



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@glms.com.cn

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@glms.com.cn

➤ **假期“上半场”海外市场最大的关键词是“不确定性”。**尤其是美国两党围绕政府停摆的政治博弈不断激化，不仅推升避险情绪升温、影响经济增长预期，更因官方数据延迟公布扰动美联储降息决策，影响市场短期叙事逻辑。基于此，本文通过 10 幅核心图表，聚焦假期“上半场”的政策拉锯、经济信号矛盾与市场预期分化，为后续趋势研判提供多维观察视角。

➤ 政治和外交：

➤ **两党对立持续激化，政府短期结束停摆的概率下降。**白宫以裁员、冻结项目资金等方式持续施压参议院民主党，要求其接受不含医保条款的临时支出法案。两党分歧加剧，市场定价 10 月 15 日后结束关门概率升至七成。

➤ **中美新一轮贸易谈判在即，大豆可能是重点之一。**根据美方表态，中美元首或于 APEC 会议会晤，并于 10 月举行新一轮贸易谈判。在稀土、TikTok 问题取得进展后，中国对美进口（尤其是大豆）、美国对华科技制裁等议题或将提上日程。

➤ **特朗普提出“20 点计划”，加沙停火预期升温。**特朗普政府提出停火方案，要求哈马斯释放人质、以军撤军等。哈马斯初步回应，并表示愿意通过调解方进行谈判以实施相关计划。

➤ **高市早苗赢得自民党选举，财政担忧与日俱增。**高市早苗胜选自民党总裁并将出任日本首相，其财政扩张主张加剧市场对日本债务风险担忧。今年以来日债长端利率屡创新高，其政策或进一步推升长端利率。

➤ 经济：

➤ **美国私营就业数据“打架”，扰动降息预期。**政府停摆导致官方非农延迟，私营数据的重要性上升。9 月 ADP 超预期疲软，使得市场基本锚定年内两次降息预期；但随后的 Revelio Lab “民间非农”意外走强，部分缓解了劳动力衰退担忧。

➤ **美国制造业和服务业走势 PMI 分化。**9 月制造业 PMI 边际改善，主因前期新订单回升向产出端的传导；但随着 9 月新订单再度回落，制造业复苏前景仍不乐观；此外，服务业 PMI 超预期下行，商业活动表现疲软，加剧市场对经济增长动能放缓的担忧。

➤ **中国假期跨境旅行需求持续升温。**国庆长假期间，中国民航出行数据再度刷新纪录，其国际航班量呈现显著超季节性增长，航班总飞行里程也保持持续扩张态势，跨境旅游正成为越来越多居民假期出行的热门选择。

➤ 美联储：

➤ **谨慎的联储 VS 一致乐观的市场预期。**尽管市场已充分定价年内两次降息，

相关研究

1. 海外市场点评：美国政府关门：财政博弈的序曲 - 2025/10/03

2. 2025 年 9 月 PMI 数据点评：9 月 PMI：两连升成色几何？ - 2025/09/30

3. 2025 年 8 月工业企业利润点评：8 月工业企业利润：缘何强势反弹？ - 2025/09/27

4. 海外市场点评：降息生变：警惕非农上修风险？ - 2025/09/26

5. 2025 年 9 月经济数据前瞻：9 月经济：如何影响四季度政策布局？ - 2025/09/25

但美联储内部仍存分歧。本周古尔比斯、洛根等多位官员释放鹰派信号，强调通胀压力，需对降息保持高度审慎态度。

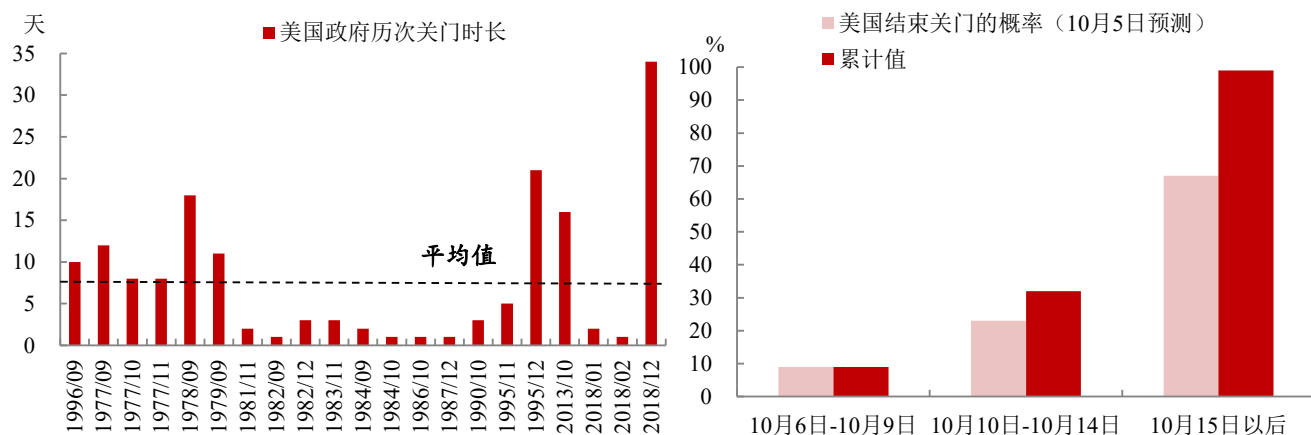
➤ **特朗普在美联储独立性之争中阶段性“告负”。**最高法院驳回了特朗普立即解雇美联储理事库克请求，库克至少留任至明年1月。但在高利率与债务压力下，白宫和美联储的博弈戏码还远未结束。

➤ **大类资产：**

➤ **全球股市普涨，贵金属再创历史新高。**假期全球风险资产表现亮眼，降息预期推动风险资产走强，主要股指领涨；此外叠加政府停摆下避险情绪升温，金银等贵金属价格创下新高；美元指数则小幅回落。

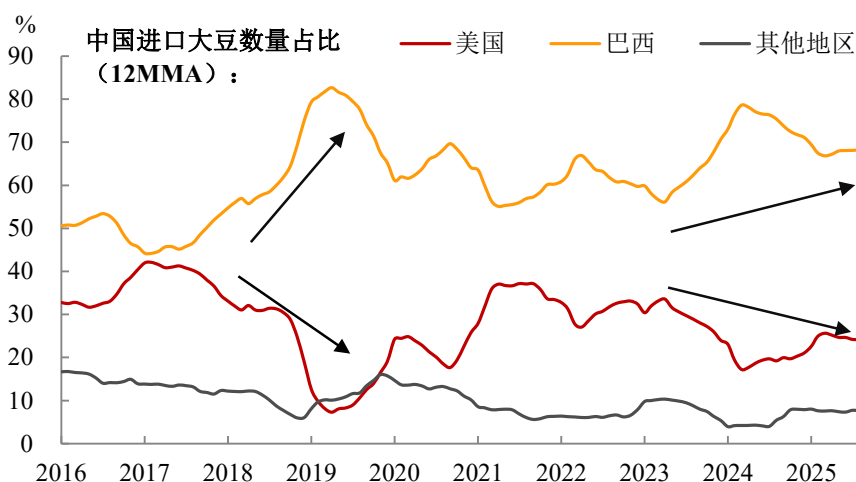
➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：市场预计美国政府 10 月 15 日后结束关门的概率大幅上行



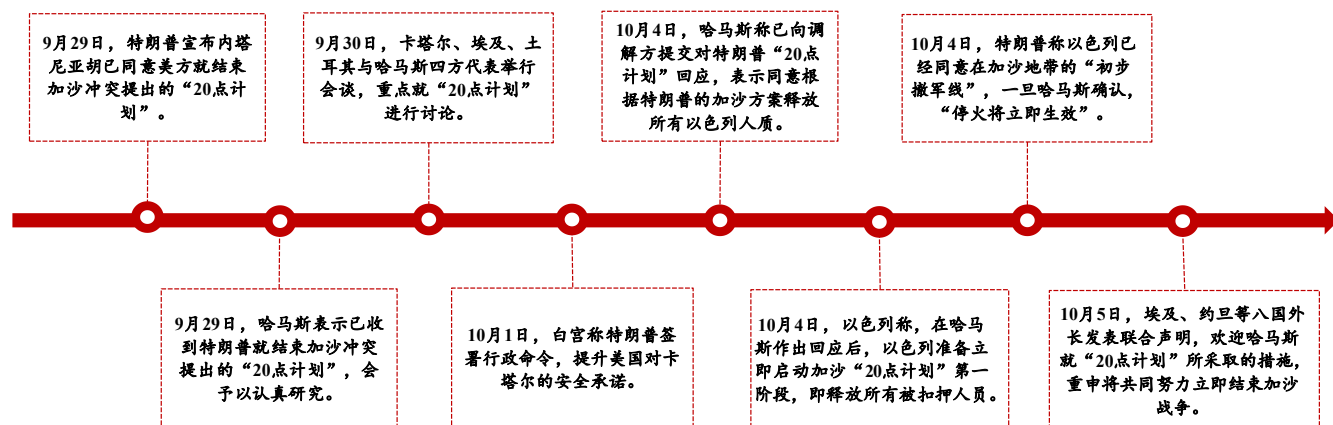
资料来源：白宫，Polymarket，民生证券研究院

图2：大豆贸易可能是下一次中美谈判的重点之一



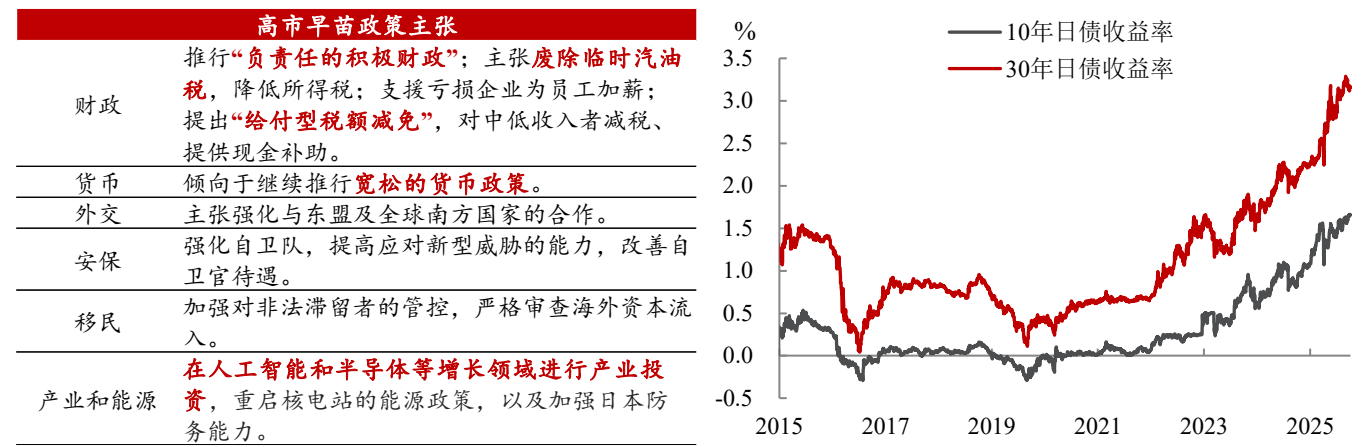
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：加沙地带停火取得一定进展



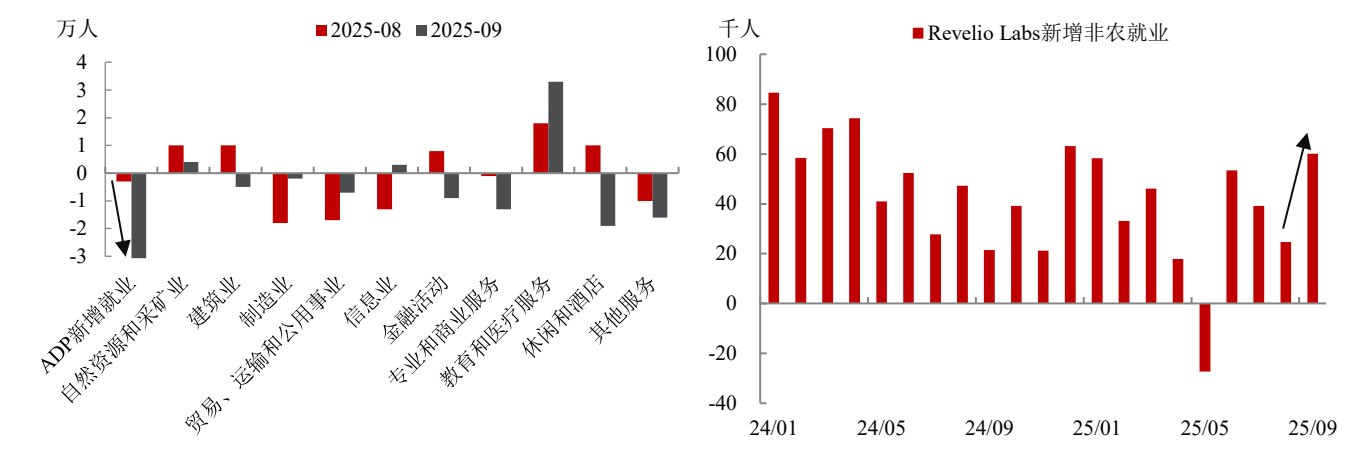
资料来源：华尔街见闻，金十数据等，民生证券研究院

图4：高市早苗当选自民党总裁：财政扩张预期和日债隐忧



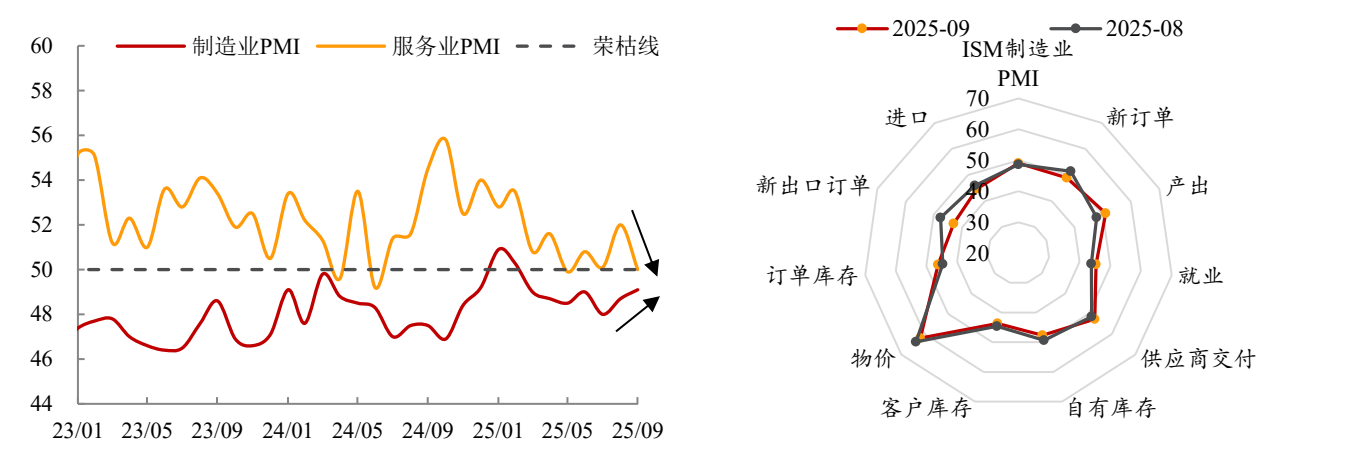
资料来源：ifind，华尔街见闻，日经中文网等，民生证券研究院

图5：私营就业数据“角逐”：ADP 和 Revelio Lab 新增就业表现分化



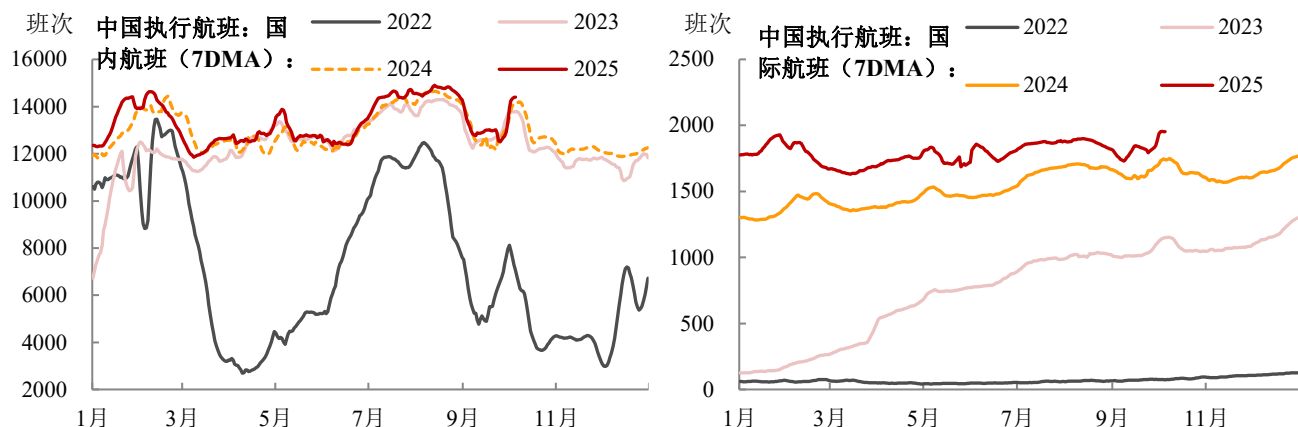
资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：美国制造业和服务业 PMI “冷热交织”



资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：中国假期航班出行创新高，跨境旅游成热门选择



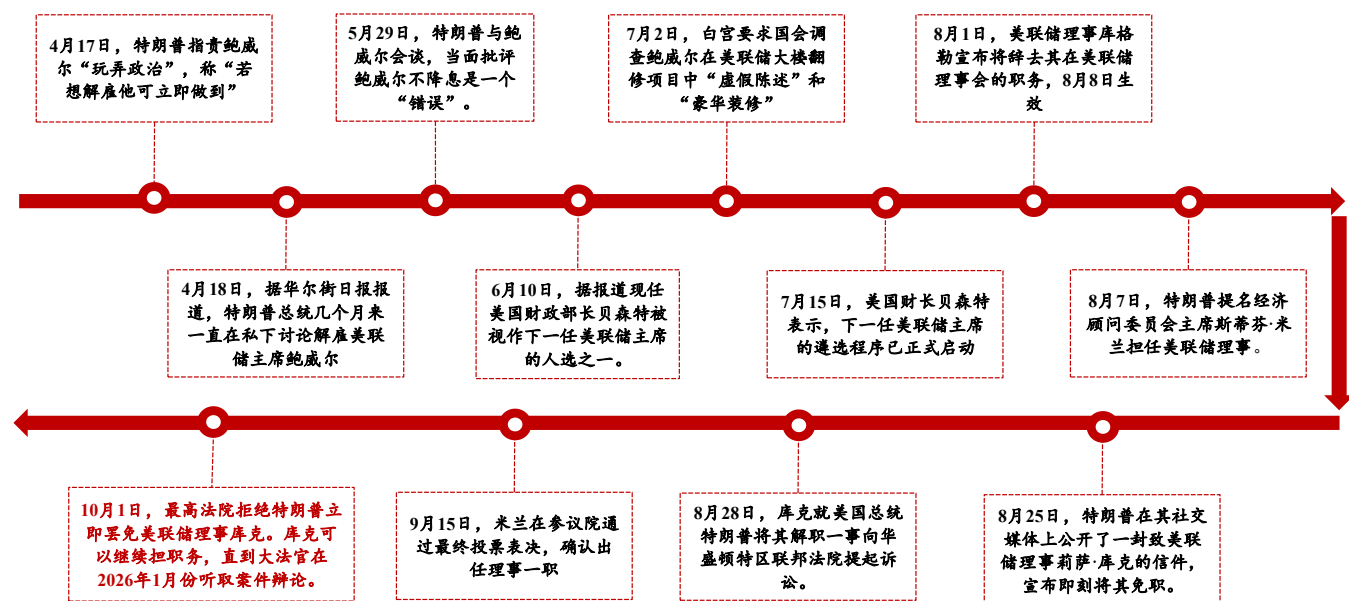
资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：多位联储官员放鹰，对降息保持谨慎

近一周联储官员表态				
官员	职位	时间	表态	发言内容
杰斐逊	美联储副主席	10月4日	中性	关于未来利率路径， 将继续根据最新数据、经济前景变化以及风险平衡来评估货币政策的合适立场 。也会考虑并评估政府政策及其对经济的影响。
古尔斯比	芝加哥联储主席	10月3日	鹰	对提前大幅降息持谨慎态度 ，不希望通胀自行消退；美联储数据显示劳动力市场仍保持稳定。
米兰	美联储理事	10月3日	鸽	特朗普实施的更严格移民政策以及平均租金趋势等因素可能会压低住房通胀。
洛根	达拉斯联储主席	10月2日	鹰	政策仅略显紧缩，这恰到好处， 需要对降息保持高度谨慎，绝不能过度放松 ，否则将不得不逆转政策。
穆萨勒姆	圣路易斯联储主席	9月30日	鹰	需要谨慎行事 ，因为从现在到政策可能变得过度宽松之间的空间有限。
哈马克	克利夫兰联储主席	9月29日	鹰	美国服务业通胀水平相对较高令人担忧， 物价过快增长比就业市场走软更令人担忧 ；目前通胀仍然是双重使命中更大的担忧， 通胀率仍然高于期望的水平，正朝着错误的方向前进 。

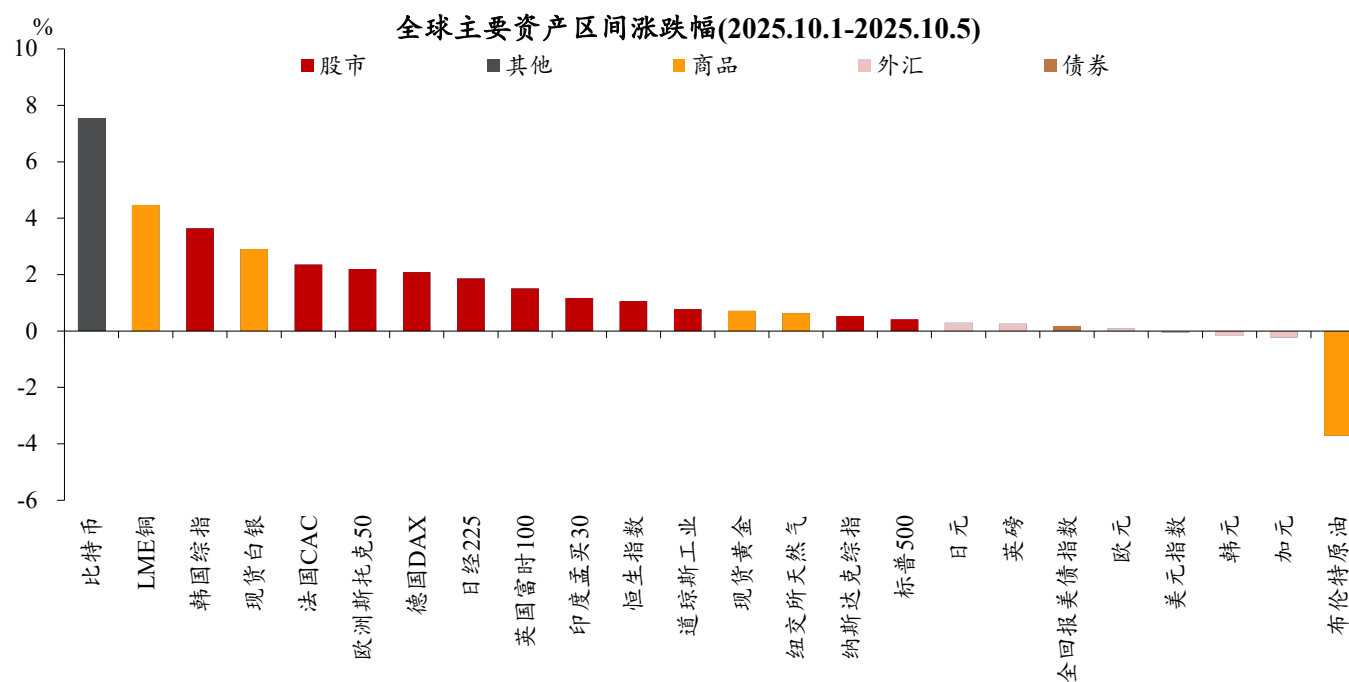
资料来源：华尔街见闻，金十数据等，民生证券研究院

图9：美联储独立性之争：特朗普阶段性受挫



资料来源：华尔街见闻，金十数据等，民生证券研究院

图10：全球资产表现



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048