

研究所

分析师:李起  
SAC 登记编号:S1340524110001  
Email:liqi2@cnpsec.com  
研究助理:高晓洁  
SAC 登记编号:S1340124020001  
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《假期国内消费平稳增长，海外风险事件频出》 - 2025. 10. 10

宏观观点

## 海外宏观周报：美国政府停摆延续，失业人数小幅上升

### ● 核心观点：

美国政府继续停摆，使得包括非农就业在内的多项关键数据未能如期公布，全国层面的失业金申领数据也尚未汇总披露，但除了夏威夷和马萨诸塞州外，其他州一级的失业金申领数据均已公布。结合各州数据测算，最新一周的申领失业金人数出现小幅上升。截至 10 月 4 日当周，初次申请失业金的人数从上周的 22.4 万人增加到了 23.5 万人；截至 9 月 27 日当周，持续领取失业金的人数则从 191.9 万人上升到了 192.7 万人。

虽然这些数据不包括联邦雇员，但在过去的停摆期间，由于经济影响可能外溢至非政府部门，申领人数往往会显著增加。以 2013 年 10 月为例，美国劳工部表示，那次政府停摆导致第一周内失业金申请数量增加了约 1.5 万人。当前失业人数的上升符合预期，但如果政府停摆继续下去，下周人数可能会进一步增加。

美股方面，上周五贸易不确定性升温带来剧烈回调，尤其是估值偏高的大型科技股跌幅居前。然而，当前科技股牛市与以往的泡沫时期存在显著差别：当前上涨主要由企业自身基本面增长驱动，那些表现最出色的龙头企业往往拥有极其强劲的资产负债表。此外，基于 PEG 等角度对比，当前大型科技公司的估值虽然偏高，但尚未达到历史上泡沫时期的水平，待政策不确定性被充分消化，中期仍有上涨空间。

### ● 风险提示：

若贸易摩擦持续升级，市场风险偏好下降，科技股估值或承压；企业盈利不及预期或出现龙头股财报失利，市场高估值逻辑可能被重新定价，触发阶段性调整。

## 目录

|                      |   |
|----------------------|---|
| 1 海外宏观数据跟踪.....      | 4 |
| 1.1 上周重要事件与数据跟踪..... | 4 |
| 1.2 本周重要数据与事件.....   | 5 |
| 2 美联储观点跟踪.....       | 7 |
| 3 风险提示.....          | 9 |

## 图表目录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 图表 1： 美国密歇根大学消费者信心指数.....            | 4 |
| 图表 2： 美国密歇根大学 1 年及 5 年通胀率预期（%） ..... | 4 |
| 图表 3： 本周重要数据与事件.....                 | 5 |
| 图表 4： 市场定价年内还有 2 次降息.....            | 8 |

## 1 海外宏观数据跟踪

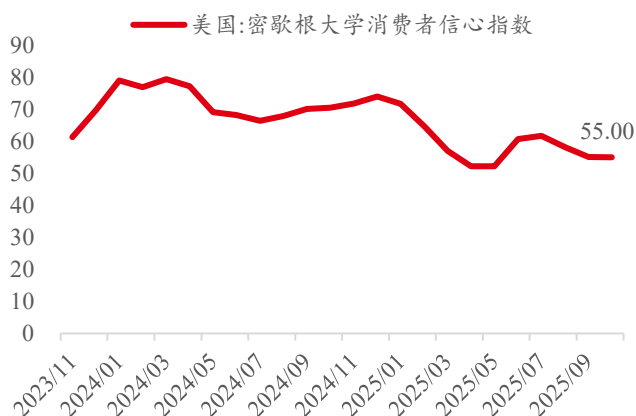
### 1.1 上周重要事件与数据跟踪

上周五美股大幅收跌，特朗普总统威胁对中国商品实施更高关税，引发市场恐慌。特朗普称，原定在 APEC 与中方领导人的会晤已无必要，并计划大幅提高关税。消息传出后，投资者迅速抛售风险资产，避险情绪升温。受此影响，周五道指重挫 878.82 点，跌幅 1.9%，收于 45,479.60 点，标普 500 指数下跌 2.71%，纳指暴跌 3.56%，在特朗普发表评论之前，盘中一度创下历史新高。科技股领跌，英伟达跌 5%、AMD 跌近 8%、特斯拉跌约 5%，市场风险偏好急剧下降。原油同步下跌，因关税前景打压需求预期。

北京时间周六上午，特朗普在一场采访中又表示会晤没有取消，并将截止时间设定为 11 月 1 日。

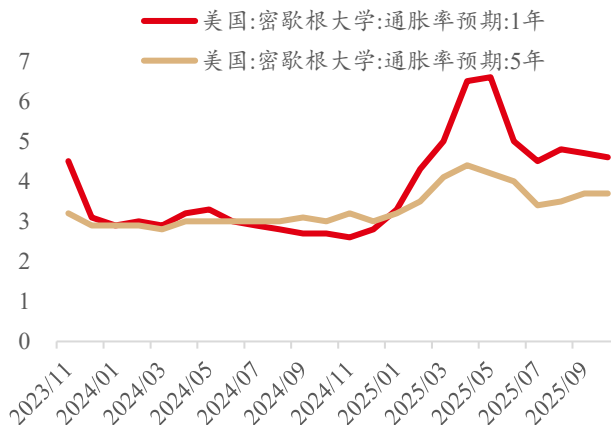
与此同时，美国政府继续停摆，国会依旧未能达成预算协议，联邦雇员开始被迫停薪休假。停摆使得包括非农就业在内的多项关键数据未能如期公布，市场不得不更依赖民间机构发布的经济数据。美国密歇根大学公布的数据显示，10 月美国消费者信心指数从 9 月的 55.1 小幅降低至 55，1 年通胀预期从 4.7% 小幅下降至 4.6%，5 年通胀预期维持 3.7% 不变。

图表1：美国密歇根大学消费者信心指数



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：美国密歇根大学 1 年及 5 年通胀率预期 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 1.2 本周重要数据与事件

图表3：本周重要数据与事件

| 时间               | 事件                                                | 数据                   | 前值     | 预测值  |
|------------------|---------------------------------------------------|----------------------|--------|------|
| 2025/10/13       | 世界银行和 IMF 举办 2025 年秋季年会，至 10 月 18 日，世界金融领导人将齐聚于此。 |                      |        |      |
| 2025/10/14 0:10  | 2026 年 FOMC 票委、费城联储主席保尔森发表讲话。                     |                      |        |      |
| 2025/10/14 14:00 |                                                   | 德国 9 月 CPI 月率终值      | 0.20%  |      |
| 2025/10/14 14:00 |                                                   | 英国 8 月三个月 ILO 失业率    | 4.70%  |      |
| 2025/10/14 14:00 |                                                   | 英国 9 月失业率            | 4.40%  |      |
| 2025/10/14 14:00 |                                                   | 英国 9 月失业金申请人数(万人)    | 1.74   |      |
| 2025/10/14 17:00 |                                                   | 德国 10 月 ZEW 经济景气指数   | 37.3   | 40.5 |
| 2025/10/14 17:00 |                                                   | 欧元区 10 月 ZEW 经济景气指数  | 26.1   |      |
| 2025/10/14 18:00 |                                                   | 美国 9 月 NFIB 小型企业信心指数 | 100.8  |      |
| 2025/10/14 20:45 | 美联储理事鲍曼发表讲话。                                      |                      |        |      |
| 2025/10/14 21:00 | IMF 公布《全球经济展望报告》。                                 |                      |        |      |
| 2025/10/14 23:30 | 美联储主席鲍威尔在全美商业经济协会举办的活动上发表讲话。                      |                      |        |      |
| 2025/10/14       | 美国总统特朗普与阿根廷总统米莱会晤。                                |                      |        |      |
| 2025/10/14       | 日本央行行长植田和男于 10 月 14 日至 19 日访问美国。                  |                      |        |      |
| 2025/10/15 1:00  | 英国央行行长贝利在国际金融协会 (IIF) 年会上发表讲话。                    |                      |        |      |
| 2025/10/15 3:25  | 美联储理事沃勒在国际金融协会举办的关于支付的小组活动上发表讲话。                  |                      |        |      |
| 2025/10/15 3:30  | 2025 年 FOMC 票委、波士顿联储主席柯林斯发表讲话。                    |                      |        |      |
| 2025/10/15 14:45 |                                                   | 法国 9 月 CPI 月率终值      | -1.00% |      |
| 2025/10/15 17:00 |                                                   | 欧元区 8 月工业产出月率        | 0.30%  |      |
| 2025/10/15 20:30 |                                                   | 美国 10 月纽约联储制造业指数     | -8.7   | 0    |
| 2025/10/16 0:30  | 美联储理事米兰在野村研究论坛上发表讲话。                              |                      |        |      |
| 2025/10/16 2:00  | 美联储公布经济状况褐皮书。                                     |                      |        |      |
| 2025/10/16 2:00  | 欧洲央行行长拉加德参加国际货币基金组织关于全球经济的辩论。                     |                      |        |      |
| 2025/10/16 14:00 |                                                   | 英国 8 月三个月 GDP 月率     | 0.20%  |      |

