

国庆假期海外市场前瞻

2025 年 09 月 28 日

■ **核心观点:** 本周美国强劲的经济数据一度令降息预期降温,加之美联储官员偏鹰派发言、鲍威尔对于美股“估值过高”的评价,美股高开低走、美债收益率和美元指数反弹。9月彭博调查显示分析师显著上调 25Q3-26Q2 美国增长预期,并预期 10、12 月美联储连续降息、2026 年降息 2 次。国庆假期期间,海外将迎来美国 9 月就业数据、PMI 和进出口数据,其中 9 月非农就业将是影响 10 月 FOMC 会议决策的最重要数据。我们预计美国就业延续供需双弱、相对均衡的局面。

■ **大类资产:** 本周主要大类资产走势震荡,美股高开低走,黄金续创新高;后半周美国强劲的经济数据一度令降息预期降温,美股回调、美债收益率和美元反弹。前半周,英伟达投资 OpenAI 消息提振科技股情绪,带动美股高开,但随后,鲍威尔在演讲中表示美股“估值过高”,一度重挫市场情绪、引致美股下跌;后半周,美国住宅销售、耐用品订单、首申失业金等数据均显著好于预期,25Q2 美国 GDP 终值大幅上修,强劲的经济数据令降息预期降温,带动美股继续回调,美债收益率和美元指数走高。周五公布的 PCE 通胀完全符合预期,美股再度上涨。整体来看,全周(9月22日至9月26日)10年期美债利率升 4.8bps 至 4.176%,2年期美债利率升 7bps 至 3.64%,美元指数微升 0.5%至 98.15;标普 500、纳斯达克指数分别收跌-0.3%、-0.7%;现货黄金价格再度收涨 2%至 3760 美元/盎司的高位。

■ **海外经济:** 美国经济数据均好于预期,二季度 GDP 终值大幅上修。本周公布的 25Q2 美国 GDP 终值大幅上修,地产、耐用品订单、失业金等数据均显著好于预期,PCE 通胀全面符合预期,削弱关税对通胀传导的担忧。**增长方面**,25Q2 美国 GDP 环比年率终值从 3.3%大幅上修至 3.8%,其中,消费与投资的上修是主要贡献:消费拉动率由最初的 0.98%上修至 1.68%,固定资产拉动率由 0.08%上修至 0.77%。修正后的反映经济内生性增长动能的 PDPF 增速来到 2.9%,为 24Q4 以来新高。**劳务市场方面**,9月21日当周美国首申失业金人数录得 21.8 万,预期 23.3 万,两周前的意外反弹得到逆转,缓解了市场对就业的担忧情绪;持续申请失业金人数则继续略高于去年。**通胀方面**,美国 8 月 PCE 价格指数环比 0.3%,前值 0.2%;核心环比 0.2%,前值由 0.3%下修至 0.2%;PCE 同比 2.7%,前值 2.6%,核心同比 2.7%,持平前值,上述所有分项均符合预期。

■ **市场预期:** 海外分析师上调美国增长预期和美联储降息预期。**增长方面**,分析师显著上修 25Q3-26Q2 美国增长预期。**①模型:** 截至 9 月 24 日,亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为+3.4%;截至 9 月 26 日,纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为+2.55%。**②分析师:** 根据彭博在 9 月 19-24 日对 80 名分析师的调查问卷,当前分析师一致预期 25Q3-26Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 **1.6→1.2→1.6→1.9→1.9→2.0%**,对 25Q3-26Q2 预期相较上月大幅上修;预期未来 1 年美国陷入衰退概率 34%,较前值 32%小幅上修。**通胀方面**,分析师小幅上修 2026 年通胀预期。**①分析师:** 最新分析师一致预期 25Q3-26Q4 美国 PCE 同比增速分别为 **2.8→3.0→2.9→2.9%→2.7%→2.5%**,其中对 26Q3-26Q4 的预测值均小幅上修 0.1%;**②交易员:** 通胀掉期显示交易员预期美国 CPI 同比在 2025 年 12 月将反弹至 3.2%,至 2026 年 6 月维持在 3.3%的高位。**货币政策方面**,分析师预期美联储 10、12 月连续降息。**①分析师:** 最新分析师一致预期 25Q4-26Q4 美联储政策利率上限分别为 **3.75→3.75→3.5→3.25→3.25%**,即分析师预期年内还有 2 次各 25bps 降息,26Q2、26Q3 各降息一次。**②交易员:** 最新联邦基金期货模型显示,交易员预期 2025 年 10 月降息概率为 90%,到 12 月累计降息 1.6 次/41bps,到 2026 年底累计降息 4 次/100bps;**③点阵图:** 9 月美联储 FOMC 会议点阵图指引年内还有 2 次降息,2026、2027 年分别降息一次。综合来看,分析师与交易员对于今、明年的降息预期较为一致,对 2026 年的降息预期比点阵图更为乐观。

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

《新一轮稳增长政策可能有哪些?》

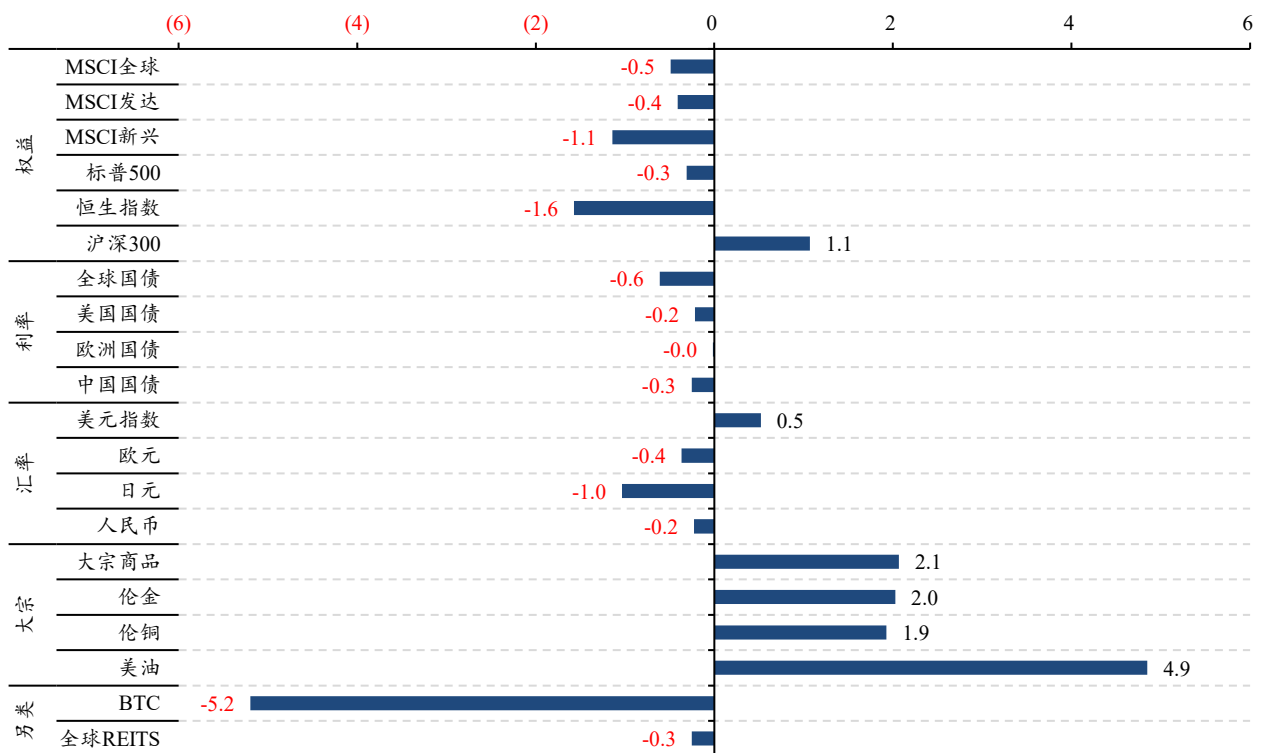
2025-09-22

《如何看待股债收益相关性?——多资产系列报告(一)》

2025-09-21

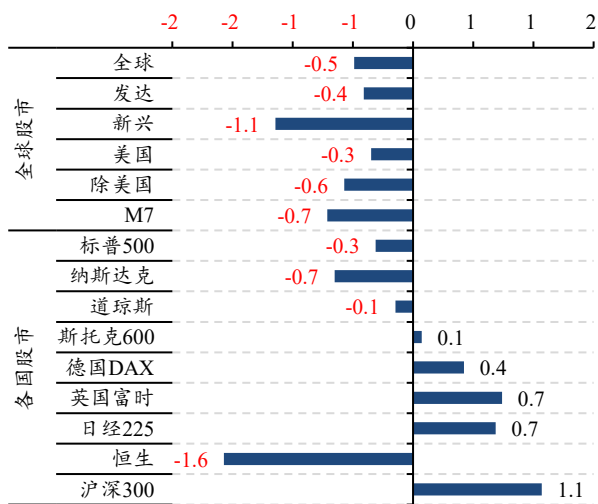
- **国庆假期海外市场前瞻：关注美国就业、PMI 和进出口数据。**国庆假期期间，美国经济数据较为密集，主要包括一揽子就业数据和 PMI 数据。就业数据方面，9 月 30 日将公布 8 月美国职位空缺，当前市场预期为 717 万，前值 718 万。2024H2 以来，美国职位空缺数在 2019 年水平附近震荡，反映劳务市场潜在需求维持稳定，但职位空缺/失业人数之比延续回落趋势，反映劳务市场供需关系延续从紧俏到松弛的有序降温。**我们预期职位空缺延续温和回落趋势。**10 月 3 日将公布 9 月美国非农就业数据，这将是影响 10 月 FOMC 降息与否最关键的数据。截至最新，49 名分析师预期 9 月新增非农为 5 万，预测标准差为 2.2 万，即预计 9 月美国新增就业相较 8 月小幅回升、但仍持续偏低。此外，除 9 月新增非农而言，8 月非农的二次修正或更加重要，因为该数据将得到更多的样本反馈，也将给美联储有关美国就业状况更多和更为准确的信息。综合来看，**我们预计 9 月非农就业延续供需双弱、相对均衡的局面。**景气指数方面，10 月 1 日、3 日将分别公布 9 月美国 ISM 制造业和服务业 PMI，我们认为在综合指数之外，作为美国 CPI 的前瞻指标，价格分项指数也值得关注。
- **风险提示：**特朗普政策超预期；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: 过去一周全球大类资产回报率



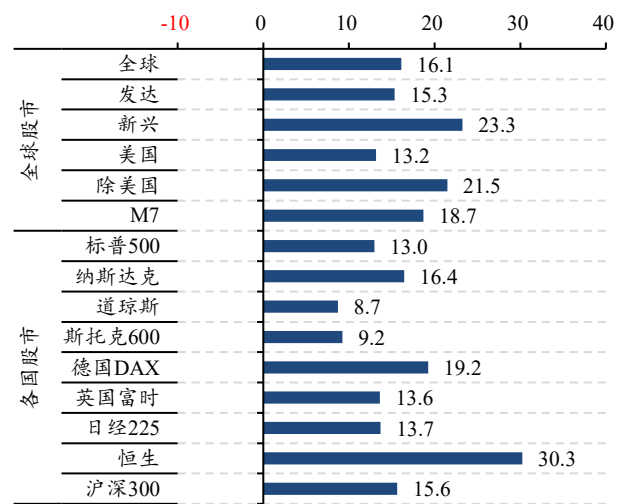
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%, 利率为彭博美债指数, 汇率为对美元升值幅度

图2: 过去一周全球股市回报率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图3: 过去一周汇率与大宗商品回报率



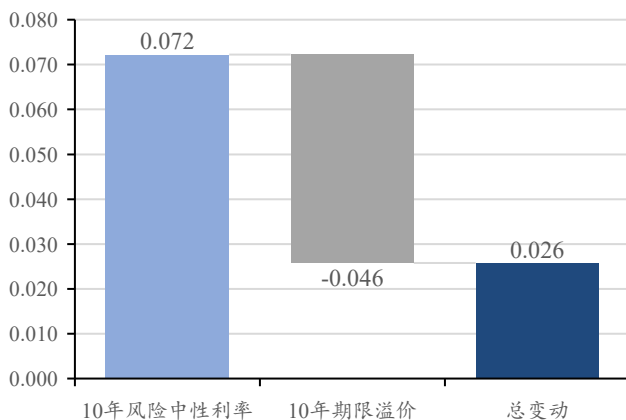
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图4: 10年、2年美债利率与利差



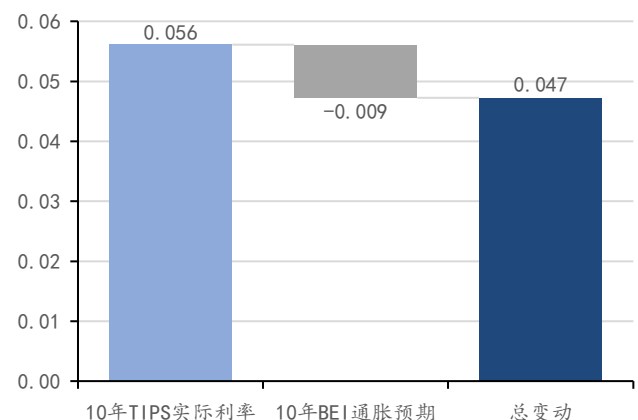
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

图5: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分(风险中性利率与期限溢价视角)



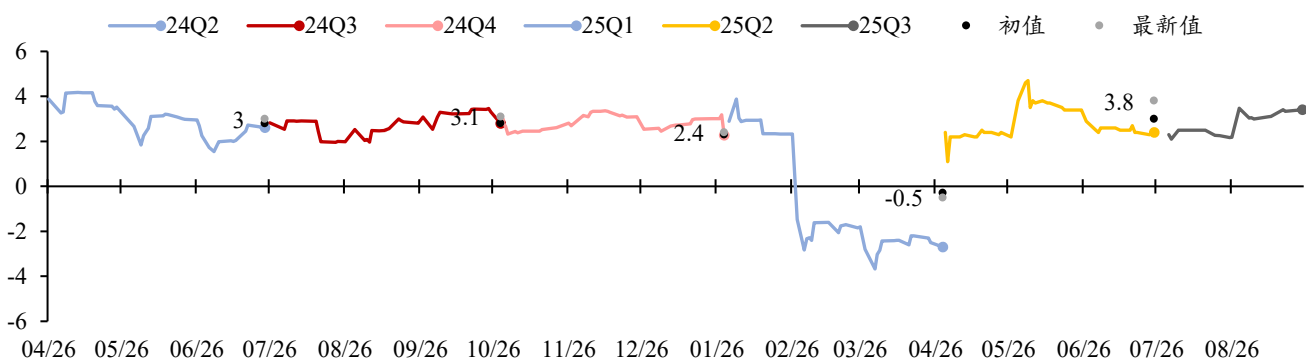
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图6: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分(实际利率与通胀预期视角)



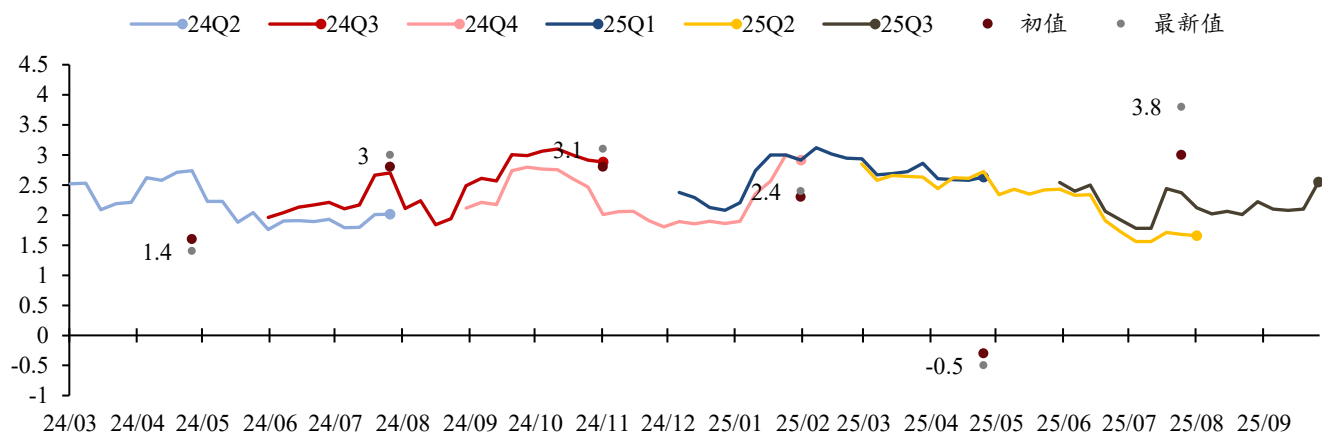
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图7: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近 6 个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



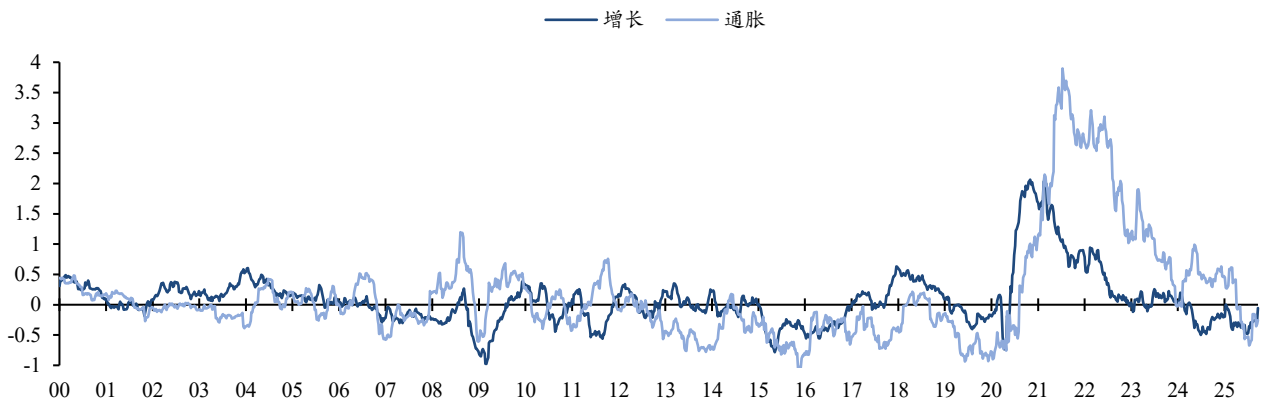
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图8: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图9: 美国经济意外指数增长与通胀分项



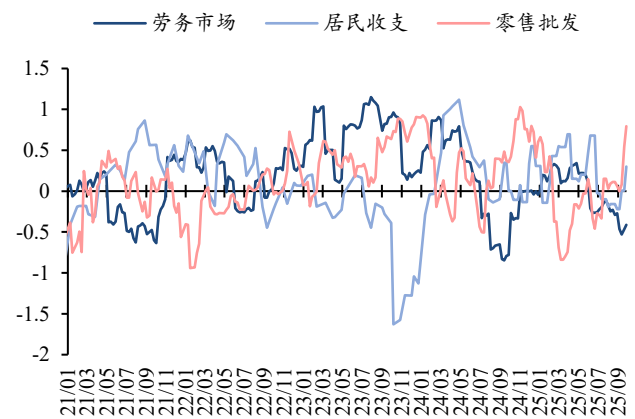
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图10: 美国经济意外指数企业部门分项



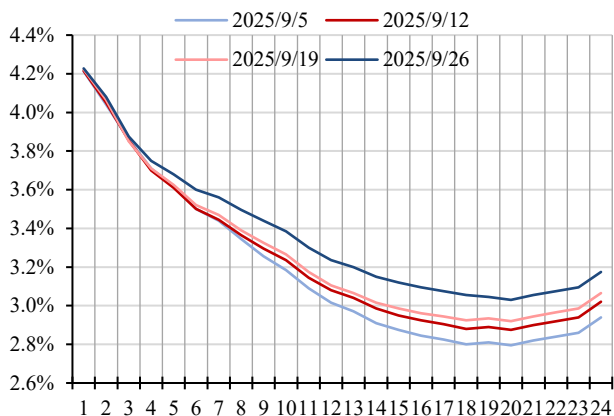
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数家庭部门分项



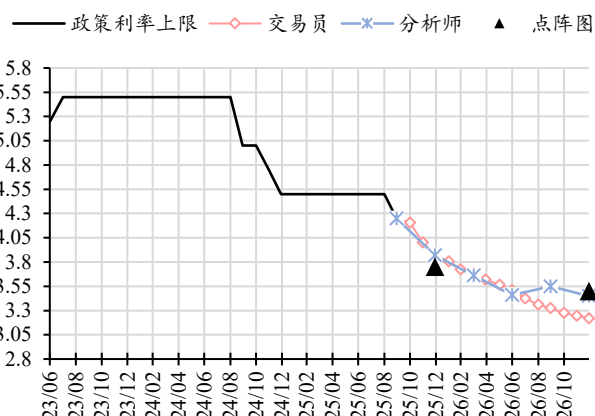
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12: 联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



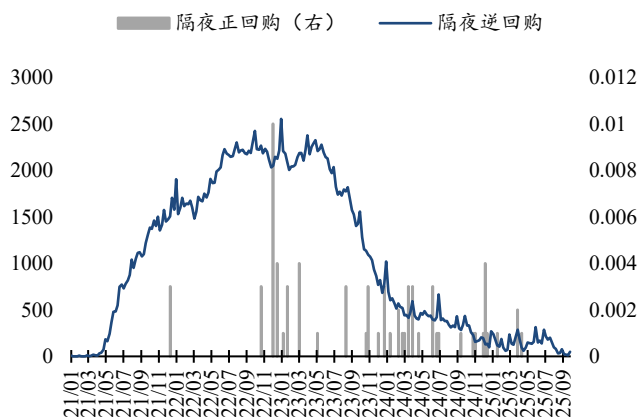
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 各方对美国政策利率路径预测



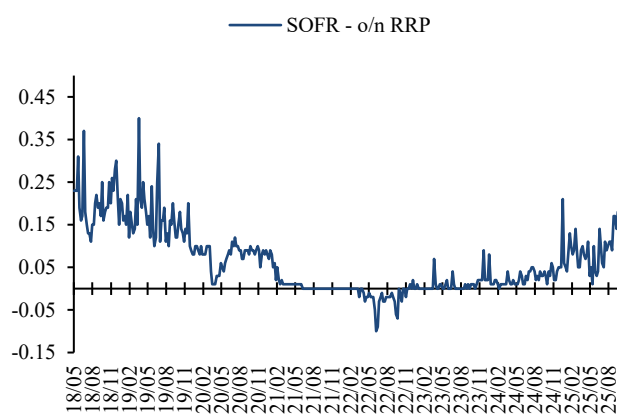
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



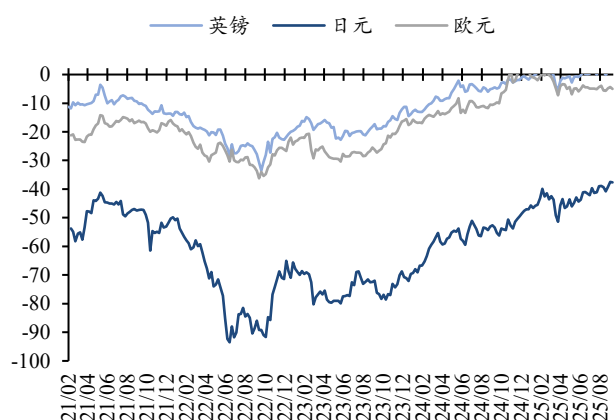
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 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16: 主要货币互换掉期点差



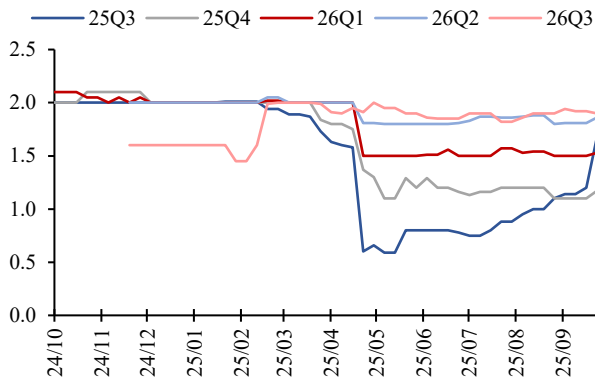
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



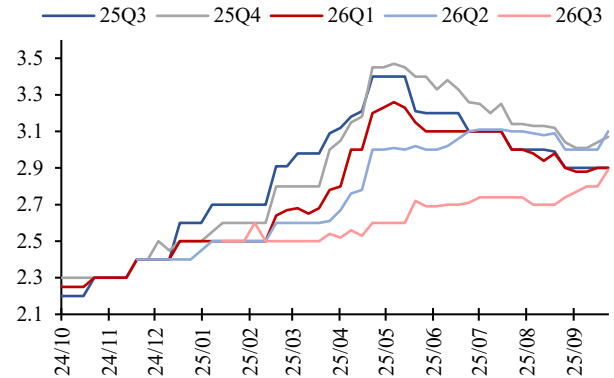
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 分析师对 25Q3-26Q3 美国 GDP 一致预期



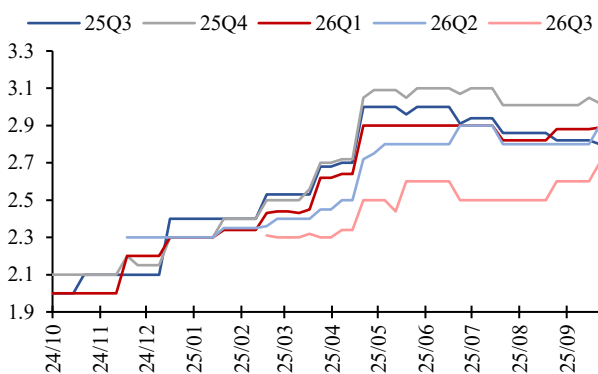
数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位%，GDP 为季调环比年率增速

图19: 分析师对 25Q3-26Q3 美国 CPI 同比一致预期



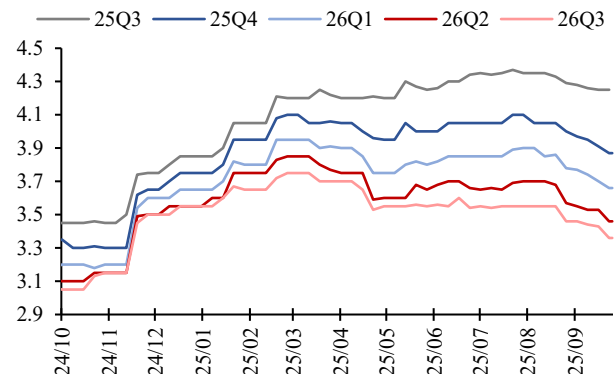
数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位%

图20: 分析师对 25Q3-26Q3 美国 PCE 同比一致预期



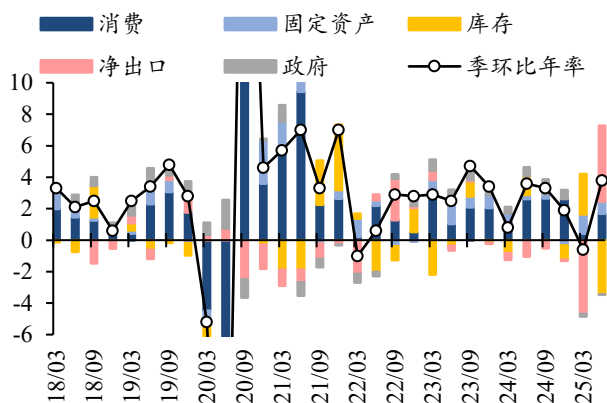
数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位%

图21: 分析师对 25Q3-26Q3 美联储政策利率一致预期



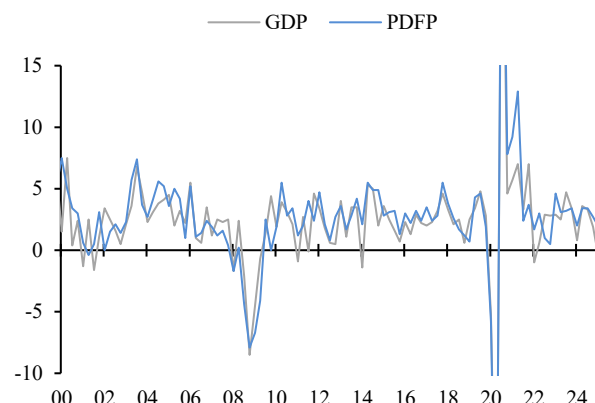
数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位为%，彭博政策利率为利率上限

图22: 美国 GDP 主要分项环比年率增速



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位%

图23: 美国 GDP 与私人国内最终购买环比年率增速



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位%

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>