

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

《海外宏观周报：美国 GDP 上修，经济韧性仍存》 - 2025.10.06

宏观观点

海外宏观周报：美国消费与就业分化，美元短期企稳

● 核心观点：

当前美国经济呈现出“消费强劲+就业市场疲软”的非典型组合，出现这一现象的内在原因是美国企业吸收了大量的关税冲击后并未大幅涨价，从而稳定了居民购买力，但同时企业为了应对抬升的成本也在降本增效，这导致了就业市场的疲软。相比之下，2021 年企业同样面临成本攀升与供应瓶颈，但当时需求旺盛、通胀预期上升，为企业提供了涨价空间。企业通过提价成功对冲了部分成本上升，并在扩充产能与增加雇佣的同时实现利润增长。但今年以来企业定价能力弱化，成本冲击更多被企业内部吸收，涨价幅度远小于成本抬升幅度，企业投资与用工扩张动力减弱。

整体来看，除就业数据以外，美国经济仍展现出相对韧性。在美国经济尚能维持温和扩张、而欧洲经济持续疲弱、日本新任自民党总裁高市早苗释放宽松政策倾向的背景下，美元指数短期走势可能出现阶段性企稳，并存在反弹的可能。

● 风险提示：

美国企业将成本压力大幅向消费终端传导，导致通胀上行、消费走弱；高市早苗政府上台后政策倾向转变或受制于国会分歧，美元企稳逻辑受到削弱。

目录

1 假期海外热点回顾.....	4
1.1 美国政府停摆，重要数据推迟发布	4
1.2 日本政坛更迭：高市早苗将成为日本首位女首相	4
1.3 科技板块波动：AI 订单支撑美股.....	5
2 假期海外经济数据.....	5
3 假期海外市场表现.....	7
3.1 股票市场表现.....	7
3.2 债券市场表现.....	7
3.3 汇率市场表现.....	8
3.4 大宗商品市场表现.....	9
4 风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 美国 ISM 服务业 PMI 不及预期.....	6
图表 2: 美国初请失业金人数 (万人)	6
图表 3: 美国续请失业金人数 (万人)	6
图表 4: 美国 FHFA 房价指数持续走低 (%)	6
图表 5: 国庆假期全球市场普遍走强, 日经涨幅领跑	7
图表 6: 美债收益率维持稳定 (%)	8
图表 7: 美元指数小幅上涨	8
图表 8: 离岸人民币小幅贬值	8
图表 9: 油价低位震荡	9
图表 10: 铜价、金价大幅上涨	9

1 假期海外热点回顾

1.1 美国政府停摆，重要数据推迟发布

由于共和党与民主党未能就维持联邦政府资金供应达成一致，美国政府在上周二部分停摆，这是自 2018 年以来美国首次经历政府关门。公共服务受到严重影响，9 月非农数据将推迟公布。国会预算办公室预计，此次停摆或将导致 75 万名工人被迫休假，每天的成本约为 4 亿美元，并可能给美国经济造成数十亿美元的产出损失。

回顾上次政府停摆期间(2018 年 12 月至 2019 年 1 月，特朗普第一届任期内)，美国经济损失约 110 亿美元，其中约 30 亿美元的产出无法在政府重新运转后恢复。本次政府关门对商业活动的影响尚不确定，其程度取决于关门持续时间和政府做出的决定。受此影响，包括非农就业在内的一系列数据将延迟发布，在官方统计暂缺的情况下，政策制定者与投资者需更多依赖私营部门数据及联储地区分行的调查信息评估劳动力市场状况。

1.2 日本政坛更迭：高市早苗将成为日本首位女首相

10 月 4 日日本自民党党魁选举中，高市早苗击败小泉进次郎，成功当选新一任自民党总裁，若本月国会投票顺利，她将成为日本首位女性首相。高市早苗在竞选中高呼“日本回来了”的口号，被视为前首相安倍晋三政策路线的继承者。她上任后或将扩大财政支出，并在外交与国防上采取更为强硬的立场。“安倍经济学”式的财政扩张和宽松政策可能削弱日元、提振股市，并推高长期国债收益率。

在“高市交易”预期下，日经 225 指数周一上涨 4.8%，东证指数上扬 3.1%，创历史新高。日元兑美元贬值了 2%，突破 150 关口，两年期国债收益率下跌 0.05 个百分点，而长期国债遭到大幅抛售，30 年期国债收益率上升 0.12 个百分点至 3.28%。受高市早苗上台后军费开支增加预期影响，防务板块大幅上涨，三菱重工上涨约 11%。日本后续若与美国在国防安全方面建立更紧密的联盟关系，国防、船

