仅供内部参考，请勿外传

CPI/PPI 连超预期，为何美债走强？

发布日期：2026 年 10 月 15 日 分析师： 钱伟 SAC 编号： S1440521110002

核心观点：

周三、周四，美国 CPI、PPI、零售连超预期，但 10y 美债收益率却下行跌破 5.1%，如何理解？

主流解释有三：AI 融资担忧和美股科技调整，引发避险需求；日韩股市跟进暴跌，延续避险需求；官员鸽派发言、通胀广度下降、PPI 结构稳健，加息预期未显著发酵。

需要警惕的是，连续 2 日异动，是否预示市场定价潜在的拐点，包括经济和 AI 逆转。

近年，有两次核心 CPI 超预期、但美债收益率下行的案例：2022 年 7 月，市场担忧加息更猛烈、经济会衰退；2023 年 3 月，正好碰上瑞信事件，硅谷银行类似风险发酵。

后续走势：短期，若美股科技继续调整，美债收益率仍可能下行，通过加息预期和期限溢价等方法判断，底部暂时看 4.8-5%；中期，经济和 AI 拐点存疑，加息周期确立，维持高位宽幅震荡。

事件：

10 月 14 晚，美国 9 月 CPI 数据出炉，高于市场预期，10 月 15 日晚，美国 PPI 继续超市场预期。但是，美国 10 年国债收益率在升至 5.3%后回落，下行至 5.1%下方。

简评：

9 月美国 CPI 数据超预期，但美债收益率短线冲高后显著回落，10 年期美债收益率日内降至 5.1%以下，较数据公布后高点回落 20bp 以上，较数据公布前回落 10bp 以上。此后 PPI 数据再次大超预期，收益率下行态势未逆转。

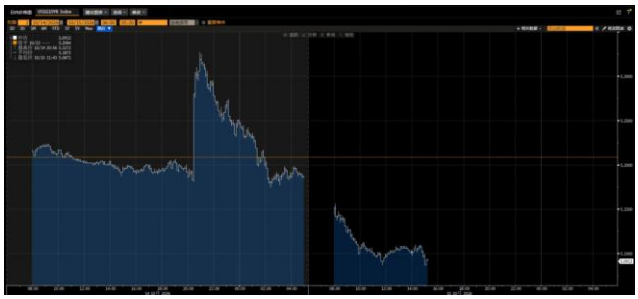
（1）如何理解这一异常走势？



本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

图 1：10Y 美债收益率短暂冲高后迅速回落



资料来源：Bloomberg，中信建投

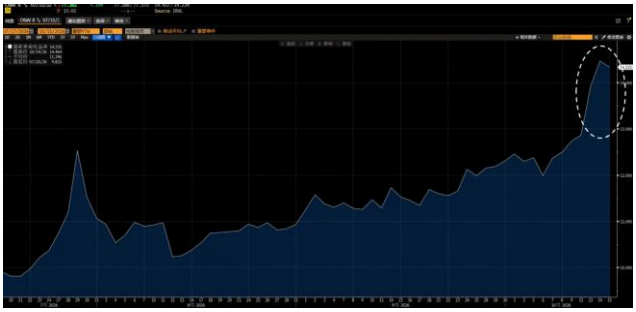
原因 ①：AI 融资担忧和美股科技调整，引发避险需求

周三夜间，AI 叙事出现两股逆风，纳指大跌近 2%，引发投资者避险需求，为美债提供支撑。

一是，10 月 14 日，**AI 云服务商 Coreweave 信用违约掉期（CDS）升至高位**，市场定价显示其未来 5 年内违约风险超 50%。这一事件引发相应 AI 融资担忧，Coreweave 公司 2032 年到期债券收益率升破 15%，同时带动美国科技债券整体风险溢价抬升。

