

海外周报 20261019

中选前油价仍是主要风险，中选后大类资产如何表现？——海外周报 20261019

2026 年 10 月 19 日

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

证券分析师 王茁

执业证书：S0600526010001

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《AI 如何影响我国就业？与美国有何差异？》

2026-10-18

《二手房销售景气度仍高，新房销售有所回落》

2026-10-18

■ **核心观点：**上周地缘风险升温与 AI 交易延续降温，海外市场风险偏好回摆，美股与日韩股市大跌，美联储鸽派信号、避险情绪与 AI 资本开支放缓担忧带动美债收益率下跌，期限利差回落，而短期通胀预期延续上行。向前看，我们维持中期选举前地缘政治的不确定性仍然较高的观点，大类资产缺乏确定性方向，未来一周需关注油价是否继续走高、推高美联储 10 月加息预期；11 月 3 日中期选举结果出炉后，大类资产的方向才会更加清晰。历史经验平均来看，中选落地有助于降低政治不确定性，中选后第一年美股普遍录得可观涨幅，分裂国会下历史平均表现相对较好；对于美债与美元而言，平均来看分裂国会下美债利率下行、美元走强的概率更高；统一执政政府更利好黄金，而在共和党总统与分裂国会的情景下，黄金平均表现不佳。

■ **大类资产：**上周（10 月 12 日至 10 月 18 日），地缘风险升温与 AI 融资风险发酵，海外市场风险偏好回摆，油价上涨，美股与日韩股市大跌，美联储鸽派信号、避险情绪与 AI 资本开支放缓担忧则带动长端美债收益率下跌。债市方面，尽管上周公布的美国 9 月 CPI 全面超预期、PPI 大超预期，但偏弱的核心零售数据、美联储鸽派表态、美股大跌引发的避险需求与美债空头回补推动美债利率大幅回落，曲线整体趋平。

■ **美债利率：**上周美债利率的下行与期限利差的回落同步，这一方面来自流动性溢价收敛和增长担忧带动的长端美债利率下行；另一方面，短期通胀预期的升温也在一定程度上限制了 2 年美债利率的回落。以美债利率为参照，上周海外市场的剧烈波动由三条主线主导：①中东冲突升级与俄罗斯柴油供应回归受阻，推动油价上涨，以 2 年期 BEI 通胀预期衡量的短期通胀预期抬头；②美国通胀数据超预期，带动加息预期一度升温，但美联储继续释放鸽派信号，叠加偏弱的核心零售等数据，加息预期延续回落，2 年、10 年美债利率同步下行，且中期加息预期下行幅度比近端更大；③AI 企业营收与融资成本担忧进一步拖累 AI 交易降温，美股大跌下的避险情绪、叠加 AI 资本开支放缓拖累增长的担忧下，长端美债利率大幅下行，曲线走平。

■ **中选后大类资产的情景分析：**中期选举是未来 1-2 周海外市场表现的主要不确定性来源之一。基准情形下，共和党预计失去当前两院横扫优势，中选结果对政策的影响则进一步取决于共和党丢失席位的幅度。就大类资产而言，我们按照不同的国会格局分类，统计了 1946 年以来的 20 届美国中期选举后美股、美债、美元和黄金表现：

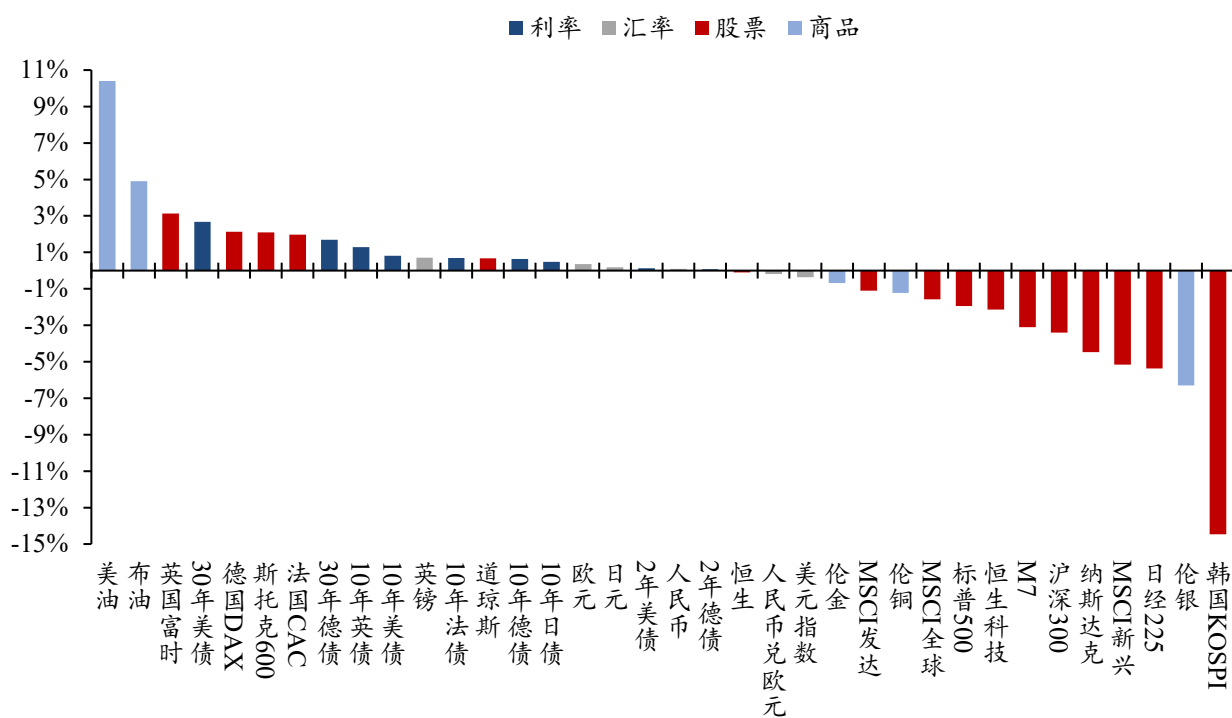
■ **①美股：**中选落地有助于降低政治不确定性，中选后第一年美股普遍录得可观涨幅；其次，分裂国会下的历史平均表现相对较好，其背后的逻辑可能在于市场偏好两党制衡。**②美债：**平均来看，历史上分裂国会下美债利率下行的概率更高。对当前而言，共和党失去横扫优势可能意味着，新增减税、支出扩张等财政宽松法案更难通过，可能被动强化财政纪律，对长端利率形成下行压力；并且，共和党丢失的席位越多，民主党在预算和债务上限谈判中的议价能力也就越强。**③美元：**分裂国会下历史平均表现偏强。其背后的逻辑与美债利率类似，即财政纪律的强化有利于强化美元信用。不过需注意的是，在多数样本中，美元指数走势与美国的相对增长优势、海外宽松及避险需求等因素更相关。**④黄金：**统一执政格局下黄金涨势较好，其逻辑可能在于，统一执政更有利于通过财政扩张政策，利好黄金；从过往经验看，在共和党总统与分裂国会的情景下，黄金平均表现不佳。

■ **风险提示：**美伊局势不确定性风险；特朗普政策超预期风险；美联储政策超预期风险

1. 大类资产

上周（10月12日至10月18日），**地缘风险升温与AI融资风险发酵**，海外市场风险偏好回摆，油价上涨，美股与日韩股市大跌，美联储鸽派信号、避险情绪与AI资本开支放缓担忧则带动长端美债收益率下跌。股市方面，AI交易降温拖累美股与亚洲股市大跌，欧洲股市则受益于防御板块与部分企业财报的提振，上周普遍上涨。债市方面，尽管上周公布的美国9月CPI全面超预期、PPI大超预期，但偏弱核心零售数据、美联储鸽派表态、美股大跌引发的避险需求与美债空头回补推动美债利率大幅回落，曲线整体趋平。**大宗商品方面**，沙特与胡塞武装冲突升级，叠加俄罗斯柴油重返全球市场可能受阻的消息共同推升油价大幅上涨。全周来看，WTI原油大涨10.4%至101美元/桶，布伦特原油逼近110美元/桶，领涨全球主要大类资产；韩国KOSPI大跌14.5%，领跌全球主要股指，纳斯达克指数跌超5%，AI交易降温和板块轮动下，欧洲主要股指均收涨；与此同时，全球长端国债普遍上涨，30年美债、德债期货分别上涨2.67%、1.69%。

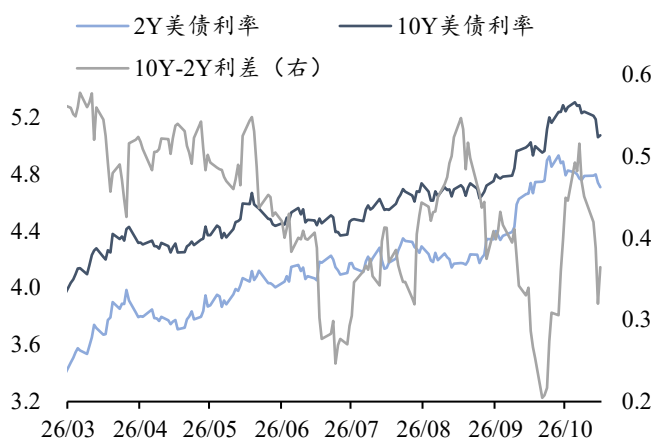
图1：上周（10月12日至10月18日）大类资产回报率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

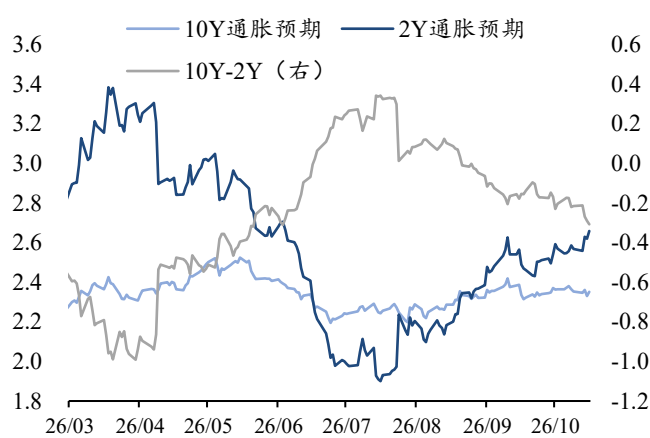
以美债利率为参照，上周海外市场的剧烈波动由三条主线主导：①中东局势升温，油价延续上涨，以2年期BEI通胀预期衡量的短期通胀预期抬头；②美国通胀数据超预期，带动加息预期一度升温，但美联储官员普遍发表鸽派言论、或对10月加息未有明示，叠加弱于预期的核心零售等数据，美联储加息预期延续回落，2年、10年美债利率同步下行；③AI企业营收与融资成本担忧进一步拖累AI交易降温，美股大跌下的避险情绪、叠加AI资本开支放缓拖累增长的担忧下，长端美债利率大幅下行，曲线走平。

图2：2年、10年美债利率及利差



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图3：2年、10年期 BEI 通胀预期及差值

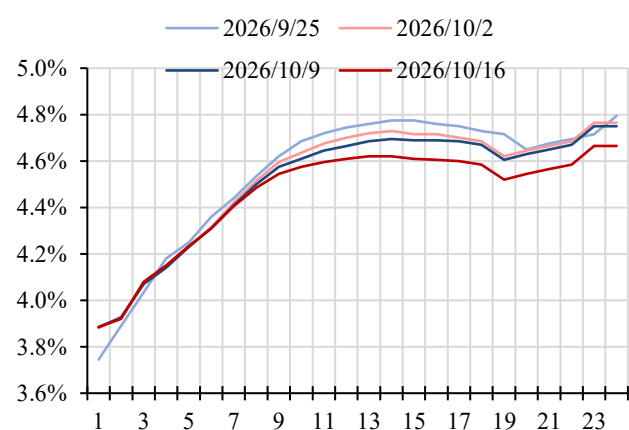


数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

具体来看，上周美债利率的下行与期限利差的回落同步，10年与2年美债利差从10月9日的45bps下行至周四最低的31bps（随后周五美国财政部再融资调查未释放减少长债供给信号而反弹），自近期10月7日的高点51bps下行20bps，曲线显著走平。拆分来看，期限利差的回落一方面来自流动性溢价收敛和增长担忧带动的长端美债利率快速下行，另一方面，短期通胀预期的升温也在一定程度上限制了2年美债利率的回落。

第一，中东冲突升级与俄罗斯柴油供应回归受阻，推动油价上涨，短期通胀预期延续上升。上周初，沙特机场遇袭，随后沙特与胡塞武装相互打击能源相关设施；周五，美国部分国会议员提案试图阻止允许俄罗斯柴油重返全球市场的协议，布伦特原油当日跳涨3.7%至110美元/桶附近，已超过9月中旬的前高。受此影响，2年期BEI通胀预期升至2.66%，为今年6月以来新高；与此同时，10年期BEI通胀预期保持稳定。

图4：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；横轴代表未来月份数

图5：美联储政策利率预期与油价

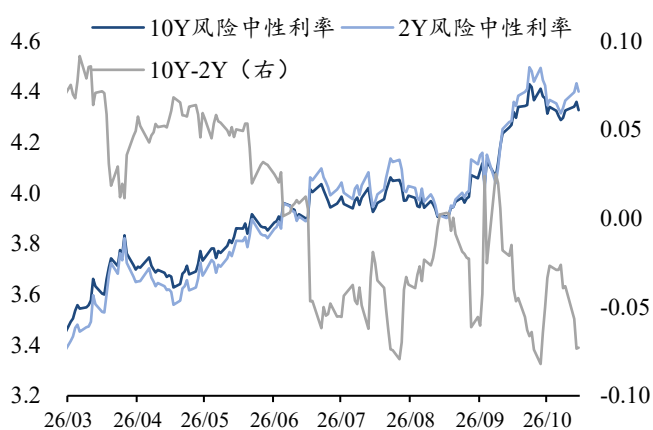


数据来源：彭博、东吴证券研究所；左轴单位%，右轴单位美元/桶

第二，上周公布的美国CPI、PPI超预期，核心零售则弱于预期，并且美联储官员发言持续释放鸽派信号，年内和明年加息预期进一步回落。上周三公布的9月美国CPI全面超预期，通胀扩散度走高；周四公布的9月美国PPI同样超预期。然而，数位美联

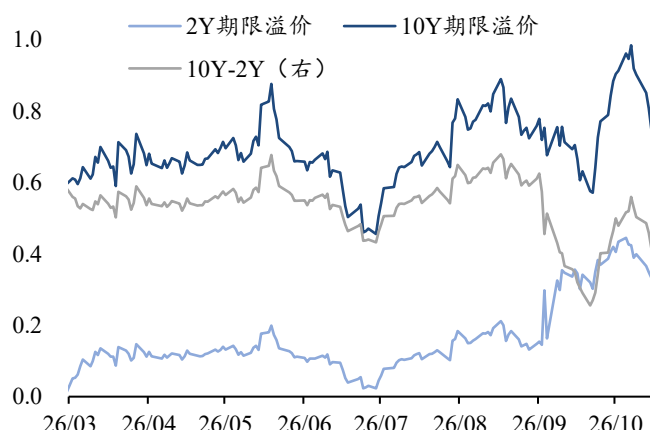
储官员在连续超预期的通胀数据后仍发表鸽派言论，暗示不急于进一步加息，并且美联储主席沃什在周五的 IMF 年会上也未谈及 10 月货币政策，被视为鸽派信号。与此同时，周四公布的 9 月美国核心零售环比弱于预期。受美联储鸽派信号与偏弱的零售数据影响，10 月美联储加息预期从 9 月 CPI 数据发布后的最高 50% 回落至最新 17%。值得注意的是，近 4 周以来，联邦基金期货隐含未来 24 个月政策利率曲线持续下移且曲线趋平，即中期加息预期下行幅度比近端更大（图 4&5），我们认为这或反映了近期美国增长数据的边际降温（9 月非农和核心零售等）和美联储鸽派信号令市场小幅下修加息的终点。

图6：2 年、10 年美债风险中性利率及利差



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7：2 年、10 年美债期限溢价及差值



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

第三，AI 企业营收放缓和信用风险上升引发 AI 资本开支担忧和 AI 交易降温，避险资金带动长端美债利率下行。周四凌晨，AI 大模型开发商 Anthropic 发布的财务数据显示营收环比增速放缓、随后 AI 算力服务商 CoreWeave 的 CDS 利差持续走高，进一步强化市场对 AI 需求持续高增长及巨额资本开支回报率的担忧，叠加周三 CPI 超预期引发的紧货币担忧，标普 500 和纳斯达克指数大跌，费城半导体指数截至周五连续 8 个交易日下跌。AI 交易降温引发的美股大幅调整、以及 AI 资本开支放缓拖累美国增长的担忧，共同带动长端美债利率下行。从风险中性利率与期限溢价视角来看，上周美债利率隐含的 10 年与 2 年期风险中性利差、10 年与 2 年期限溢价之差均回落（图 6&7），其中，前者反映了市场对远端政策利率的下修，其背后或是因 AI 资本开支放缓、偏弱的核心零售等而引发的美国增长预期下调；后者则主要来自美股大跌、AI 交易降温引发避险资金流向美债，前期美债期货空头平仓则可能进一步放大了涨势。

向前看，我们维持中期选举前地缘政治的不确定性仍然较高的观点，未来一周需关注油价是否继续走高、推高美联储 10 月加息预期的风险。总体来看，11 月 3 日美国中期选举之前，我们预计地缘风险、加息预期升温风险等海外市场的不确定性仍在高位，对应各类资产的风险补偿仍然较高，大类资产缺乏确定性的方向，10 月下旬预计美债利率仍然维持震荡高位。11 月 3 日中期选举结果出炉后，大类资产的方向才会更加清晰、柳暗花明。

2. 海外经济

上周公布的美国经济数据总体保持稳健，彭博美国经济意外指数再度回升至正区间，其中通胀指数大幅上修。增长方面，上周公布的二手房销售、工业产值、首申失业金人数等数据好于预期，核心零售环比则弱于预期；通胀方面，9月美国核心CPI和PPI均超预期，其中CPI扩散指数走高，通胀黏性犹存。与此同时，彭博欧元区经济意外指数大幅下修，主因工业产值等数据走弱。

图8：彭博美国和欧元区经济意外指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

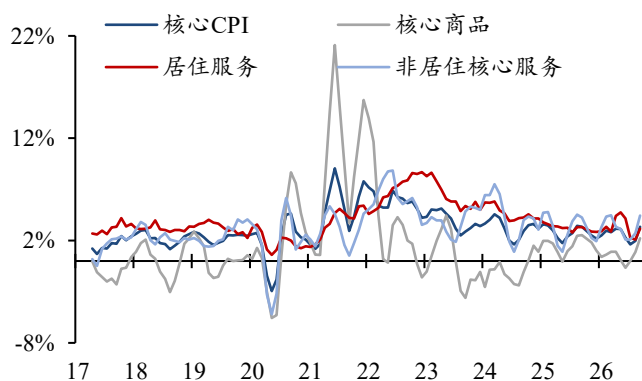
图9：彭博美国经济意外指数增长和通胀分项



数据来源：彭博、东吴证券研究所

具体来看，9月美国CPI全面超预期，并且与8月少数项目的扰动相比，9月核心商品与服务环比的反弹具有广泛性，通胀扩散度显著走高，超级核心通胀3个月均年率升至4%以上的高位。我们认为，这一通胀黏性背后的必要条件是美国经济增长的韧性超预期，充分条件则是油价“Higher for Longer”的现实强化了通胀的传导（详见《美国9月CPI：风险在油价的Higher for Longer——2026年9月美国CPI数据点评》）。增长数据方面，9月美国零售销售环比+0.8%，预期+0.3%，除汽车与油站零售环比+0.2%，持平预期，纳入GDP统计口径的核心对照组环比+0.1%，预期+0.3%，其中多项商品零售环比转负。不过，以近3个月环比年率增速来看，美国零售销售增速总体保持稳健。