舶、核电等领域有望受益。与此同时，市场认为高市可能推迟日本央行加息进程，金融股承压，银行集团 Resona 下跌 1.8%。

1.3 科技板块波动：AI 订单支撑美股

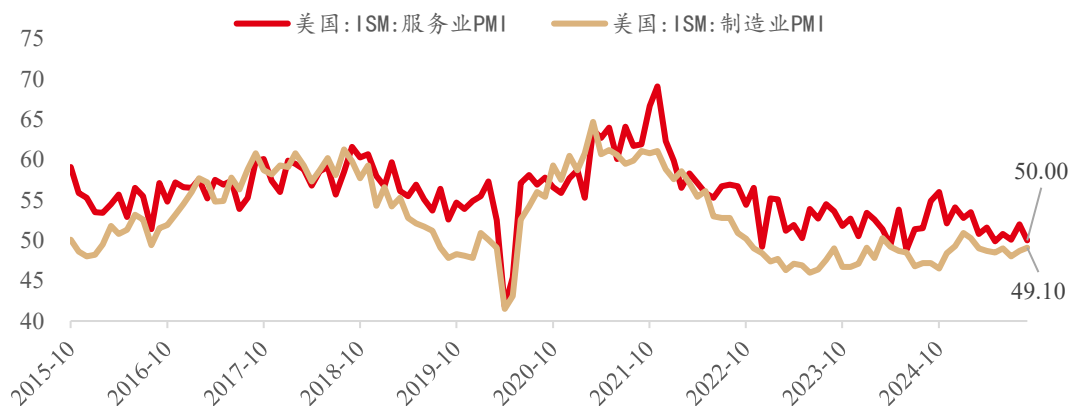
在假期前，英伟达宣布计划向 OpenAI 投资 1000 亿美元，并达成部署 10GW 的数据中心远期协议。10 月 6 日 OpenAI 再度宣布与 AMD 达成数百亿美元的芯片订单，同时 AMD 向 OpenAI 发行认股权证，在 AMD 实现特定股价目标且 OpenAI 部署其芯片后，允许 OpenAI 在一段时间内以 0.01 美元的行权价认购多达 1.6 亿股 AMD 股票（约占公司的 10% 股份）。消息公布后，AMD 股价涨幅达到 24%，收于 203.71 美元。

OpenAI 今年已签署了约 1 万亿美元的合作，用于购买运行其 AI 模型的计算能力。有投资者认为 AI 基础设施投资正成为引领美股上涨和美国经济增长的重要动能，若 AI 核心企业的盈利增长未能与高企的资本支出相匹配，无疑会加剧对人工智能泡沫的担忧。

2 假期海外经济数据

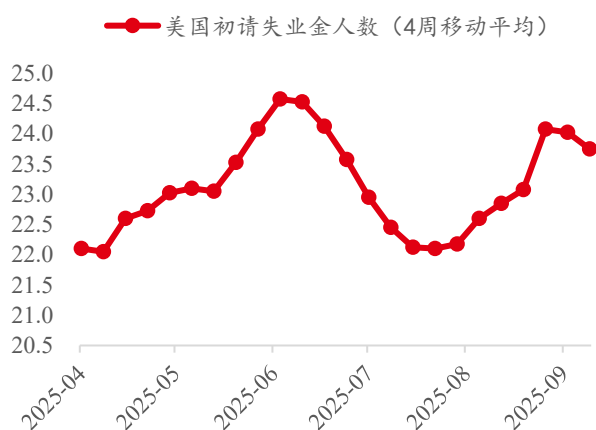
假期美国公布多项经济数据，整体呈现软着陆态势。当周初请失业金人数及续请失业金人数延续下滑趋势，最新公布的 9 月 20 日当周初请失业金人数录得 21.8 万人，9 月 13 日当周续请失业金人数录得 192.6 万人。9 月美国 ISM 服务业 PMI 为 50，预期为 51.7，较上月的 52 相比有所降温，制造业 PMI 上升至 49.1。FHFA 房价环比增速自 2024 年 2 月高位后持续降温，2025 年 4 月后已连续四个月录得负增长数据，最新公布的 7 月数据环比下滑 0.11%，在通胀不确定性仍存、信贷成本尚处高位的情况下，居民对于购置房产更为谨慎，削弱了房市需求。

图表1：美国 ISM 服务业 PMI 不及预期



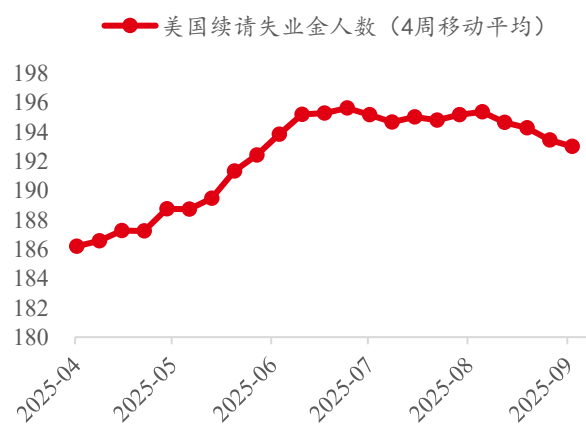
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：美国初请失业金人数（万人）



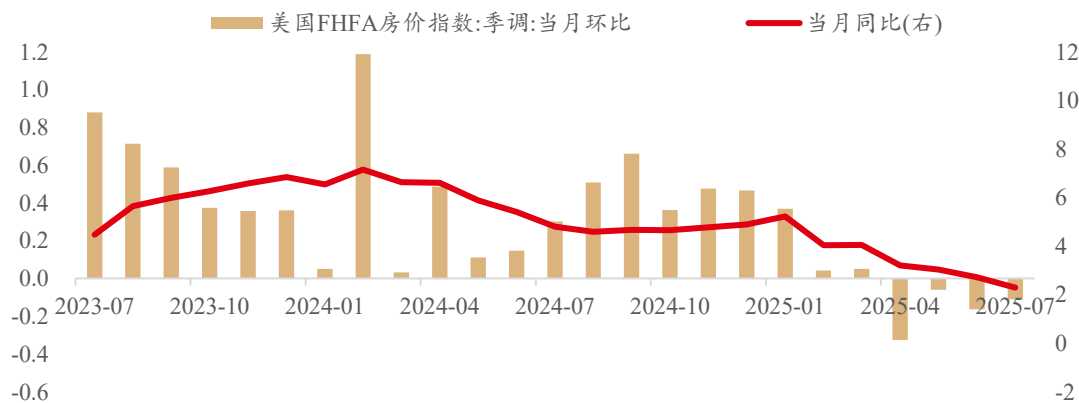
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：美国续请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：美国 FHFA 房价指数持续走低（%）



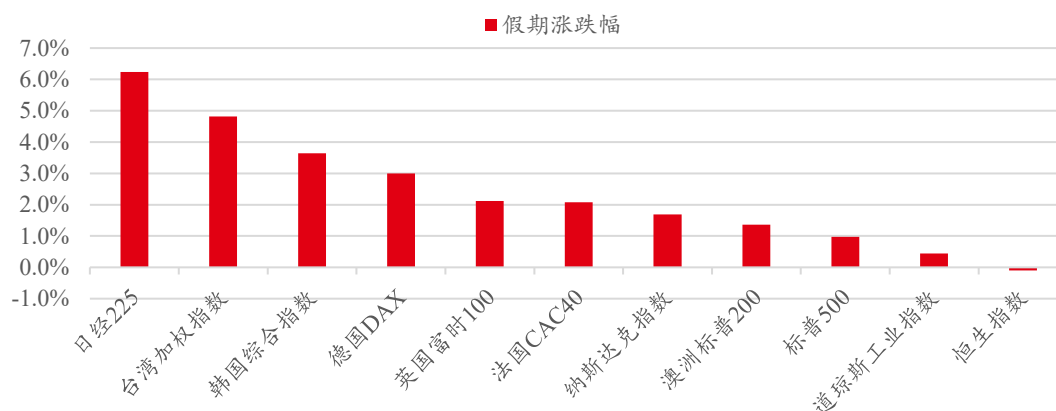
资料来源：iFind，中邮证券研究所

3 假期海外市场表现

3.1 股票市场表现

假期期间,全球主要指数普遍上涨。10月1日至8日,纳斯达克指数上涨1.69%,道琼斯工业指数上涨0.44%,标普500上涨0.98%;法国CAC40上涨2.08%,德国DAX上涨3.00%,英国富时100上涨2.12%;亚太市场方面,韩国综合指数上涨3.64%,日经225上涨6.24%,恒生指数下跌0.10%。

图表5: 国庆假期全球市场普遍走强, 日经涨幅领跑

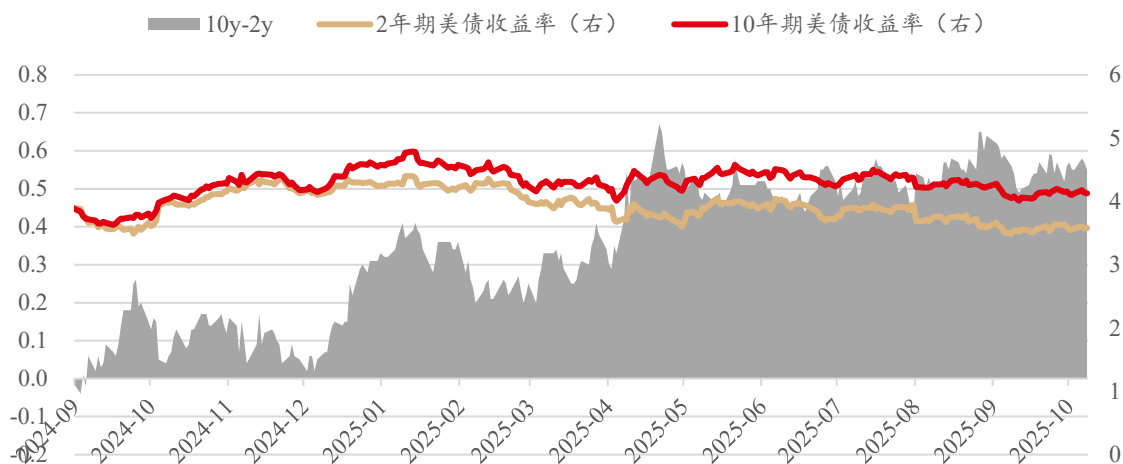


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

3.2 债券市场表现

尽管受美国政府停摆影响,假期内债市出现波动,但幅度不大。截至10月8日,假期2年期美国国债收益率小幅下滑0.02%,5年期美国国债收益率小幅下滑0.02%,10年期美国国债收益率小幅下滑0.03%。

图表6：美债收益率维持稳定（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.3 汇率市场表现

受日本政坛更迭影响，假期内汇率市场出现波动。市场押注日本将放缓加息节奏，日元贬值预期加强，美元指数上涨 1.07%。离岸人民币总体维持稳定，小幅贬值 0.32%。

图表7：美元指数小幅上涨



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：离岸人民币小幅贬值

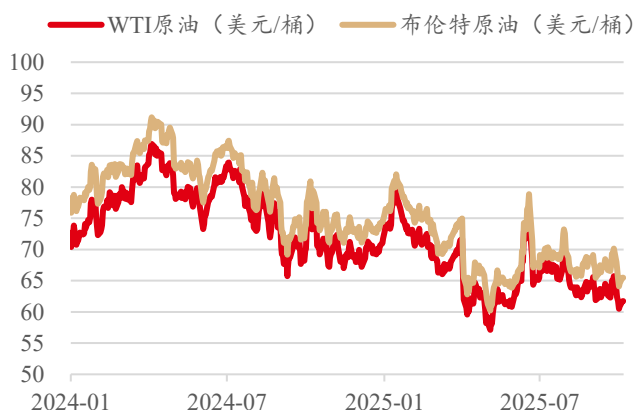


资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.4 大宗商品市场表现

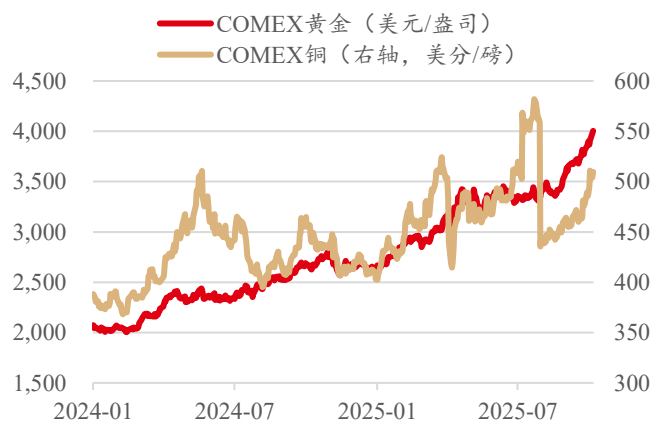
假期内大宗商品涨跌互现。油价变化不大，WTI 原油和布伦特原油价格分别上涨 0.29%、下跌 1.15%。铜价上涨 4.90%，黄金价格强势上涨 5.09%，突破 4000 美元关口。

图表9：油价低位震荡



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表10：铜价、金价大幅上涨



资料来源：iFind，中邮证券研究所

4 风险提示

美国企业将成本压力大幅向消费终端传导，导致通胀上行、消费走弱；高市早苗政府上台后政策倾向转变或受制于国会分歧，美元企稳逻辑受到削弱。

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： 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。 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