下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

资产“预期差”系列

2026 年 11 月 02 日

黄金，不再避险？

相关研究
-

证券分析师
赵伟 A0230524070010
zhaowei@swsresearch.com
陈达飞 A0230524080010
chendf@swsresearch.com
李欣越 A0230524080004
lixy@swsresearch.com
赵宇 A0230524080007
zhaoyu2@swsresearch.com
王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com
联系人
李欣越 A0230524080004
lixy@swsresearch.com

10 月以来，在 ETF 未明显减持、美债利率快速回落、美元震荡的情形下，黄金依然快速走弱，与传统规律明显相悖。金价“反常”走弱背后的可能推手、后续黄金的可能演绎？供参考。

一、热点思考：黄金，不再避险？

（一）近期黄金下跌有何“异象”？美债利率回落、黄金 ETF 增持，但金价依然大跌

8 月 25 日以来，金价快速下跌，10 月 30 日跌破 3900 美元/盎司、创年内新低。本轮下跌大致可分为三个阶段：1）8 月 25 日至 9 月 29 日，黄金在美联储鹰派转向背景下不断下跌；2）9 月 30 日至 10 月 21 日，黄金横盘震荡；3）10 月 22 日以来，亚盘与美盘共振走弱，黄金加速下跌。

本轮黄金的急跌有两大“异象”：第一，10 月以来的金价大跌发生在 10 年期美债实际利率快速回落的背景下。历史回溯来看，仅 2013 年 10 月、2022 年 7 月曾出现过美债实际利率快速回落超过 25bp 的同时黄金跌超 5%。彼时，黄金 ETF 的快速抛售是金价下跌的重要驱动。

第二，全球黄金 ETF 并未减持，但黄金却出现大跌。历史回溯来看，仅 2015 年 3 月、2022 年 5 月曾出现过黄金跌超 8%且同期黄金 ETF 在增持的现象；美元指数大涨是这两轮金价下跌的共性驱动。**金价大跌、美债利率回落、黄金 ETF 增持仅在本轮中同时发生，而同期美元却仅在震荡。**

（二）“反常”走弱背后的可能推手？权益大跌的“外溢效应”，与美元信用“重振”的预期

第一，权益市场大跌的“外溢效应”或是 10 月下旬以来黄金走弱的重要驱动；这首先体现在“波动溢出”与情绪冲击维度。4 月以来，黄金与美股的相关性持续处于高位，高于美债、美元、布油等。年内，纳指共出现过 11 次 2%以上的单日大跌，而其中 8 次、金价当日跌幅均超过 1.7%。

其次，权益资产通过“流动性冲击”的外溢对金价的下跌或也有一定影响。在权益市场大跌导致部分机构面临流动性冲击时，或有投资者通过黄金抵押租赁或抛售变现等方式换取流动性。10 月 22 日以来，3 个月黄金租赁利率正快速下降了 45bp、SOFR-IORB 也上行了 4bp。

第二，经济韧性、美联储独立性重塑以及近期不断升温的“美国财政整顿”预期，或在一定程度上重振美元信用，对黄金构成一定压力。9 月以来，民主党赢得参议院概率与黄金负相关性高达 0.81、与美元相关性高达 0.88，或在一定程度上佐证了“美元信用”的叙事。

（三）向后看，黄金何时“企稳”？短期压制力量或边际缓和，中期或仍待加息加速等风险出清

短期来看，随着中期选举、美股三季报、财政再融资会议等陆续落地，前期对黄金形成压制的因素或边际缓和。1）民调易高估民主党胜率，“财政整顿”的实施也阻碍重重。2）中选落地叠加美股三季报行情结束，市场波动率或趋于回落。3) TBAC 会议或再度引发市场对长端美债的担忧。

但中期而言，加息路径的不确定性、股金高度正相关带来的潜在风险依然存在。1）通胀粘性、经济韧性下，中期多次加息的风险对黄金或有压制。2）当前，股金滚动一年相关性已创近 10 年新高：高相关性或导致权益的波动外溢至黄金，也易影响黄金在组合中的对冲价值。

当下，从情绪面、交易面等来看，黄金所处环境已与今年 7 月相仿，但支撑的力量或相对弱于彼时。1）当前 RSI 再度跌破 30、3 个月隐含波动率创年内新低、非商业持仓净多头的历史分位数逼近 7 月低点。2)但中国黄金 ETF 持仓较 7 月 13 日增加了 13.4%、欧美 ETF 持仓也增加了 2.5%。

二、大类资产&海外事件&数据：黄金破位下跌，美债净发行上升

海外再现“股债跷跷板”，黄金破位下跌。当周，标普 500 下跌 0.6%；10Y 美债收益率下行 6.00bp；美元指数上涨至 101.97，美元兑离岸人民币贬值至 6.6533；布油价格上涨 0.8%至 117.64 美元/桶，COMEX 金价格下跌 2.8%，COMEX 银价格下跌 8.9%。

美债净发行上升，霍尔木兹海峡石油运输量下降。截至 10 月 28 日，美债 15 日滚动净发行升至 150.7 亿美元，高于去年同期。截至 10 月 28 日，美国日历年累计赤字规模 1.6 万亿美元，高于去年同期。10 月 29 日，霍尔木兹海峡石油运输量 7 日均值估计为 998 万桶/日，较前周下降。

美联储、欧央行、日央行 10 月例会均按兵不动，美国三季度 GDP 超预期强劲。10 月美联储例会按兵不动，但沃什暗示加息进程未完待续；欧央行表示需观察更多数据；日央行表示潜在通胀已基本触及 2%目标；美国三季度实际 GDP 增速 3.4%，居民消费、AI 投资是主要驱动力。

风险提示：美国金融条件收紧；地缘政治冲突升级；美联储超预期转“鹰”

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

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、热点思考：黄金，不再避险？ 7

（一）近期黄金下跌有何“异象”？美债利率回落、黄金 ETF 增持，但金价依然大跌 7
（二）“反常”走弱背后的可能推手？权益大跌的“外溢效应”，与美元信用“重振”的预期 10
（三）向后看，黄金何时“企稳”？短期压制力量或边际缓和，中期或仍待加息加速等风险出清 12

二、大类资产&海外事件&数据： 14

（一）大类资产：海外再现“股债跷跷板”，黄金破位下跌 14
（二）美债：TGA 规模上升，美债净发行上升 19
（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平 20
（四）中期选举：特朗普净支持率-23% 21
（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡石油运输量回落 22
（六）关税：美国 8 月进口商品平均关税税率 6.87% 23
（七）海外货币政策：美联储 10 月如期按兵不动 24
（八）日央行：潜在通胀已基本触及 2%目标 27
（九）欧央行：“观察式”暂停 27
（十）GDP：美国三季度 GDP 数据超预期强劲 28
（十一）成品油：柴油裂解价差走弱 30
（十二）高频：失业金初申领人数低于市场预期 31

三、全球宏观日历：关注美国 10 月非农就业 33

风险提示 33

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

图表目录

图表 1：2026 年 8 月以来的金价走势 7
图表 2：黄金涨跌幅的分时段拆解 7
图表 3：8 月 25 日以来黄金的 5 阶段下跌 7
图表 4：历史上利率下行而金价大跌的阶段只有 3 次 8
图表 5：10 月以来，美债利率快速回落、金价大跌 8
图表 6：2013 年 10 月前后的金价表现 8
图表 7：2022 年 7 月前后的金价表现 8
图表 8：历史上 ETF 增持而金价大跌的阶段只有 3 次 9
图表 9：三轮急跌中金价与 ETF 持仓的变化幅度 9
图表 10：2015 年一季度前后的金价表现 9
图表 11：2022 年 3 月至 5 月前后的金价表现 9
图表 12：年初以来，黄金与主要资产的动态相关性 10
图表 13：纳指大跌时，黄金多数跟跌 10
图表 14：黄金并不能对冲 VIX 飙升之类的市场冲击 10
图表 15：黄金相对来说更能规避衰退等风险 10
图表 16：美股保证金市值占比不断上升 11
图表 17：10 月下旬以来，黄金租赁利率快速回落 11
图表 18：中期选举不同结果对应的赤字率变化 11
图表 19：民主党参议院胜率与金价的表现 11
图表 20：民主党参议院胜率与美元的表现 11
图表 21：民主党参议院胜率与金价、美元的相关性 11
图表 22：主要战场州的民调优势与历史民调高估程度 12
图表 23：中选落地后，VIX 多趋于回落 12
图表 24：民主党也有较强的扩财政倾向 12
图表 25：高法定支出占比或意味着财政压降空间不大 12
图表 26：加息对黄金价格的潜在影响 13
图表 27：股、债、金滚动一年相关系数 13
图表 28：美国股、债、金有效前沿 13
图表 ： 黄金的 RSI 与 个月隐含波动率 .....

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

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 30：黄金非商业持仓净多头的历史分位 14
图表 31：中国与欧美黄金 ETF 持仓均显著高于 7 月 14
图表 32：年内黄金在亚盘时段涨幅仍有 14% 14
图表 33：当周，发达市场股指多数上涨 15
图表 34：当周，新兴市场股指多数下跌 15
图表 35：当周，美国标普 500 行业多数上涨 15
图表 36：当周，欧元区行业悉数上涨 15
图表 37：当周，恒生指数多数上涨 15
图表 38：当周，行业方面多数上涨 15
图表 39：当周，发达国家 10Y 国债收益率多数下行 16
图表 40：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势 16
图表 41：当周，新兴市场 10Y 国债收益率涨跌互现 16
图表 42：当周，巴西、土耳其 10Y 收益率走势 16
图表 43：美元指数上涨，其他货币兑美元涨跌互现 17
图表 44：当周，欧元兑美元走势 17
图表 45：当周，主要新兴市场兑美元悉数贬值 17
图表 46：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势 17
图表 47：当周，美元兑在岸人民币贬值至 6.6557 17
图表 48：当周，美元兑离岸人民币贬值至 6.6533 17
图表 49：当周，大宗商品价格多数下跌 18
图表 50：当周，WTI 原油、布伦特原油价格上涨 18
图表 51：当周，焦煤、螺纹钢价格下跌 18
图表 52：当周，LME 铜、LME 铝价格涨跌互现 19
图表 53：当周，通胀预期持平于 2.34% 19
图表 54：当周，COMEX 金、COMEX 银价格下跌 19
图表 55：当周，10Y 美债实际收益率下行至 2.60% 19
图表 56：美国 TGA 规模上升 19
图表 57：美债净发行规模本周上升 19
图表 58：美国长期国债总发行规模 20
图表 59：美债净发行季节性表现 20
图表 ： 美国 财政赤字高于去年同期水平 .....

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

图表 61：今年财政支出高于去年同期水平.....20
图表 62：美国 2026 年财政收入高于去年同期.....21
图表 63：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期.....21
图表 64：特朗普总统职位支持率.....21
图表 65：国会支持率.....21
图表 66：特朗普总统的净支持率.....22
图表 67：polymarket 参议院概率.....22
图表 68：民主党、共和党众议院预测席位走势.....22
图表 69：民主党、共和党参议院预测席位走势.....22
图表 70：霍尔木兹海峡石油运输量.....23
图表 71：曼德海峡油轮过境数量.....23
图表 72：美国对各国/各地区关税税率.....24
图表 73：本周美联储年底利率不变概率上升.....25
图表 74：市场预期欧央行在 12 月加息（10 月 31 日）.....25
图表 75：市场预期美联储 2026 年 12 月加息（BP，截止 10 月 31 日）.....25
图表 76：联储官员倾向（截止 10 月 31 日）.....25
图表 77：本周美联储官员发言.....26
图表 78：本周欧央行官员发言.....26
图表 79：美联储点阵图及市场预期（截止 10 月 31 日）.....26
图表 80：日央行小幅上修未来两年通胀预测.....27
图表 81：日央行宣布潜在通胀已基本触及目标.....27
图表 82：日本核心通胀有抬头迹象.....27
图表 83：市场预期未来一年日央行将累计加息 2.8 次.....27
图表 84：欧央行 10 月例会重点.....28
图表 85：市场预期欧央行未来一年还需加息 2.5 次.....28
图表 86：欧元区 HICP 同比上行.....28
图表 87：欧元区花旗经济意外指数大幅回落.....28
图表 88：美国三季度实际 GDP 增速 3.4%.....29
图表 89：美国居民消费环比动能维持强劲.....29
图表 90：私人投资主要由设备投资、库存驱动.....29
图表：美国设备投资环比升温.....

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

图表 92：三季度由去库转为补库 30
图表 93：美国 AI 投资对经济拉动提升 30
图表 94：进口对美国经济拖累扩大 30
图表 95：政府消费对经济拉动提升 30
图表 96：美国成品油裂解价及 WTI 油价 30
图表 97：当周，美国柴油库存回升 30
图表 98：柴油及其他成品油对批发价贡献 31
图表 99：美国成品油价格指数和能源 CPI 31
图表 100：当周初申领失业金人数（非季调） 31
图表 101：当周持续申领失业金人数（非季调） 31
图表 102：周度职位空缺数回落 32
图表 103：美国州层面的失业压力不大 32
图表 104：美国红皮书零售指数回升 32
图表 105：美国经济增速高频指标回升 32
图表 106：全球主要宏观经济数据日历 33

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

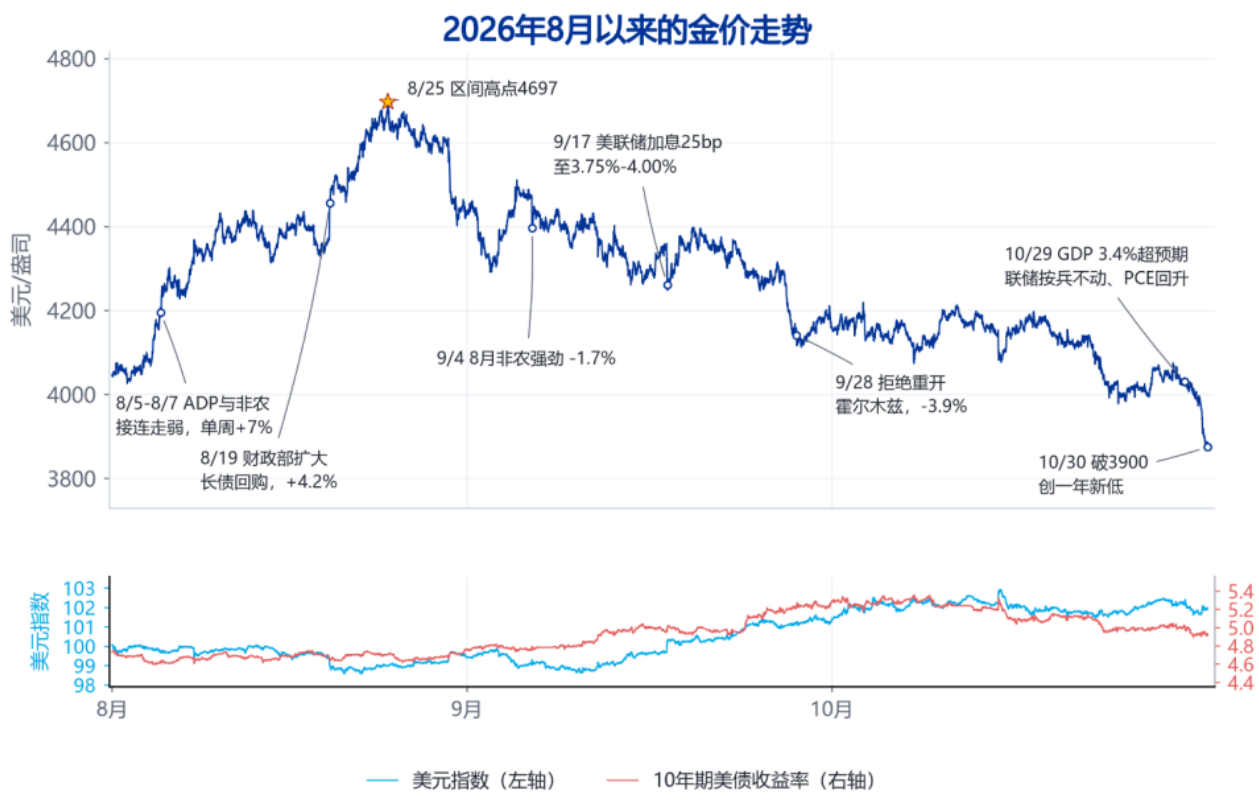
10 月以来，在 ETF 未明显减持、美债利率快速回落、美元震荡的情形下，黄金依然快速走弱，与传统规律明显相悖。金价“反常”走弱的背后推手、后续的可能演绎？