|                  |                                 |         |       |
|------------------|---------------------------------|---------|-------|
| 2025/10/16 14:00 | 英国 8 月制造业产出月率                   | -1.30%  |       |
| 2025/10/16 14:00 | 英国 8 月季调后商品贸易帐(亿英镑)             | -222.44 |       |
| 2025/10/16 14:00 | 英国 8 月工业产出月率                    | -0.90%  |       |
| 2025/10/16 17:00 | 欧元区 8 月季调后贸易帐(亿欧元)              | 53      |       |
| 2025/10/16 20:30 | 美国 9 月零售销售月率                    | 0.60%   | 0.40% |
| 2025/10/16 20:30 | 美国 9 月 PPI 年率                   | 2.60%   |       |
| 2025/10/16 20:30 | 美国 9 月 PPI 月率                   | -0.10%  | 0.30% |
| 2025/10/16 20:30 | 美国 10 月费城联储制造业指数                | 23.2    | 7     |
| 2025/10/16 21:00 | 美联储理事沃勒发表讲话。                    |         |       |
| 2025/10/16 22:00 | 美国 10 月 NAHB 房产市场指数             | 32      |       |
| 2025/10/16 22:00 | 美国 8 月商业库存月率                    | 0.20%   | 0.20% |
| 2025/10/16       | 美国至 10 月 11 日当周初请失业金人数(万人)      |         |       |
| 2025/10/17 0:00  | 2025 年 FOMC 票委和央行行长新闻发布会。       |         |       |
|                  | 加拿大央行行长麦克勒姆在彼得森国际经济研究所发表讲话。     |         |       |
| 2025/10/17 1:30  |                                 |         |       |
| 2025/10/17 17:00 | 欧元区 9 月 CPI 年率终值                | 2.20%   | 2.20% |
| 2025/10/17 17:00 | 欧元区 9 月 CPI 月率终值                | 0.10%   |       |
| 2025/10/17 20:30 | 美国 9 月新屋开工总数年化(万户)              | 130.7   | 131   |
| 2025/10/17 20:30 | 美国 9 月营建许可总数(万户)                | 133     | 134.3 |
| 2025/10/17 20:30 | 美国 9 月进口物价指数月率                  | 0.30%   | 0.10% |
| 2025/10/17 21:15 | 美国 9 月工业产出月率                    | 0.10%   | 0.1%  |
| 2025/10/18 0:15  | 2025 年 FOMC 票委、圣路易联储主席穆萨莱姆发表讲话。 |         |       |
| 2025/10/18 21:00 | 英国央行行长贝利发表讲话。                   |         |       |

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

## 2 美联储观点跟踪

### 1. 2025 年 FOMC 票委、堪萨斯联储主席施密德：

施密德表示，尽管 9 月降息决定属“风险管理的适度举措”，但他对进一步降息持保留态度，强调当前更应关注高通胀风险。其认为美国服务业通胀近月稳定在约 3.5%，约八成价格类别仍在上涨，显示通胀广泛性增强。他认为，当前政策立场“略具限制性”，但仍处合理区间，不宜过快放松。

### 2. 美联储理事米兰：

米兰表示，美国债券市场的平稳表现表明市场支持迅速降息。他指出，去年债市对加息的反应印证了其“当时利率应更高”的判断，而今年的平静走势同样表明“现在应更快降息”。他主张在通胀回落与经济动能放缓的背景下，美联储应采取更激进的宽松政策。此外，米兰认为尽管因预算争执导致政府关门，美国经济数据依然是“黄金标准”，公众不应因政治因素质疑政府统计数据的真实性。

### 3. 纽约联储主席威廉姆斯：

威廉姆斯表示，鉴于劳动力市场存在进一步放缓的风险，他支持年内继续降息，但认为当前并无衰退迹象。威廉姆斯指出，若未来数据与其预期一致——通胀小幅回升至约 3%、失业率温和上升——政策路径将按计划逐步下调利率。他强调，美联储当前策略具紧缩性，有助于稳步将通胀压向 2% 的目标，但在应对就业降温时仍需保持平衡。他还强调了美联储独立性的重要性，反对政治干预货币政策。

### 4. 美联储理事巴尔：

巴尔表示，美国通胀压力可能持续至 2027 年，主要源于近期关税上升。他指出，当前货币政策决策处于最困难时期，需在稳物价与保就业间谨慎权衡。巴尔称，美联储应在 10 月底会议前保持观望，以获取更多数据。他警告，关税导致的价格上涨正加深通胀预期，可能引发持续性物价压力，并形成类似 2021 年的通胀循环。

### 5. 美联储理事沃勒：

沃勒表示，私人机构数据显示美国就业市场疲软，支持进一步降息，但应以谨慎的每次 25 个基点幅度推进。他指出，ADP 等数据均显示就业收缩，而经济增长却有所回升，二者背离意味着政策需灵活应对。若就业未改善，通胀回升风险有限，因此不担心工资—物价螺旋。他强调，美联储应边走边看，避免过度降息带来误判。

### 6. 2025 年 FOMC 票委、圣路易斯联储主席穆萨莱姆：

穆萨莱姆表示，若劳动力市场继续走弱，他对进一步降息持开放态度，但强调通胀仍明显高于 2% 目标，宽松空间有限，需谨慎操作。他认为货币政策目前介于“略紧至中性”之间，金融环境总体宽松。

图表4：市场定价年内还有 2 次降息

|              | CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|--------------|-------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 175-200                                               | 200-225 | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 |
| 2025/10/29   |                                                       |         |         |         | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 98.3%   | 1.7%    |
| 2025/12/10   | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 91.7%   | 8.1%    | 0.1%    |
| 2026/1/28    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 44.7%   | 51.0%   | 4.2%    | 0.1%    |
| 2026/3/18    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 21.1%   | 47.7%   | 29.0%   | 2.3%    | 0.0%    |
| 2026/4/29    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 5.7%    | 28.2%   | 42.6%   | 21.8%   | 1.7%    | 0.0%    |
| 2026/6/17    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 3.3%    | 18.7%   | 36.6%   | 30.6%   | 10.1%   | 0.7%    | 0.0%    |
| 2026/7/29    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 1.1%    | 8.2%    | 24.4%   | 34.6%   | 24.0%   | 7.1%    | 0.5%    | 0.0%    |
| 2026/9/16    | 0.0%                                                  | 0.4%    | 3.5%    | 13.8%   | 28.0%   | 31.0%   | 18.2%   | 4.8%    | 0.3%    | 0.0%    |
| 2026/10/28   | 0.1%                                                  | 0.9%    | 5.1%    | 16.0%   | 28.4%   | 29.0%   | 16.1%   | 4.1%    | 0.3%    | 0.0%    |
| 2026/12/9    | 0.2%                                                  | 1.5%    | 6.8%    | 17.9%   | 28.5%   | 27.0%   | 14.3%   | 3.5%    | 0.2%    | 0.0%    |
| 2027/1/27    | 0.2%                                                  | 1.8%    | 7.3%    | 18.4%   | 28.5%   | 26.4%   | 13.8%   | 3.4%    | 0.2%    | 0.0%    |
| 2027/3/17    | 0.3%                                                  | 1.9%    | 7.6%    | 18.7%   | 28.4%   | 26.1%   | 13.5%   | 3.3%    | 0.2%    | 0.0%    |
| 2027/4/28    | 0.3%                                                  | 1.7%    | 7.0%    | 17.5%   | 27.4%   | 26.3%   | 14.8%   | 4.4%    | 0.5%    | 0.0%    |
| 2027/6/9     | 0.2%                                                  | 1.6%    | 6.7%    | 16.8%   | 26.7%   | 26.4%   | 15.6%   | 5.0%    | 0.8%    | 0.1%    |
| 2027/7/28    | 0.2%                                                  | 1.4%    | 5.8%    | 15.0%   | 25.0%   | 26.5%   | 17.5%   | 6.9%    | 1.5%    | 0.2%    |
| 2027/9/15    | 0.2%                                                  | 1.4%    | 5.8%    | 15.0%   | 25.0%   | 26.5%   | 17.5%   | 6.9%    | 1.5%    | 0.2%    |

资料来源：fed watch，中邮证券研究所



### 3 风险提示

若贸易摩擦持续升级，市场风险偏好下降，科技股估值或承压；企业盈利不及预期或出现龙头股财报失利，市场高估值逻辑可能被重新定价，触发阶段性调整。

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                | 类型    | 评级   | 说明                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                       | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                       | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下      |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括: 证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

### 上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

### 深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048