20:30	美国	9月核心PCE物价指数:同比(%)
	20:30	美国	9月个人支出:季调:折年数(十亿美元)
	20:30	美国	9月个人收入:季调:折年数(十亿美元)
	20:30	美国	9月实际个人消费支出:季调(十亿美元)
	23:30	美国	10月24日周度经济指数
2026/10/30	17:00	中国	9月服务贸易差额:当月值(亿美元)
	21:45	美国	10月芝加哥PMI
// :	9:30	中国	10月官方非制造业PMI:商务活动(%)
		中国	月官方制造业PMI(%)
	9:30	中国	10月官方综合PMI:产出指数(%)

Remove Demo Watermark from http://www.wanesinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

- **法国财政整顿与政治进程不及预期。**若2027年预算表决受阻、财政赤字难以收敛，或政治局势进一步动荡，可能削弱市场对法国财政可持续性的信心，推动法债收益率及法德利差超预期上行。
- **主权评级调整及欧洲金融风险传染超预期。**若法国信用评级进一步下调，或主权风险持续推升银行融资成本，引发跨境资金撤离与欧洲其他国家国债利差走扩，可能加大欧债市场波动及系统性金融风险。
- **能源通胀及全球利率环境变化超预期。**若地缘冲突推升油气价格、通胀黏性超预期，主要央行货币政策宽松空间或受到约束，发达市场再融资成本可能维持高位，并加大全球股债估值调整压力。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：
以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；
增持（Outperform）：相对强于市场表现5%～20%；
中性（Neutral）：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
减持（Underperform）：相对弱于市场表现5%以下。
行业的投资评级：
以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。
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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。
本报告采用的基准指数：沪深300指数（A股）、恒生中国企业指数（H股）、纳斯达克指数（美股）

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

有信仰 敢担当
守正创新 追求卓越

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

金倩婧
jinqj@swsresearch.com

冯晓宇
fengxy2@swsresearch.com

王胜
wangsheng@swsresearch.com

林遵东
linzd@swsresearch.com

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster