下载日志已记录，仅供内部参考

宏观经济研究

宏观周报（第 6 期）

为何美国通胀上行，长端利率反而回落？

作者



分析师 秦泰
SAC：S1070526080003
邮箱：qintai@cgws.com



分析师 陈冠宇
SAC：S1070526070001
邮箱：chenguanyu@cgws.com

本周聚焦：

9 月美国 CPI 超预期上扬，长端美债利率却出现大幅回落。本周公布的美国 9 月 CPI 数据超预期走高，然而紧缩预期升温并没有带动美债利率全线上行，而是出现短端上行、长端下行的分化走势，截至周四（10 月 15 日），1Y、10Y、10Y TIPS 美债利率分别收于 4.49%、5.10%、2.78%，分别较 CPI 数据公布前的周二（10 月 13 日）上行 1BP、下行 11BP、下行 10BP，较此前 10Y 收益率创出阶段性新高的 10 月 5 日则分别上行 2BP、下行 21BP、下行 17BP。

首先，美国通胀上行与劳动力市场再转冷同步出现，经济陷入滞胀概率提升，滞胀加息可能冲击短期经济增长前景，从而令长端实际利率预期回落。当劳动力市场偏紧（失业率下行、薪资增速上行）和通胀上行同时出现时，加息既不会导致美国经济前景的快速走低，也不属于额外施加紧缩压力，长端利率可以保持平稳。而在经济滞胀情形中，一方面通胀上行压力较大，另一方面经济总供给却相对疲弱并反映为劳动力市场转冷，供需缺口拉大亦进一步增加了通胀上行压力，此时美联储可能需被动加息以稳定长期通胀预期，但亦可能令本就疲弱的经济增速进一步遭受短期冲击。年中以来，10Y TIPS 利率随着沃什就任美联储主席而出现连续大幅上行，与二季度美国实际 GDP 增速的回落形成日益突出的反差，近日长端实际利率的大幅回落很大程度上是对长端实际利率向上偏移过大的一种修正。

其次，高油价持续日久，对消费需求的侵蚀或逐步显现，叠加美国劳动力市场转冷，美国消费需求可能在中期转而下滑，从而美国通胀前景存在中期加速回落风险。美国 9 月零售同比增长 6.3%，除石油制品外的其他商品零售合计贡献为 3.3 个百分点，而 5 月这一贡献则高达 4.2 个百分点。考虑到当前油价对核心通胀的渗透作用强化、半导体涨价亦愈演愈烈，扣除通胀后的非石油制品零售增速已经开始呈现转冷迹象。

第三，美伊持续间接对话，军事冲突再升温可能性降低，美俄就增加俄柴油供应达成一致，油价进一步冲高风险总体可能趋于下降，亦有助于缓和长期通胀预期。由此也可能和美联储开启加息共同对压降中长期通胀预期形成合力，进而推动长端利率回落。

全球大类资产表现：油价上涨金价下跌，美债利率高位回落。CPI 超预期回升，长端美债利率大幅回落，美元指数下行。美国主要股指涨跌互现，消费领涨科技下挫。美伊博弈互相施压，油价上涨金价下跌。

中国经济高频数据：乘用车批发跌幅扩大，猪肉价格跌幅收窄。乘用车零售销量同比跌幅持平，批发销量同比跌幅扩大。猪肉价格同比跌幅继续收窄，果蔬价格跌幅扩大；主要农产品价格同比多数走强。9 月下旬钢材价格同比小幅改善，非金属建材价格跌幅扩大。

中国大类资产表现：股跌债涨，人民币稳健升值。长短端国债利率大幅下行，离岸人民币微涨，A 股主要指数多数下跌，科技深度调整，食品饮料逆势上涨。

风险提示：若美伊军事冲突加剧推升油价、或半导体涨价潮再度升温、或发达经济体普遍实施新一轮财政扩张，都可能导致海外市场利率再度上行风险提升。

相关研究

1、《原油半导体涨价愈烈，美陷入滞胀概率提升——美国 CPI 点评（2026.9）》2026-10-15
2、《政企融资有所修复，利率仍具下行空间——金融数据点评（2026.9）》2026-10-14
3、《半导体火热新能源升温，出口增速创多年新高——进出口点评（2026.9）》2026-10-14

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

本周聚焦 3
为何美国通胀上行，长端利率反而回落？ 3
全球大类资产表现：油价上涨金价下跌，美债利率高位回落 5
中国经济高频数据：乘用车批发跌幅扩大，猪肉价格跌幅收窄 7
中国大类资产表现：股跌债涨，人民币稳健升值 8
风险提示 10

图表目录

图表 1：10 月初以来美债长端利率趋于回落而短端利率小幅上行 3
图表 2：9 月 CPI 公布后 Fed Watch 显示市场预期年底联邦基金加权利率上行（%） 3
图表 3：10Y TIPS 利率与美国实际 GDP 同比增速趋势对比 4
图表 4：美国零售同比及贡献结构（%） 5
图表 5：布伦特原油价格与 10Y TIPS 隐含的中长期通胀预期 5
图表 6：美债收益率及美元指数 6
图表 7：美国主要股指及行业涨幅（%） 6
图表 8：伦敦金现及原油价格 7
图表 9：LME 铜价 7
图表 10：CME Fed Watch 对应市场预期未来美联储 FOMC 会后联邦基金加权利率（%） 7
图表 11：乘联会汽车销售情况 7
图表 12：猪肉及果蔬价格同比 8
图表 13：农产品价格同比走势（%） 8
图表 14：钢材价格同比（%） 8
图表 15：非金属建材价格同比（%） 8
图表 16：国债收益率及人民币汇率 9
图表 17：中国主要股指及行业涨幅 9
图表 18：煤炭价格同比（%） 9
图表 19：国内主要油类价格同比（%） 9

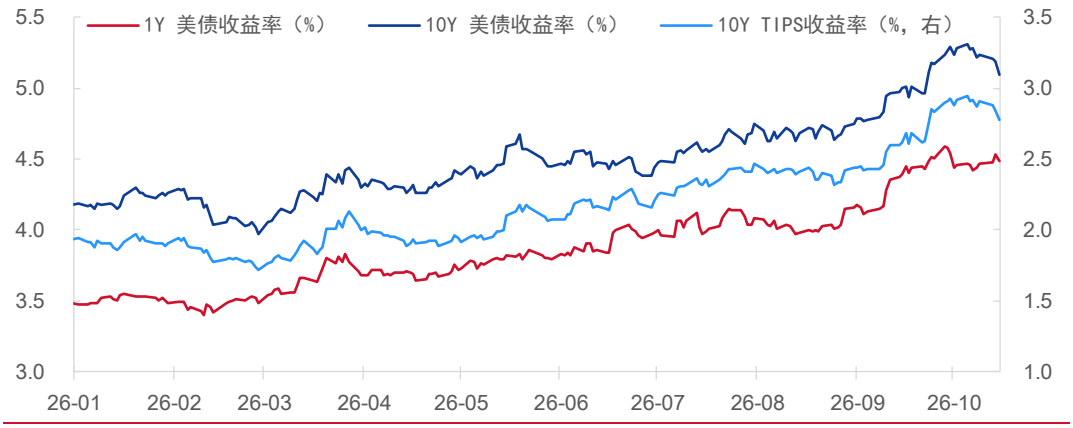
下载日志已记录，仅供内部参考

本周聚焦

为何美国通胀上行，长端利率反而回落？

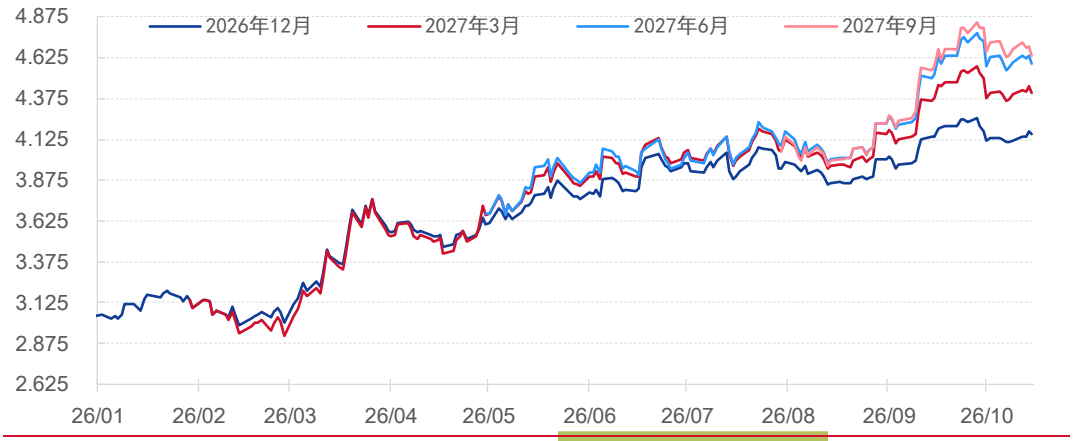
9 月美国 CPI 超预期上扬，长端美债利率却出现大幅回落。本周公布的美国 9 月 CPI 数据超预期走高，CPI 同比上行达 0.4 个百分点至 3.7%，连续两个月走高；核心 CPI 同比也时隔三个月首现回升 0.1 个百分点至 2.6%。受此影响，紧缩预期再度升温，周三数据公布当日（10 月 14 日）Fed Watch 显示市场预期到今年年底联邦基金利率加权平均上行 3.2BP 至 4.17%。然而，加息预期的升温并没有带动美债利率全线上行，而是出现短端上行、长端下行的分化走势。截至周四（10 月 15 日），1Y、10Y、10Y TIPS 美债利率分别收于 4.49%、5.10%、2.78%，分别较 CPI 数据公布前的周二（10 月 13 日）上行 1BP、下行 11BP、下行 10BP，较此前 10Y 收益率创出阶段性新高的 10 月 5 日则分别上行 2BP、下行 21BP、下行 17BP。

图表1：10 月初以来美债长端利率趋于回落而短端利率小幅上行



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

图表2：9 月 CPI 公布后 Fed Watch 显示市场预期年底联邦基金加权利率上行（%）



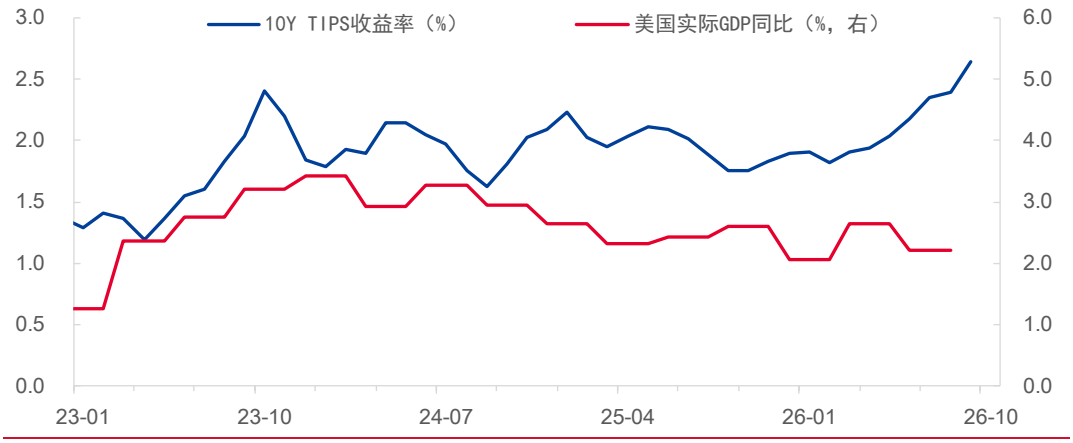
资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

首先，美国通胀上行与劳动力市场再转冷同步出现，经济陷入滞胀概率提升，滞胀加息可能冲击短期经济增长前景，从而令长端实际利率预期回落。美债长期实际利率主要由实际 GDP 增长前景和美联储货币政策紧缩程度共同决定。当劳动力市场偏紧（失业率下行、薪资增速上行）和通胀上行同时出现时，美联储的加息是为了避免经济短期过热的

下载日志已记录，仅供内部参考

正常逆周期调节，既不会导致美国经济前景的快速走低，也不属于额外施加紧缩压力，从而此种情形下美联储加息后美国长端利率往往可以保持平稳。而在经济滞胀情形中，一方面通胀上行压力较大（例如当前美国通胀受油价加速传导和半导体涨价愈演愈烈的影响而呈现更大的高位黏性），另一方面经济总供给却相对疲弱并反映为劳动力市场转冷（同样例如 9 月美国最新就业数据所呈现的失业率上行、薪资增速下行），而在总需求短期内尚未出现明显降温时，供需缺口短期拉大亦进一步增加了通胀上行压力，此时美联储可能需被动增加加息次数，以首先实现通胀长期预期稳定的目标。但此种情形下的加息操作，可能令本就疲弱的经济增速进一步遭受短期冲击，只能寄希望于中长期维度下通胀预期稳定之后经济供需两侧的逐步恢复过程。因此滞胀情形下的加息往往会首先导致长端利率的短期回落，中长期再随着经济增长前景的逐步恢复而缓慢上行。**年中以来，10Y TIPS 利率随着沃什就任美联储主席而出现连续大幅上行，与二季度美国实际 GDP 增速的回落形成日益突出的反差，近日长端实际利率的大幅回落很大程度上是对长端实际利率向上偏移过大的一种修正。**

图表3：10Y TIPS 利率与美国实际 GDP 同比增速趋势对比

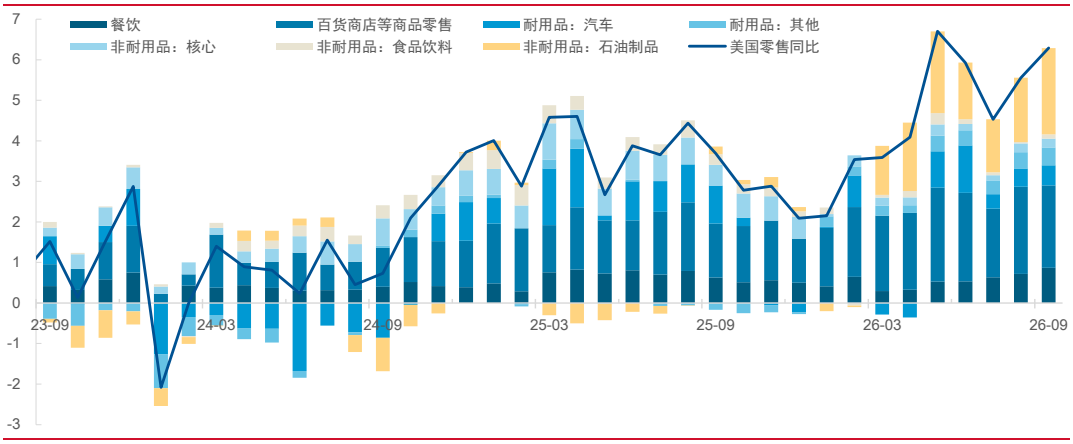


资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

其次，高油价持续日久，对消费需求的侵蚀或逐步显现，叠加美国劳动力市场转冷，美国居民消费需求可能在中期转而下滑，从而美国通胀前景存在中期加速回落风险。油价在高位上运行的越久，对美国居民消费能力的侵蚀就可能越显著，虽然 Q2GDP 中居民消费仍有韧性，但算力数据中心建设高增和对我国等相关设备进口的较高依赖度对后续美国就业可能有一定不利影响，9 月非农再度明显转弱也是印证。若后续美国劳动力市场持续偏冷、薪资增速低位运行，高油价和低薪资增速两大因素同时作用，美国居民消费实际增速中期可能转而下滑。最新公布的美国 9 月零售同比增长 6.3%，增速较 8 月回升 0.7 个百分点，但其中石油制品的贡献即达到 2.1 个百分点，较 8 月上行 0.5 个百分点。除石油制品外的其他商品零售合计贡献为 3.3 个百分点，而 5 月这一贡献则高达 4.2 个百分点。考虑到当前油价对核心通胀的渗透作用强化、半导体涨价亦愈演愈烈，扣除通胀后的非石油制品零售增速已经开始呈现转冷迹象。如果这一趋势延续，美国通胀可能在明年年中时点前后转为快速回落。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：美国零售同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

第三，美伊持续间接对话，军事冲突再升温可能性降低，美俄就增加俄对美柴油供应达成一致，油价进一步冲高风险总体可能趋于下降，亦有助于缓和长期通胀预期。9 月底以来，美伊冲突焦点逐渐向美伊能否就重开霍尔木兹海峡达成一致转向，虽然据央视新闻，伊朗方面提出的“7 日提案”被特朗普否决，但据新华社，伊朗外交部发言人 12 日表示，伊朗正在审议美方针对伊方立场提出的最新意见，这显示双方仍在进行间接对话，美伊之间具备继续谈判的基础。另据央视新闻，特朗普 10 月 8 日表示，美伊正在进行富有成效的磋商，美方不会在 11 月 3 日中期选举前攻击伊朗。美伊军事冲突再度升温的可能性下降。另一方面，据新华社，10 月 9 日特朗普和普京双双表示就俄罗斯增加对美石油产品供应达成一致，美国财政部外国资产控制办公室也发布公告称，将在未来几个月放松针对俄罗斯柴油贸易的制裁。虽然沙特胡塞冲突对短期油价仍有扰动，布油仍在 100 美元/桶以上的高位徘徊，但这些迹象显示，美伊、俄乌两大地缘政治风险对油价的扰动总体趋于降温，由此也可能和美联储开启加息共同对压降中长期通胀预期形成合力，进而推动长端利率回落。

图表5：布伦特原油价格与 10Y TIPS 隐含的中长期通胀预期



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

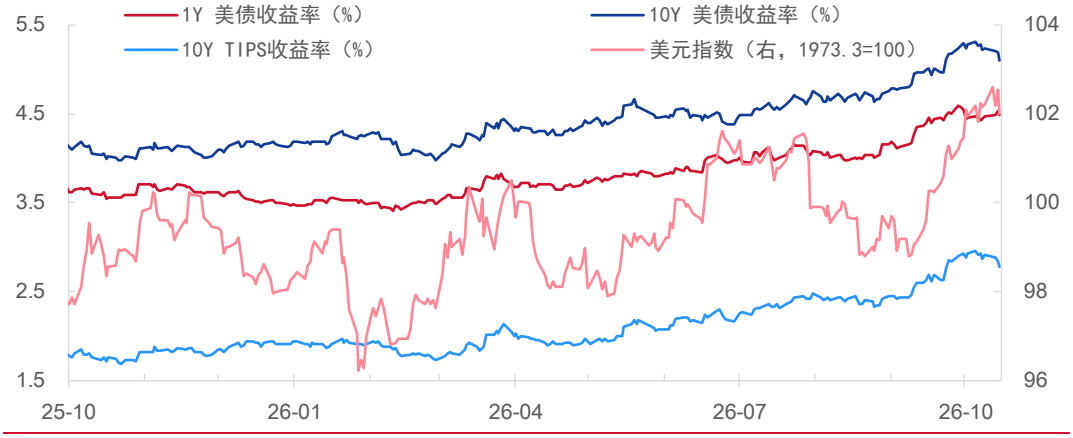
全球大类资产表现：油价上涨金价下跌，美债利率高位回落

CPI 超预期回升，滞胀加息预期升温，长端美债利率大幅回落，美元指数小幅下行。截至周四（10 月 15 日），1Y 美债收益率较上周五上行 2BP 至 4.49%，周中公布的 9 月美

下载日志已记录，仅供内部参考

国 CPI 同比超预期回升，高通胀黏性再度强化，但市场反应出利空出尽，10Y 美债、10Y TIPS 收益率分别较上周五下行 14BP、13BP 至 5.10%、2.78%，美元指数较上周五下行 0.21 至 102.00。

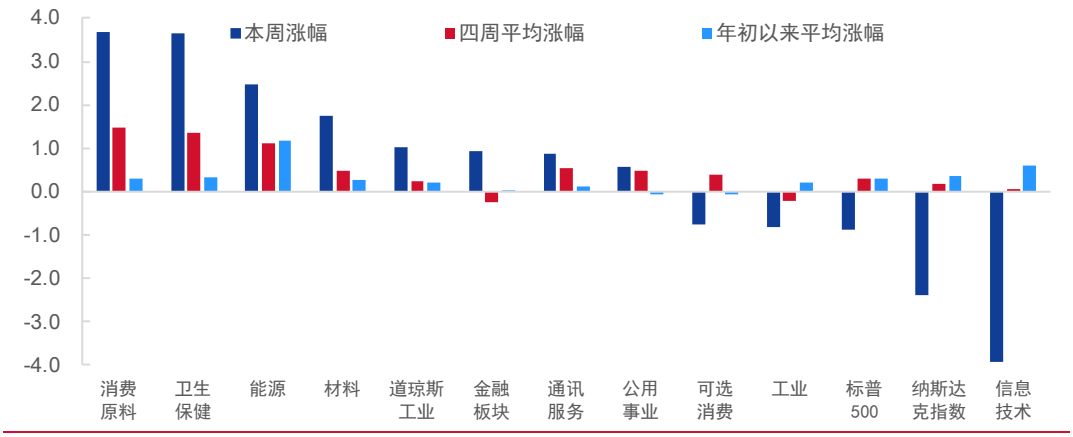
图表6：美债收益率及美元指数



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

美国主要股指涨跌互现，消费领涨科技下挫。截至周四（10 月 15 日），本周美国纳斯达克指数、标普 500 指数、道琼斯工业指数分别下跌 2.39%、下跌 0.86%、上涨 1.01%。消费原料涨幅最大达到 3.67%，信息技术跌幅最大达到-3.94%。

图表7：美国主要股指及行业涨幅（%）

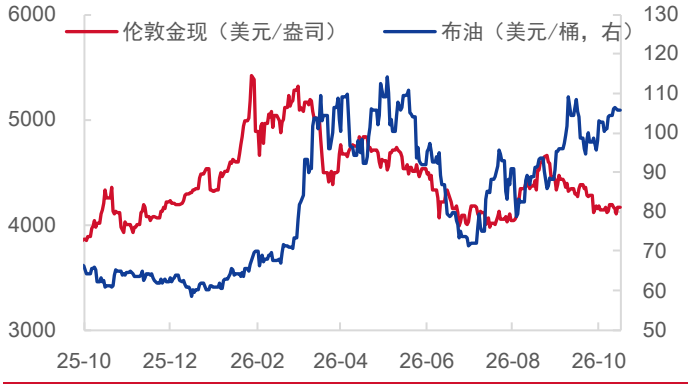


资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

美伊博弈互相施压，油价上涨金价下跌。美伊之间围绕此前伊朗提出重启霍尔木兹海峡方案的博弈仍未取得结果，双方仍在互相施压，带动油价上涨。截至周四（10 月 15 日），布伦特原油较上周五上涨 1.1%至 105.69 美元/桶；伦敦金较上周五下跌 0.6%至 4170.68 美元/盎司；LME 铜较上周五下跌 1.0%至 14539 美元/吨。

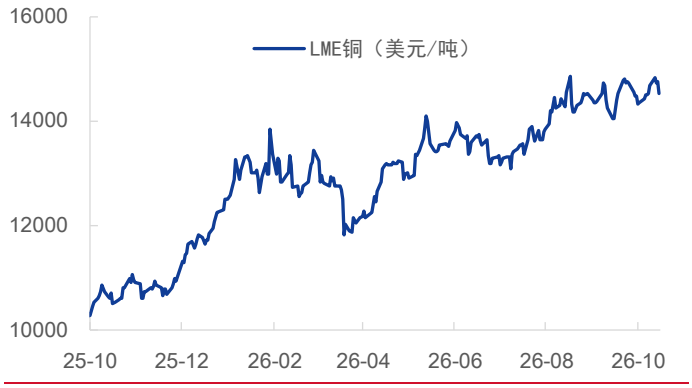
下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：伦敦金现及原油价格



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

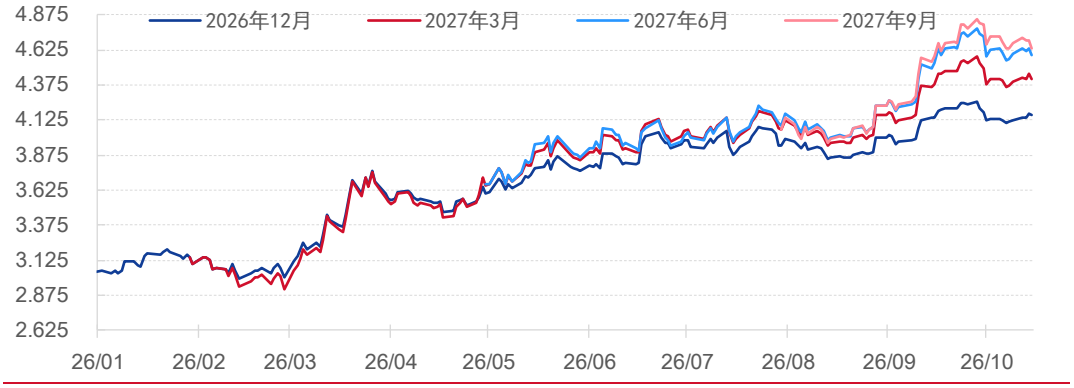
图表9：LME 铜价



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

CPI 超预期推动紧缩预期回升。截至周四（10 月 15 日），Fed Watch 对应市场预期今年 12 月美联储 FOMC 会后联邦基金加权利率为 4.16%，较上周五高 3.6BP。

图表10：CME Fed Watch 对应市场预期未来美联储 FOMC 会后联邦基金加权利率（%）

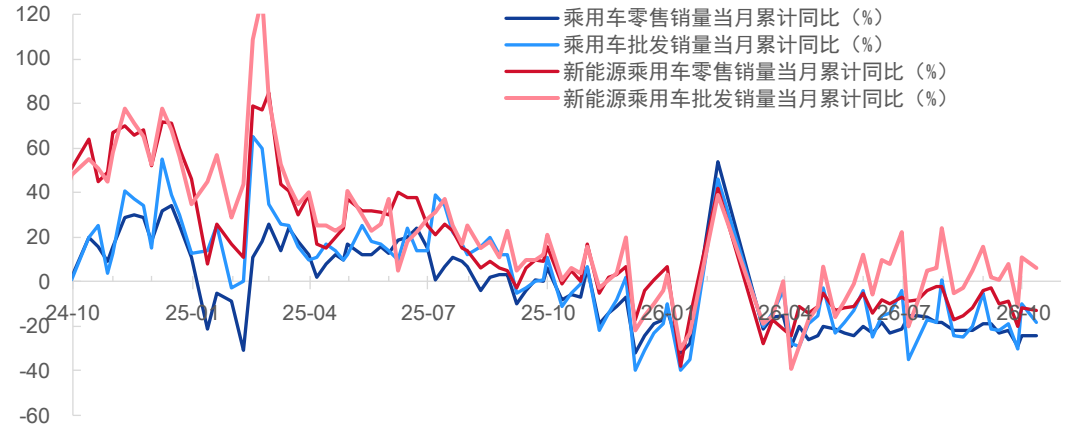


资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

中国经济高频数据：乘用车批发跌幅扩大，猪肉价格跌幅收窄

乘用车零售销量同比跌幅持平，批发销量同比跌幅扩大。截至 10 月 11 日，据乘联会数据，乘用车零售、批发销量累计同比分别持平、下降 8 个百分点至-24%、-18%，新能源乘用车零售、批发销量累计同比分别下降 1 个、5 个百分点至-13%、6%。

图表11：乘联会汽车销售情况

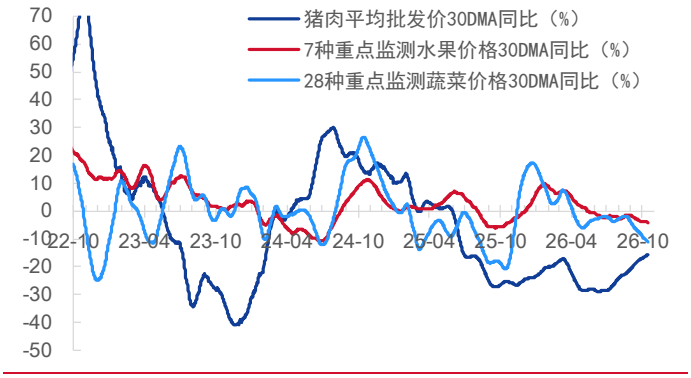


资料来源：ifind，乘联会，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

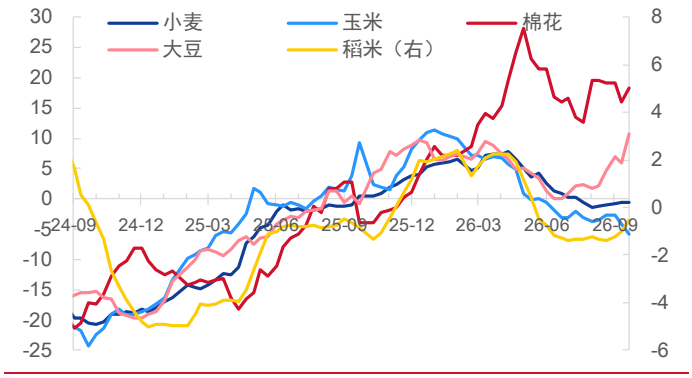
猪肉价格同比跌幅继续收窄，果蔬价格跌幅扩大；主要农产品价格同比多数走强。截至周四（10 月 15 日），猪肉 30 天平均价格同比跌幅收窄 0.5 个百分点至-15.8%，鲜果、鲜菜价格同比跌幅分别扩大 0.5、0.7 个百分点至-4.1%、-11%。9 月下旬大豆、棉花价格同比涨幅扩大，玉米价格同比跌幅扩大，小麦、稻米价格同比跌幅收窄。

图表12：猪肉及果蔬价格同比



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

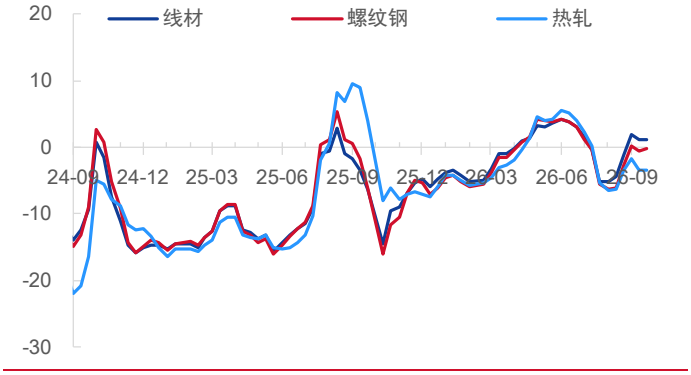
图表13：农产品价格同比走势（%）



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

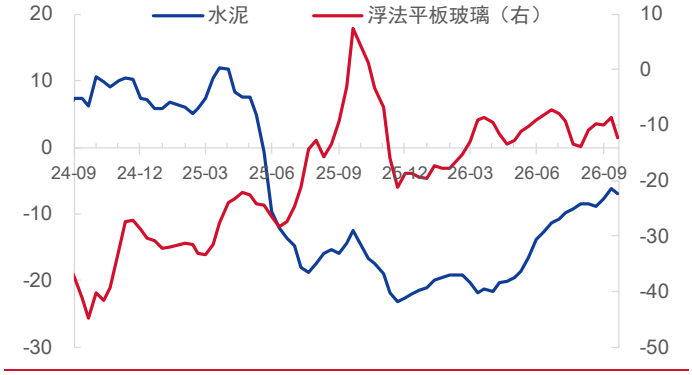
钢材价格同比小幅改善，非金属建材价格跌幅扩大。9 月下旬，线材、螺纹钢、热轧板卷价格同比分别上行 0.1、0.3、0.1 个百分点至 1.2%、-0.3%、-3.4%；水泥价格同比跌幅扩大至-7.0%，玻璃价格同比跌幅扩大至-12.3%。

图表14：钢材价格同比（%）



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

图表15：非金属建材价格同比（%）



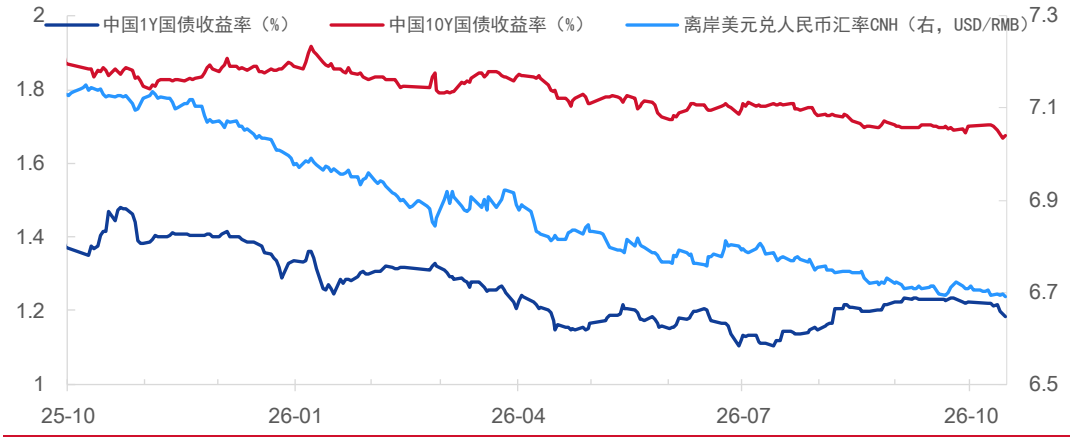
资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

中国大类资产表现：股跌债涨，人民币稳健升值

长短端国债利率大幅下行，离岸人民币微涨。截至周四（10 月 15 日），1 年国债收益率较上周六下行 3.12BP 至 1.18%，10 年国债收益率较上周六下行 2.68BP 至 1.68%；截至周四（10 月 15 日），离岸人民币 CNH 涨 0.05%至 6.6894。

下载日志已记录，仅供内部参考

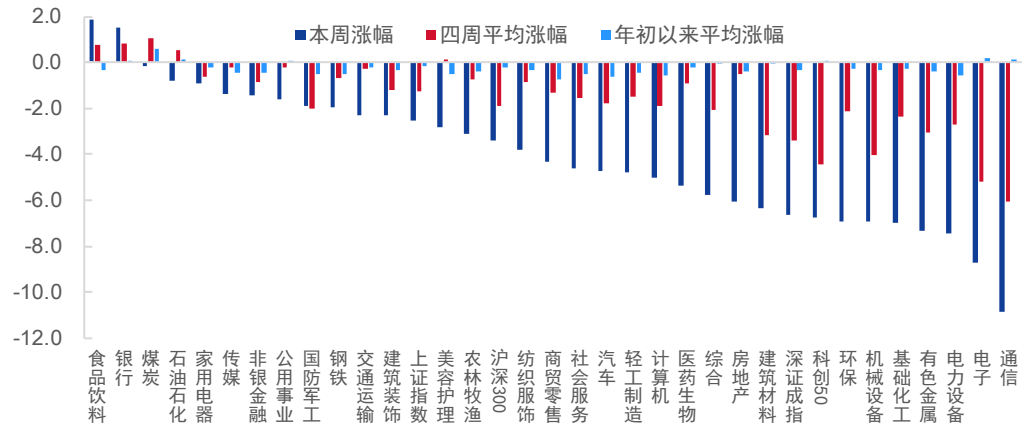
图表16：国债收益率及人民币汇率



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

本周 A 股主要指数多数下跌，科技深度调整，食品饮料逆势上涨。截至周五（10 月 16 日），本周科创 50、深证成指、沪深 300、上证指数表现分别为-6.77%、-6.64%、-3.40%、-2.56%，其中通信板块深度调整，达到-10.87%，食品饮料逆势上涨 1.89%。

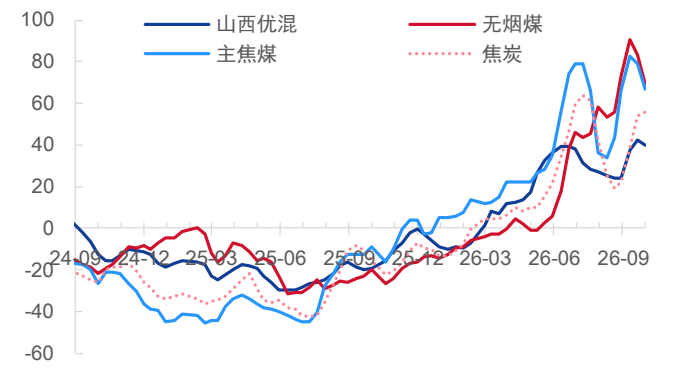
图表17：中国主要股指及行业涨幅



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

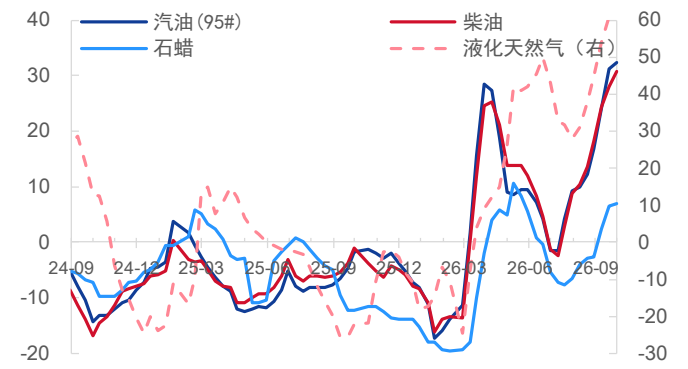
煤价同比高位回落，油价同比继续上升。9 月下旬，混煤、无烟煤、焦煤、焦炭价格同比分别下行 2.7、下行 14.0、下行 12.3、上行 1.6 个百分点至 39.7%、69.2%、67.0%、55.7%；液化天然气、汽油、柴油价格同比分别持平、上行 1.2、上行 2.6 个百分点至 61.1%、32.4%、30.7%。

图表18：煤炭价格同比（%）



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

图表19：国内主要油类价格同比（%）



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

若美伊军事冲突加剧推升油价、或半导体涨价潮再度升温、或发达经济体普遍实施新一轮财政扩张，都可能导致海外市场利率再度上行风险提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：

长城证券 GREAT WALL SECURITIES