

宏观点评 20251007

国庆假期海外市场回顾

2025 年 10 月 07 日

■ **核心观点：**国庆假期，海外市场由美国政府停摆和日本高市早苗当选自民党总裁两大事件主导。联邦政府停摆期间，避险情绪升温，同时非农就业等重要经济数据暂停发布，市场交易“没消息就是没消息”，对美联储“盲降利率”的预期升温，叠加高市早苗胜选带来的日本“宽财政+宽货币”预期，共同带动黄金和比特币续创历史新高。向前看，全球政治右翼化与宽财政、宽货币趋势意味着地缘摩擦更大的不确定性，全球政府债务更大的不可持续性，经济从软着陆走向温和过热的概率加大。就市场策略而言，短期美股风险偏好料因政府关门持续走弱，中期在右翼+财政和货币双宽松带来的地缘风险+经济过热+法定货币信用走弱的宏观环境组合下，大类资产表现预计金>铜>股。

■ **大类资产：**比特币与黄金再创历史新高，美股连续上涨，全球股市普涨，表现为典型的“宽财政+宽货币”交易。国庆假期前后（9月29日至10月6日），全球大类资产的表现体现为典型的“宽财政+宽货币”组合交易：比特币与黄金为首的大宗商品领涨，全球股市普涨，美债利率震荡，美元指数上涨、欧元与日元下跌。其中，美国政府陷入停摆并引致美国重要数据暂缓发布、高市早苗胜选日本自民党总裁是两大主要驱动事件。具体来看，10月1日，美国联邦政府因未按时通过临时支出法案而停摆，且停摆时间预计将比市场预期更长，避险情绪令黄金和比特币上涨；与此同时，因政府停摆期间9月非农数据暂停发布、9月CPI数据可能继续延后发布，市场对于10月FOMC会议美联储“盲降息”的预期升温；10月4日，高市早苗当选日本自民党总裁，其宽财政和较为温和的宽货币主张进一步推升全球财政宽松预期，黄金与比特币继续大涨，二者分别突破3960美元/盎司、15万美元关口，创下历史新高，伦铜则创下2024年6月以来新高。权益资产方面，美股风险情绪暂未受到政府停摆风险的冲击，而是更多交易经济数据缺席所体现的“没消息就是没消息”，在科技和医药股的领涨下，标普500和纳斯达克指数均创下历史新高，标普500指数录得7连涨；受益于高市早苗胜选的宽财政和宽货币预期，国庆假期（9月29日至10月6日）日经225指数上涨6.4%，创下历史新高。

■ **海外经济：**美国非农就业数据暂缓发布，ADP就业再度负增长，ISM制造业和服务业指数表现分化。因美国联邦政府自10月1日起停摆，由BLS、BEA、US Census等政府机构发布的美国经济数据暂停发布，迄今已受到影响的数据包括9月美国非农就业、首申失业金、8月工厂订单、建筑开支等数据，而美联储、私营部门发布的数据则不受影响。国庆假期前后，美国公布的职位空缺、ADP就业数据以及PMI、消费者信心等景气数据喜忧参半。景气指数方面，9月美国ISM制造业和服务业PMI分化：ISM制造业PMI改善至49.1，预期49，前值48.7，其中新订单、新出口订单指数显著收缩，生产指数则是环比最大增项，主要来自上月新订单的增长；服务业PMI降至50，预期51.7，前值52，其中商业活动、新订单、库存指数均显著收缩。从ISM报告中调查者评论来看，关税对需求、资本开支和企业成本的压力在9月突显。此外，9月美国咨商会消费者信心指数意外降至94.2，预期96，其中现状和预期指数均下跌。就业数据方面，9月30日公布的职位空缺数基本符合预期，较前值小幅抬升；但10月1日公布的ADP私营就业数据环比减少3.2万，大幅不及预期的增长5.1万，前值由5.4万下修至-0.3万。分行业看，教育医保就业环比+3.3万，仍是就业增长的主要贡献项，而除自然资源、信息技术、教育医保外的其余7大类行业就业均录得负增长。由于非农就业数据的缺席，作为私营就业数据的补充，Revelio Labs从美国在线就业数据中统计的美国9月非农（政府+私营部门）就业+6.1万，其中就业增长主要来自教育医保和零售业。值得注意的是，从相关性来看，ADP私营就业与Revelio Labs就业与非农就业数据的相关性并不算高， R^2 均在55%左右。此外，芝加哥联储根据实时数据测算的数据预计9月美国失业率为4.34%，8月前值为4.32%。

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《9月以来基建实物工作量边际回暖》

2025-09-29

《国庆假期海外市场前瞻》

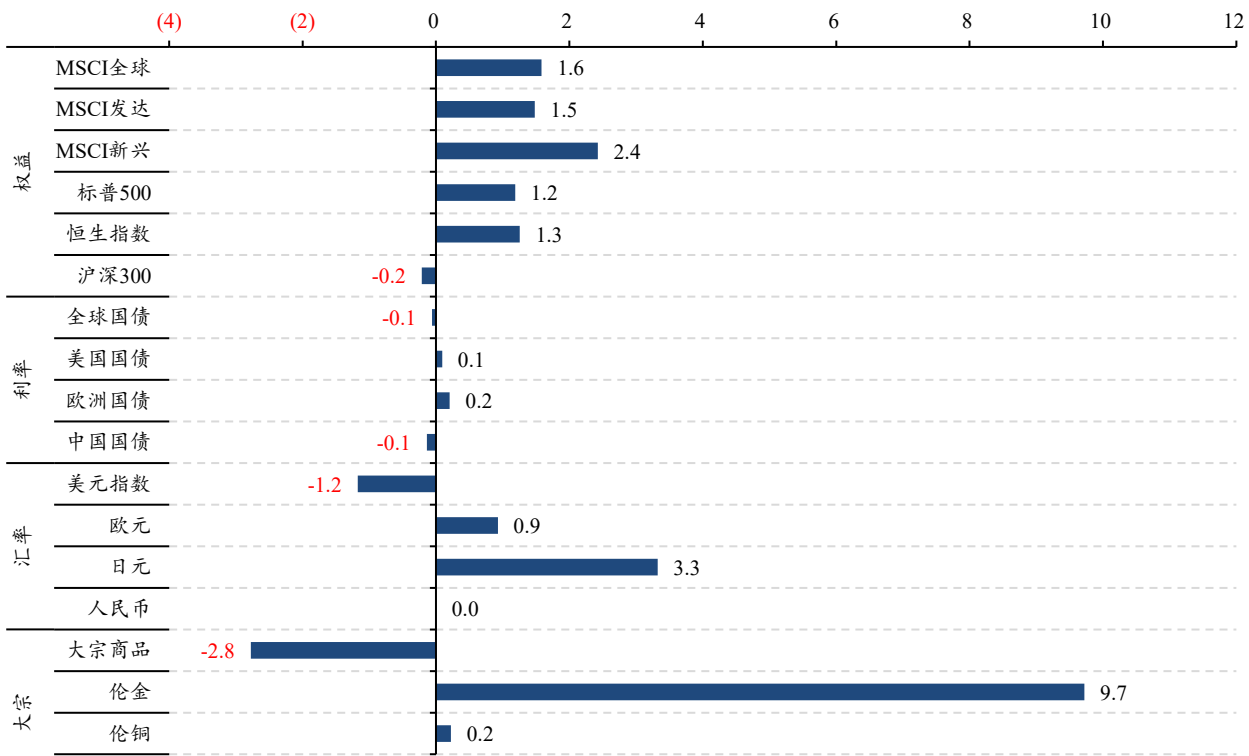
2025-09-28

■ **美国政治：联邦政府再度停摆，持续时间较市场预期或更长，经济数据发布时间延后。**美东时间 2025 年 10 月 1 日，因临时支出法案未能在参议院通过，美国联邦政府正式进入关门状态。具体来看，本次联邦政府“停摆”源于两党在医保支出上的分歧：共和党主张通过约 1.5 万亿美元，不含医保补贴的短期拨款，以维持政府运转至 11 月 21 日，并将医保补贴等争议留至 12 月进行协商；而民主党则坚持将延长《平价医疗法案》(ACA) 补贴相关条款纳入法案。停摆期间，两党曾于 10 月 3 日在参议院再度就支出法案进行表决，但仍未能通过，双方谈判陷入僵局。从影响来看，**①联邦政府停摆对经济的负面作用较为有限：**以上次政府停摆（2018 年 12 月 22 日至 2019 年 1 月 25 日）为例，CBO 的研究显示停摆令美国实际 GDP 减少约 0.1%-0.2%，但这一损失在政府恢复运作后大部分得到回补。**②特朗普正利用政府停摆推进裁员计划：**国会预算办公室 (OMB) 表示，本次政府关门预计将临时解雇约 75 万人。而特朗普已经指示 OMB 向各个联邦机构发出备忘录，要求将部分符合条件雇员由“临时解雇”转向“永久裁员”。尽管该指示暂不具备强制效力且涉及人数未知，但若特朗普能借本次停摆推进其政府裁员计划，则仍将给美国劳动力市场带来额外压力。**③政府停摆的负面影响同样体现在经济数据发布的延后：**受停摆影响，BLS 宣布原定于 10 月 3 日公布的 9 月非农就业数据将延期发布，具体发布时间待定。截至最新合约交易网站 Kalshi 预测本轮联邦政府停摆将持续约 18 天，Polymarekt 预测停摆持续至 10 月 15 日及以后的概率为 68%。因此 BLS 原定于 10 月 15 日公布 9 月 CPI 数据也将大概率面临延期。非农就业与 CPI 作为对美联储货币政策决议起决定性作用的关键数据，其延期发布令市场短期内陷入“无消息”状态。但市场对“无消息”的理解偏中性，既未当作“好消息”也未当作“坏消息”进行交易。10 月 1 日以来，联邦基金期货交易员预期全年降息次数由 1.89 次减少至 1.82 次，变化幅度较小。

■ **日本政治：高市早苗胜选自民党总裁，日央行未来加息进程或延后。**当地时间 10 月 4 日，高市早苗在日本执政党自民党总裁选举中胜出，成为自民党新总裁。预计其将在 10 月 15 日的新首相指名选举中正式接任石破茂，成为日本历史上首位女性首相。高市早苗作为较为典型的右翼保守主义人物，其在政策上主张对华强硬并希望进一步强化日美安全同盟。同时在关税问题上，高市早苗表示将尊重前任石破茂与美国已经达成的一些谈判协议。由于此前小泉进次郎在民调中处于领先，因此本次高市早苗的胜选一度引起了市场波动：**高市早苗在经济政策理念上主张宽财政与宽货币，一定程度上为安倍经济学的延续，**这使得日经 225 指数一度涨超 4%，日元对美元汇率大幅走弱至 150 水平附近；此外，对未来财政再度扩张后可持续性的担忧也推动日本长期国债利率大幅走高。但由于自民党目前在国会需要与公明党组成执政联盟，因此高市早苗在政策上显示出了温和保守的态度，以获得盟友支持。**早苗经济学也在几点上有别于安倍经济学。**具体来看，其承诺“更加负责的”财政扩张政策，并表示政府将与日本央行更加密切地协调与联系。高市早苗认为当前日本的通胀主要是受成本上行带来的“输入性通胀”驱动，而非由需求过热或经济增长引起，因此过早加息将存在阻碍经济复苏的风险。**市场普遍认为高市早苗在货币政策上的立场或令日央行未来加息进程进一步延后。**截至最新交易员预期 10 月日央行加息概率已降至 20.8%，今年年内加息概率仅为 58.6%，到明年 6 月加息 1.49 次。

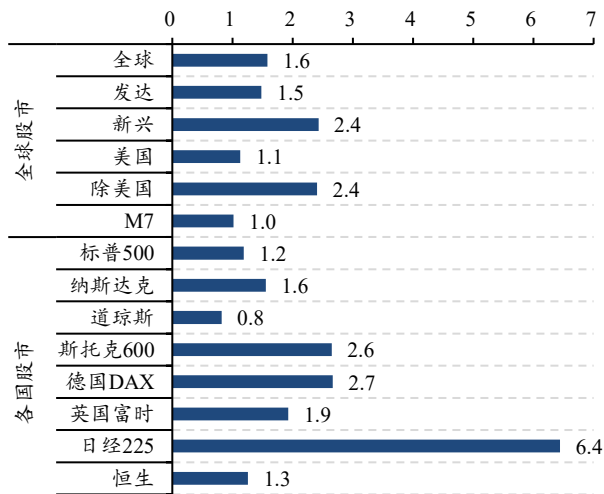
■ **风险提示：**美国政府停摆时长超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：国庆假期全球大类资产回报率



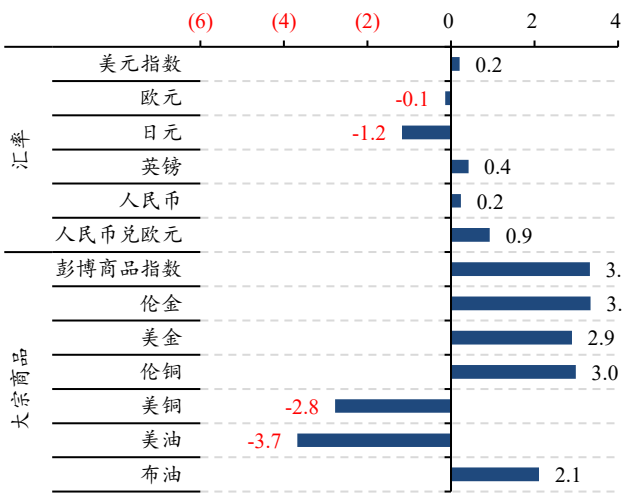
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%，利率为彭博美债指数，汇率为对美元升值幅度；统计区间为 2025 年 9 月 29 日至 10 月 6 日

图2：国庆假期全球股市回报率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%，统计区间为 2025 年 9 月 29 日至 10 月 6 日

图3：国庆假期汇率与大宗商品回报率



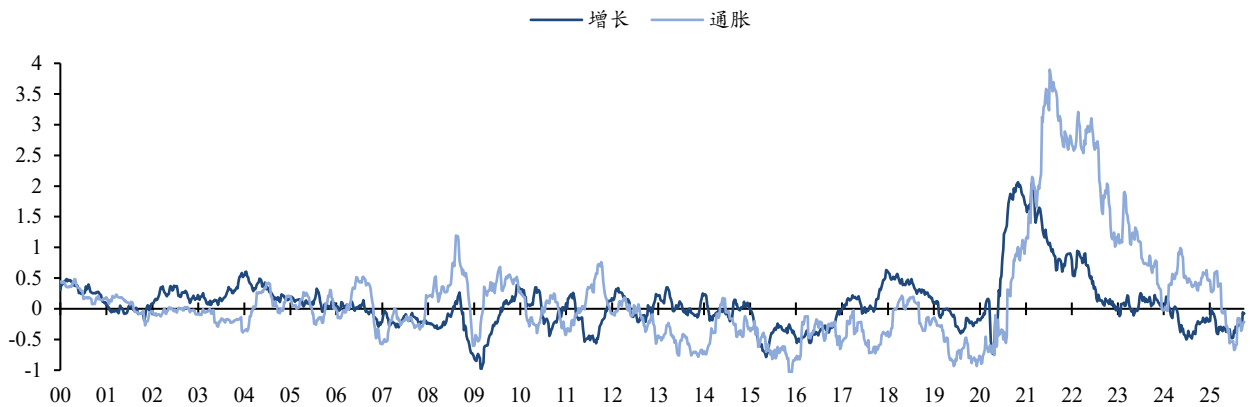
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%，统计区间为 2025 年 9 月 29 日至 10 月 6 日