图10：美国核心CPI及分项环比3个月均年率



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11：美国零售销售环比3个月均年率

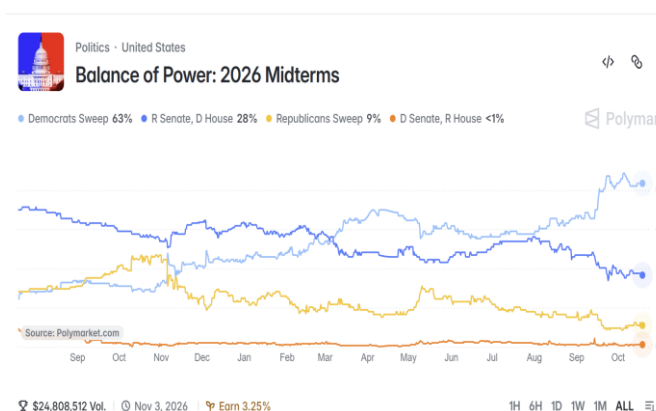


数据来源：彭博、东吴证券研究所

3. 海外政治

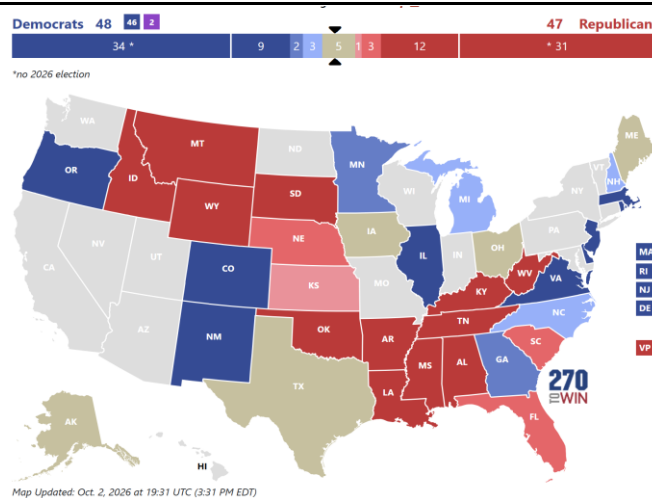
目前，距离美国中期选举 11 月 3 日投票日仅剩约两周，美国中期选举也进入提前投票与最后动员阶段，其中，佐治亚州、北卡罗来纳州已分别于 10 月 13 日和 15 日启动现场提前投票，数据显示选民早期参与情况较为活跃。截至最新，Polymarket 显示市场对民主党赢得国会两院的概率保持在 63% 的高位，民调模型预测则显示参议院的席位争夺仍然胶着。

图 12：市场对美国中期选举结果预期



数据来源：Polymarket、东吴证券研究所

图 13：美国参议院中选结果预测



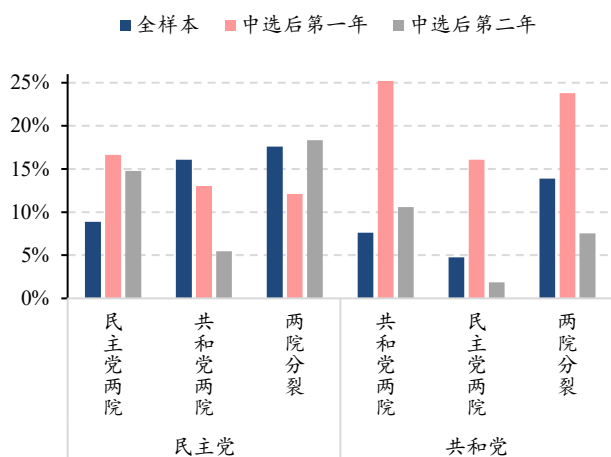
数据来源：彭博、东吴证券研究所；270toWin

中期选举是未来 1-2 周海外市场表现的主要不确定性来源之一。基准情形下，共和党预计失去当前两院横扫优势，但中选结果对政策的影响取决于共和党丢失席位的幅度。就大类资产而言，我们参考过往经验，讨论中选后的大类资产表现及其背后的逻辑。具体来看，我们按照不同的国会格局分类，统计了 1946 年以来的 20 届美国中期选举后美股、美债、美元和黄金在后续两年的表现，以及相同总统和国会格局下的全样本大类资产表现。具体来看：

(1) 美股方面，首先，中选落地有助于降低政治不确定性，因而中选后第一年美股普遍录得可观涨幅；其次，分裂国会下的历史平均表现相对较好，其背后的逻辑可能在于，两党制衡提高了大幅监管政策调整的难度，有助于稳定企业预期、支撑风险偏好。

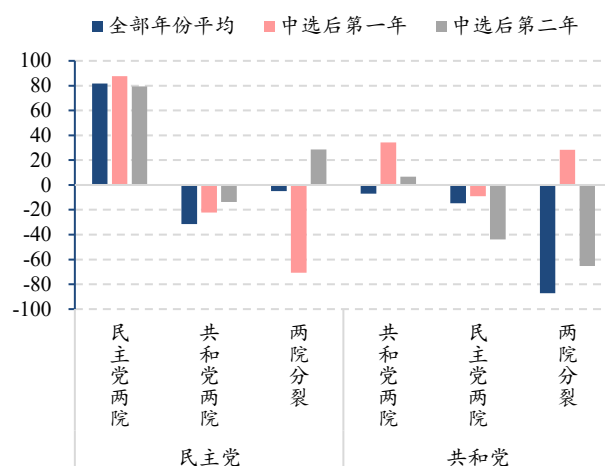
(2) 美债方面，平均来看，历史上分裂国会下美债利率下行的概率更高。对当前而言，共和党失去横扫优势可能意味着，新增减税、支出扩张等财政宽松法案更难通过，可能被动强化财政纪律，对长端利率形成下行压力；并且，共和党丢失的席位越多，民主党在预算和债务上限谈判中的议价能力也就越强。

图14：不同政治格局下的标普 500 年度回报



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图15：不同政治格局下的美债利率变动

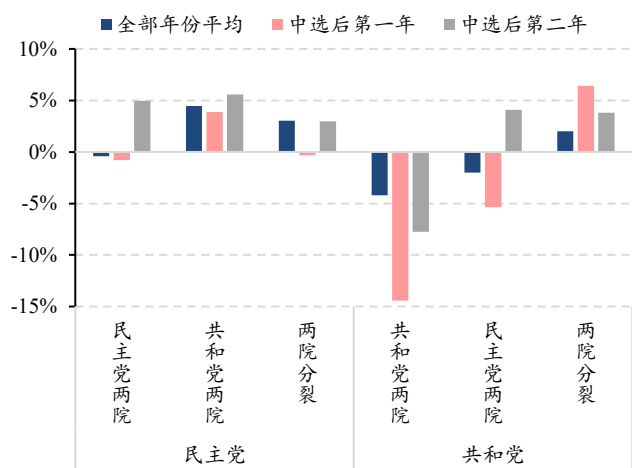


数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位 bps

(3) 美元方面，分裂国会下历史平均表现偏强。其背后的逻辑与美债利率类似，即财政纪律的强化有利于强化美元信用。不过需注意的是，在多数样本中，美元指数的走势与美国的相对增长优势、海外宽松及避险需求等因素更相关。

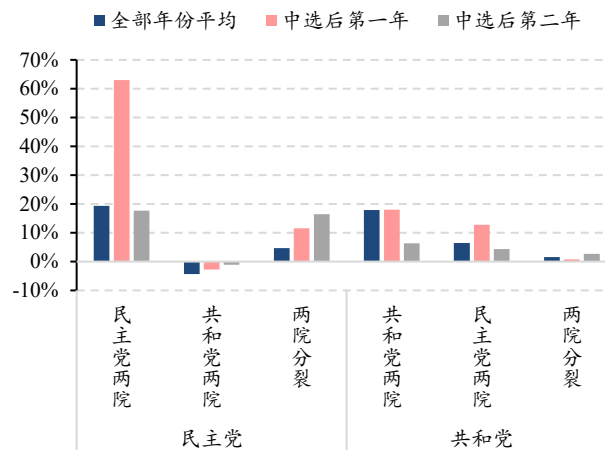
(4) 黄金方面，过往案例显示，统一执政格局下黄金涨势较好，其逻辑可能在于，统一执政更有利于通过财政扩张政策，赤字扩张和通胀预期支撑金价。从过往经验来看，在共和党总统与分裂国会的情景下，黄金平均表现不佳。

图16：不同政治格局下的美元指数年度回报



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图17：不同政治格局下的黄金年度回报



数据来源：彭博、东吴证券研究所

需要注意的是，由于样本的有限性，不同中选情景下大类资产平均表现的参考性可能十分有限，个别年份的极端行情容易显著影响平均回报；此外，不同政治周期所处的增长、通胀及地缘环境等的差异极大，政治格局及其对政策的影响未必是大类资产表现的主要矛盾，展望来看，仍需结合 11 月 3 日中选后的两院格局及美国经济基本面的变化来综合推演。

4. 风险提示

美伊局势存在不确定性，油价可能再度走高，全球央行收紧货币政策；

特朗普政策超预期，令美国增长前景不确定性走高；

美联储政策超预期，加息更快落地。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>