一、热点思考：黄金，不再避险？

（一）近期黄金下跌有何“异象”？美债利率回落、黄金 ETF 增持，但金价依然大跌

8 月 25 日以来，黄金价格快速下跌，10 月 30 日跌破 3900 美元/盎司、创年内新低。本轮的下跌大致可分为三个阶段：1）8 月 25 日至 9 月 29 日，黄金在美联储鹰派转向、地缘风险再度升温背景下不断下跌，欧美时间段跌幅明显更深；2）9 月 30 日至 10 月 21 日，黄金横盘震荡；3）10 月 22 日以来，亚盘与美盘共振走弱，黄金加速下跌、快速走弱 6.2%。

图表 1：2026 年 8 月以来的金价走势

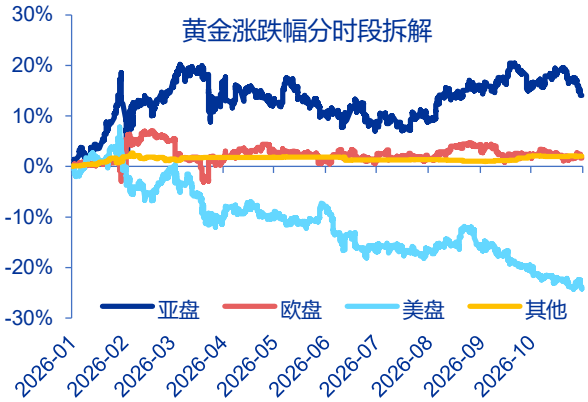


资料来源：彭博，申万宏源研究

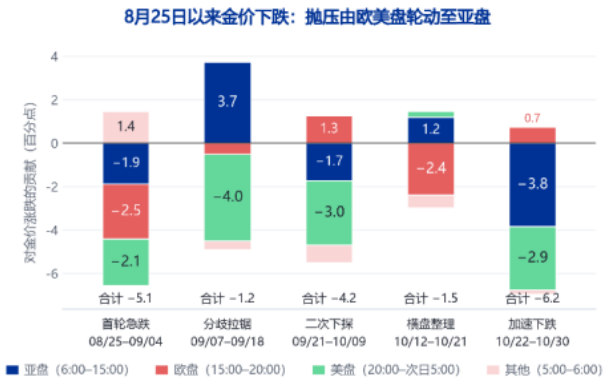
图表 2：黄金涨跌幅的分时段拆解

图表 3：8 月 25 日以来黄金的 5 阶段下跌

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



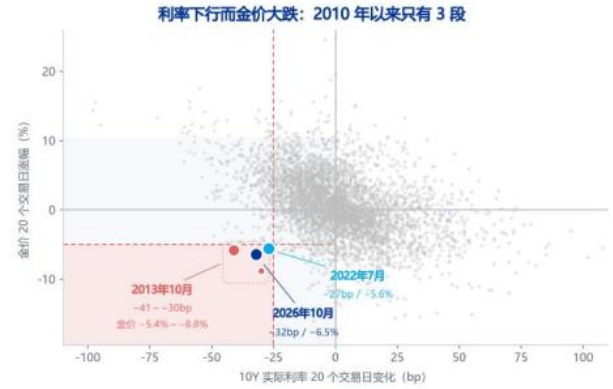
资料来源：彭博，申万宏源研究



资料来源：彭博，申万宏源研究

本轮黄金的急跌有两大“异象”：第一，10 月以来的金价大跌发生在 10 年期美债实际利率快速回落的背景下。历史回溯来看，仅 2013 年 10 月、2022 年 7 月曾出现过美债实际利率快速回落超过 25bp 的同时黄金跌超 5%。1）2013 年 10 月，10Y 美债实际利率回落 41bp、美元跌 2.5%，均利多金价；但彼时市场交易的核心是 9 月 QE 并未缩量的“利多兑现”，这也引发了 ETF 的快速赎回，金价也随之下跌。2）2022 年 7 月，衰退担忧一度引发美债利率回落，但欧洲更弱的预期下美元大幅走强近 3%、美债实际利率下行的利多被美元对冲。

图表 4：历史上利率下行而金价大跌的阶段只有 3 次



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 5：10 月以来，美债利率快速回落、金价大跌



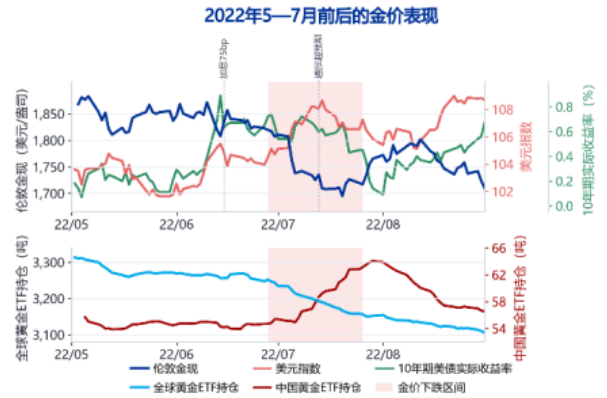
资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 6：2013 年 10 月前后的金价表现



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 7：2022 年 7 月前后的金价表现



资料来源：彭博，申万宏源研究

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

下载日志已记录，仅供内部参考

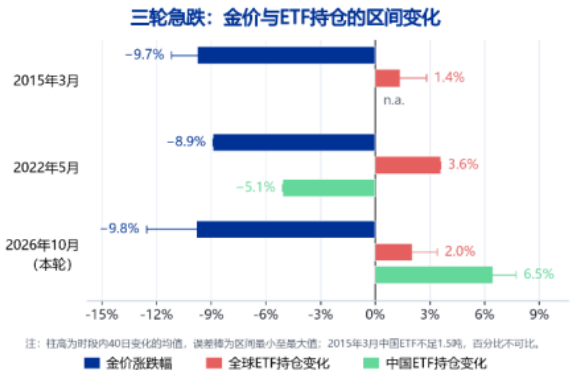
第二，全球黄金 ETF 并未减持，但黄金却出现大跌。历史回溯来看，仅 2015 年 3 月、2022 年 5 月曾出现过黄金跌超 8%且同期黄金 ETF 在增持的现象。1）2015 年一季度金价大跌主要推手是美元，比如欧央行 QE 落地，美元指数两个月急升 5.9%、自 2003 年以来首次破 100；强劲的美元导致黄金被动承压。2）2022 年 3 月-5 月金价大跌 8.9%，在俄乌冲突的避险催化下全球 ETF 仍在持续买入黄金，但随后美联储转鹰，美债实际利率的大幅上行与美元的显著走强对黄金构成双重压制。

图表 8：历史上 ETF 增持而金价大跌的阶段只有 3 次



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 9：三轮急跌中金价与 ETF 持仓的变化幅度



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 10：2015 年一季度前后的金价表现



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 11：2022 年 3 月至 5 月前后的金价表现



资料来源：彭博，申万宏源研究

综合来看，历史上金价大跌、美债利率回落、黄金 ETF 增持仅在本轮中同时发生；而同期美元仅在震荡、也未对金价形成明显压制。

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

（二）“反常”走弱背后的可能推手？权益大跌的“外溢效应”，与美元信用“重振”的预期

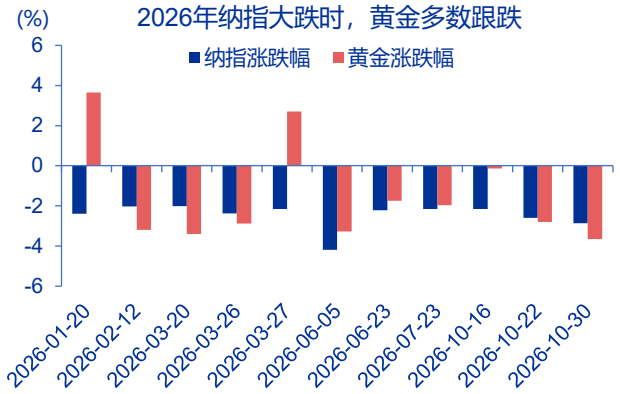
第一，权益市场大跌的“外溢效应”或是 10 月下旬以来黄金走弱的重要驱动；这首先体现在“波动溢出”与情绪冲击维度。2026 年 4 月以来，黄金与美股的相关性持续处于高位，高于美债、美元、布油等。年内，纳指共出现过 11 次 2%以上的单日大跌，而其中 8 次、金价当日跌幅均超过 1.7%。这与传统认知中黄金的“避险属性”似有一定冲突。但实际上，在 VIX 飙升阶段、金价往往下跌；美债等才是权益市场风险的对冲资产。近期股金同跌、美债大涨，或正是“高相关度下权益市场波动外溢至黄金，市场从股金等资产切换向美债避险”的结果。

图表 12：年初以来，黄金与主要资产的动态相关性



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 13：纳指大跌时，黄金多数跟跌



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 14：黄金并不能对冲 VIX 飙升之类的市场冲击



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 15：黄金相对来说更能规避衰退等风险



资料来源：彭博，申万宏源研究

其次，权益资产通过“流动性冲击”的外溢对金价的下跌或也有一定影响。2025 年以来，美股保证金交易占比不断上升，在权益市场大跌导致部分机构面临流动性冲击的背景下，或有投资者通过黄金抵押租赁或直接抛售变现等方式换取流动性。这一行为会导致黄金租赁利率显著走低、同时伴随着货币市场流动性的边际收紧；而 10 月 日以来，个月黄金租赁利率正快速下降了 bp、SOFR-IORB 也上行了 bp。

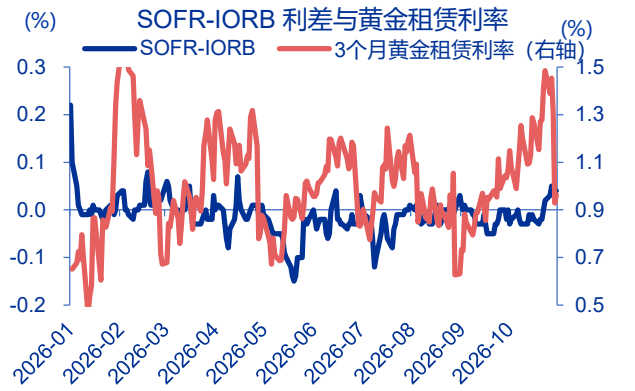
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表 16：美股保证金市值占比不断上升



资料来源：彭博，申万宏源研究

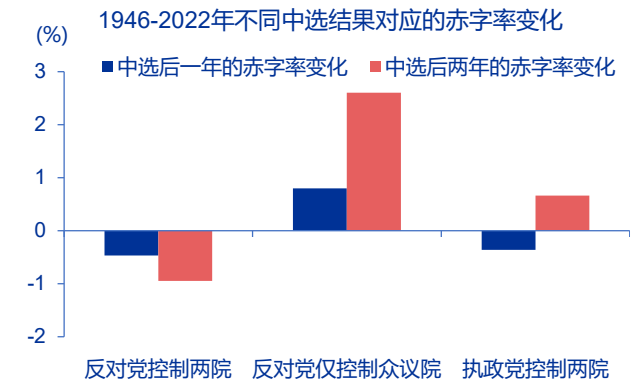
图表 17：10 月下旬以来，黄金租赁利率快速回落



资料来源：彭博，申万宏源研究

第二，经济韧性、美联储独立性重塑以及近期不断升温的“美国财政整顿”预期，或在一定程度上重振美元信用，对黄金构成一定压力。8 月以来，沃什的表态与加息的举措或在一定程度上捍卫了市场此前一度产生过怀疑的“美联储独立性”；美国经济的韧性也在一定程度上缓和了市场对美元的担忧。此外，9 月以来，随着市场对中期选举关注度的升温、民主党赢得参议院的预期走高，部分投资者也开始聚焦于民主党横扫两院后可能的“财政整顿”；9 月以来，民主党赢得参议院概率与黄金负相关性高达 0.81、与美元相关性高达 0.88，或在一定程度上佐证了“美元信用”的叙事。

图表 18：中期选举不同结果对应的赤字率变化



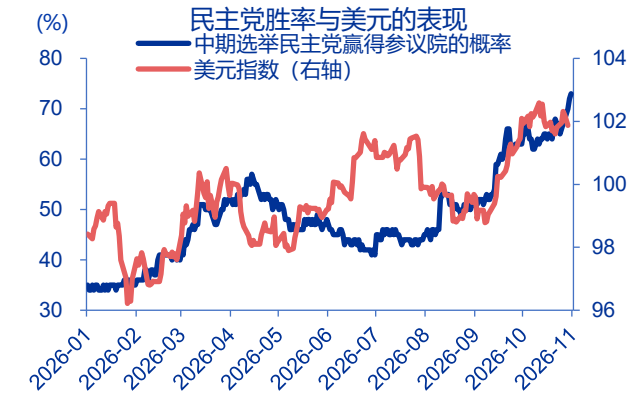
资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 19：民主党参议院胜率与金价的表现



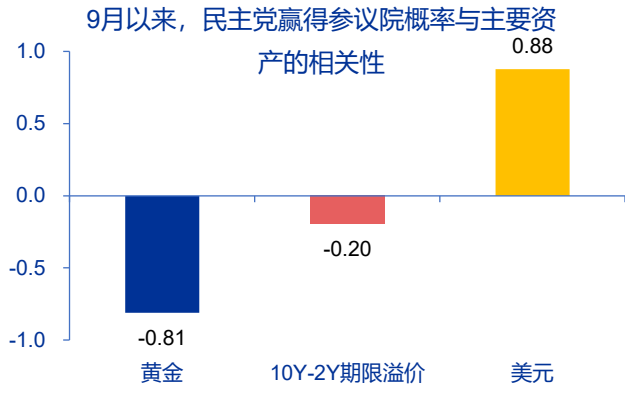
资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 20：民主党参议院胜率与美元的表现



来源　　：彭博，申万宏源研究

图表 21：民主党参议院胜率与金价、美元的相关性



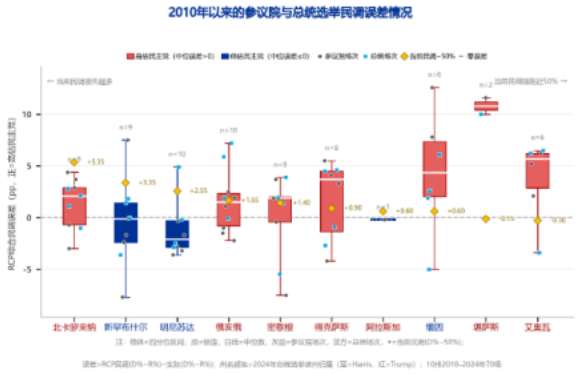
资料来源：彭博，申万宏源研究

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

（三）向后看，黄金何时“企稳”？短期压制力量或边际缓和，中期或仍待加息加速等风险出清

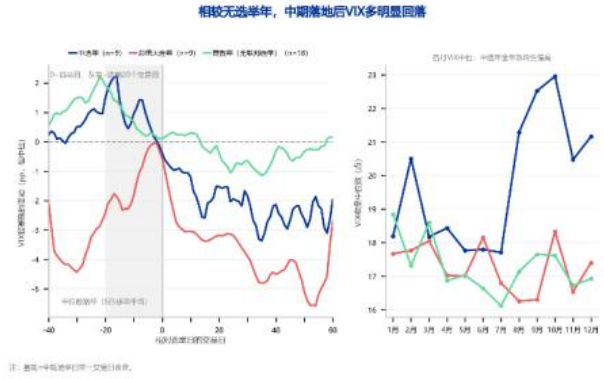
短期来看，随着中期选举、美股三季报、四季度财政再融资会议等陆续落地，前期对黄金形成压制的因素或得到边际缓和。第一，当前民调容易高估民主党胜率，即便民主党拿下两院，其宽财政倾向与难以压降的法定支出及利息支出，依然是实施“财政整顿”的重要阻碍。第二，随着中选落地，市场波动率多趋于回落，叠加美股三季报行情的结束，美股下跌对黄金的“溢出效应”或边际减弱。第三，四季度财政再融资会议有可能再度引发市场对长端美债供给与美国财政可持续性的担忧。

图表 22：主要战场州的民调优势与历史民调高估程度



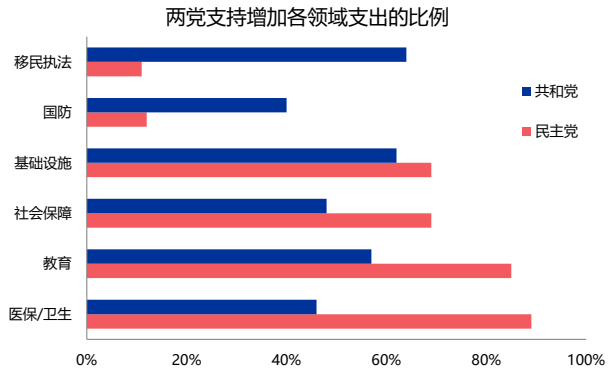
资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 23：中选落地后，VIX 多趋于回落



资料来源：彭博，申万宏源研究

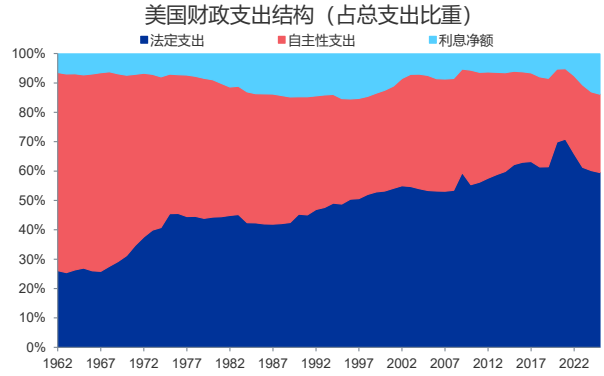
图表 24：民主党也有较强的扩财政倾向



资料来源：彭博，申万宏源研究

注：调查统计于 2025 年 7 月。

图表 25：高法定支出占比或意味着财政压降空间不大

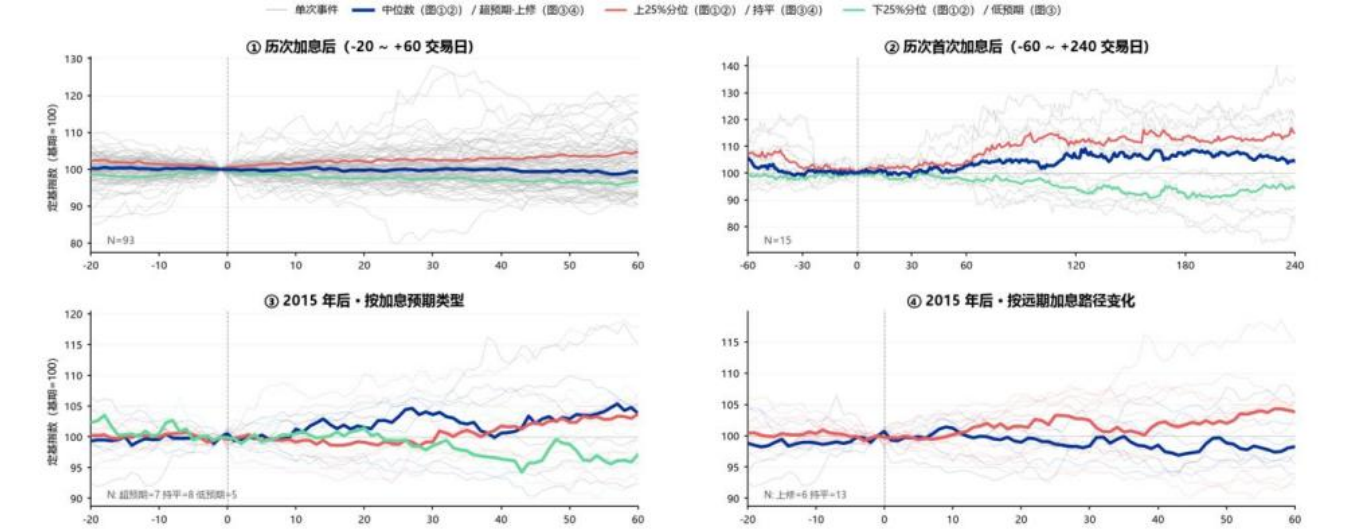


资料来源：彭博，申万宏源研究

但中期而言，加息路径的不确定性、股金高度正相关带来的潜在风险依然存在。1）相较于单次加息本身，加息会否超预期、加息路径会否持续上修对金价的中期影响更强。历史回溯来看，低预期的加息或引发市场对后续更大幅度加息的担忧、对金价反而更不友好；远期加息路径不断上修也更容易对金价造成持续性冲击。当前，通胀粘性、经济韧性下，中期多次加息的风险对黄金或有压制。2）当前，股金滚动一年相关性已创近 10 年新高：一方面，高相关性或导致权益的波动更易外溢至黄金市场；另一方面，高相关度或冲击黄金在组合中的对冲价值、导致配置力量的边际减弱。

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

图表 26：加息对黄金价格的潜在影响



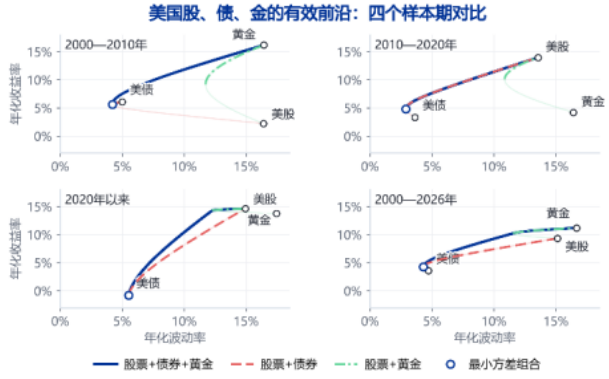
资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 27：股、债、金滚动一年相关系数



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 28：美国股、债、金有效前沿



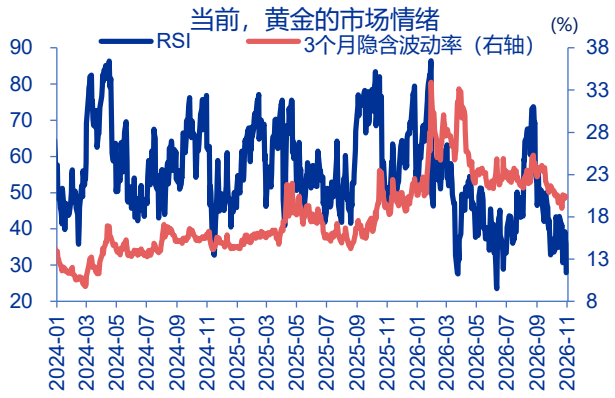
资料来源：彭博，申万宏源研究

当下，从情绪面、交易面等来看，黄金所处的环境已与今年 7 月相仿，但支撑的力量或相对弱于彼时。1）从情绪面等指标来看，当前 RSI 再度跌破 30、3 个月隐含波动率创年内新低、非商业持仓净多头的历史分位数逼近 7 月低点，当下的市场情绪已相对悲观。2）但从黄金 ETF 持仓情况来看，当前中国黄金 ETF 持仓较 7 月 13 日增加了 13.4%、欧美 ETF 持仓也增加了 2.5%，且亚盘时段黄金较 7 月超涨约 7%，这或意味着，本轮黄金的支撑力量或较 7 月时略弱。

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

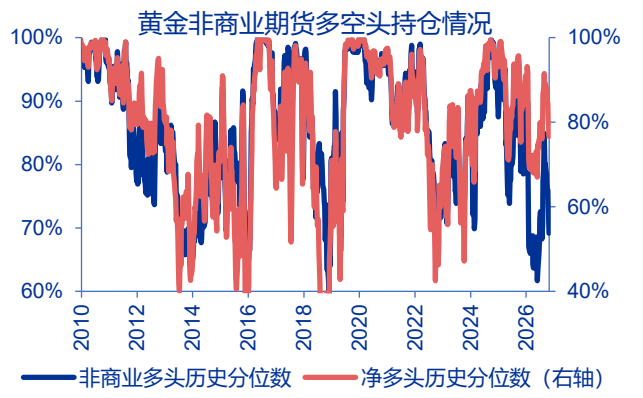
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 29：黄金的 RSI 与 3 个月隐含波动率



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 30：黄金非商业持仓净多头的历史分位



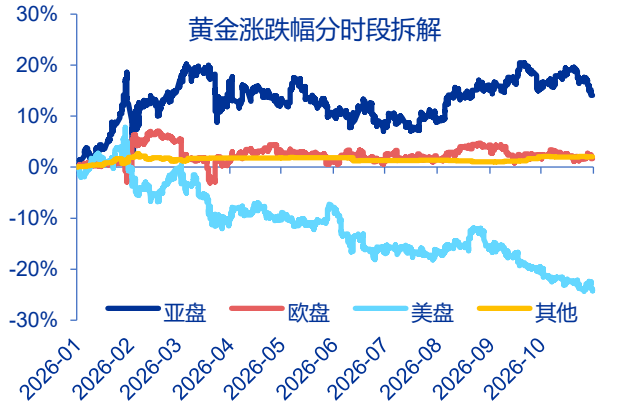
资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 31：中国与欧美黄金 ETF 持仓均显著高于 7 月



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 32：年内黄金在亚盘时段涨幅仍有 14%



资料来源：彭博，申万宏源研究

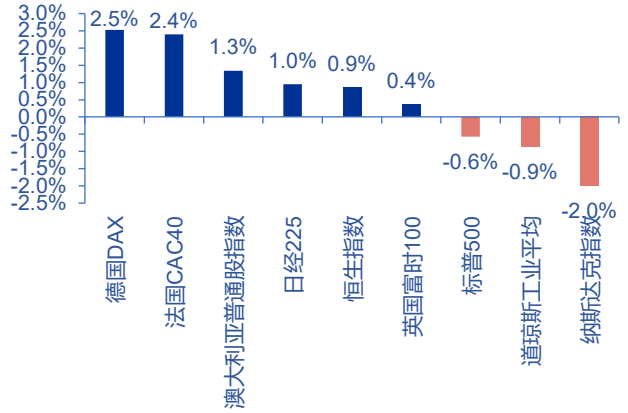
二、大类资产&海外事件&数据：

（一）大类资产：海外再现“股债跷跷板”，黄金破位下跌

当周，发达市场股指多数上涨，新兴市场股指多数下跌。发达市场股指方面，德国 DAX、法国 CAC40、澳大利亚普通股指数分别上涨 2.5%、2.4%、1.3%；新兴市场股指方面，巴西 IBOVESPA 指数、伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、开罗 CASE30 分别下跌 18.1%、3.3%、2.9%。

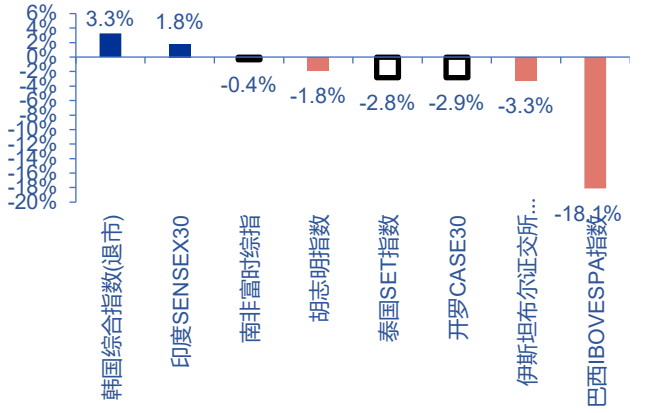
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表 33：当周，发达市场股指多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

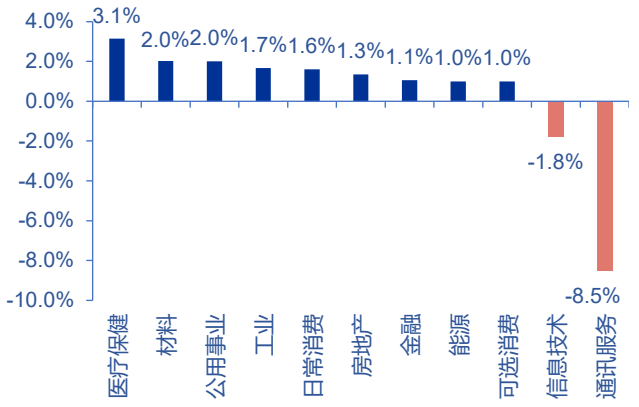
图表 34：当周，新兴市场股指多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

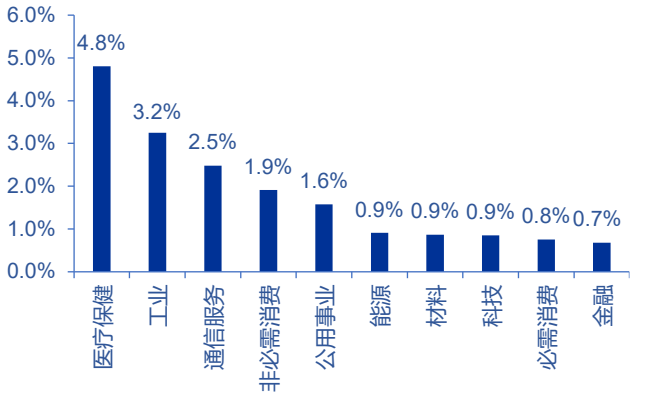
当周，美国标普 500 行业多数上涨。医疗保健、材料、公用事业分别上涨 3.1%、2.0%、2.0%；欧元区行业悉数上涨，医疗保健、工业、通信服务分别上涨 4.8%、3.2%、2.5%。

图表 35：当周，美国标普 500 行业多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

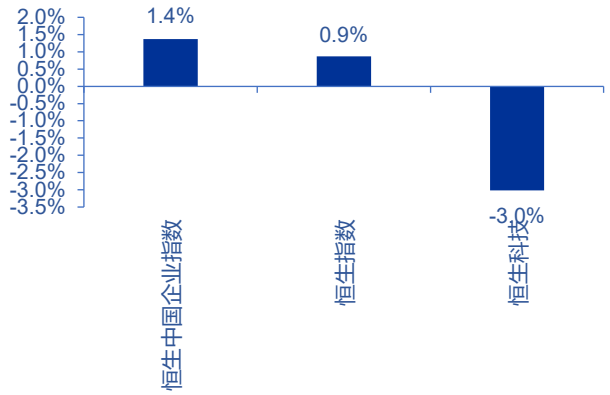
图表 36：当周，欧元区行业悉数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

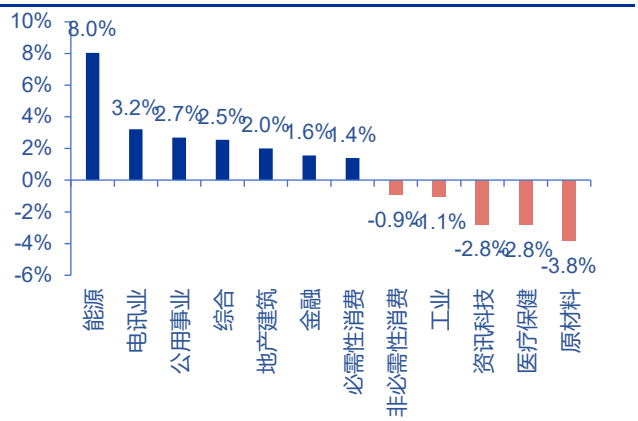
当周，恒生指数多数上涨，行业方面多数上涨。恒生中国企业指数上涨 1.4%，恒生指数上涨 0.9%，恒生科技下跌 3.0%。行业方面，原材料、资讯科技、医疗保健分别下跌 3.8%、2.8%、2.8%，能源、电讯业、公用事业分别上涨 8.0%、3.2%、2.7%。

图表 37：当周，恒生指数多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 38：当周，行业方面多数上涨

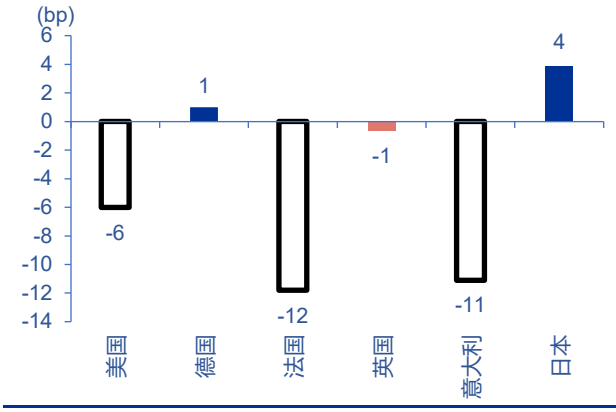


资料来源：Wind，申万宏源研究

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

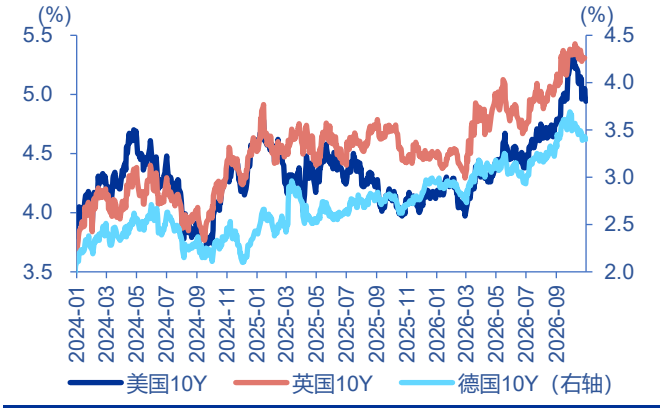
当周，发达国家 10 年期国债收益率多数下行。法国 10 年期国债收益率下行 11.80bp 至 4.91%，意大利 10 年期国债收益率下行 11.10bp 至 4.48%，美国 10 年期国债收益率下行 6.00bp 至 4.94%，日本 10 年期国债收益率上行 3.90bp 至 2.88%，德国 10 年期国债收益率上行 1.00bp 至 3.40%，英国 10 年期国债收益率下行 0.65bp 至 5.31%。

图表 39：当周，发达国家 10Y 国债收益率多数下行



资料来源：Wind，申万宏源研究

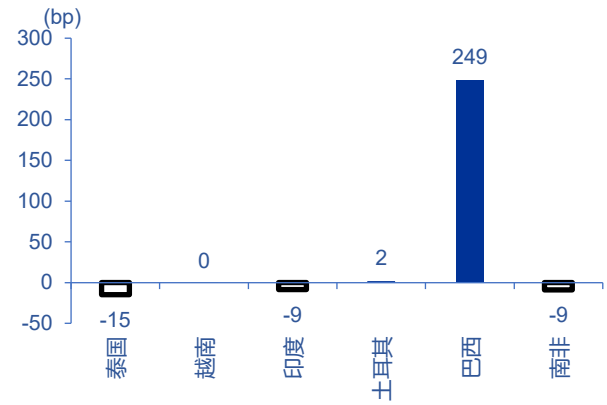
图表 40：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

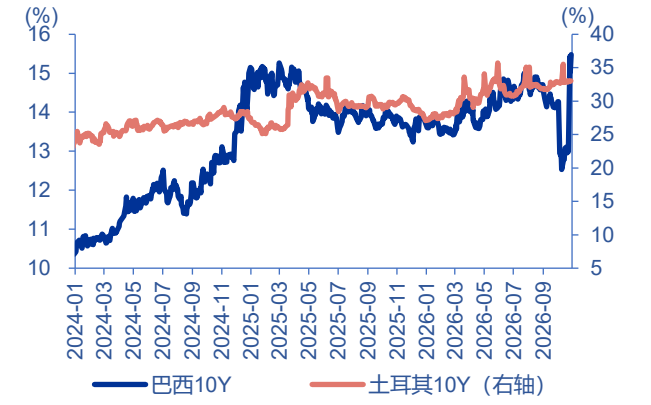
当周，新兴市场 10 年期国债收益率涨跌互现。巴西 10 年期国债收益率上行 248.50bp 至 15.48%，泰国 10 年期国债收益率下行 15.00bp 至 2.09%，南非 10 年期国债收益率下行 9.00bp 至 8.70%，印度 10 年期国债收益率下行 8.60bp 至 7.39%，土耳其 10 年期国债收益率上行 2.00bp 至 33.03%，越南 10 年期国债收益率上行 0.20bp 至 4.58%。

图表 41：当周，新兴市场 10Y 国债收益率涨跌互现



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 42：当周，巴西、土耳其 10Y 收益率走势

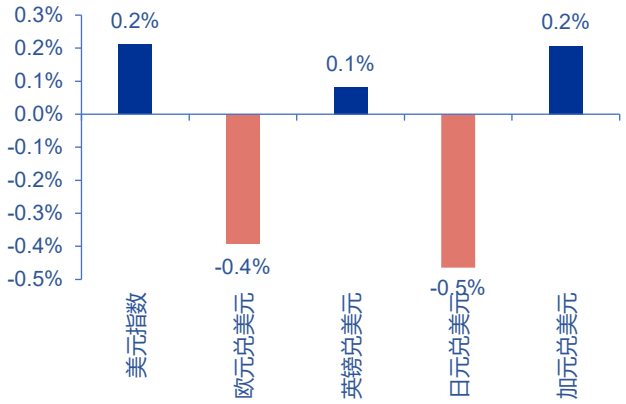


资料来源：Wind，申万宏源研究

当周，美元指数上涨，其他货币兑美元涨跌互现。美元指数上涨至 101.97，欧元兑美元贬值 0.4%，英镑兑美元升值 0.1%，日元兑美元贬值 0.5%，加元兑美元升值 0.2%。主要新兴市场货币兑美元悉数贬值，土耳其里拉兑美元贬值 0.3%，印尼卢比兑美元贬值 .% ，菲律宾比索兑美元贬值 .% ，雷亚尔兑美元贬值 .% ，韩元兑美元贬值 .% ，埃及镑兑美元贬值 1.3%，墨西哥比索兑美元贬值 0.7%。

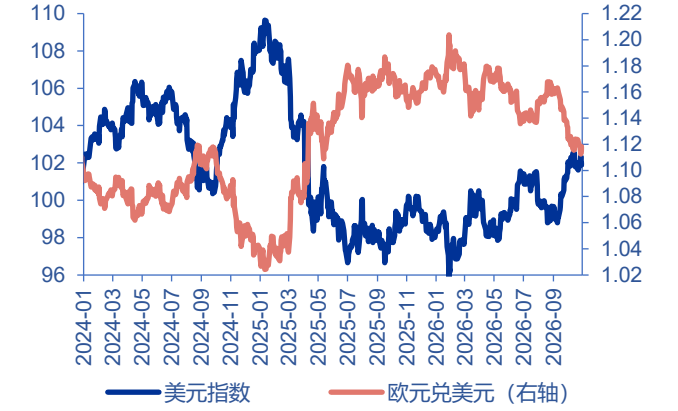
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表 43：美元指数上涨，其他货币兑美元涨跌互现



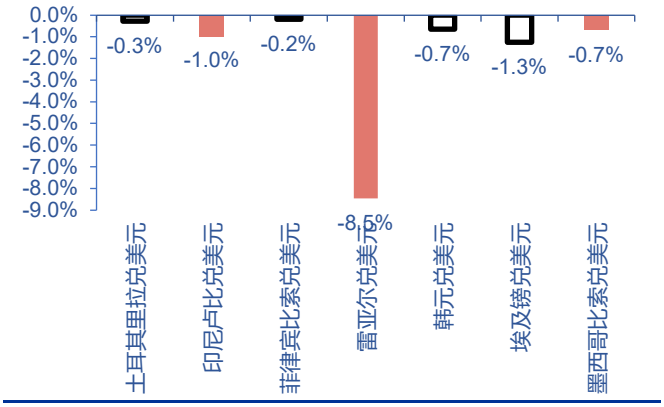
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 44：当周，欧元兑美元走势



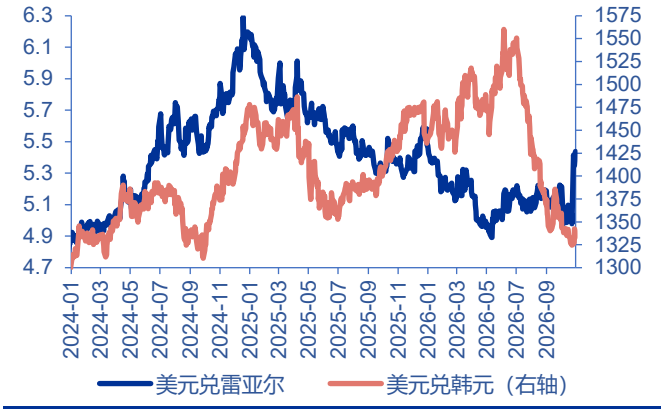
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 45：当周，主要新兴市场兑美元悉数贬值



资料来源：Wind，申万宏源研究

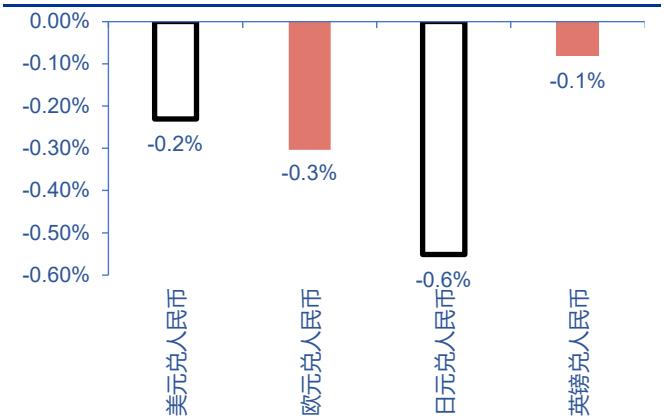
图表 46：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

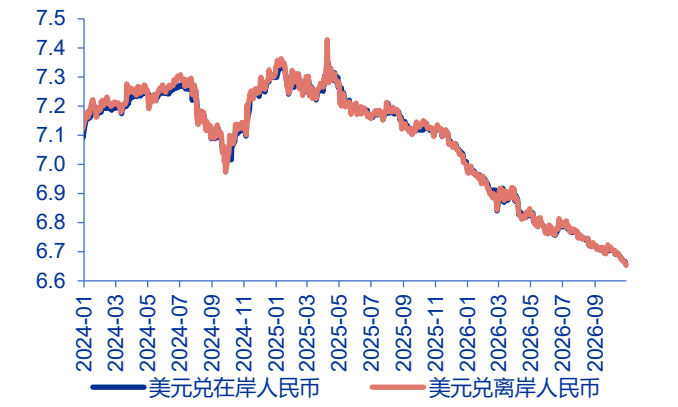
当周，美元兑人民币贬值。美元兑在岸人民币贬值至 6.6557，美元兑离岸人民币贬值至 6.6533，欧元兑人民币贬值 0.3%，日元兑人民币贬值 0.6%，英镑兑人民币贬值 0.1%。

图表 47：当周，美元兑在岸人民币贬值至 6.6557



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 48：当周，美元兑离岸人民币贬值至 6.6533



资料来源：Wind，申万宏源研究

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

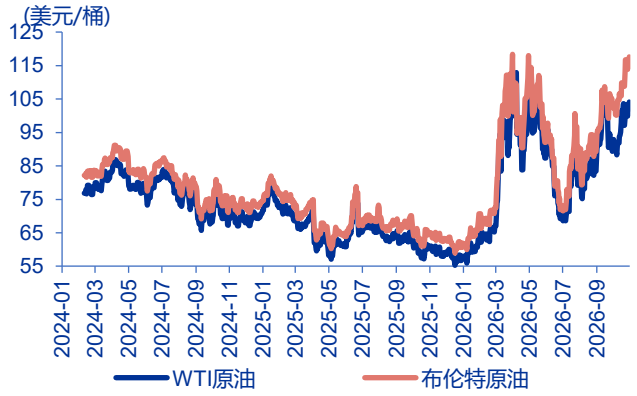
当周，大宗商品价格多数下跌。LME 锌价格上涨 4.4%至 3888.00 美元/吨，沥青价格上涨 4.4%至 5284.00 元/吨，玻璃价格上涨 3.5%至 865.00 元/吨，COMEX 银价格下跌 8.9%至 48.92 美元/盎司，棉花价格下跌 3.4%至 15315.00 元/吨，生猪价格下跌 3.2%至 9510.00 元/吨。

图表 49：当周，大宗商品价格多数下跌

类别	品种	2026-10-30	2026-10-23	2026-10-16	2026-10-09	2026-10-02
原油	WTI原油	0.8%	1.8%	10.4%	0.8%	-1.4%
	布伦特原油	0.8%	6.2%	4.9%	2.4%	-2.0%
贵金属	COMEX黄金	-2.8%	-4.5%	-0.3%	1.1%	-3.4%
	COMEX银	-8.9%	-5.8%	-6.2%	1.0%	-6.0%
有色	LME铜	-0.1%	-1.5%	-0.6%	1.7%	-2.2%
	LME铝	2.0%	0.2%	-1.9%	-1.7%	-4.4%
	LME镍	-3.0%	3.5%	-2.3%	0.6%	-3.6%
	LME锌	4.4%	0.7%	-2.2%	1.3%	-5.5%
黑色	玻璃	3.5%	-2.7%	-1.5%	-2.7%	-2.0%
	焦煤	-1.1%	-3.7%	-3.7%	6.2%	-4.0%
	沥青	4.4%	2.7%	-6.1%	4.7%	-4.6%
	铁矿石	-0.4%	0.4%	-1.5%	-2.8%	-1.5%
	螺纹钢	-0.6%	-0.9%	-0.2%	-1.0%	-0.2%
农产品	生猪	-3.2%	-6.3%	-1.0%	-0.8%	0.2%
	棉花	-3.4%	0.0%	0.4%	1.1%	-1.4%
	豆粕	-2.8%	-0.2%	-3.6%	0.9%	-1.6%
	豆油	-1.2%	3.2%	-1.9%	0.5%	0.1%

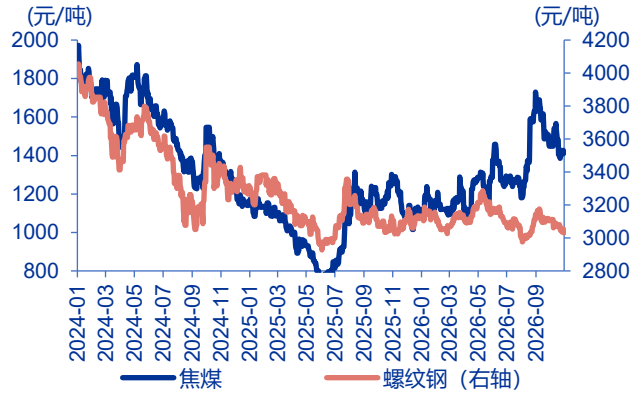
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 50：当周，WTI 原油、布伦特原油价格上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 51：当周，焦煤、螺纹钢价格下跌

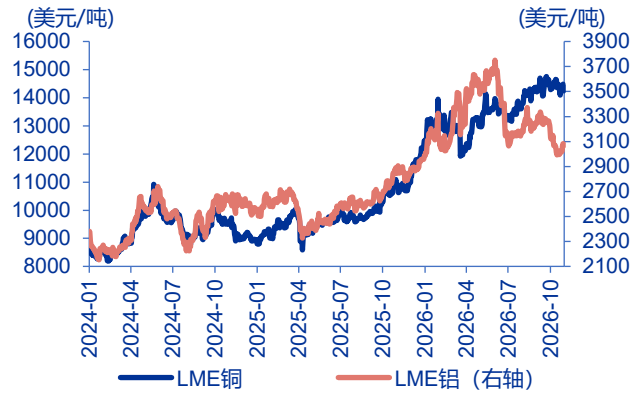


资料来源：Wind，申万宏源研究

当周，有色金属价格涨跌互现、贵金属价格悉数下跌。LME 锌上涨 4.4%至 3888.00 美元/吨，LME 镍下跌 3.0%至 15420.00 美元/吨；通胀预期持平于 2.34%；COMEX 黄金价格下跌 2.8%至 3876.60 美元/盎司，COMEX 银价格下跌 8.9%至 48.92 美元/盎司；10Y 美债实际收益率下行 6bp 至 2.60%。

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

图表 52：当周，LME 铜、LME 铝价格涨跌互现



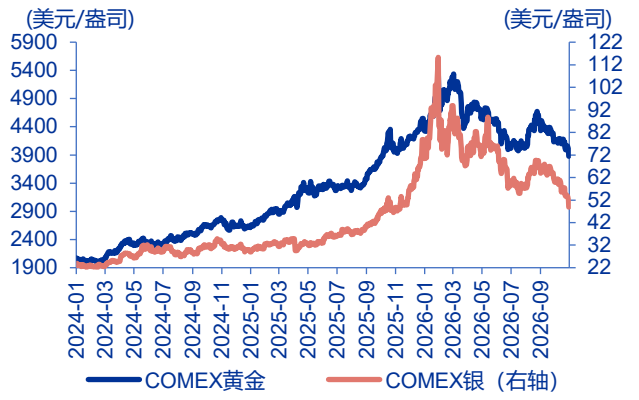
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 53：当周，通胀预期持平于 2.34%



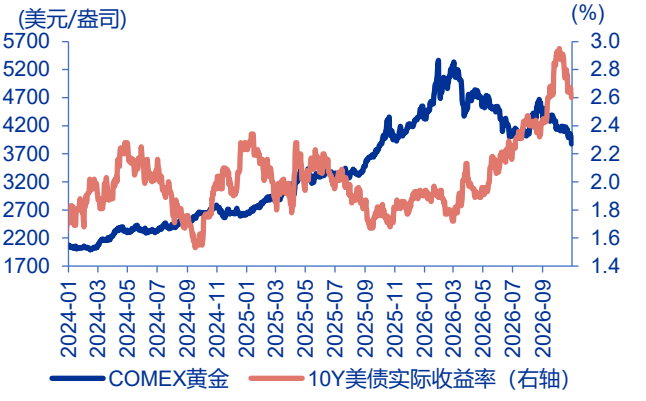
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 54：当周，COMEX 金、COMEX 银价格下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 55：当周，10Y 美债实际收益率下行至 2.60%

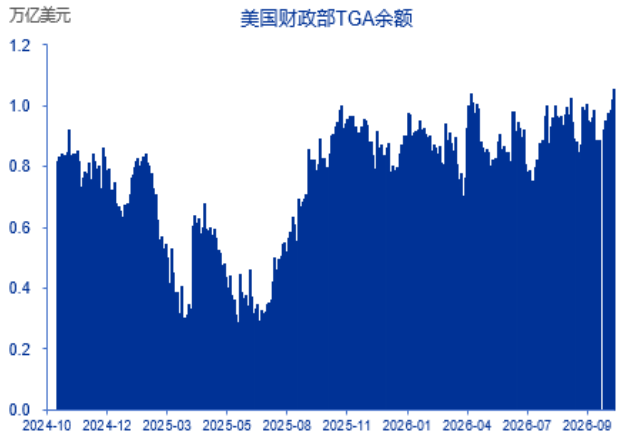


资料来源：Wind，申万宏源研究

（二）美债：TGA 规模上升，美债净发行上升

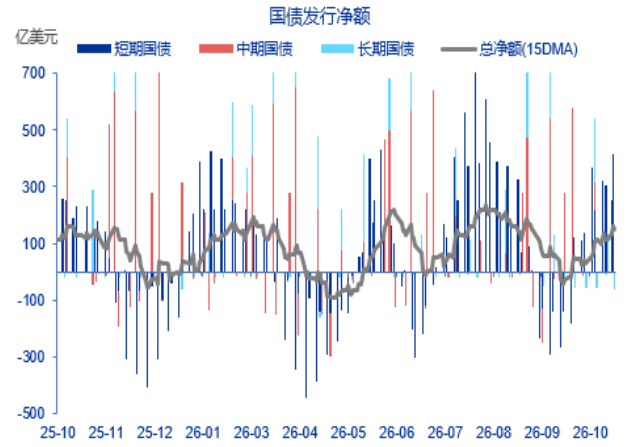
截至 2026 年 10 月 28 日，美国 TGA 余额升至 10156 亿美元，较上周上升；本周（2026 年 10 月 22 日-2026 年 10 月 27 日），短期国债出现多日较高规模赎回。截至 10 月 28 日，美债 15 日滚动净发行额最新升至 150.74 亿美元，高于去年同期的 130.53 亿美元。

图表 56：美国 TGA 规模上升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

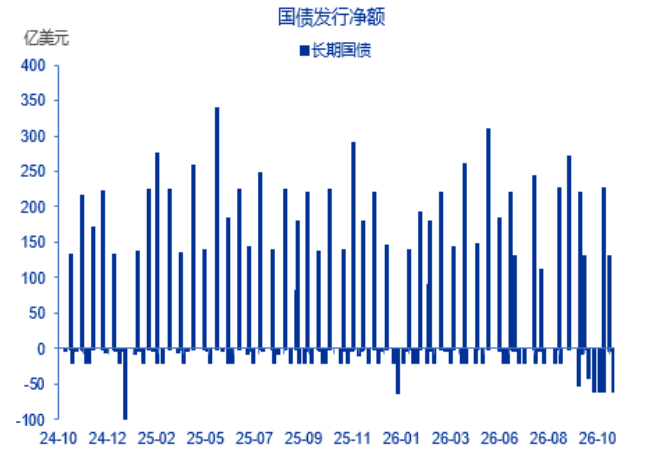
图表 57：美债净发行规模本周上升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

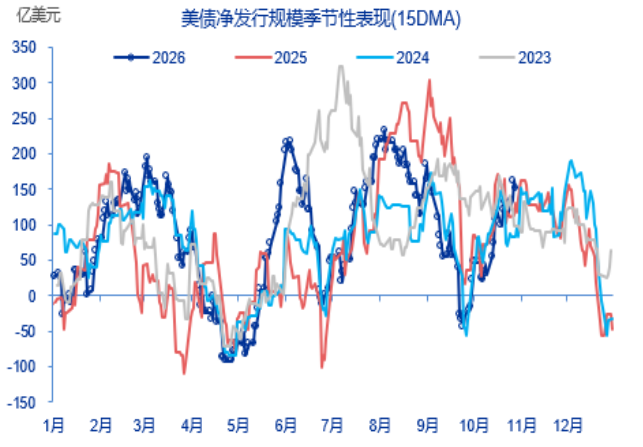
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表 58：美国长期国债总发行规模



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 59：美债净发行季节性表现

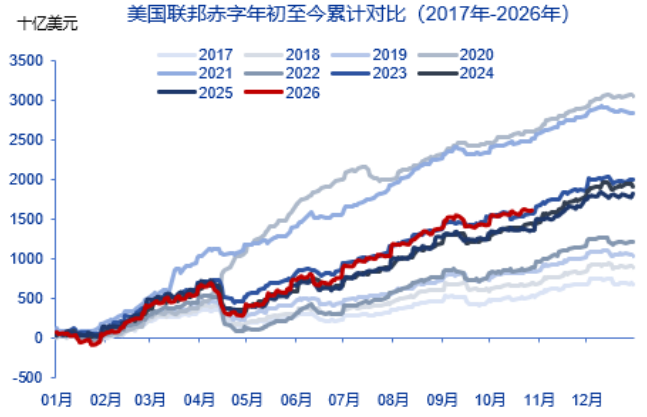


资料来源：CEIC，申万宏源研究

（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平

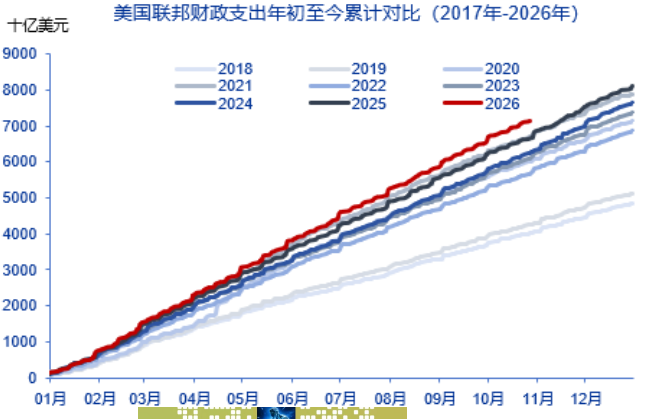
截至 2026 年 10 月 28 日，美国 2026 日历年累计财政赤字规模 16091 亿美元，去年同期为 13621 亿美元；累计支出规模 71367 亿美元，去年同期 66339 亿美元；累计财政税收收入 43602 亿美元，去年同期 42025 亿美元；关税收入规模 2608 亿美元，去年同期 2223 亿美元。

图表 60：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平



资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 61：今年财政支出高于去年同期水平

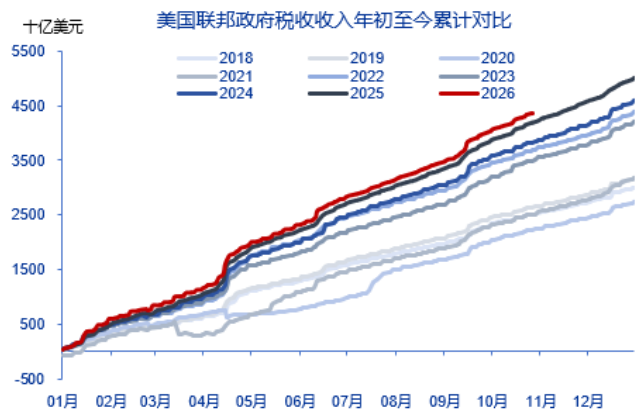


资料来源：美国财政部，申万宏源研究

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

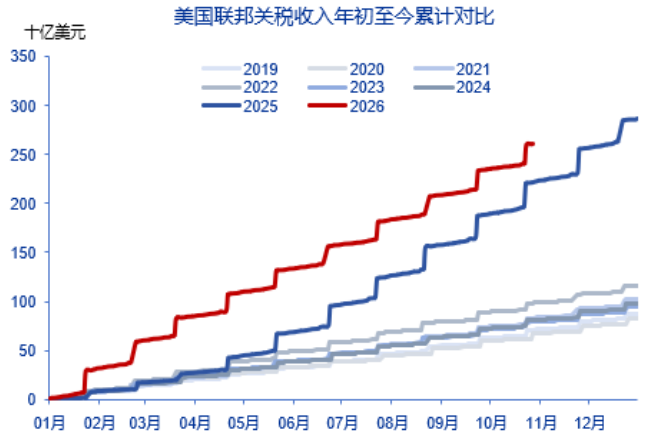
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 62：美国 2026 年财政收入高于去年同期



资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 63：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期

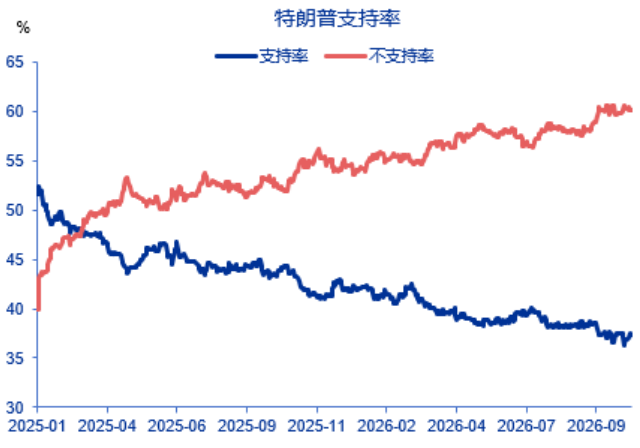


资料来源：美国财政部，申万宏源研究

（四）中期选举：特朗普净支持率-23%

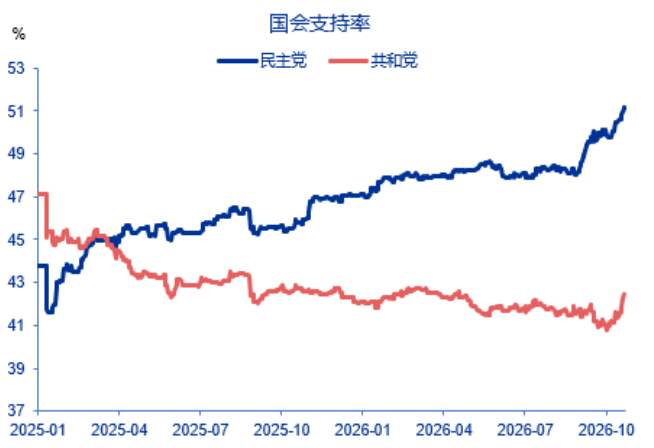
截至 2026 年 10 月 29 日，特朗普支持率 37%，反对率 60%，净支持率为-23%；国会层面，民主党支持率 51%，共和党支持率 42%，民主党领先 9 个百分点。特朗普移民政策净支持率-12%，经济政策净支持率-31%，贸易政策净支持率-30%，通胀政策净支持率-44%。截至 10 月 29 日，polymarket 市场显示民主党夺取参议院控制权的概率为 69%，共和党为 32%。

图表 64：特朗普总统职位支持率



资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

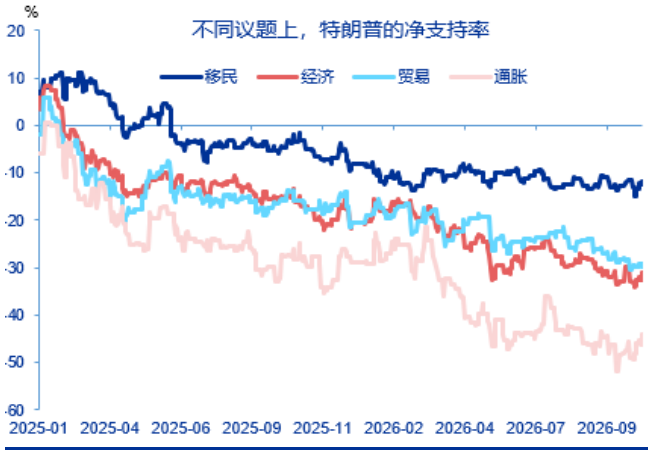
图表 65：国会支持率



资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

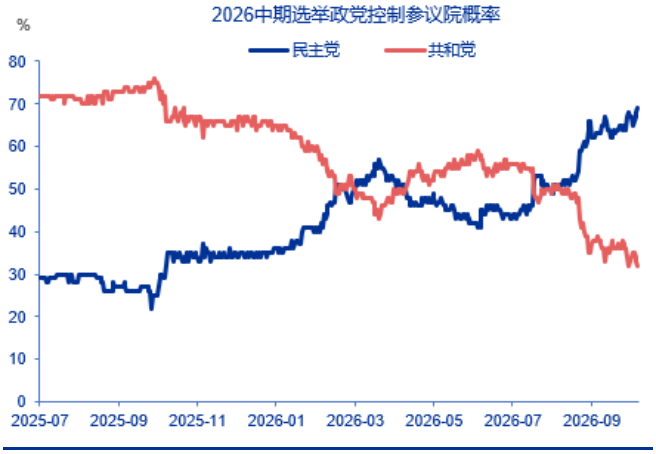
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表 66：特朗普总统的净支持率



资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

图表 67：polymarket 参议院概率



资料来源：彭博、申万宏源研究

截至 2026 年 10 月 29 日，众议院方面，民主党预测席位为 241 位，共和党预测席位为 195 位，民主党领先 46 位；参议院方面，民主党预测席位为 52 位，共和党预测席位为 48 位。

图表 68：民主党、共和党众议院预测席位走势



资料来源：Kalshi（美国预测市场平台）、申万宏源研究

图表 69：民主党、共和党参议院预测席位走势



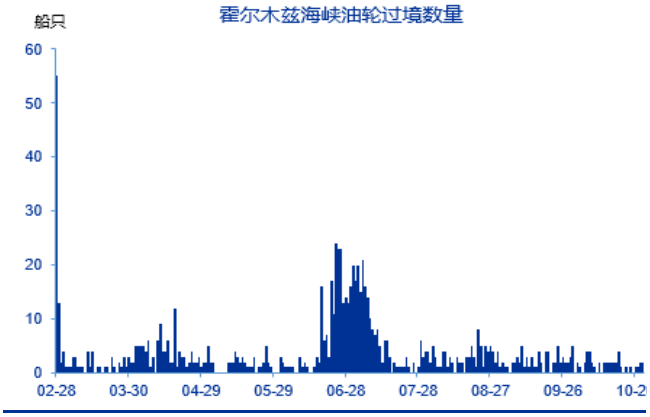
资料来源：Kalshi（美国预测市场平台）、申万宏源研究

（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡石油运输量回落

10 月 29 日，霍尔木兹海峡石油运输量 7 日均值估计为 998 万桶/日，较前周下降 15.7%，约为战前正常水平的一半。曼德海峡流量保持平稳，10 月 29 日过境 10 艘油轮。

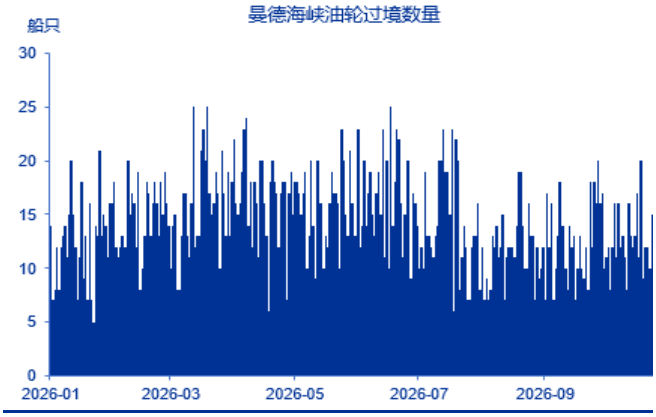
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表 70：霍尔木兹海峡石油运输量



资料来源：Hormuz Strait Tracker、申万宏源研究

图表 71：曼德海峡油轮过境数量



资料来源：彭博、申万宏源研究

（六）关税：美国 8 月进口商品平均关税税率 6.87%

8 月，美国进口商品平均关税税率为 6.87%，较上月上升 0.42 个百分点，对日本、韩国分别为 10.85%、7.60%，对德国、法国分别为 9.02%、5.03%，对加拿大、墨西哥分别为 3.18%、3.20%，主要贸易伙伴间税负差异明显。

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

图表 72：美国对各国/各地区关税税率

美国对各国/地区关税税率（截至8月）	最新值	1个月变动	6个月移动平均	12个月移动平均	25年平均	关税收入（百万美元）	占比（%；关税总额）	进口金额（百万美元）	占比（%；进口总额）
孟加拉国	24.18%	1.20%	23.55%	27.80%	15.66%	217.0	1.0%	897.3	0.3%
中国大陆	22.77%	1.37%	22.05%	26.88%	6.65%	6,000.0	26.3%	26,300.0	7.9%
柬埔寨	19.80%	-0.18%	20.43%	24.03%	14.28%	402.5	1.8%	2,000.0	0.6%
阿拉伯联合酋长国	14.80%	0.69%	16.07%	15.84%	3.00%	89.7	0.4%	606.1	0.2%
土耳其	14.65%	2.54%	13.11%	15.26%	4.32%	226.9	1.0%	1,500.0	0.5%
印度尼西亚	13.94%	0.28%	14.45%	17.32%	6.24%	412.0	1.8%	3,000.0	0.9%
巴西	12.09%	2.34%	11.01%	13.62%	1.88%	423.3	1.9%	3,500.0	1.1%
日本	10.85%	0.27%	10.74%	11.88%	2.30%	1,300.0	5.7%	11,900.0	3.6%
德国	9.02%	0.22%	9.01%	9.70%	2.01%	1,200.0	5.1%	12,900.0	3.9%
西班牙	8.90%	-0.44%	9.52%	10.56%	2.71%	174.5	0.8%	2,000.0	0.6%
印度	8.22%	0.07%	8.24%	13.30%	3.31%	762.9	3.4%	9,300.0	2.8%
韩国	7.60%	-0.02%	7.98%	8.91%	1.58%	1,200.0	5.1%	15,200.0	4.6%
意大利	7.41%	-1.89%	9.38%	9.99%	3.03%	554.8	2.4%	7,500.0	2.3%
俄罗斯	7.31%	-0.72%	5.14%	2.58%	0.78%	19.5	0.1%	266.8	0.1%
越南	7.07%	0.88%	6.58%	9.20%	7.60%	1,900.0	8.2%	26,500.0	8.0%
美国所有贸易伙伴	6.87%	0.42%	6.75%	8.08%	2.15%		100.0%		100.0%
英国	6.33%	-0.01%	6.32%	6.27%	1.21%	341.9	1.5%	5,400.0	1.6%
泰国	5.85%	1.13%	5.46%	7.06%	2.29%	692.4	3.0%	11,800.0	3.6%
阿根廷	5.50%	-0.33%	5.99%	5.60%	1.48%	57.1	0.3%	1,000.0	0.3%
法国	5.03%	-0.44%	5.48%	5.76%	1.32%	294.9	1.3%	5,900.0	1.8%
菲律宾	4.46%	0.70%	4.79%	7.62%	3.03%	137.4	0.6%	3,100.0	0.9%
荷兰	4.28%	-1.74%	5.47%	6.15%	1.13%	125.2	0.6%	2,900.0	0.9%
比利时	4.19%	1.11%	3.84%	3.90%	1.03%	80.4	0.4%	1,900.0	0.6%
以色列	4.15%	0.74%	3.54%	4.11%	0.31%	72.3	0.3%	1,700.0	0.5%
智利	3.91%	1.30%	3.51%	3.97%	0.39%	66.9	0.3%	1,700.0	0.5%
哥伦比亚	3.79%	0.17%	3.56%	3.51%	0.41%	52.3	0.2%	1,400.0	0.4%
马来西亚	3.35%	-0.42%	3.83%	5.86%	1.07%	269.5	1.2%	8,000.0	2.4%
瑞士	3.22%	-1.15%	4.28%	5.65%	1.20%	166.3	0.7%	5,200.0	1.6%
墨西哥	3.20%	0.30%	3.37%	3.71%	0.37%	1,900.0	8.5%	60,300.0	18.2%
加拿大	3.18%	0.36%	3.02%	3.19%	0.27%	1,100.0	5.0%	35,700.0	10.8%
中国香港	3.07%	-0.29%	2.86%	3.81%	3.64%	9.4	0.0%	305.2	0.1%
中国台湾	2.94%					671.6	3.0%	22,900.0	6.9%
沙特阿拉伯	2.89%	-5.59%	3.88%	2.73%	0.37%	21.8	0.1%	755.4	0.2%
南非	2.68%	-2.22%	3.34%	4.34%	0.44%	32.2	0.1%	1,200.0	0.4%
澳大利亚	2.56%	1.07%	3.95%	4.62%	0.68%	58.3	0.3%	2,300.0	0.7%
新加坡	1.64%	0.13%	1.80%	2.19%	0.40%	58.9	0.3%	3,600.0	1.1%
爱尔兰	1.63%	0.37%	1.46%	1.59%	0.20%	64.9	0.3%	4,000.0	1.2%

资料来源：彭博，申万宏源研究

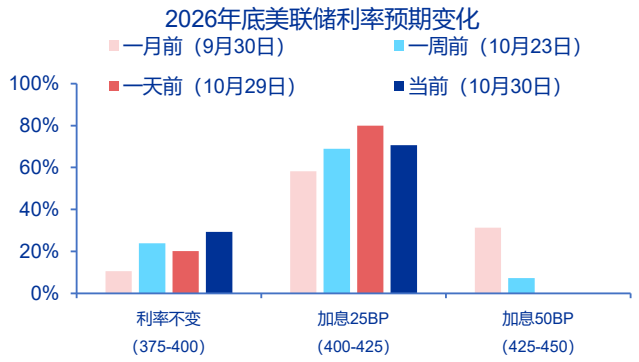
（七）海外货币政策：美联储 10 月如期按兵不动

10 月 FOMC 例会维持利率不变，但库克、哈马克投下反对票，倾向于加息 25BP。基本面方面，10 月例会声明强调经济强劲，措辞较 9 月更为乐观，但对生产率、投资、通胀判断表述不变；货币政策依据方面，声明由强调加息作用转为等待更多信息，以评估适当政策立场；投票结果方面，此次会议出现两张反对票，显示美联储内部仍有紧缩的诉求。

记者会开场白部分，沃什宣布 2027 年起将调整 FOMC 例会安排。每年美联储仍保留 8 次会议，但 2027 年将有 1 次会议聚焦长期政策战略，不投票、不发表政策声明，2028 年将增加至 2 次。换句话说，传统的“议息”会议在 2027 年、2028 年将分别减少至 次、 次。

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

图表 73：本周美联储年底利率不变概率上升



资料来源：芝商所（CME），申万宏源研究

图表 74：市场预期欧央行在 12 月加息（10 月 31 日）

欧央行会议	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%
17-Dec-26	15.00%	**85.00%**			
4-Feb-27	11.10%	**66.80%**	22.10%		
18-Mar-27	4.70%	34.50%	**48.00%**	12.80%	
29-Apr-27	3.60%	27.90%	**45.00%**	20.60%	2.80%

资料来源：欧央行观察(ECB Watch)，申万宏源研究

图表 75：市场预期美联储 2026 年 12 月加息（BP，截止 10 月 31 日）

FOMC会议	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2026/12/9	0.00%	27.30%	**72.70%**	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
2027/1/27	0.00%	20.40%	**61.30%**	18.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/3/17	0.00%	9.70%	39.80%	**40.90%**	9.60%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/4/28	0.00%	7.40%	32.70%	**40.60%**	17.00%	2.30%	0.00%	0.00%
2027/6/9	0.00%	4.80%	23.80%	**37.80%**	25.30%	7.50%	0.80%	0.00%
2027/7/28	0.00%	4.50%	22.50%	**36.90%**	26.20%	8.70%	1.20%	0.10%
2027/9/15	0.00%	4.00%	20.70%	**35.40%**	27.30%	10.40%	2.00%	0.20%
2027/10/27	0.00%	4.20%	20.80%	**35.30%**	27.10%	10.30%	2.00%	0.20%
2027/12/8	0.40%	5.60%	22.00%	**34.70%**	25.70%	9.70%	1.80%	0.20%

资料来源：芝商所（CME），申万宏源研究

图表 76：联储官员倾向（截止 10 月 31 日）

		鸽派		中性		鹰派
2026	主席			沃什（2040）		
	理事	鲍曼（2034） 沃勒（2030）	杰斐逊（2036）	巴尔（2032） 鲍威尔（2028） 库克（2038）		
	行长		威廉姆斯（纽约，’26） 保尔森（费城，’26） 戴利（旧金山，’27）	柯林斯（波士顿，’28） 维纳布尔（亚特兰大，’27） 古尔斯比（芝加哥，’27） 巴尔金（里士满，’27）	穆塞勒姆（圣路易斯，’28）	洛根（达拉斯，’26） 哈马克（克利夫兰，’26） 卡什卡利（明尼阿波利斯，’26） 施密德（堪萨斯城，’28）

资料来源：InTouch Capital Markets（ITC 市场），申万宏源研究

注：灰色阴影为 2026 年有投票权的美联储委员，理事人名后年份表示任期，行长人名后为投票权年份

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

图表 77：本周美联储官员发言

美联储官员	职位	投票权	发言时间	观点	立场
沃什（Kevin Warsh）	美联储主席	√	10月29日	美国经济活动强劲、国内开支具备韧性，但通胀依旧偏高，FOMC 致力于实现 2% PCE 物价稳定目标，不存在软性通胀目标。当前金融条件趋紧但尚未达到紧缩。FOMC 会议流程将于 2027-2028 年调整，11 月 16 日将举行生产力与就业工作组听证会。油价波动带动利率变化，9 月初以来利率已经对科技板块产生显著作用，资本支出持续扩张。美联储不建议提前预判议息结果，等待更多数据；资产负债表评估工作组预计 2027 年一季度提交建议，将研究缩减美联储市场影响力。加息对市场影响符合预期；多数官员认为美国经济并未过热，经济提速不一定推升通胀，生产力改善与超级智能（SI）密切相关。	中性
巴尔金（Thomas Barkin）	里士满联储主席	×	10月30日	**美联储已释放“渐进式”信号。**我们将观察接下来一段时间的情况。抗击通胀，关键在于节奏。**美国企业正面临大量成本压力。**	中性
戴利（Mary Daly）	旧金山联储主席	×	10月31日	人工智能对物价稳定和就业任务至关重要。**人工智能（AI）对我们如何思考近期和中期政策至关重要。**	中性偏鸽
洛根（Lorie Logan）	达拉斯联储主席	√	10月31日	**跳过一次议息会议不会改变货币政策终点，明确政策终点更利于经济调整**；受科技投资与地缘因素扰动市场波动加大，政策应当渐进调整以防范经济失速。**洛根认为 FOMC 仍需至少两次 25bp 加息**，完成两次加息后应当暂停评估后续形势，目标是将政策调至适度限制性水平；当前市场利率上行反映市场预期货币政策仍需发力，并非独立压制经济的因素。	鹰
穆萨勒姆（Alberto Musalem）	圣路易斯联储主席	×	10月31日	我侧重于阻止通胀的范围扩大。**我认为需要进一步收紧货币政策，而且应尽快行动。**更早进行小幅调整，通常比之后采取更大规模、更突然的行动造成的扰动更小。**在9月加息之后，利率仍然偏宽松，通胀风险“偏向于持续高于目标水平”**。	中性偏鹰

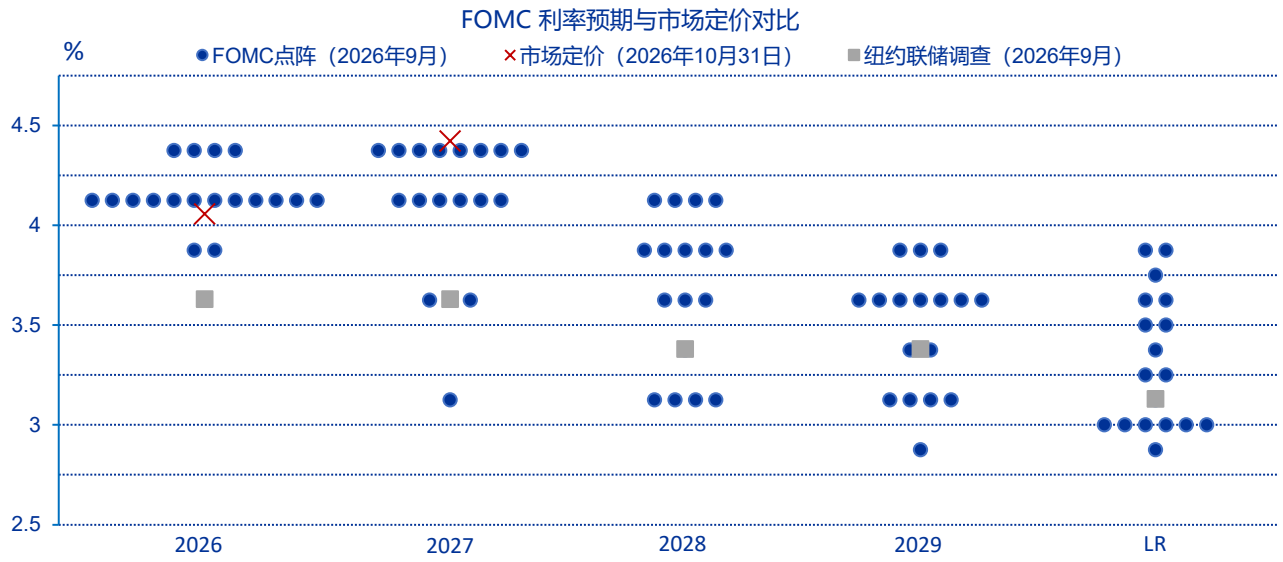
资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 78：本周欧央行官员发言

欧央行官员	职位	投票权	发言时间	观点	立场
拉加德（Christine Lagarde）	行长	√	10月29日	欧元区三季度经济继续扩张，但增长存在下行风险；能源价格再度大涨，打压消费者信心。核心通胀基本稳定，未来数个季度通胀仍显著高于目标，通胀上行风险加剧；年内剩余时间协商薪资涨幅维持在 2.5%-2.8%。财政支持必须短期、定向，财政可持续性关乎经济稳定，财政不确定性会进一步收紧金融条件。自上次会议后金融条件趋紧，9 月以来长期融资成本上行，需要重点警惕通胀第二轮效应。管委会讨论了加息选项，官员一致表态欧央行已做好政策行动准备，审慎渐进仍是合适节奏，大概率在 12 月搭建多套情景假设。全球长端收益率上行，利率或将维持高位，央行具备工具应对政策传导不畅问题；量化紧缩（QT）将稳步推进。	中性偏鹰
希姆库斯（Gediminas Šimkus）	管理委员会委员	√	10月30日	**维持利率不变并不意味着未来不会再加息。**能源溢出效应的可能性已上升。	鹰
卡西克（Ülo Kaasik）	管理委员会委员	√	10月30日	**物价并未全面上升。等待更多通胀数据是合理的。**未来几周我们很容易看到4%的通胀率。	中性
内格尔（Joachim Nagel）	管理委员会委员	√	10月30日	若有必要，欧洲央行将采取果断行动，将通胀率拉回目标水平。近期消费物价涨幅再次回升，能源成本上升是主要推动因素，中期通胀预期必须牢牢锚定在2%的通胀目标上。**若12月通胀前景未能改善，官员们已准备好再次加息。**	鹰
马赫鲁夫（Gabriel Makhlouf）	管理委员会委员	√	10月30日	能源数据逊于预期。当前通胀形势令人不安。**上行风险依然存在，欧洲央行必须保持警惕。**	中性

资料来源：欧央行，申万宏源研究

图表 79：美联储点阵图及市场预期（截止 10 月 31 日）



资料来源：美联储、芝商所（CME），申万宏源研究

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

（八）日央行：潜在通胀已基本触及 2%目标

10 月 30 日，日央行以 8 比 1 的投票结果，将无担保隔夜拆借利率维持在 1.25%左右；高田创主张升至 1.50%，显示内部仍存在加快加息的声音。但是，日央行明确宣告潜在通胀已基本触及 2%目标，抗通缩取得阶段性胜利。同时，央行意外宣布将明年 ETF 减持规模提升至 8600 亿日元。展望报告将 2027 财年核心 CPI 预测上修至 2.7%，通胀风险偏上行。未来，工资增长能否支撑消费、日元贬值和能源成本能否继续推高物价，将是关键观察点。

图表 80：日央行小幅上修未来两年通胀预测

同比（%）	实际GDP	CPI（剔除新鲜食品）	CPI（剔除新鲜食品及能源）
2026财年	0.7	2.5	2.4
2026年7月预测	*0.6*	*2.5*	*2.5*
2027财年	0.7	2.6	2.7
2026年7月预测	*0.8*	*2.4*	*2.6*
2028财年	0.8	2.0	2.3
2026年7月预测	*0.8*	*2.0*	*2.2*

资料来源：日央行、申万宏源研究

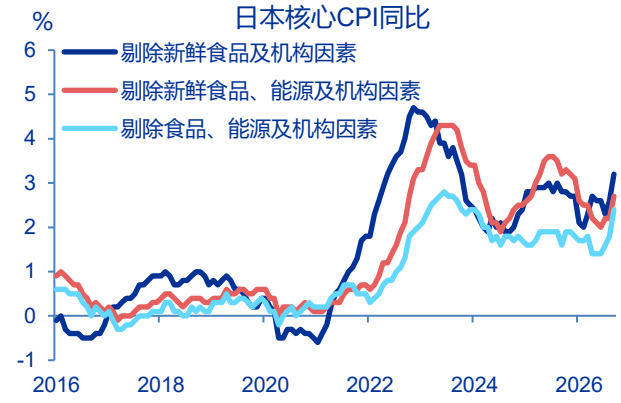
注：红色为预测上修，蓝色为预测下修

图表 81：日央行宣布潜在通胀已基本触及目标

维度	9月18日会议	10月30日会议	政策含义（解读）
利率决策与内部分歧	以7：2通过加息25个基点至1.25%；两名反对者主张暂不加息	以8：1维持1.25%；**高田创反对暂停，主张继续加息至1.50%**	反对票由担心加息过早，转为担心调整过慢；但不能据此认定委员会整体支持加快加息
潜在通胀判断	潜在通胀“正在接近2%”	**判断潜在通胀已处于与2%目标大体一致的水平**	对达成通胀目标的确认程度提高，为进一步撤出宽松提供更强依据
政策关注重心	已强调防止潜在通胀超过2%，但仍以通胀接近目标为政策背景	**明确提出货币政策所处阶段已发生变化**，更需防止潜在通胀向上偏离目标	防范通胀超调在政策框架中的地位进一步上升，后续加息的逻辑更偏向维持物价稳定
对既有加息效果的评估	实际利率仍低，主要体现在短中期；金融条件宽松	新增强调政策利率已较过去提高，**需要检验金融条件如何变化**；低实际利率的描述收窄至主要在短端	对累计加息效果的关注增加，后续节奏将更依赖融资成本与企业承受能力
ETF退出安排	沿用每年约3300亿日元的出售速度，按账面价值计算	**自2027年1月提高至约8600亿日元，为原来的约2.6倍；占市场成交额比例由约0.05%提高至0.1%**	当次暂停加息的同时，加快资产端退出；本次正常化的新增动作集中于ETF处置

资料来源：日央行、申万宏源研究

图表 82：日本核心通胀有抬头迹象



资料来源：日央行、申万宏源研究

图表 83：市场预期未来一年日央行将累计加息 2.8 次



资料来源：彭博、申万宏源研究

（九）欧央行：“观察式”暂停

10 月 29 日，欧央行维持三大政策利率不变，存款便利、主要再融资及边际贷款利率分别为 2.50%、2.65%和 2.90%，在 9 月加息后转入观察。会议的核心矛盾仍是能源价格上涨带来的通胀上行与增长下行风险：能源冲击的幅度和持续时间增加，可能通过生产成本和工资定价形成间接及第二轮影响，但核心通胀、工资大体稳定。同时，前期加息正逐步传导至融资条件，对需求和物价形成抑制。从政策含义看，本次按兵不动可理解为在两类风险之间保留观察空间，重点需关注 月欧央行会议。

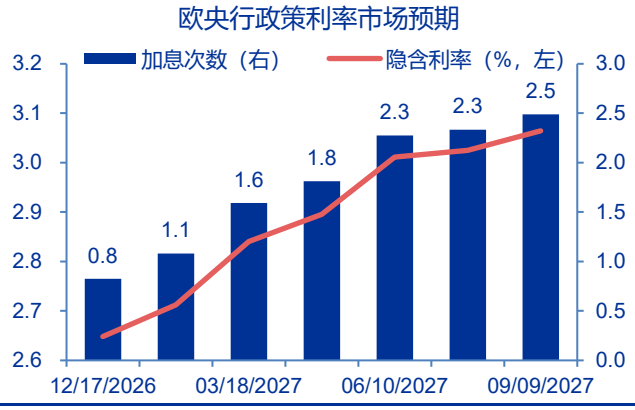
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表 84：欧央行 10 月例会重点

维度	9月10日会议	10月29日会议	政策含义（解读）
利率决策与政策权衡	通胀持续高于目标、经济韧性强于预期，支持加息25个基点，存款利率升至2.50%	讨论过再次加息，最终一致决定暂停；更重视融资收紧与潜在通胀总体稳定	暂停体现对追加紧缩时点的权衡；判断下一次行动，重点在于通胀扩散程度及已有紧缩效果
能源冲击	按更新后的能源价格路径及不同冲击情景评估通胀	**能源价格进一步突破9月预测基准**，冲击幅度扩大、持续时间延长	原有通胀回落路径面临更大挑战，进一步加息的压力仍在积累
金融条件与信贷传导	市场利率上升，但企业银行贷款增速仍升至4.4%	平均10年期主权债收益率较9月预测数据截点上升约35个基点；**企业信贷标准收紧、贷款需求下降**	金融收紧已更明显地传导至信贷需求，立即追加政策加息的必要性有所降低
增长判断	强调消费信心自低位回升、私人消费具有韧性，上调近期增长判断	强调**新一轮能源涨价打击消费信心，融资成本提高将拖累增长**	能源冲击与金融收紧同时压制需求，继续加息所面临的增长约束增强
后续加息信号	强调未讨论未来利率路径，不对下一次会议方向作判断	拉加德明确表示，**本次形势本可支持加息**；若后续数据确认当前走势，政策方向将较为清晰，并**突出12月预测及其间新增数据**	沟通中增加了有条件的再加息信号，12月成为检验是否恢复加息的重要窗口

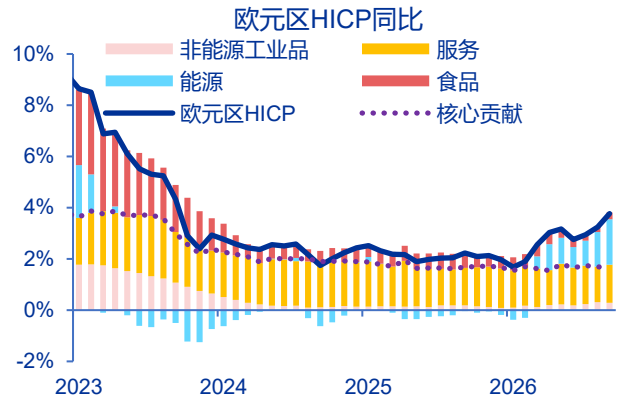
资料来源：欧央行、申万宏源研究

图表 85：市场预期欧央行未来一年还需加息 2.5 次



资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 86：欧元区 HICP 同比上行



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 87：欧元区花旗经济意外指数大幅回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

（十）GDP：美国三季度 GDP 数据超预期强劲

三季度美国经济增速超预期强劲，居民消费、AI 投资是主要驱动力。美国三季度实际 GDP 环比年化增速 3.4%，高于市场预期，较二季度的 2.2%显著加速。从增速拉动结构看，3.4%的经济增速中，主要拉动仍来自于居民服务消费（1.9%），其次为非住宅投资（1.8%，大部分为 AI 相关投资）。相比二季度而言，存货变动、政府消费及投资、非住宅投资对经济年化环比增速拉动分别提升 2.1、0.9、0.5 个百分点。剔除库存与净出口后，私人国内最终销售（居民消费+私人固定投资）环比折年率增长 4.9%，较二季度的 4.6%进一步抬升，内生性动能强劲。

投资是本季 GDP 加速的首要来源，库存和 AI 投资是主力。一方面，私人库存由前期去库转为回补，增量主要集中在批发贸易与制造业的非耐用品行业，对增速形成正向拉动；另一方面，设备投资增长主要由电脑设备驱动，AI 对经济拉动仍在强化，同时带动商品进口大幅增加。在电脑设备投资之外，工业设备投资增速也不可忽视，或对应 AI 投资的扩散效应。展望四季度，美国经济增速会否降温，或取决于美国 AI 投资增速是否放缓。

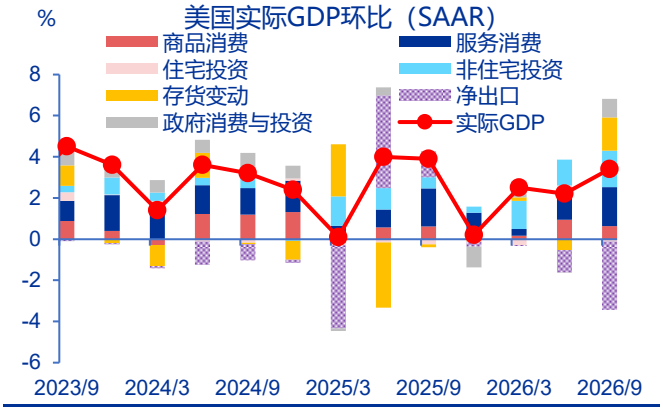
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

三季度美国居民消费基本维持二季度热度，驱动力仍来自于储蓄率下降。结构上，服务消费由医疗保健（医院与门诊服务）和餐饮住宿引领，商品消费则主要由处方药等其他非耐用品贡献——这一组合偏"刚性"而非"弹性"：医疗与餐饮是高频必选支出，耐用品、娱乐类可选开支并未出现爆发式扩张。

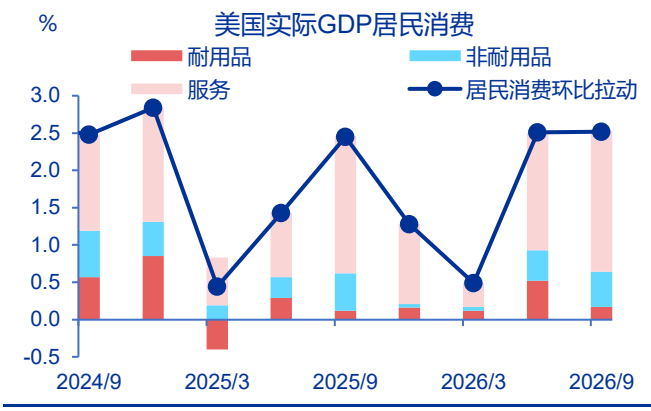
本季政府支出上行需要"挤水分"。BEA 明确指出，联邦非国防消费支出的增长主要源于战略石油储备（SPR）抛售规模较二季度收敛——二季度 SPR 大量抛售被从政府消费中扣除，三季度抛售减少，会计上反而推高了政府消费；由于售出石油同时计入 GDP 其他分项，这一变化对 GDP 总量并无直接影响，仅是分项间的腾挪。

图表 88：美国三季度实际 GDP 增速 3.4%



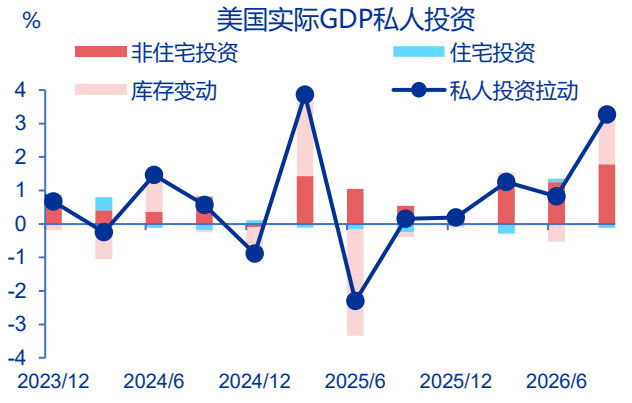
资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 89：美国居民消费环比动能维持强劲



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 90：私人投资主要由设备投资、库存驱动



资料来源：CEIC、申万宏源研究

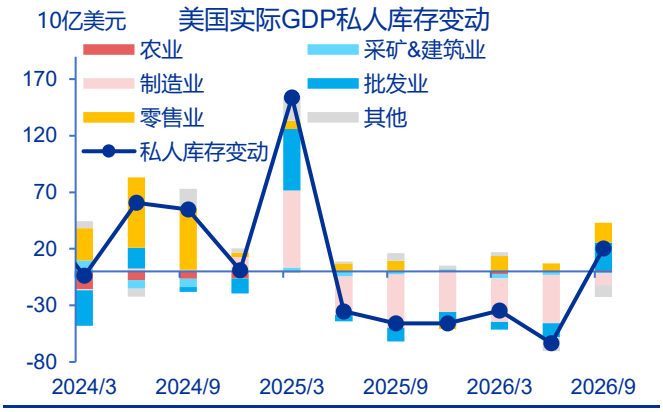
图表 91：美国设备投资环比升温



资料来源：CEIC、申万宏源研究

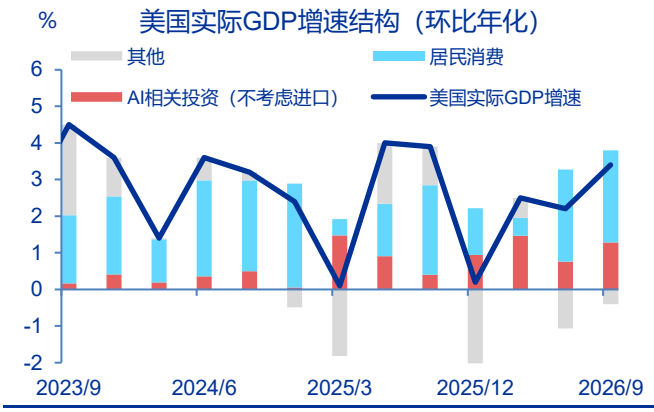
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表 92：三季度由去库转为补库



资料来源：CEIC、申万宏源研究

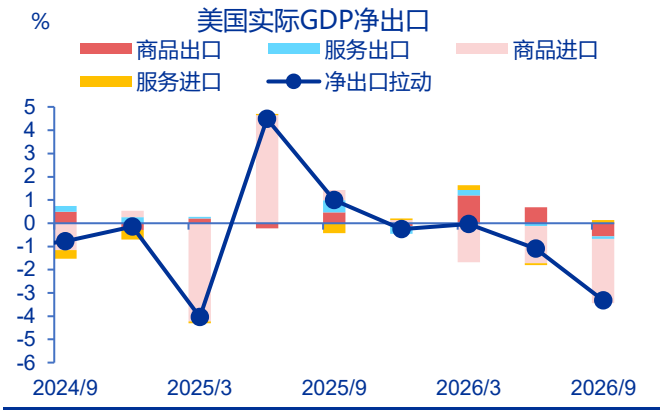
图表 93：美国 AI 投资对经济拉动提升



资料来源：CEIC、申万宏源研究

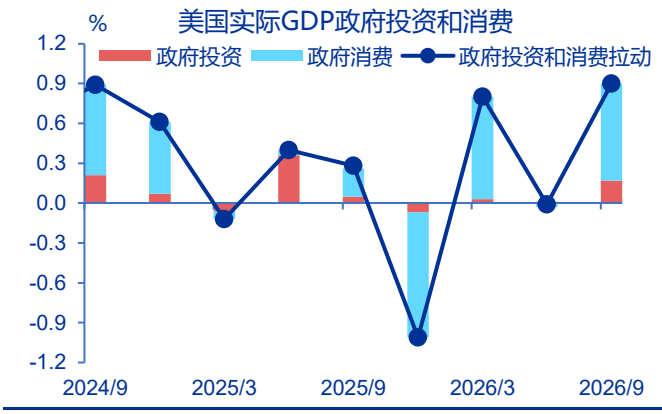
注：AI 相关投资为计算机及外围设备+通信设备+数据中心建筑投资+软件投资

图表 94：进口对美国经济拖累扩大



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 95：政府消费对经济拉动提升

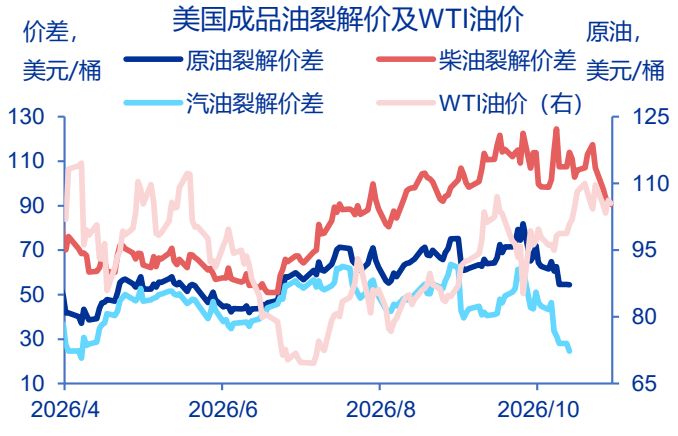


资料来源：CEIC、申万宏源研究

（十一）成品油：柴油裂解价差走弱

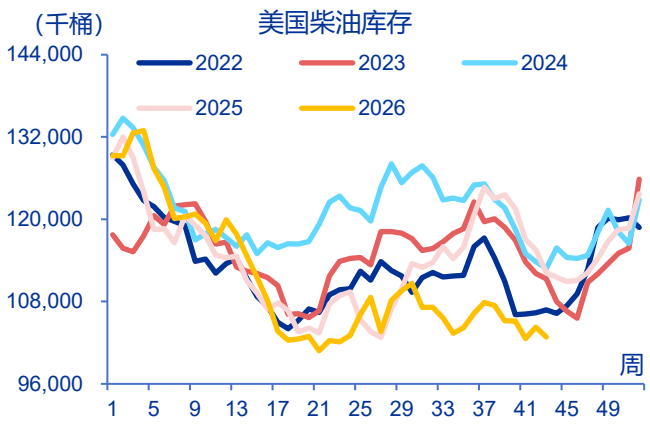
截止 10 月 29 日以来的一周，柴油裂解价差走弱，成品油批发价走弱；截止 10 月 23 日当周，美国柴油库存有所回升。

图表 96：美国成品油裂解价及 WTI 油价



来源：　CEIC、申万宏源研究

图表 97：当周，美国柴油库存回升

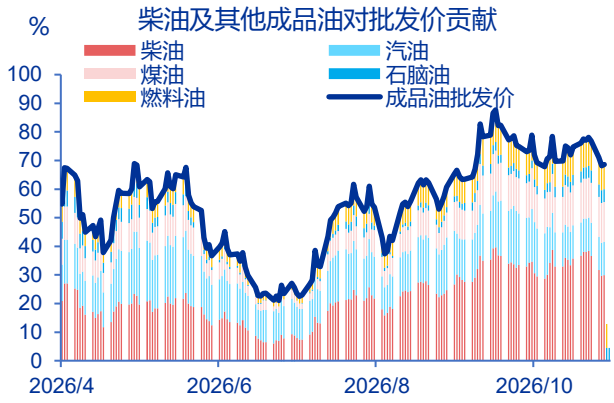


资料来源：CEIC、申万宏源研究

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

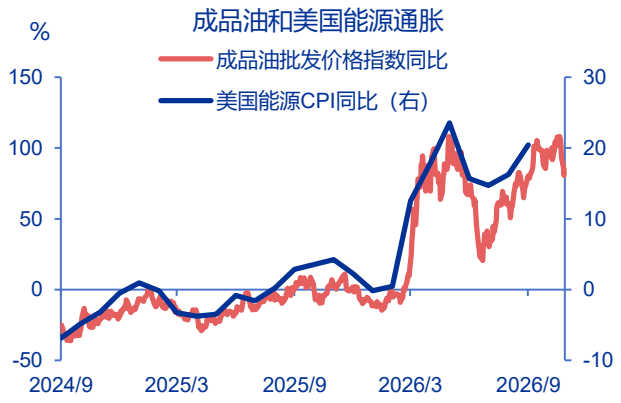
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 98：柴油及其他成品油对批发价贡献



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 99：美国成品油价格指数和能源 CPI

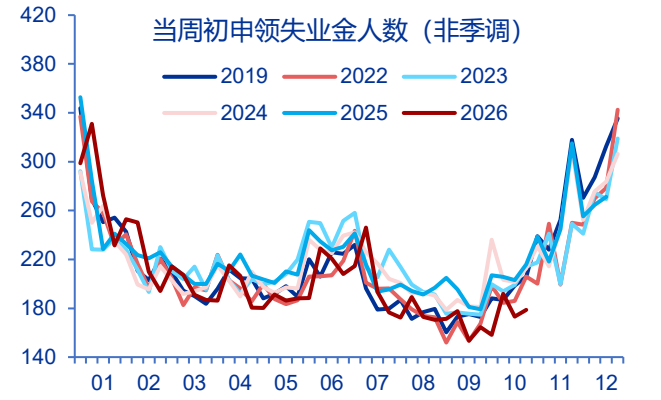


资料来源：CEIC、申万宏源研究

（十二）高频：失业金初申领人数低于市场预期

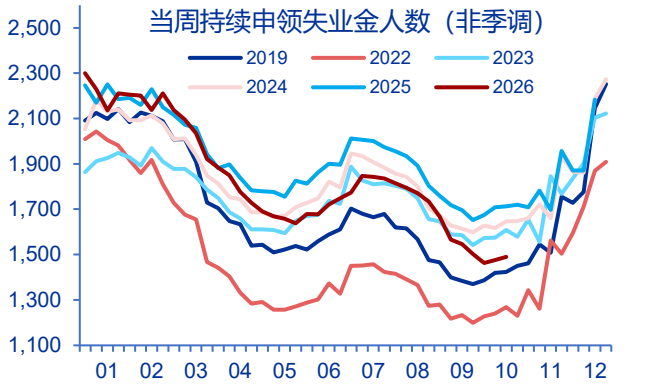
截止 10 月 24 日当周，美国失业金初申领人数 19.4 万人，低于市场 19.8 万人的预期。截止 10 月 17 日当周，续请失业金人数 170.1 万人，低于市场 172 万人的预期（均为季调口径）。从非季调口径来看，美国两口径失业金申领人数数据均符合历史规律。

图表 100：当周初申领失业金人数（非季调）



资料来源：CEIC、申万宏源研究　　注：单位为千人

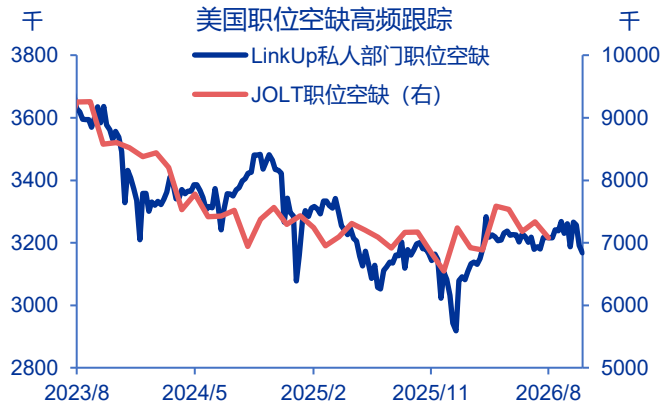
图表 101：当周持续申领失业金人数（非季调）



资料来源：CEIC、申万宏源研究　　注：单位为千人

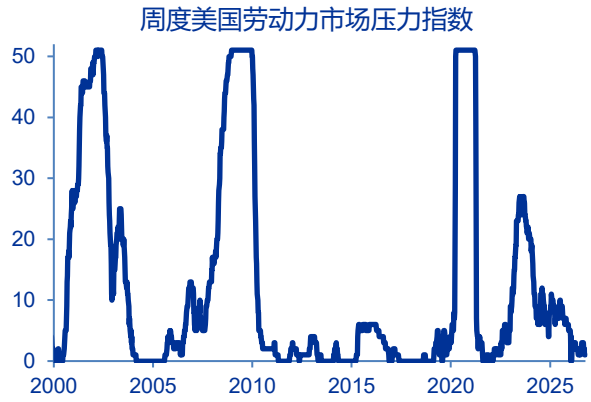
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图表 102：周度职位空缺数回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

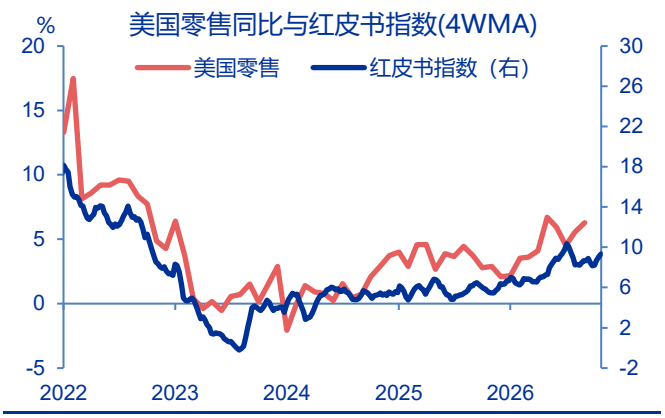
图表 103：美国州层面的失业压力不大



资料来源：美联储、申万宏源研究

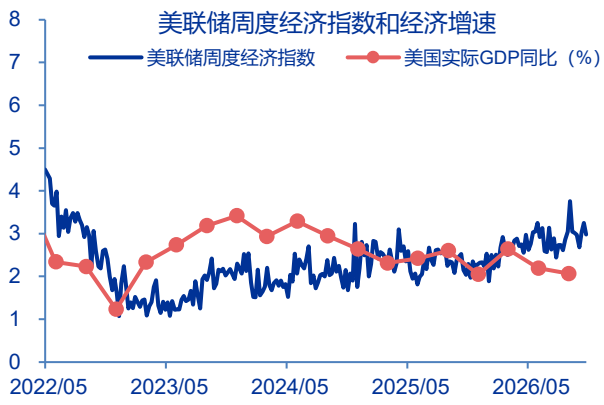
注：数据为美国各州中失业加速的州数统计

图表 104：美国红皮书零售指数回升



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 105：美国经济增速高频指标回升



资料来源：CEIC、申万宏源研究

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

三、全球宏观日历：关注美国 10 月非农就业

图表 106：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
11月	2 23:00 US 10月ISM制造业PMI	3 23:00 US 9月JOLT职位空缺	4 18:00 EU 10月CPI 21:15 US 美国10月ADP就业 23:00 US 10月ISM非制造业PMI	5 20:00 UK 英国央行利率决定	6 21:30 US 10月非农就业	7	8
	9 9:30 CN 10月CPI、PPI	10 待定 CN 10月贸易数据 21:30 US 10月CPI	11	12 15:00 UK 三季度GDP	13 21:30 US 10月PPI	14	15

资料来源：各国统计局，申万宏源研究

风险提示

1、美国金融条件超预期收紧。若美国利率、汇率及资产价格波动加大，居民和企业部门可能面临一定调整压力。

2、地缘政治冲突升级。美伊冲突尚未终结，地缘政治冲突可能加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。

3、美联储超预期转“鹰”。若美国通胀展现出更大韧性，可能会影响美联储未来降息节奏。

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

下载日志已记录，仅供内部参考

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

证券的投资评级

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）

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。客户应当认识到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，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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。本公司强烈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