图4：10年、2年美债利率与利差



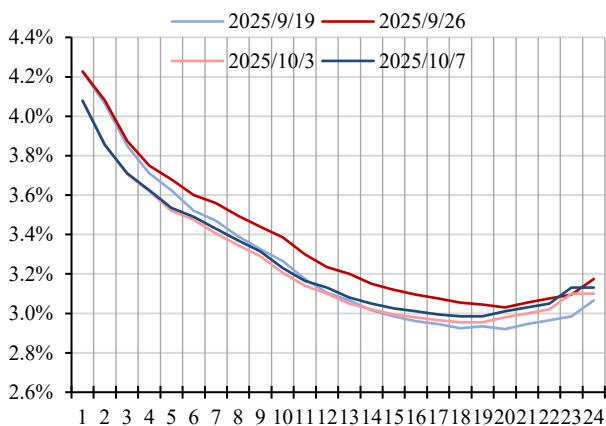
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为年份后两位，下同；纵轴单位%

图5：美国经济意外指数增长与通胀分项



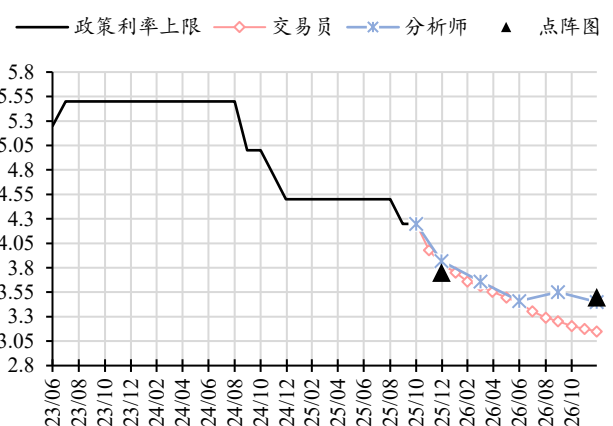
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图6：联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



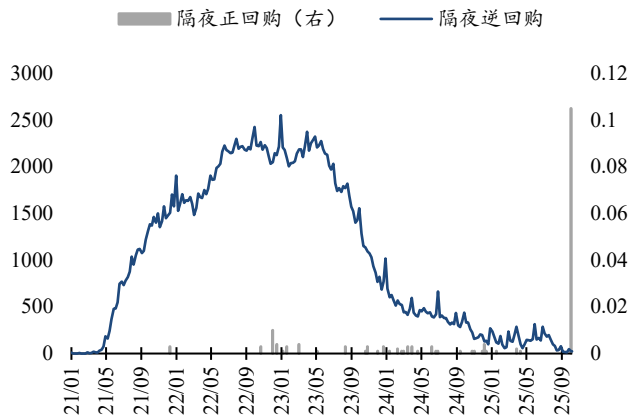
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图7：各方对美国政策利率路径预测



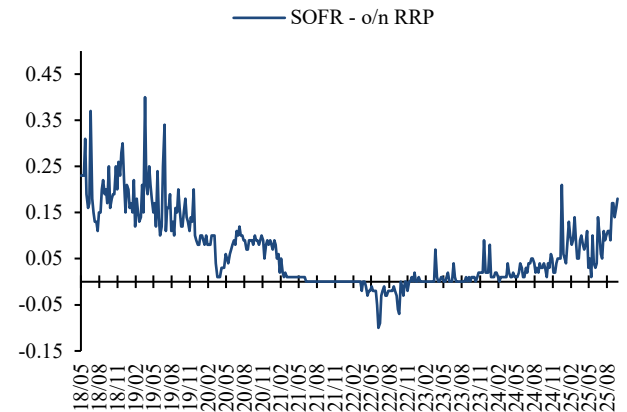
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图8：纽约联储每日回购情况



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位十亿美元

图9：美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



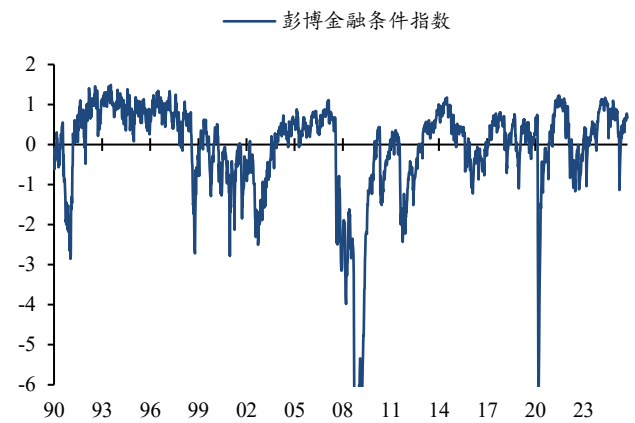
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位 bps

图10：主要货币互换掉期点差



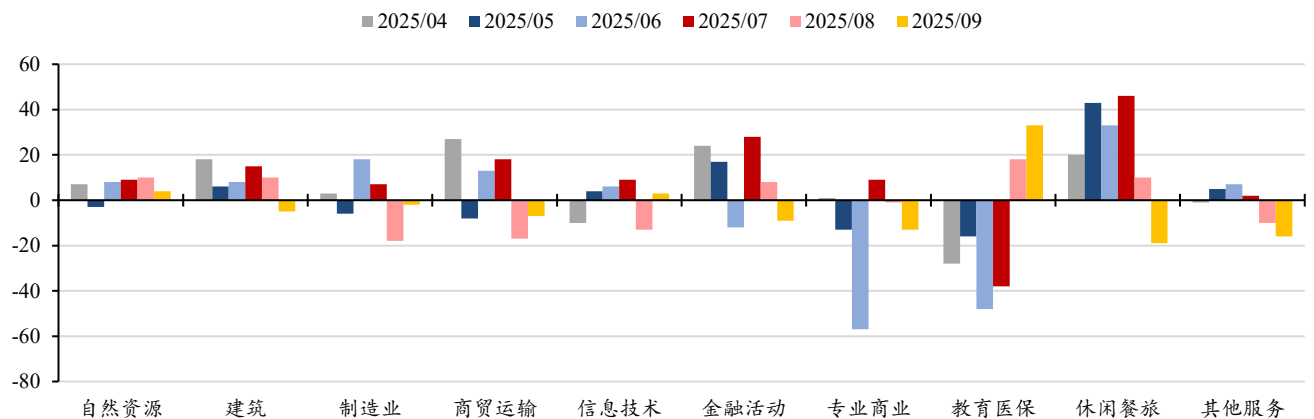
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位 bps

图11：彭博金融条件指数



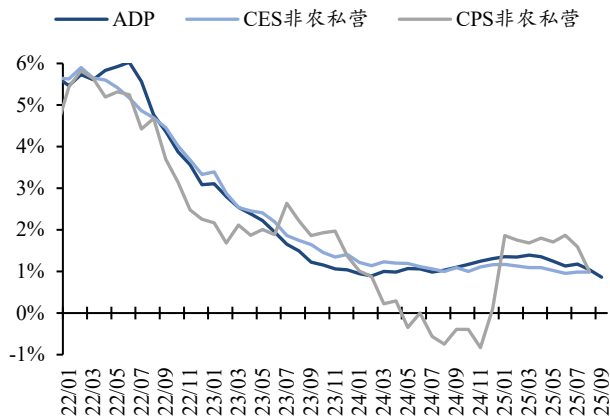
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12：ADP 统计美国各行业单月新增就业数



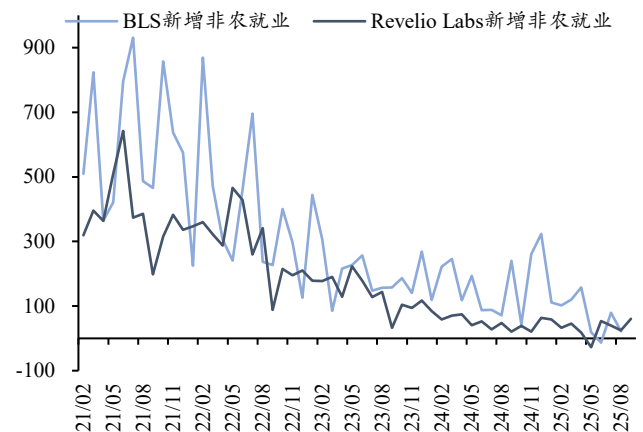
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人

图13：不同口径美国非农就业同比增速



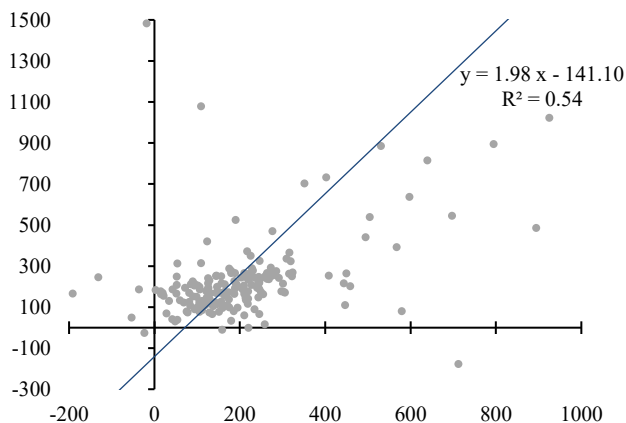
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图14：不同口径美国新增非农就业人数



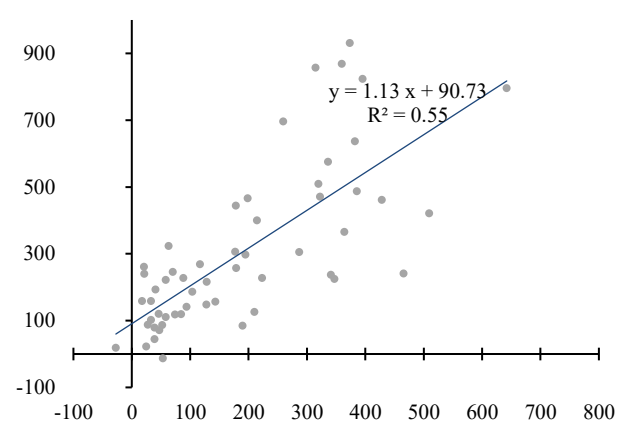
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人

图15：美国 ADP 与非农私营部门新增就业相关性散点图



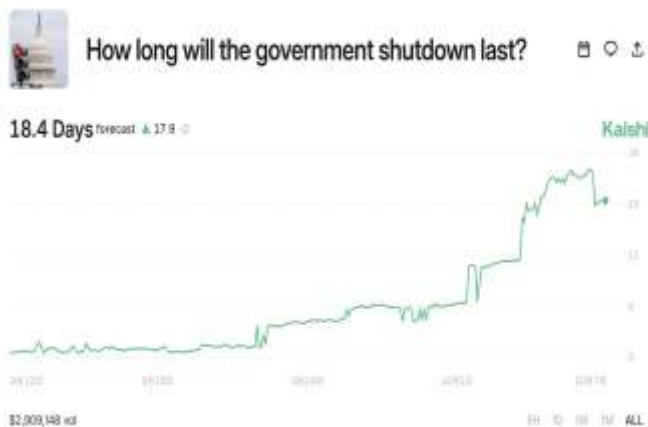
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人

图16：美国 Revelio Labs 与非农私营部门新增就业相关性散点图



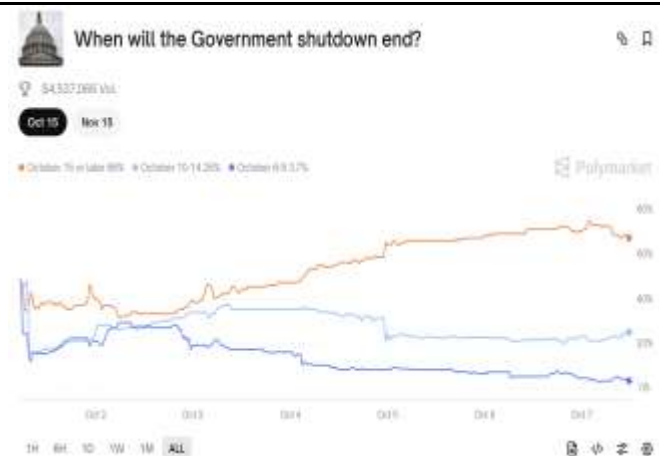
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位千人

图17：市场预期美国政府停摆持续天数



数据来源：Kalshi、东吴证券研究所

图18：市场预期美国政府停摆结束时间



数据来源：Polymarket、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>