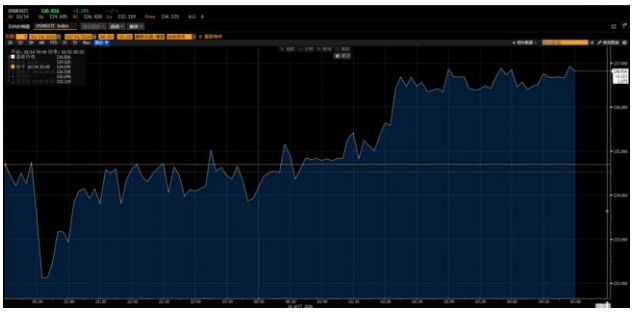
二是，**Anthropic 披露 Q3 业绩不及预期**，引发估值担忧，进一步加剧美股科技的调整压力。市场此前预期年底 ARR 有望冲击 1000 亿美元，而本次披露数据推算只能到约 780–890 亿美元，增长斜率明显回落。

图 2：融资担忧引发 Coreweave 债券收益率大涨



资料来源：Bloomberg，中信建投

图 3：AI 融资担忧进一步带动美国科技债风险溢价抬升



资料来源：Bloomberg，中信建投

原因 ②：日韩股暴跌，避险需求延续

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

进入 15 日亚洲交易时段，日、韩市场由于对半导体及 AI 产业链敞口较高，美股科技板块调整叠加 AI 融资担忧，引发相关资产同步承压。

韩国 KOSPI 指数盘中跌幅触及 8%、触发熔断，日本日经 225 指数跌幅亦接近 5%。这一风险扩散或进一步增加避险需求，持续支撑美债收益率下行。

图 4：日间美债收益率下行走势与日、韩股下跌较为同步



资料来源：Bloomberg，中信建投

原因 ③：加息预期并未升温

长债还能有美股调整、经济负反馈等叙事可以讲，**但 2 年期美债同样没有明显上行，对应的是加息预期在强劲的通胀数据前，反而保持淡定**。CPI 数据公布后，10 月加息概率一度升至 50%，但随后快速回落至 30%以下。其背后或包括两点原因：

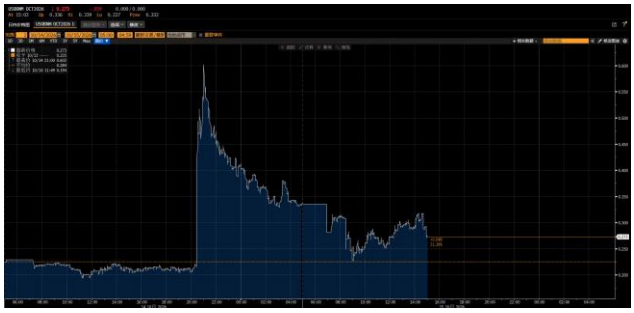
一是，14 日美联储监管副主席 Bowman 及旧金山联储主席 Daly **发言均偏鸽**，指向 10 月再次加息并不紧迫，使市场回撤部分加息定价。

二是，**9 月通胀上行广度有所下降**。沃什此前多次援引通胀扩散程度的指标，比如超过 3%的分项比例依然较高等。彭博最新数据显示，9 月 CPI 超过 3%增速的分项占比继续在回落。但是，这个逻辑相对牵强，只能算一个观察维度。

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

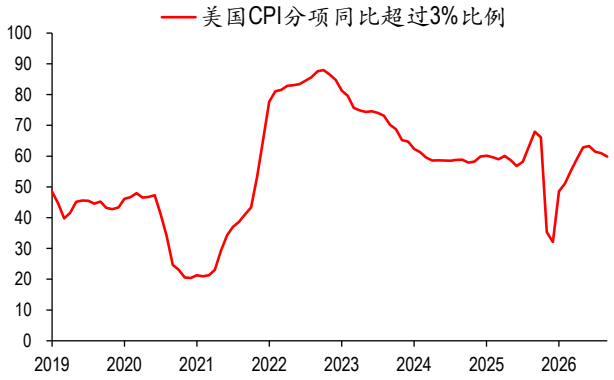
仅供内部参考，请勿外传

图 5：市场对 10 月加息的定价已由高点大幅回落



资料来源：Bloomberg，中信建投

图 6：彭博指标显示 9 月通胀上行广度有所回落



资料来源：Bloomberg，中信建投

原因 ④：是否存在趋势性的变化，超出短期催化的范畴？例如认为加息已开始逆转经济基本面、AI 叙事的阶段性顶峰已经出现？

随着加息的进行，经济总要承受不住走向衰退叙事，应用端没有进展背景下 AI 叙事的耐心被不断蚕食，这一叙事层面的临界点，迟早会出现，他们将是美债收益率筑顶回落的强大催化。

但是，**我们无法主观判断，临界点在什么时候，只能被动的跟踪市场表现**。连续 2 个交易日，美债收益率均异常下行，且宏观层面没有明显变化，**需要对此保持高度警惕**。

作为一个例子：今年 7 月 FOMC，沃什表态鸽派，但并未带来美债收益率的下行，市场反而交易潜在的远期通胀上行，收益率在那个时点开始趋势性上行。7 月底，我们曾对日内的美债走势感到奇怪，但事后看，市场是在交易潜在的长期叙事拐点。

（2）历史上，有没有类似的情况？

近年，在美联储加息周期中曾存在两次核心 CPI 数据超预期、但美债收益率短暂上行后迅速回吐涨幅最终下行的案例，分别为 2022 年 7 月及 2023 年 3 月。

案例 1：2022 年 7 月 13 日：通胀超预期催化衰退担忧

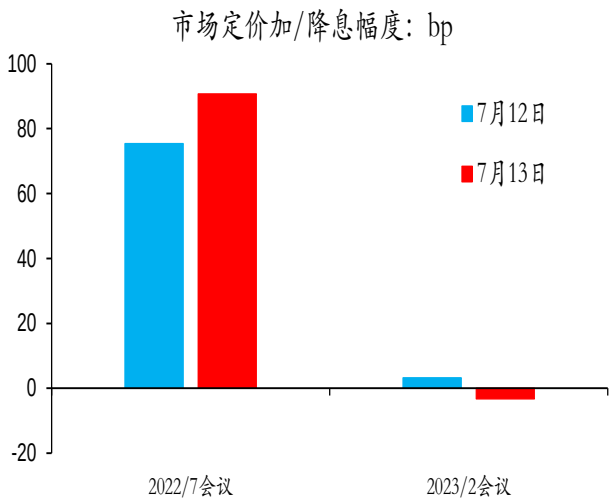
公布的 6 月核心 CPI 环比上涨 0.7%，高于预期的 0.5%。数据出炉后，美债收益率先上冲，但当日最终表现为 2Y 收益率上行、10Y 收益率下行，曲线倒挂加深。

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

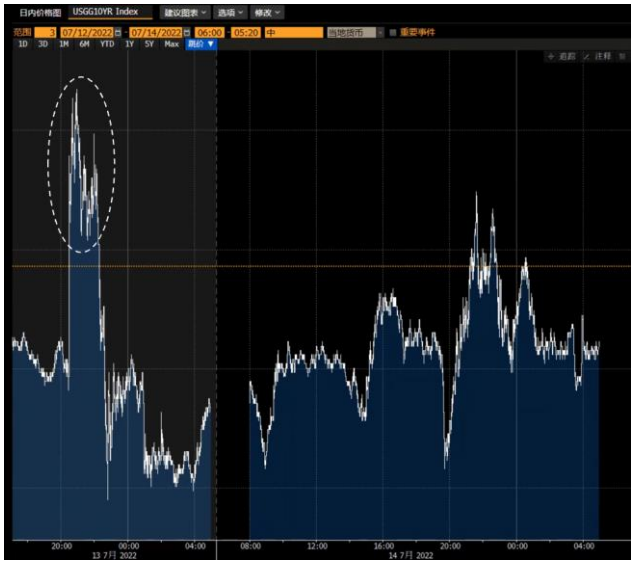
原因在于：当时市场一方面提高了短期大幅加息的预期，另一方面**担忧更猛烈的紧缩会更快压低需求、增加衰退风险**，并推动联储更早转向降息。市场同时定价更高的政策利率峰值和更早到来的降息，长端收益率因此获得下行空间。

图 7：数据出炉后，市场定价更快加息，同时定价更早启动降息



资料来源：Bloomberg，中信建投

图 8：10Y 美债快速上行后回吐涨幅



资料来源：Bloomberg，中信建投

案例 2：2023 年 3 月 14 日：银行风险冲击

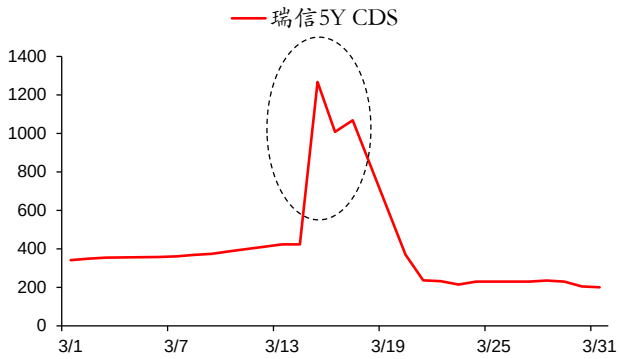
公布的当年 2 月核心 CPI 环比上涨 0.5%，高于预期的 0.4%。CPI 公布当日美债收益率整体上行，但次日反转、呈现明显下行。

原因在于：3 月 15 日，瑞信主要股东表示无法继续增资，**银行风险担忧在硅谷银行事件后再次升级**，瑞信 CDS 大幅上行。相关避险需求及银行风险可能削弱增长、减少联储进一步加息必要性的担忧推动美债收益率明显下行。

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

图 9：瑞信信用风险上行（bp）



资料来源：Bloomberg，中信建投

图 10：10Y 美债快速上行后次日大幅下跌



资料来源：Bloomberg，中信建投

（3）后续美债收益率走势如何？

短期来看，权益市场走势对美债影响较大，若科技股继续调整，美债收益率仍可能下行。

具体能下到多少？**暂时看 4.8-5%，**两个视角：

一是，从加息预期与 10y 的相关性判断，假设 2 年期 OIS 维持 4.7%左右，历史数据对应关系显示，10y 理论中枢在 4.8%左右。

二是，假设当前加息路径不动，此前 9 月底期限溢价大幅上升 40bp，假设这部分完全回吐，则美债收益率从高点 5.3%左右能回落 40bp。

但中期来看，经济基本面和 AI 叙事是否到拐点，较难判断，需要更多的数据验证，暂时维持美债收益率高位宽幅震荡的判断。关注本周五沃什谈话的表态。

风险提示：美国通胀上行超预期，美国经济增长超预期，导致美联储货币政策继续收紧，美元大幅升值，美债利率上行，美股继续下跌，商业银行破产危机，以及新兴市场出现货币和债务危机。美国经济衰退超预期，导致金融市场出现流动性危机，联储被迫转向宽松。欧洲能源危机超预期，欧元区经济陷入深度衰退，全球市场陷入动荡，外需萎缩，政策面临两难。全球地缘风险加剧，中美关系恶化超预期，大宗商品、运输出现不可控因素，逆全球化程度进一步加深，供应链持续被破坏，相关资源争夺恶化。

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

分析师介绍

钱伟：中信建投证券海外经济与大类资产首席分析师，复旦大学经济学博士，2020 年加入中信建投研究所，覆盖海外宏观、大类资产、出口、汇率、资金流动等。

研究助理

谢紫铭：中信建投证券海外经济与大类资产研究助理，芝加哥大学硕士，覆盖领域为海外宏观、外汇等

仅供内部参考，请勿外传

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15％
		中性	相对涨幅-5%—5％之间
		减持	相对跌幅 5%—15％
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：(8621)6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk