下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 10 月 12 日

高利率如何冲击 AI 融资?

——“AI 泡沫”系列

相关研究
-

证券分析师
赵伟 A0230524070010
zhaowei@swsresearch.com
陈达飞 A0230524080010
chendf@swsresearch.com
赵宇 A0230524080007
zhaoyu2@swsresearch.com
王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com
李欣越 A0230524080004
lixy@swsresearch.com
联系人
赵宇 A0230524080007
zhaoyu2@swsresearch.com

10 年美债收益率升至二十余年高位，AI 债务融资仍快速扩张。高利率将如何影响 AI 企业融资成本、融资渠道与偿债能力，主要偿债指标与历史投资热潮有何不同?

一、热点思考：高利率如何冲击 AI 融资?

（一）融资成本：高利率推升发债利率，综合资金成本抬升至 10%以上

美债利率升至二十余年高位，短期内难以回落。截至 10 月 9 日，10 年期、30 年期美债收益率分别为 5.24%、5.60%，较 2025 年末上行 106bp、76bp。加息预期升温、经济韧性仍在、财政融资需求偏高，三重推力短期难以逆转，长端利率或维持高位，AI 企业新增发债成本持续承压。

AI 债融资成本持续上升，企业间分化明显。2025 年末以来，科技行业 A 级 10 年期信用利差由 57bp 升至 77bp，同期 BBB 级企业利差基本持平。企业间债务压力分化加大，截至 10 月，微软 10 年期债券利率 5.31%，持平国债；甲骨文升至 7.41%，评级下调至 BBB-，CDS 利差升至 215bp。

高利率推升 AI 企业综合资本成本，投资回报门槛抬高。2022 年初至 2026 年初，美国互联网软件、半导体行业 WACC 分别由 5.52%、6.18%升至 10.66%、10.55%，升幅超过非金融企业，股权成本是主要传导渠道。科技行业资本成本溢价扩大，新增投资面临更高回报要求。

（二）融资渠道：公开发债放缓、买方要价上升，AI 融资转向外币债、表外租赁和私募信贷

7 月以来 AI 债务发行节奏放缓，高利率或是拖累因素之一。2026 年前 7 个月，AI 相关美元债务融资 3081 亿美元，为 2025 年全年的 1.65 倍；月度规模由 6 月的 889 亿美元降至 7 月的 410 亿美元，科技巨头美元债 9 月发行为零。同期 10 年期美债收益率上行 85bp，或制约发行节奏。

AI 债认购需求降温，买方要价上升。头部 AI 企业新债认购倍数由 2 月的 4.66 倍降至 7 月的 1.61 倍，同期投资级债认购倍数仅由 3.99 倍降至 3.38 倍。资金开始区别对待不同的发债企业，头部云厂商(不含甲骨文)利差升至 7 月的 62bp，与工业类的差距由 34bp 收窄至 5bp。

美元公开债承接压力上升，AI 企业通过三条路径拓宽融资渠道。一是发行外币债，美国云厂非美元债占比由 2025 年的 13.9%升至 2026 年上半年的 36.1%；二是转向表外租赁，云厂未起租承诺升至 1.12 万亿美元；三是发行私募信贷，AI 相关交易占全部私募信贷交易比重升至 34%。

（三）偿债能力：当前仍然有缓冲，安全垫正在收窄，未来需关注两大风险指标

AI 投资回报率的安全垫正在收窄，企业间分化加大。五家云厂商二季度最新资本回报率均值为 17.6%，较一年前下降 5.5 个点；微软、谷歌和 Meta 安全垫较厚，亚马逊和甲骨文相对薄弱，甲骨文已降至 9.6%。三大云厂商合同积压 1.69 万亿美元，新增投资回报有待兑现。

AI 企业现金流覆盖率有所下降，但整体偿债风险仍然可控。五大云厂商经营现金流对资本开支的覆盖由 2022 年一季度的 1.79 倍降至 2026 年一季度的 1.06 倍。发债相当于资本开支的比重升至 51%。截至 2026 年二季度末，五大云厂现金合计 2018 亿美元，短期偿债压力有限；

对比历史投资热潮，本轮 AI 投资仍有缓冲，未来需关注两大风险指标。对比 2000 年互联网投资、1980 年代能源投资等历史，当前美国宏观层面仍有缓冲。未来需重点观察：一是整体企业内部资金覆盖率是否跌向 95%以下，二是回报率与融资成本的差距是否降至 2 个点以下。

二、大类资产&海外事件&数据：拉美资产领涨全球，美债净发行下降

巴西选情逆转叠加美债回落，拉美资产领涨全球。当周，标普 500 上涨 1.2%；10Y 美债收益率下行 4.00bp；美元指数上涨至 102.23，美元兑离岸人民币贬值至 6.6931；布油价格上涨 2.4%至 104.72 美元/桶，COMEX 金价格上涨 1.1%，COMEX 银价格上涨 1.0%。

美债净发行下降，关键航道通行仍处低位。截至 10 月 7 日，美债 15 日滚动净发行额降至 23.15 亿美元，低于去年同期。截至 10 月 8 日，美国日历年累计赤字规模 1.5 万亿美元，高于去年同期。关键航道通行仍处低位，红海流量稳定，9 月底以来实际能源运输已有所恢复。

美国 9 月 ISM 服务业 PMI 小幅回落至 54.9。结构上，商业活动回落 5.2 至 56.5，新订单回落 1.1 至 59.8。物价上升 1.4 至 74.0，对应服务通胀压力；美联储 9 月例会纪要显示，官员们强调将对每次会议保持"开放态度"，许多委员认为此次加息是“风险管理式”的。

风险提示：美国金融条件收紧；地缘政治冲突升级；美联储超预期转“鹰”

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、热点思考：高利率如何冲击 AI 融资？ 6

（一）高利率如何抬升 AI 企业融资成本？ 6
（二）高利率如何影响 AI 企业融资可得性？ 8
（三）高利率下，AI 债务是否具有可持续性？ 9

二、大类资产&海外事件&数据： 11

（一）大类资产：巴西选情逆转叠加美债回落，拉美资产领涨全球 .. 11
（二）美债：TGA 规模下降，美债净发行下降 16
（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平 17
（四）中期选举：特朗普净支持率-23% 18
（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡通航仍处低点 19
（六）关税：美国启动铝复合板反规避调查 19
（七）海外央行：美联储委员对加息持“开放态度” 20
（八）PMI：美国 9 月 ISM 服务业 PMI 回落至 54.9 23
（九）成品油：柴油裂解价差上升 23
（十）高频：失业金初申领人数低于市场预期 24

三、全球宏观日历：关注美国 9 月 CPI 数据 25

风险提示 26

图表目录

图表 1：长端美债收益率升至近年来高位 6
图表 2：美国经济意外指数与美债利率走势 6
图表 3：AI 企业 10 年期债券信用利差走阔 7
图表 4：主要科技公司 10 年期债券收益率明显上行 7
图表 5：科技企业信用评级分化，甲骨文评级下调 7
图表 6：主要 AI 企业 CDS 利差上行，甲骨文领涨 7
图表 7：美国科技行业资本成本较 2021 年明显抬升 7
图表 8：软件与互联网行业资本成本高于全市场 7
图表 9：美股科技巨头美元债月度发行规模 8
图表 10：AI 相关债务月度融资规模近期回落 8
图表 11：美国五大云厂商资本开支持续扩张 8
图表 12：AI 企业资本开支占营收比例上升 8
图表 13：头部云厂商新债认购倍数明显下降 9
图表 14：头部云厂商信用利差走阔，工业类基本持平 9
图表 15：五大云厂商未起租承诺规模快速扩张 9
图表 16：头部云厂商发债币种趋于多元化 9
图表 17：云厂商资本回报率回落，仍高于融资成本 10
图表 18：三大云厂商合同积压增速快于收入 10
图表 19：五大云厂商资本开支逼近经营现金流 10
图表 20：美国云厂商自由现金流明显回落 10
图表 21：美国 1830 年以来的 12 轮投资潮 11
图表 22：本轮 AI 投资期内部资金覆盖率高于 100% 11
图表 23：本轮 AI 投资回报率高于实际债务成本 11
图表 24：当周，发达市场股指多数上涨 11
图表 25：当周，新兴市场股指涨跌互现 11
图表 26：当周，美国标普 500 行业多数上涨 12
图表 27：当周，欧元区行业多数上涨 12
图表 28：当周，恒生指数悉数上涨 12
图表 ：当周，行业方面多数上涨 .....

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 30：当周，发达国家 10Y 国债收益率多数下行 13
图表 31：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势 13
图表 32：当周，巴西、土耳其 10Y 收益率走势 13
图表 33：美元指数上涨，其他货币兑美元多数贬值 13
图表 34：当周，欧元兑美元走势 13
图表 35：当周，主要新兴市场兑美元多数下跌 14
图表 36：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势 14
图表 37：当周，美元兑在岸人民币贬值至 6.6921 14
图表 38：当周，美元兑离岸人民币贬值至 6.6931 14
图表 39：当周，大宗商品价格多数上涨 15
图表 40：当周，WTI 原油、布伦特原油价格上涨 15
图表 41：当周，焦煤、螺纹钢价格涨跌互现 15
图表 42：当周，LME 铜、LME 铝价格涨跌互现 15
图表 43：当周，通胀预期下行至 2.33% 15
图表 44：当周，COMEX 金、COMEX 银价格上涨 16
图表 45：当周，10Y 美债实际收益率下行至 2.91% 16
图表 46：美国 TGA 规模下降 16
图表 47：美债净发行规模本周下降 16
图表 48：美国长期国债总发行规模 17
图表 49：美债净发行季节性表现 17
图表 50：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平 17
图表 51：今年财政支出高于去年同期水平 17
图表 52：美国 2026 年财政收入高于去年同期 17
图表 53：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期 17
图表 54：特朗普总统职位支持率 18
图表 55：国会支持率 18
图表 56：特朗普总统的净支持率 18
图表 57：polymarket 参议院概率 18
图表 58：民主党、共和党众议院预测席位走势 18
图表 59：民主党、共和党参议院预测席位走势 18
图表：霍尔木兹海峡油轮过境数量 .....

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 61：曼德海峡油轮过境数量 19
图表 62：美国对各国/各地区关税税率 20
图表 63：本周美联储年底大幅加息概率下降 20
图表 64：市场预期欧央行在 10 月利率不变(10 月 9 日) 20
图表 65：市场预期美联储 2026 年 10 月利率不变（BP，截止 10 月 9 日） 21
图表 66：联储官员倾向（截止 10 月 9 日） 21
图表 67：本周美联储官员发言 21
图表 68：本周欧央行官员发言 22
图表 69：美联储点阵图及市场预期（截止 10 月 9 日） 22
图表 70：美国 9 月 ISM 服务业 PMI 回落至 54.9 23
图表 71：美国成品油裂解价及 WTI 油价 23
图表 72：当周，美国柴油库存回落 23
图表 73：柴油及其他成品油对批发价贡献 23
图表 74：美国成品油价格指数和能源 CPI 23
图表 75：当周初申领失业金人数（非季调） 24
图表 76：当周持续申领失业金人数（非季调） 24
图表 77：周度职位空缺数回升 24
图表 78：美国州层面的失业压力不大 24
图表 79：美国红皮书零售指数小幅回落 25
图表 80：美国经济增速高频指标回落 25
图表 81：全球主要宏观经济数据日历 25

下载日志已记录，仅供内部参考

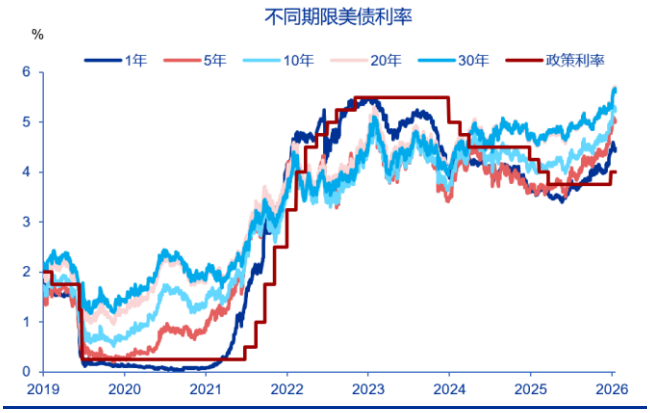
10 年美债收益率升至二十余年高位，AI 债务融资仍快速扩张。高利率将如何影响 AI 企业融资成本、融资渠道与偿债能力，主要偿债指标与历史投资热潮有何不同？

一、热点思考：高利率如何冲击 AI 融资？

（一）高利率如何抬升 AI 企业融资成本？

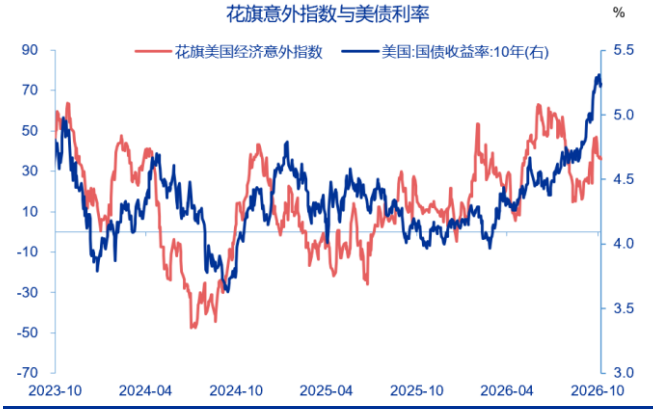
多重因素推动美债利率上行，长端利率持续位于高位。美债利率升至二十余年高位。截至 10 月 9 日，美国 10 年期、30 年期国债收益率分别升至 5.24%、5.60%，长期资金成本明显抬升。中东冲突推升能源价格及通胀预期，美联储加息预期升温，同时，美国财政赤字及国债供给压力持续，推动期限溢价上升。美国经济仍具韧性，通胀压力尚未消退，叠加财政融资需求较高，长端美债利率可能继续维持高位，AI 企业新增债务融资成本面临持续压力。

图表 1：长端美债收益率升至近年来高位



资料来源：彭博，申万宏源研究

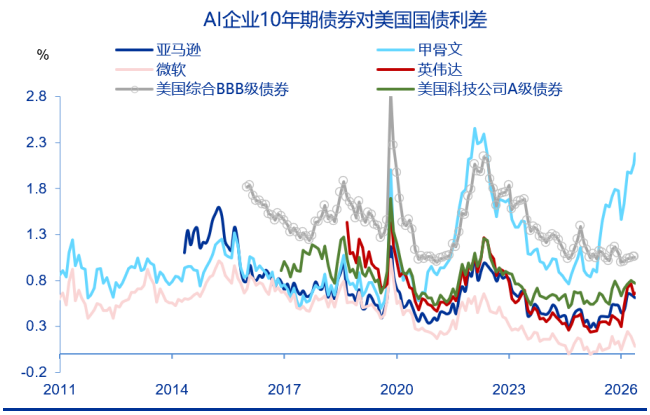
图表 2：美国经济意外指数与美债利率走势



资料来源：彭博，申万宏源研究

高利率与信用利差上行，推升 AI 债务融资成本。截至 10 月 9 日，美国科技 A 级、BBB 级投资级企业债 10 年收益率分别达到 6.0%、6.28%。微软 10 年债券利率 5.3%，亚马逊 5.8%，甲骨文为 7.41%，企业间融资成本分化加大。科技企业信用利差上行幅度超过整体市场，2025 年末至 2026 年 10 月 9 日，美国科技 A 级 10 年期信用利差由 57BP 升至 77BP，其中甲骨文已升至 218BP。同期，美国 BBB 级信用利差仅由 104BP 升至 106BP，基本持平。AI 企业信用评级与 CDS 利差分化加大，微软、Alphabet 长期评级分别为 AAA、AA+，甲骨文 2026 年由 BBB 下调至 BBB-；甲骨文 CDS 利差升至 2026 年 9 月的 215BP，Meta 由 56BP 升至 91BP。总体来看，头部 AI 企业整体信用资质仍较高，但部分企业债务风险已上升。

图表 3：AI 企业 10 年期债券信用利差走阔



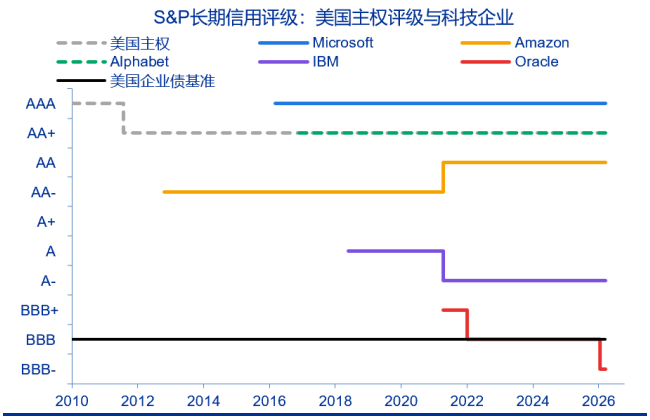
资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 4：主要科技公司 10 年期债券收益率明显上行



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 5：科技企业信用评级分化，甲骨文评级下调



资料来源：彭博，申万宏源研究

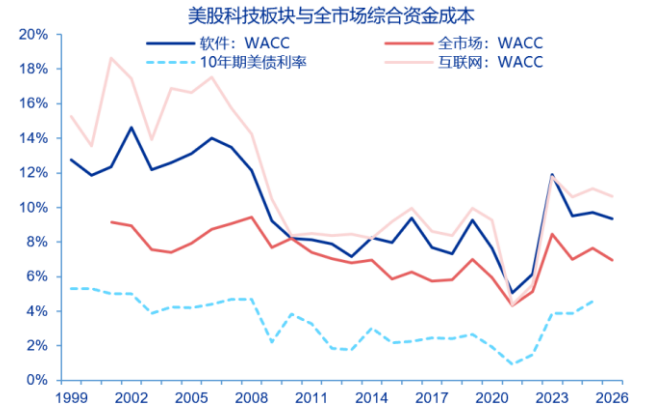
图表 6：主要 AI 企业 CDS 利差上行，甲骨文领涨



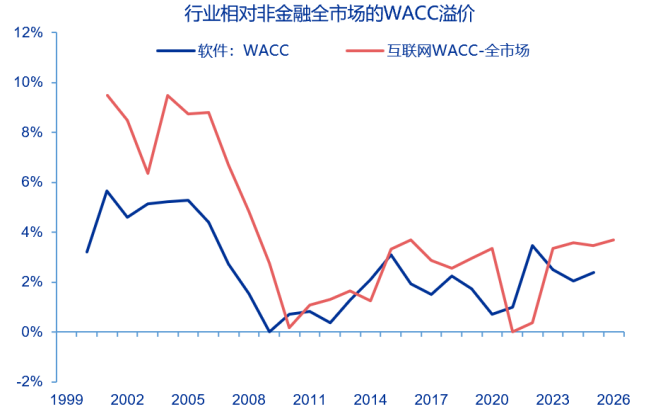
资料来源：彭博，申万宏源研究

高利率推升 AI 企业综合资本成本，投资回报要求相应提高。第一，无风险利率上行同时影响债务和股权融资成本，通过提高债权融资利率及股权要求回报率，推动加权平均资本成本（WACC）上升。2021-2026 年，美国互联网软件行业 WACC 由 5.52%升至 10.66%，半导体行业由 6.18%升至 10.55%，高于全市场的 7.72%。第二，科技行业相对全市场的资本成本溢价进一步扩大。同期，互联网软件行业 WACC 由低于全市场 0.23 个百分点转为高出 2.94 个百分点，半导体行业溢价由 0.42 个百分点扩大至 2.83 个百分点。往后看，美债利率维持高位，AI 投资的回报门槛或继续抬升。若收入增长不及预期，较高的 WACC 将进一步压缩项目净现值。

图表 7：美国科技行业资本成本较 2021 年明显抬升



图表 8：软件与互联网行业资本成本高于全市场



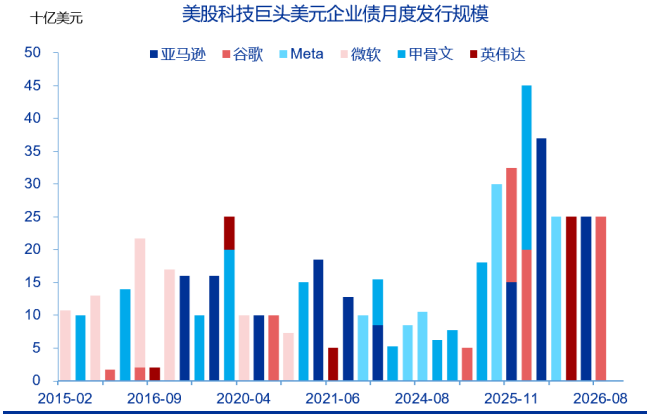
资料来源：彭博，申万宏源研究

资料来源：彭博，申万宏源研究

（二）高利率如何影响 AI 企业融资可得性？

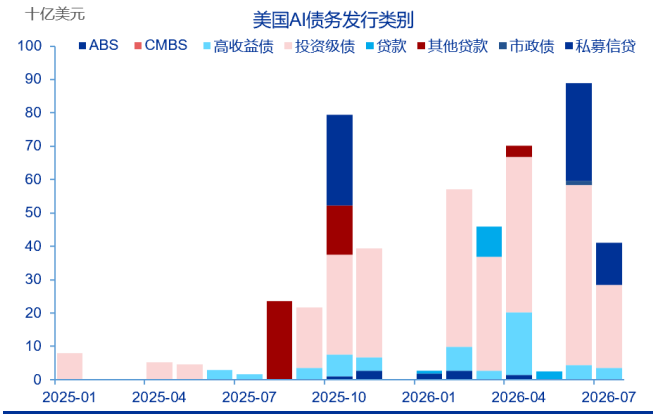
7 月以来 AI 债务发行节奏放缓，高利率或是拖累因素之一。上半年，AI 融资规模大幅增长。2026 年前 7 个月，AI 相关美元债务融资 3081 亿美元，为 2025 年全年 1865 亿美元的 1.65 倍，其中投资级债 2068 亿美元。7 月美债利率上升后，AI 发债节奏明显放缓。月度融资规模由 6 月的 889 亿美元降至 7 月的 410 亿美元。六家科技巨头美元债发行 2-4 月合计 1070 亿美元，6-8 月每月 250 亿美元，9 月为零。往后看，美债利率维持高位，四季度公开市场发行或延续偏缓。但五大云厂商二季度资本开支 1815 亿美元，同比增长 87%。2026 年上半年五家云厂商自由现金流合计由上年同期的 797 亿美元降至 143 亿美元，降幅达 82%，融资需求仍持续存在。

图表 9：美股科技巨头美元债月度发行规模



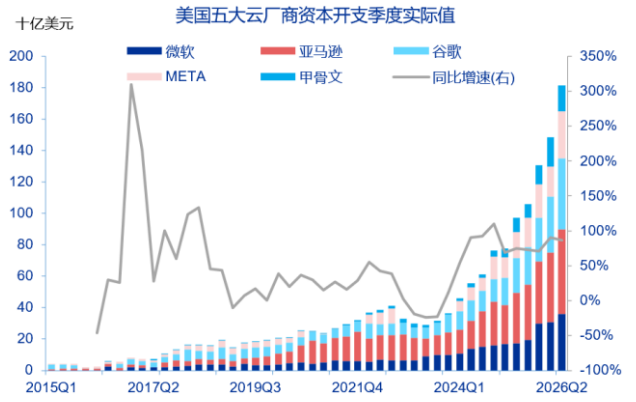
资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 10：AI 相关债务月度融资规模近期回落



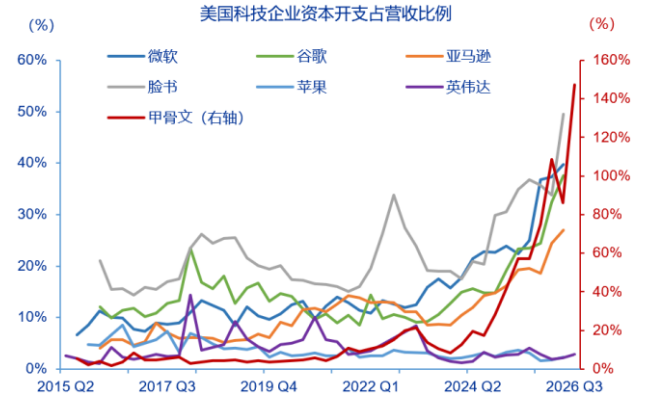
资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 11：美国五大云厂商资本开支持续扩张



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 12：AI 企业资本开支占营收比例上升

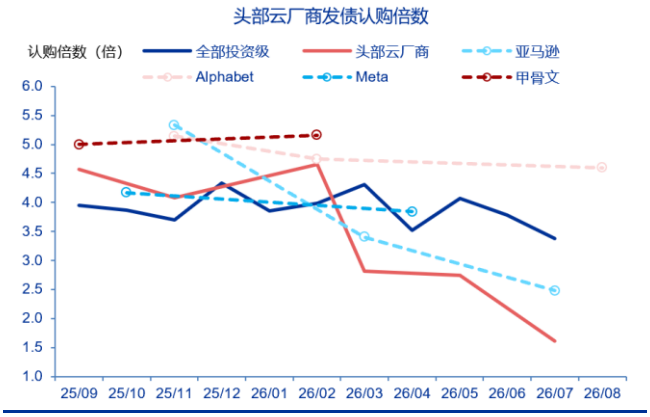


资料来源：彭博，申万宏源研究

AI 债认购需求降温，买方要价上升。投资者对 AI 债的认购热度持续下降。头部云厂商新发债券认购倍数由 2026 年 2 月的 4.66 倍下降至 7 月的 1.61 倍，同期全部投资级债券仅由 3.99 倍降至 3.38 倍；买方也开始区别对待不同的发债企业。亚马逊新债认购倍数由 2025 年 11 月的 5.33 倍降至 2026 年 7 月的 2.48 倍，债务压力较低的谷歌 8 月新债仍有 4.60 倍的认购；AI 发债利差补偿明显上升。头部云厂商（不含甲骨文）投资级债利差由 年 月的 bp 升至 年 月的 bp，同期工

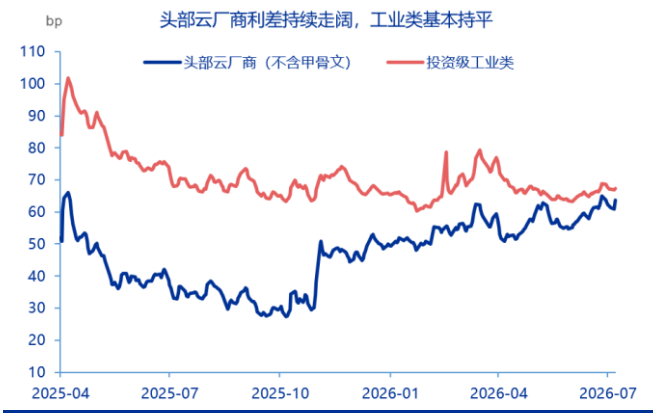
业类由 66bp 升至 67bp，两者差距由 34bp 收窄至 5bp。向后看，随着 AI 债供给扩张，新发债券或需提供更高的利差补偿。

图表 13：头部云厂商新债认购倍数明显下降



资料来源：彭博，申万宏源研究

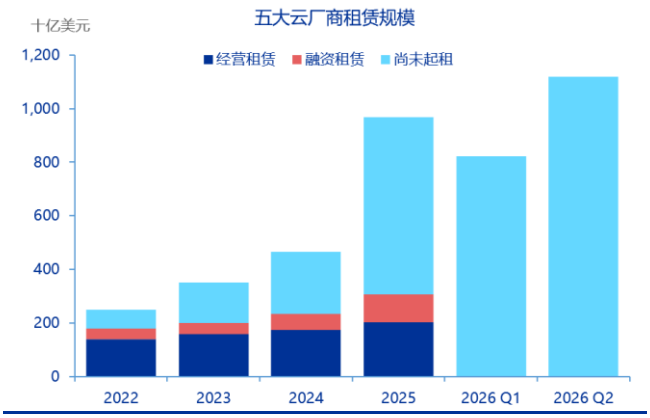
图表 14：头部云厂商信用利差走阔，工业类基本持平



资料来源：彭博，申万宏源研究

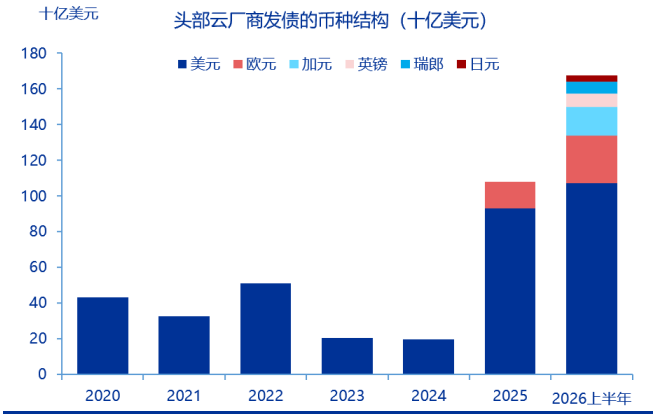
AI 美元债市场供给压力上升，AI 企业正通过三条路径拓宽融资渠道。一是发行外币债。五家云厂商非美元债占比由 2024 年的 0%升至 2025 年的 13.9%、2026 年上半年达到 36.1%，币种扩展至欧元、加元、英镑、瑞郎和日元；二是转向表外融资。五家云厂商已签约未起租的租赁承诺由 2022 年的 710 亿美元增至 2025 年的 6620 亿美元，2026 年二季度增至 1.12 万亿美元，单季增加 2971 亿美元。这些长期租赁承诺尚未确认为表内负债，帮助企业减少前期直接资本投入，但也意味着未来付款义务持续增加；三是引入私募信贷。2025 年 AI 相关私募信贷交易规模达到 590 亿美元，约为 2024 年的 7 倍，创历史新高；占全部私募信贷交易金额的比例由 9%升至 34%。替代融资渠道缓解了融资额度约束，但部分项目也需要企业承担更高成本。

图表 15：五大云厂商未起租承诺规模快速扩张



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 16：头部云厂商发债币种趋于多元化



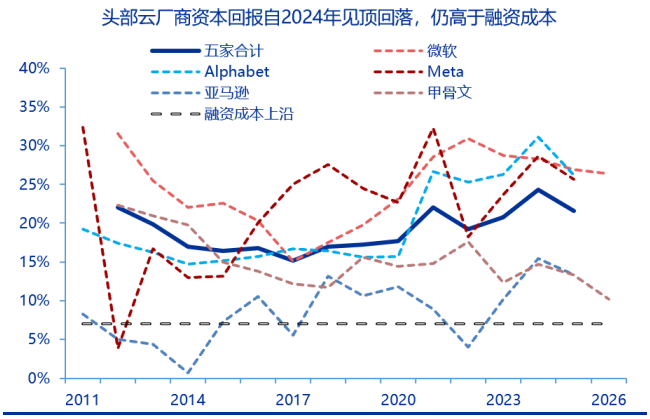
资料来源：彭博，申万宏源研究

（三）高利率下，AI 债务是否具有可持续性？

AI 资本回报率的安全垫正在收窄，企业间分化加大。一是整体安全垫仍厚，但已见顶回落。五家云厂商合计资本回报率 2025 年为 21.6%，2012 年以来均值 19%，高于 5.5%-7.0%的债务融资成本。五大云厂商回报率自 2024 年以来全部回落，总体由 24.3%降至 21.6%。二是企业分化明显，微软、谷歌和 Meta 安全垫较厚，亚马逊和甲骨文相对薄弱。截至 年 季度，微软资本回报率 %、Meta 为 %，谷

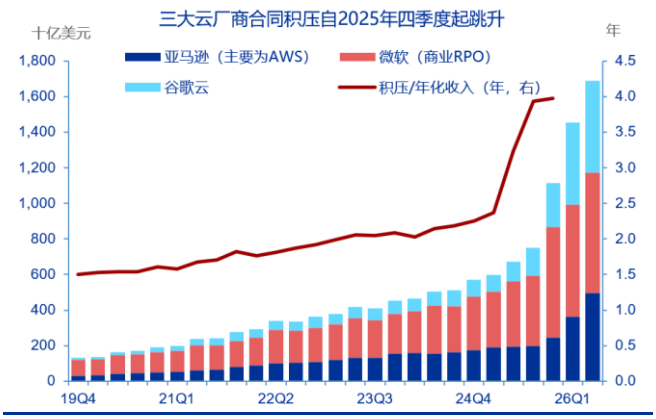
歌 19%，远高于债务成本。亚马逊和甲骨文（Q3）已降至 11%、9.6%，安全垫最薄。三是增量投资回报尚未兑现。2026 年 2 季度，亚马逊、微软及谷歌合同积压合计 1.69 万亿美元，同比增长 151%，明显快于同期云业务收入的 43%增速。合同兑现周期较长，未来收入能否转化为实际回报仍需观察。

图表 17：云厂商资本回报率回落，仍高于融资成本



资料来源：彭博，申万宏源研究

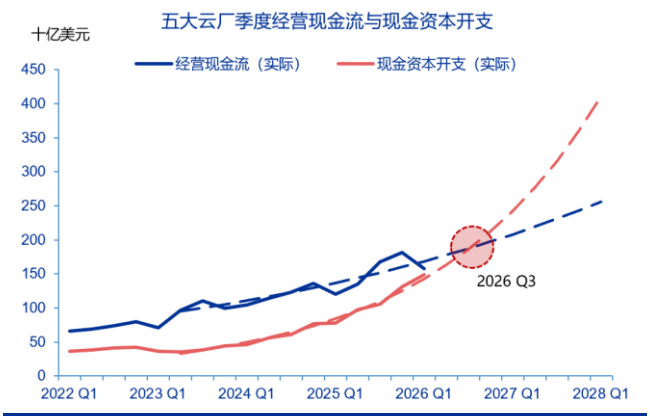
图表 18：三大云厂商合同积压增速快于收入



资料来源：彭博，申万宏源研究

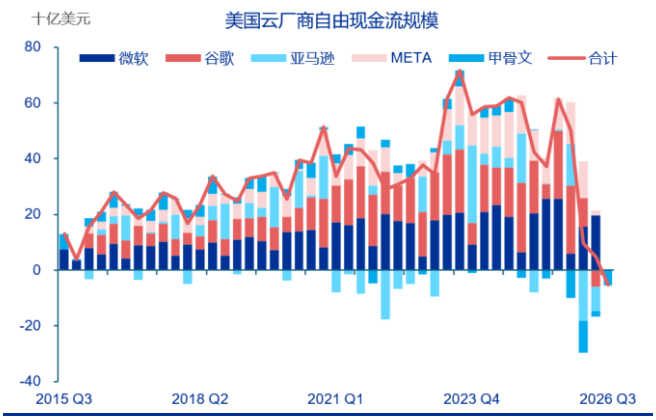
AI 企业现金流覆盖率有所下降，短期内偿债压力相对可控。AI 企业自由现金流已大幅收缩。五家云厂合计单季自由现金流由 2023 年三季度的 716 亿美元降至 2026 年二季度的 48 亿美元。经营现金流对资本开支的覆盖率明显减弱。五大云厂商经营现金流占资本开支比重由 2022 年一季度的 1.79 倍降至 2026 年一季度的 1.06 倍，按趋势外推，资本开支或在 2026 年三季度前后超过经营现金流。企业对债务的依赖上升。五家企业发债规模相当于资本开支的比重由 2025 年的 26%升至 2026 年上半年的 51%。截至 2026 年二季度末，五家云厂账面现金合计 2018 亿美元，短期偿债压力有限，但资本开支仍在扩张，自由现金流在年内转负，资金缺口将更多由外部债务填补。

图表 19：五大云厂商资本开支逼近经营现金流



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 20：美国云厂商自由现金流明显回落

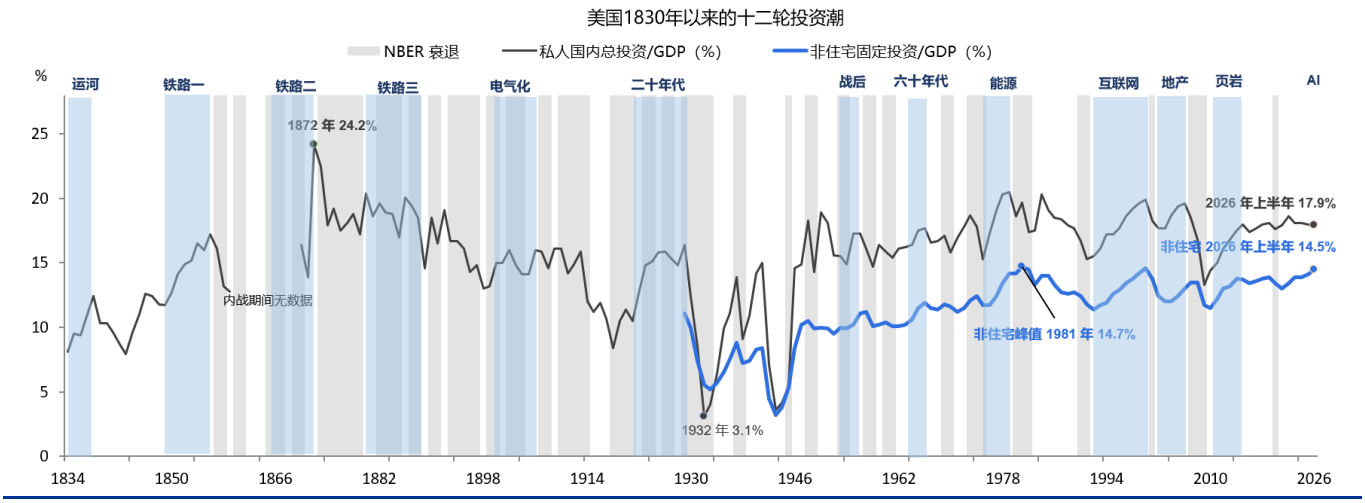


资料来源：彭博，申万宏源研究

对比历史投资热潮，本轮 AI 融资的宏观缓冲仍相对充足。一是宏观层面投资回报相对于融资成本的缓冲处于历史较高水平。2026 年上半年，非金融企业资本回报率为 9.4%，高出实际融资成本 5.9 个点；2000 年互联网、80 年能源投资两轮见顶当年，这一缓冲仅为 0.0 个点和 0.4 个点；二是内部资金覆盖率好于历史水平。本轮 AI 投资期美国非金融企业内部资金覆盖率约 105%，互联网投资时期为 92%，80 年能源投资时期为 %。往后看，高利率单独难以引发 AI 融资出清，风险或先在部分

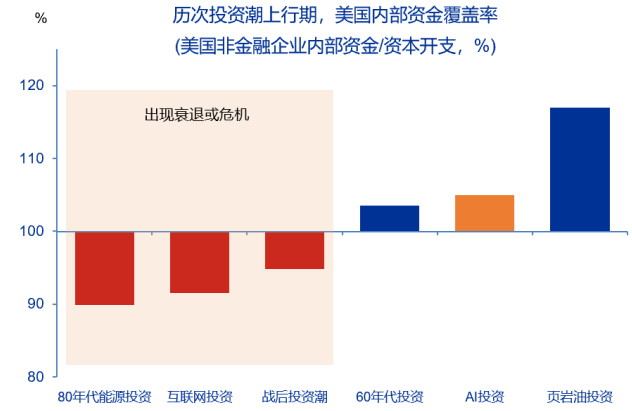
安全垫偏薄的主体暴露。未来需重点观察：一是内部资金覆盖率是否跌向 95%以下，二是回报率与融资成本的差距是否降至 2 个点以下。

图表 21：美国 1830 年以来的 12 轮投资潮



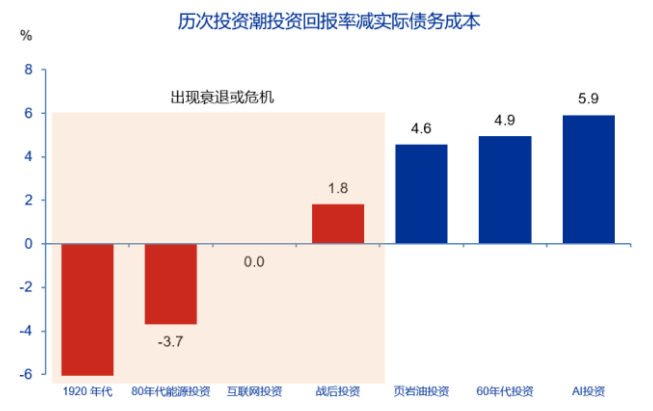
资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 22：本轮 AI 投资期内部资金覆盖率高于 100%



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 23：本轮 AI 投资回报率高于实际债务成本



资料来源：彭博，申万宏源研究

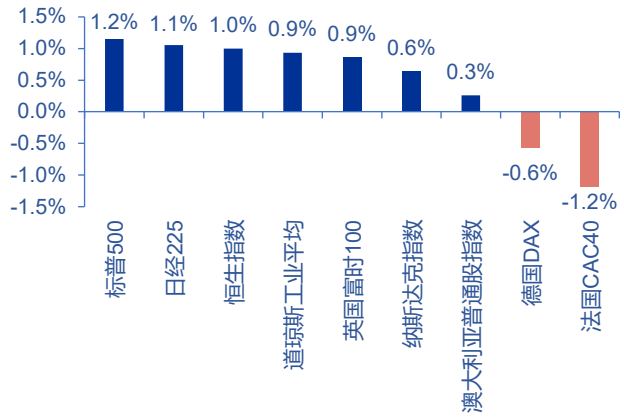
二、大类资产&海外事件&数据：

（一）大类资产：巴西选情逆转叠加美债回落，拉美资产领涨全球

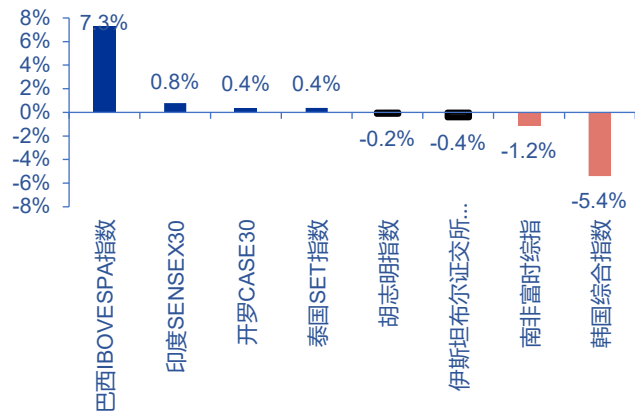
当周，发达市场股指多数上涨，新兴市场股指涨跌互现。发达市场股指方面，标普 500、日经 225、恒生指数分别上涨 1.2%、1.1%、1.0%；新兴市场股指方面，巴西 IBOVESPA 指数、印度 SENSEX30、开罗 CASE30 分别上涨 7.3%、0.8%、0.4%。

图表 24：当周，发达市场股指多数上涨

图表 25：当周，新兴市场股指涨跌互现



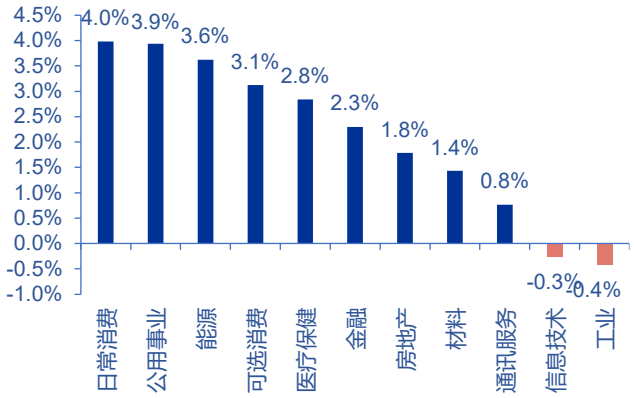
资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

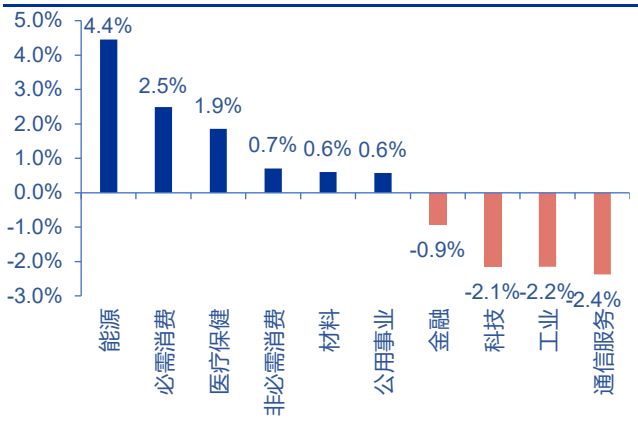
当周，美国标普 500 行业多数上涨。日常消费、公用事业、能源分别上涨 4.0%、3.9%、3.6%；欧元区行业多数上涨，能源、必需消费、医疗保健分别上涨 4.4%、2.5%、1.9%。

图表 26：当周，美国标普 500 行业多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

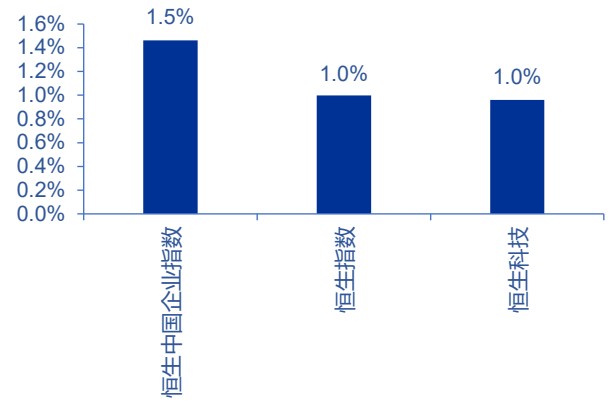
图表 27：当周，欧元区行业多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

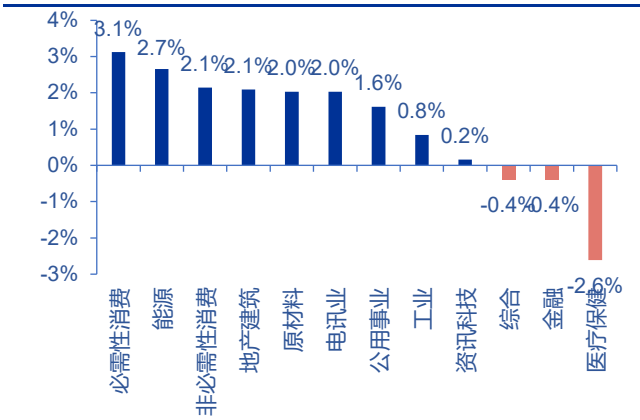
当周，恒生指数悉数上涨，行业方面多数上涨。恒生中国企业指数上涨 1.5%，恒生指数上涨 1.0%，恒生科技上涨 1.0%。行业方面，医疗保健、综合、金融分别下跌 2.6%、0.4%、0.4%，必需性消费、能源、非必需性消费分别上涨 3.1%、2.7%、2.1%。

图表 28：当周，恒生指数悉数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 29：当周，行业方面多数上涨

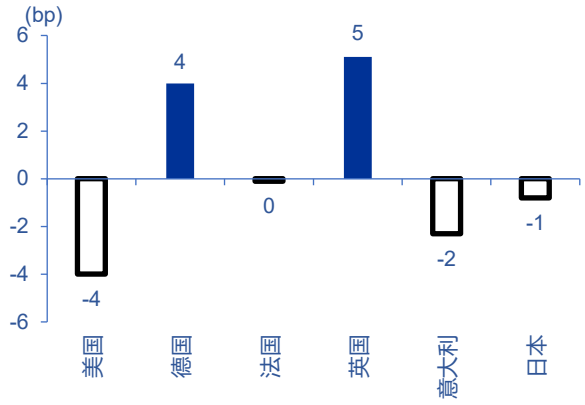


资料来源：Wind，申万宏源研究

当周，发达国家 10 年期国债收益率多数下行。英国 10 年期国债收益率上行 5.11bp 至 5.39%，美国 10 年期国债收益率下行 4.00bp 至 5.24%，德国 10 年期国债收益率

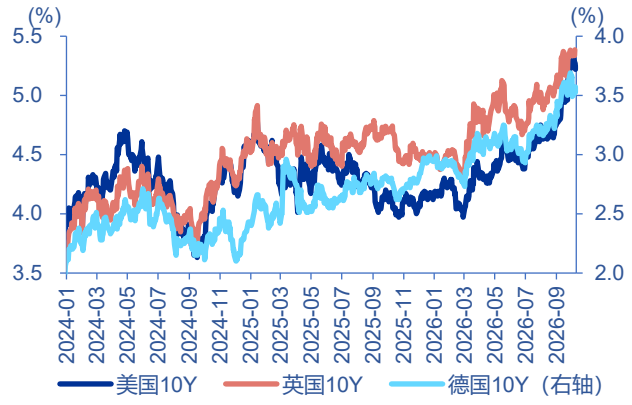
上行 4.00bp 至 3.53%，意大利 10 年期国债收益率下行 2.30bp 至 4.59%，日本 10 年期国债收益率下行 0.80bp 至 3.09%，法国 10 年期国债收益率下行 0.10bp 至 4.86%。

图表 30：当周，发达国家 10Y 国债收益率多数下行



资料来源：Wind，申万宏源研究

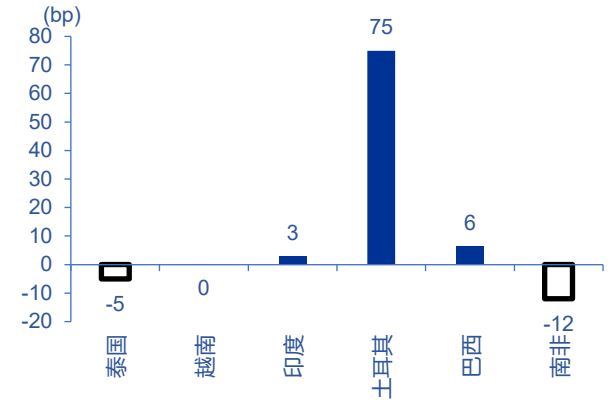
图表 31：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

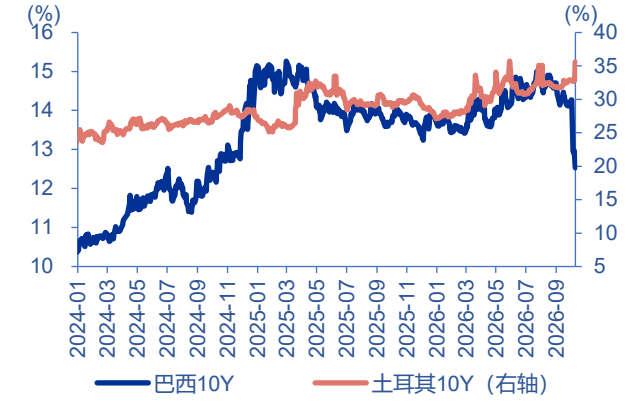
当周，新兴市场 10 年期国债收益率多数下行。土耳其 10 年期国债收益率上行 277.00bp 至 35.61%，巴西 10 年期国债收益率下行 173.50bp 至 12.54%，印度 10 年期国债收益率上行 9.30bp 至 7.30%，南非 10 年期国债收益率下行 5.50bp 至 8.96%，泰国 10 年期国债收益率下行 2.00bp 至 2.32%，越南 10 年期国债收益率下行 0.80bp 至 4.58%。

图表 9：当周，新兴市场 10Y 国债收益率多数下行



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 32：当周，巴西、土耳其 10Y 收益率走势

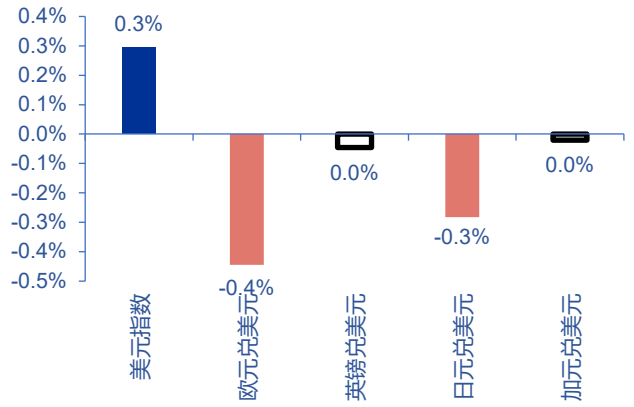


资料来源：Wind，申万宏源研究

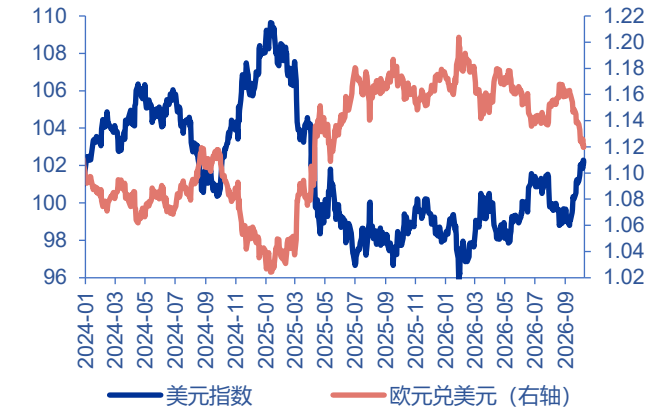
当周，美元指数上涨，其他货币兑美元多数贬值。美元指数上涨至 102.23，欧元兑美元贬值 0.4%，英镑兑美元基本持平，日元兑美元贬值 0.3%，加元兑美元基本持平。主要新兴市场货币兑美元多数下跌，土耳其里拉兑美元贬值 0.3%，印尼卢比兑美元升值 0.1%，菲律宾比索兑美元贬值 0.3%，雷亚尔兑美元升值 4.5%，韩元兑美元升值 0.2%，埃及镑兑美元贬值 0.1%，墨西哥比索兑美元贬值 1.3%。

图表 33：美元指数上涨，其他货币兑美元多数贬值

图表 34：当周，欧元兑美元走势

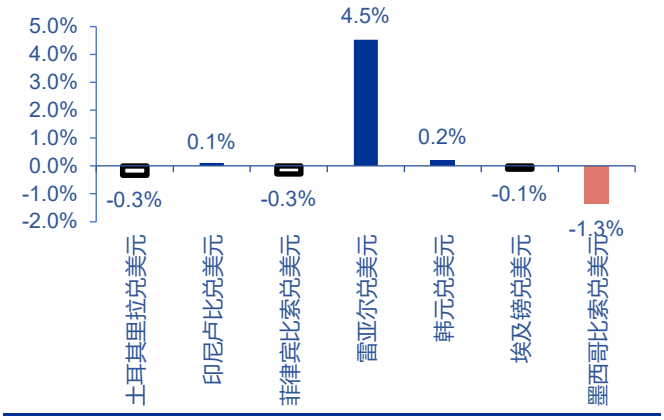


资料来源：Wind，申万宏源研究



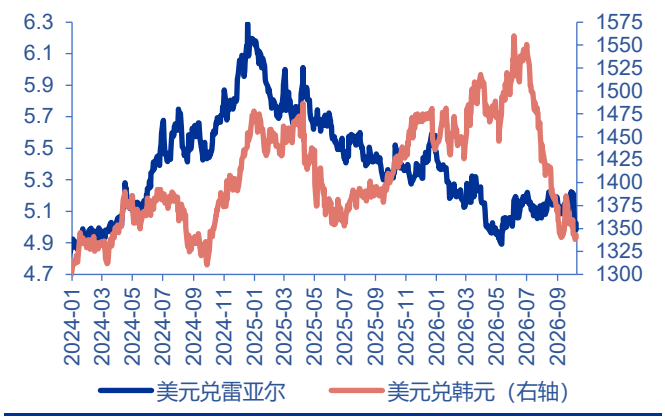
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 35：当周，主要新兴市场兑美元多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

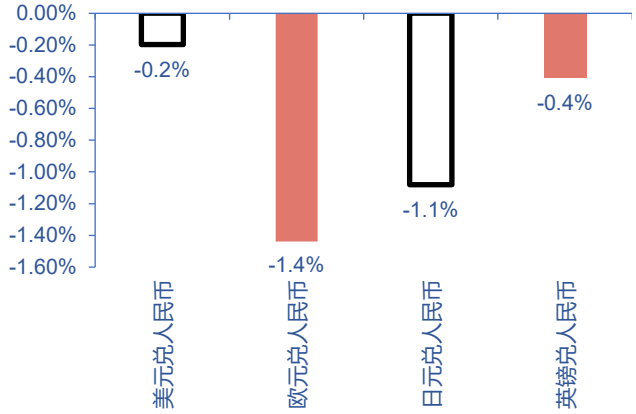
图表 36：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

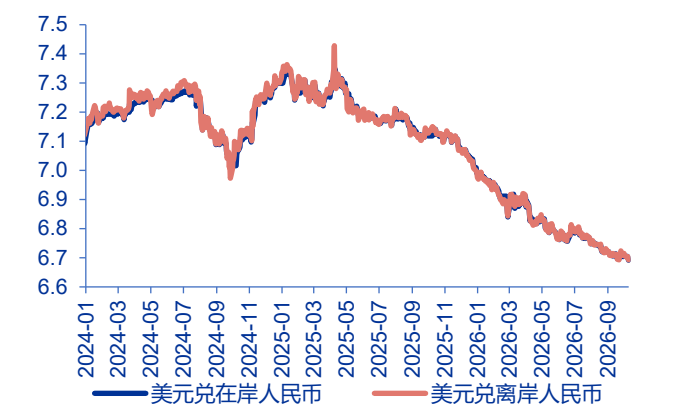
当周，美元兑人民币贬值。美元兑在岸人民币贬值至 6.6921，美元兑离岸人民币贬值至 6.6931，欧元兑人民币贬值 1.4%，日元兑人民币贬值 1.1%，英镑兑人民币贬值 0.4%。

图表 37：当周，美元兑在岸人民币贬值至 6.6921



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 38：当周，美元兑离岸人民币贬值至 6.6931



资料来源：Wind，申万宏源研究

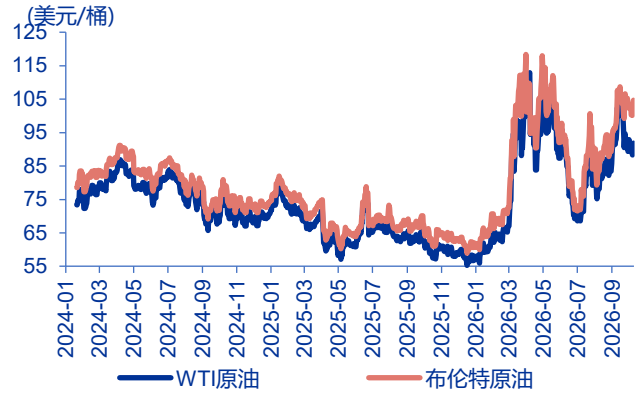
当周，大宗商品价格多数上涨。焦煤价格上涨 6.2%至 1539.50 元/吨，沥青价格上涨 4.7%至 5248.00 元/吨，布伦特原油价格上涨 2.4%至 104.72 美元/桶，铁矿石价格下跌 2.8%至 682.50 元/吨，玻璃价格下跌 2.7%至 872.00 元/吨，LME 铝价格下跌 1.7%至 3069.00 美元/吨。

图表 39：当周，大宗商品价格多数上涨

类别	品种	2026-10-09	2026-10-02	2026-09-25	2026-09-18	2026-09-11
原油	WTI原油	0.8%	-1.4%	-7.9%	0.2%	9.4%
	布伦特原油	2.4%	-2.0%	0.4%	-0.7%	8.7%
贵金属	COMEX黄金	1.1%	-3.4%	-2.2%	0.2%	-1.2%
	COMEX银	1.0%	-6.0%	-4.4%	4.2%	-1.9%
有色	LME铜	1.7%	-2.2%	0.9%	2.0%	-0.9%
	LME铝	-1.7%	-4.4%	-0.5%	1.0%	-1.3%
	LME镍	0.6%	-3.6%	0.3%	-1.5%	-2.6%
	LME锌	1.3%	-5.5%	1.0%	1.1%	-1.5%
黑色	玻璃	-2.7%	-2.0%	0.8%	-6.8%	-0.5%
	焦煤	6.2%	-4.0%	1.5%	-6.2%	-4.9%
	沥青	4.7%	-4.6%	-8.5%	7.0%	7.6%
	铁矿石	-2.8%	-1.5%	-0.3%	-0.3%	-1.2%
	螺纹钢	-1.0%	-0.2%	0.7%	-0.4%	-1.8%
农产品	生猪	-0.8%	0.2%	-3.7%	-3.1%	-3.0%
	棉花	1.1%	-1.4%	0.5%	-3.8%	-2.4%
	豆粕	0.9%	-1.6%	0.9%	-0.1%	-0.6%
	豆油	0.5%	0.1%	1.0%	-1.7%	-1.5%

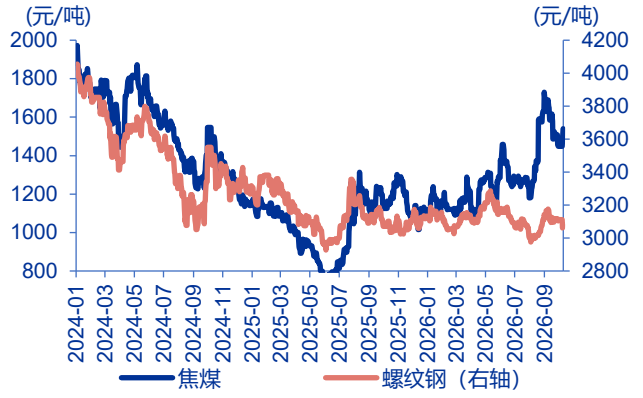
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 40：当周，WTI 原油、布伦特原油价格上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 41：当周，焦煤、螺纹钢价格涨跌互现

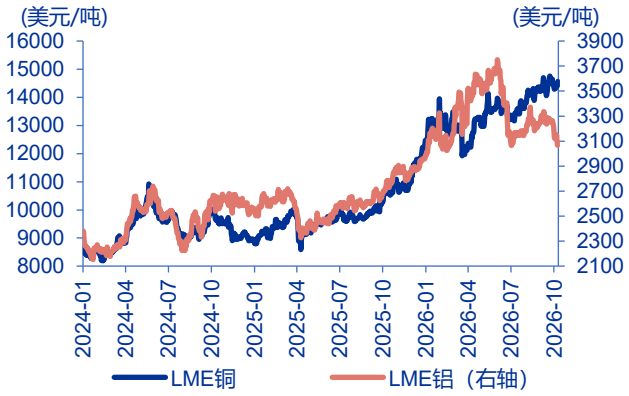


资料来源：Wind，申万宏源研究

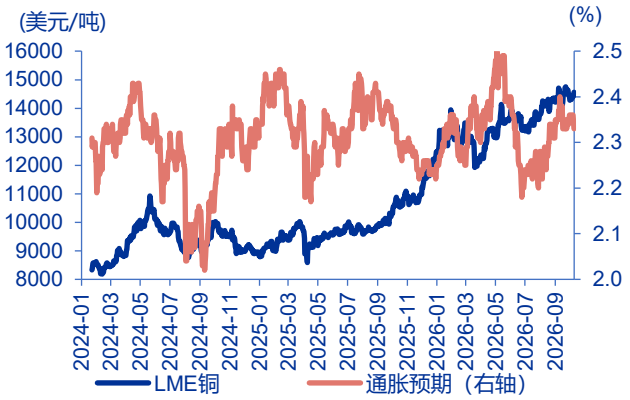
当周，有色金属价格多数上涨、贵金属价格悉数上涨。LME 铜上涨 1.7%至 14565.00 美元/吨，LME 铝下跌 1.7%至 3069.00 美元/吨；通胀预期下行至 2.33%；COMEX 黄金价格上涨 1.1%至 4191.40 美元/盎司，COMEX 银价格上涨 1.0%至 60.76 美元/盎司；10Y 美债实际收益率下行 1bp 至 2.91%。

图表：当周，LME 铜、LME 铝价格涨跌互现

图表：当周，通胀预期下行至 .%

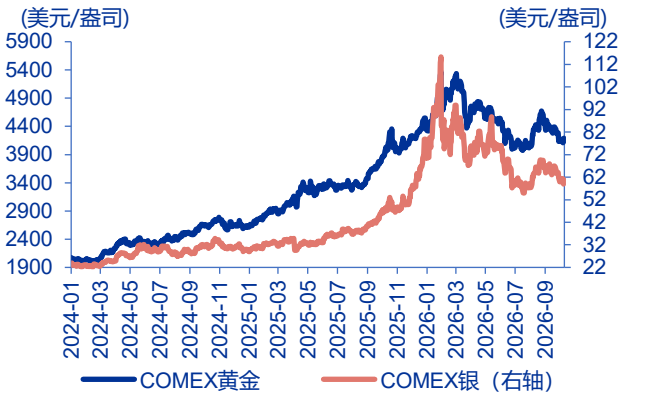


资料来源：Wind，申万宏源研究



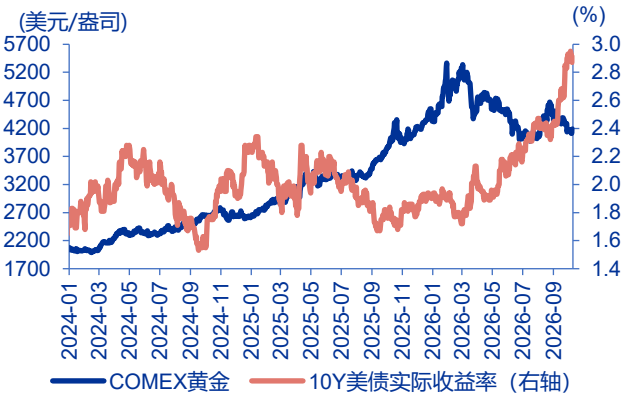
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 44：当周，COMEX 金、COMEX 银价格上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 45：当周，10Y 美债实际收益率下行至 2.91%

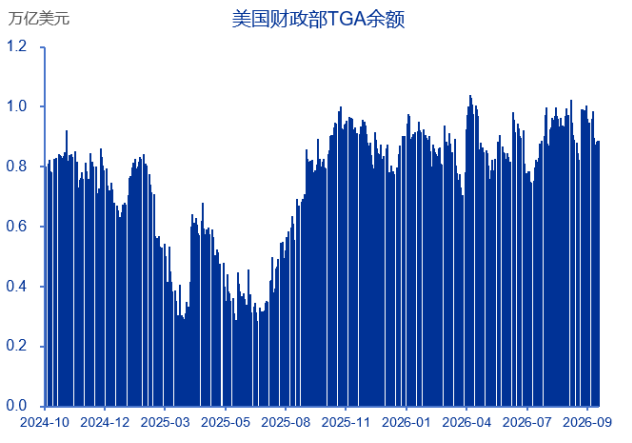


资料来源：Wind，申万宏源研究

（二）美债：TGA 规模下降，美债净发行下降

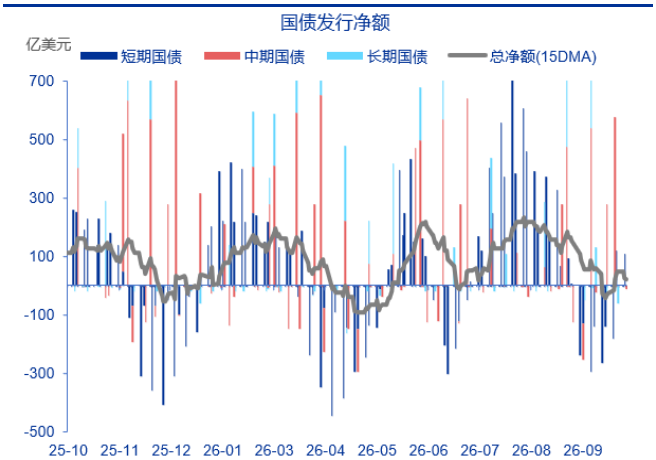
截至 2026 年 10 月 7 日，美国 TGA 余额降至 8858 亿美元，较上周下降；本周（2026 年 10 月 1 日-2026 年 10 月 6 日），短期国债出现多日较高规模赎回。截至 10 月 7 日，美债 15 日滚动净发行额最新降至 23.15 亿美元，低于去年同期的 71.72 亿美元。

图表 46：美国 TGA 规模下降



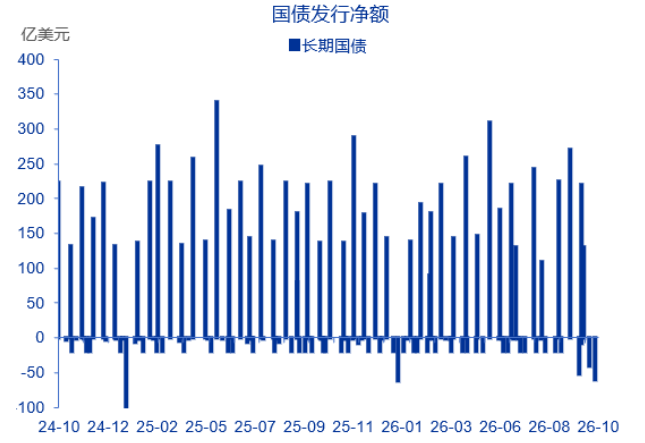
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 47：美债净发行规模本周下降



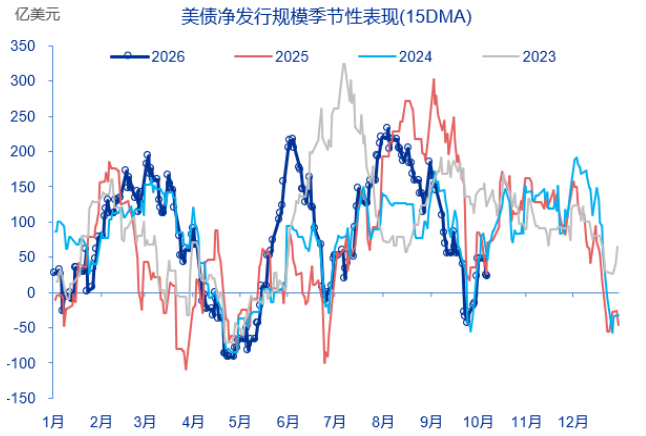
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 48：美国长期国债总发行规模



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 49：美债净发行季节性表现

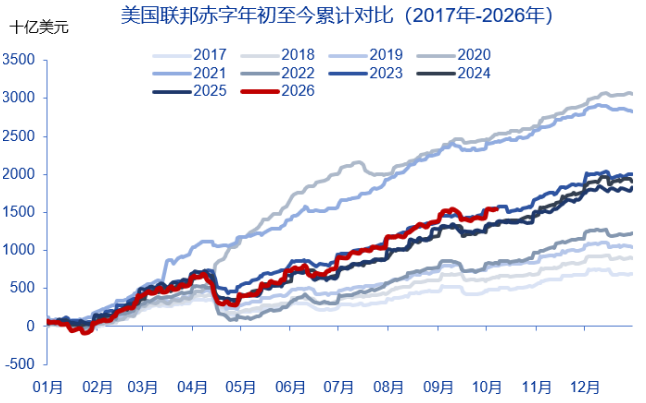


资料来源：CEIC，申万宏源研究

（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平

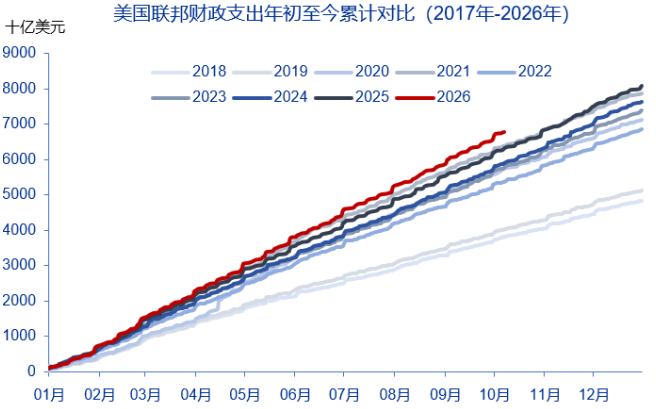
截至 2026 年 10 月 8 日，美国 2026 日历年累计财政赤字规模 15428 亿美元，去年同期为 13702 亿美元；累计支出规模 67718 亿美元，去年同期 63325 亿美元；累计财政税收收入 41185 亿美元，去年同期 39448 亿美元；关税收入规模 2366 亿美元，去年同期 1918 亿美元。

图表 50：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平



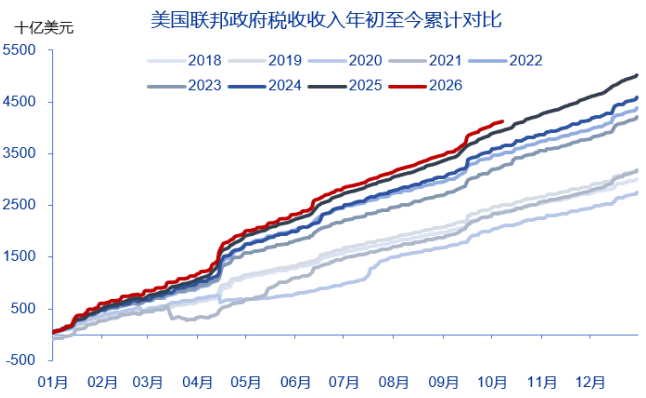
资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 51：今年财政支出高于去年同期水平



资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 52：美国 2026 年财政收入高于去年同期



图表 53：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期



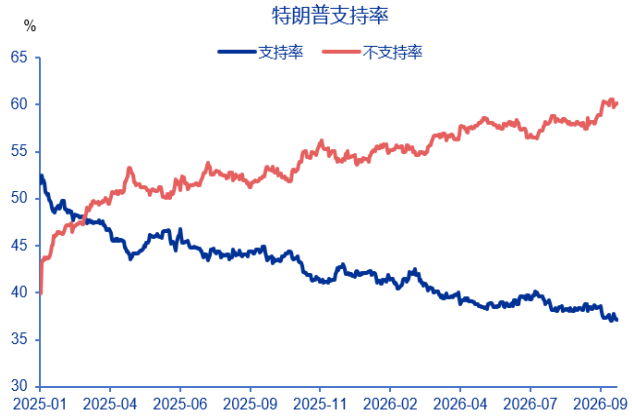
资料来源：美国财政部，申万宏源研究

资料来源：美国财政部，申万宏源研究

（四）中期选举：特朗普净支持率-23%

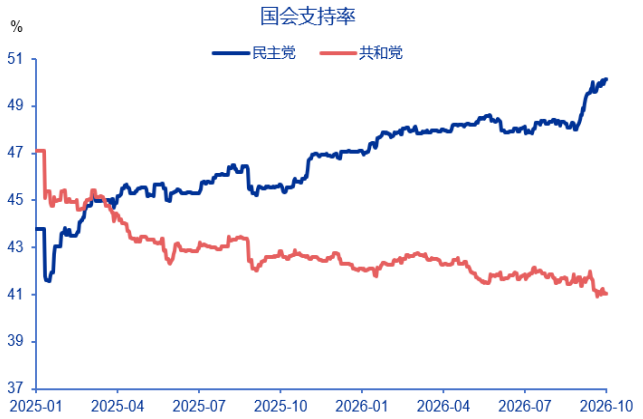
截至 2026 年 10 月 9 日，特朗普支持率 37%，反对率 60%，净支持率为-23%；国会层面，民主党支持率 50%，共和党支持率 41%，民主党领先 9 个百分点。特朗普移民政策净支持率-13%，经济政策净支持率-33%，贸易政策净支持率-28%，通胀政策净支持率-48%。截至 9 月 17 日，polymarket 市场显示民主党夺取参议院控制权的概率为 60%，共和党为 42%。

图表 54：特朗普总统职位支持率



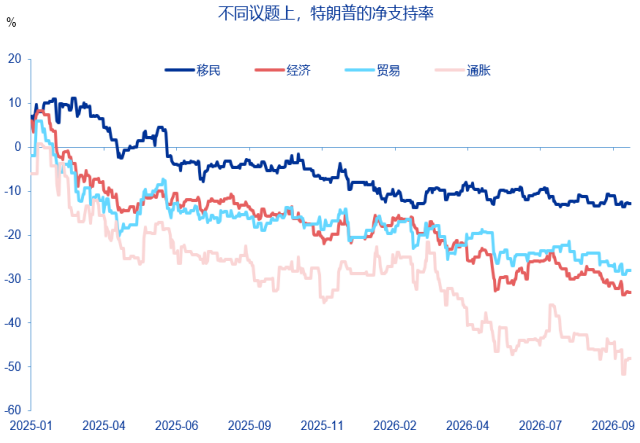
资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

图表 55：国会支持率



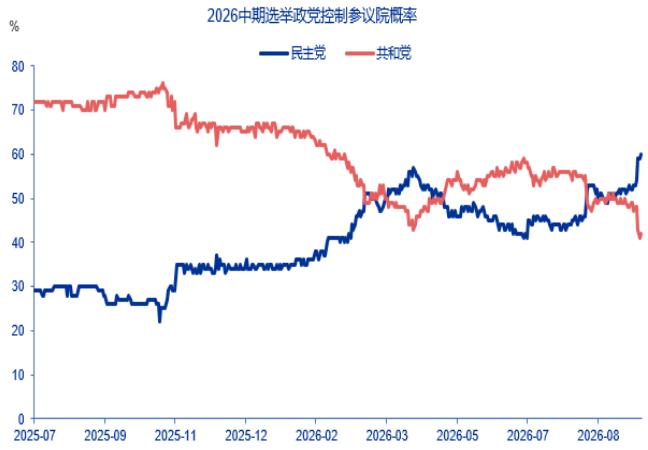
资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

图表 56：特朗普总统的净支持率



资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

图表 57：polymarket 参议院概率



资料来源：彭博、申万宏源研究

截至 2026 年 10 月 9 日，众议院方面，民主党预测席位为 234 位，共和党预测席位为 203 位，民主党领先 31 位；参议院方面，民主党预测席位为 52 位，共和党预测席位为 48 位。

图表 58：民主党、共和党众议院预测席位走势

图表 59：民主党、共和党参议院预测席位走势



资料来源：Kalshi、申万宏源研究

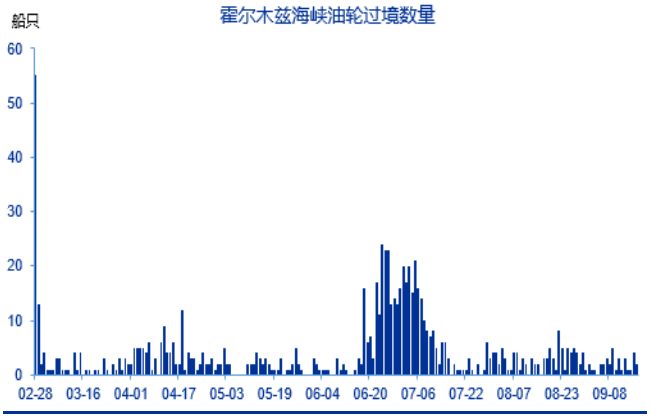


资料来源：Kalshi、申万宏源研究

（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡通航仍处低点

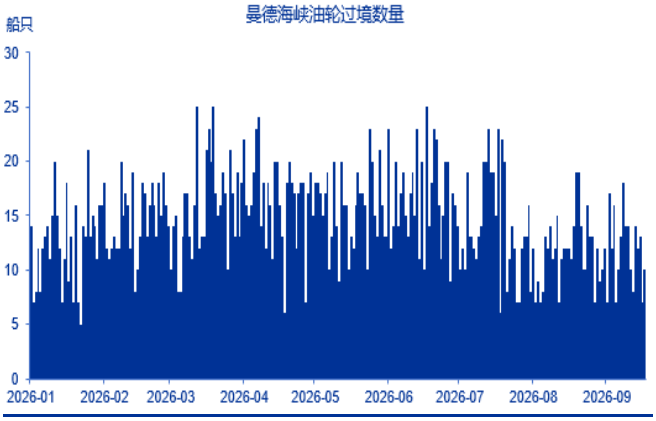
9 月 17 日，霍尔木兹海峡油轮船只通过数量为 2 艘，总体通航仍处低点。曼德海峡流量保持平稳，9 月 10 日过境 10 艘油轮。

图表 60：霍尔木兹海峡油轮过境数量



资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 61：曼德海峡油轮过境数量



资料来源：彭博、申万宏源研究

（六）关税：美国启动铝复合板反规避调查

10 月 2 日，美国商务部对 Alumetal 公司生产并出口至美国的特定铝复合板启动反规避调查，审查相关产品是否通过轻微改变形态，规避美国现行普通合金铝板反倾销和反补贴税令。若最终作出肯定性裁定，相关产品将被纳入原有税令范围。美国商务部计划在立案后 300 天内作出终裁，目前尚未新增正式税负。

图表 62：美国对各国/各地区关税税率

美国对各国/地区关税税率(截至7月)	最新值	1个月变动	6个月移动平均	12个月移动平均	25年平均	关税收入（百万美元）	占比（%；关税总额）	进口金额（百万美元）	占比（%；进口总额）
孟加拉国	22.99%	-0.70%	23.28%	28.35%	15.63%	176.7	0.8%	768.8	0.2%
中国大陆	21.40%	-0.29%	22.11%	28.23%	6.58%	5,400.0	25.8%	25,300.0	7.8%
柬埔寨	19.98%	-0.99%	20.64%	24.62%	14.26%	314.5	1.5%	1,600.0	0.5%
阿拉伯联合酋长国	14.11%	-2.48%	16.76%	15.58%	2.97%	59.2	0.3%	419.4	0.1%
印度尼西亚	13.66%	-0.87%	14.58%	17.79%	6.22%	359.6	1.7%	2,600.0	0.8%
土耳其	12.11%	0.07%	12.86%	15.50%	4.29%	178.0	0.8%	1,500.0	0.5%
日本	10.58%	0.67%	10.56%	12.40%	2.27%	1,400.0	6.5%	12,900.0	4.0%
巴西	9.76%	-1.14%	10.71%	14.14%	1.84%	314.9	1.5%	3,200.0	1.0%
西班牙	9.34%	0.01%	9.85%	10.72%	2.69%	181.2	0.9%	1,900.0	0.6%
意大利	9.31%	-0.39%	10.02%	10.09%	3.02%	586.0	2.8%	6,300.0	1.9%
德国	8.80%	-0.07%	9.21%	9.97%	1.99%	1,100.0	5.4%	12,900.0	4.0%
沙特阿拉伯	8.48%	4.02%	3.71%	2.60%	0.36%	20.4	0.1%	241.2	0.1%
印度	8.15%	-0.90%	8.26%	14.21%	3.30%	721.4	3.4%	8,800.0	2.7%
俄罗斯	8.03%	2.45%	3.93%	1.95%	0.76%	15.1	0.1%	188.7	0.1%
韩国	7.62%	0.07%	8.09%	9.58%	1.57%	1,300.0	6.0%	16,500.0	5.1%
美国所有贸易伙伴	6.45%	-0.36%	6.75%	8.42%	2.13%		100.0%		100.0%
英国	6.34%	0.11%	6.36%	6.21%	1.19%	357.3	1.7%	5,600.0	1.7%
越南	6.19%	-0.25%	6.56%	9.75%	7.60%	1,600.0	7.6%	25,900.0	7.9%
荷兰	6.02%	-0.30%	5.84%	6.54%	1.12%	118.7	0.6%	2,000.0	0.6%
阿根廷	5.83%	0.02%	6.14%	5.79%	1.47%	60.9	0.3%	1,000.0	0.3%
法国	5.47%	-0.35%	5.57%	6.00%	1.31%	301.0	1.4%	5,500.0	1.7%
泰国	4.72%	-0.66%	5.35%	7.43%	2.29%	632.2	3.0%	13,400.0	4.1%
瑞士	4.37%	-0.54%	4.61%	6.05%	1.19%	225.0	1.1%	5,100.0	1.6%
马来西亚	3.78%	0.06%	3.99%	6.33%	1.06%	271.3	1.3%	7,200.0	2.2%
菲律宾	3.76%	-1.18%	4.92%	8.36%	3.03%	97.6	0.5%	2,600.0	0.8%
澳大利亚	3.63%	-1.30%	4.22%	4.75%	0.68%	62.1	0.3%	1,700.0	0.5%
哥伦比亚	3.62%	0.14%	3.38%	3.58%	0.40%	48.7	0.2%	1,300.0	0.4%
以色列	3.40%	0.36%	3.40%	4.30%	0.30%	55.9	0.3%	1,600.0	0.5%
中国香港	3.37%	0.90%	2.84%	4.14%	3.66%	9.4	0.0%	280.2	0.1%
比利时	3.08%	-0.34%	3.67%	3.85%	1.02%	79.4	0.4%	2,600.0	0.8%
墨西哥	2.91%	-0.52%	3.40%	3.82%	0.36%	1,800.0	8.3%	60,400.0	18.5%
加拿大	2.82%	-0.03%	3.02%	3.25%	0.26%	945.1	4.5%	33,500.0	10.3%
智利	2.61%	-0.74%	3.54%	4.09%	0.38%	58.6	0.3%	2,200.0	0.7%
中国台湾	1.99%					488.8	2.3%	24,600.0	7.5%
新加坡	1.51%	-0.52%	1.86%	2.28%	0.40%	49.8	0.2%	3,300.0	1.0%
爱尔兰	1.26%	-0.33%	1.48%	1.48%	0.19%	67.5	0.3%	5,400.0	1.6%

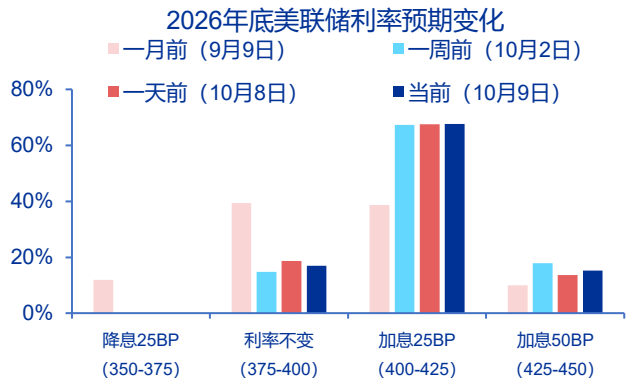
资料来源：彭博，申万宏源研究

（七）海外央行：美联储委员对加息持“开放态度”

美联储 9 月例会纪要显示，"多数与会者认为，在今年年底前进一步上调联邦基金利率目标区间可能是合适的"，但官员们同时强调将对每次会议保持"开放态度"。许多委员认为此次加息是“风险管理式”的。

图表 63：本周美联储年底大幅加息概率下降

图表 64：市场预期欧央行在 10 月利率不变(10 月 9 日)



资料来源：芝商所（CME），申万宏源研究

欧央行会议	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%
29-Oct-26	**86.00%**	14.00%			
17-Dec-26	19.80%	**69.40%**	10.80%		
4-Feb-27	12.30%	**50.60%**	33.10%	4.10%	
18-Mar-27	4.20%	25.30%	**44.60%**	0.232	0.027
29-Apr-27	3.00%	19.60%	**39.40%**	29.00%	8.20%

资料来源：欧央行观察(ECB Watch)，申万宏源研究

图表 65：市场预期美联储 2026 年 10 月利率不变（BP，截止 10 月 9 日）

FOMC会议	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/10/28	**80.60%**	19.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
2026/12/9	15.30%	**69.00%**	15.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/1/27	9.40%	**48.00%**	36.50%	6.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/3/17	3.00%	21.90%	**44.30%**	26.60%	4.10%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/4/28	1.90%	15.00%	**36.10%**	33.10%	12.30%	1.50%	0.00%	0.00%
2027/6/9	1.10%	9.70%	27.60%	**34.30%**	20.70%	5.90%	0.60%	0.00%
2027/7/28	1.00%	8.40%	24.80%	**33.30%**	22.80%	8.20%	1.40%	0.10%
2027/9/15	0.80%	7.20%	22.10%	**31.90%**	24.50%	10.60%	2.50%	0.30%
2027/10/27	0.80%	6.90%	21.40%	**31.40%**	24.90%	11.20%	2.90%	0.40%
2027/12/8	0.90%	7.30%	21.70%	**31.30%**	24.50%	11.00%	2.80%	0.40%

资料来源：芝商所（CME），申万宏源研究

图表 66：联储官员倾向（截止 10 月 9 日）

		鸽派		中性		鹰派
2026	主席		沃什（2040）			
	理事	鲍曼（2034） 杰斐逊（2036）	鲍威尔（2028） 库克（2038）	巴尔（2032） 沃勒（2030）		
	行长		威廉姆斯（纽约，’26） 保尔森（费城，’26） 戴利（旧金山，’27）	柯林斯（波士顿，’28） 维纳布尔（亚特兰大，’27） 古尔斯比（芝加哥，’27） 巴尔金（里士满，’27）	穆塞勒姆（圣路易斯，’28）	洛根（达拉斯，’26） 哈马克（克利夫兰，’26） 卡什卡利（明尼阿波利斯，’26） 施密德（堪萨斯城，’28）

资料来源：InTouch Capital Markets（ITC 市场），申万宏源研究

注：灰色阴影为 2026 年有投票权的美联储委员，理事人名后年份表示任期，行长人名后为投票权年份

图表 67：本周美联储官员发言

美联储官员	职位	投票权	发言时间	观点	立场
鲍曼（Michelle Bowman）	理事	√	10月6日	美联储将**很快考虑提高银行资产门槛。**美联储今年将考虑更新固定美元资产门槛，以反映通胀和经济增长。该计划将**提高静态门槛，并建立每五年更新一次的机制。**	中性
戴利（Mary Daly）	旧金山联储主席	×	10月6日	对人工智能（AI）的**强劲需求带来的经济冲击可能比一些人预期的更为普遍和持久。**人工智能需求可能会蔓延，导致冲击持续时间超过美联储通常预计此类事件会持续的1-3年。**支持美联储在9月会议上加息的决定。**	中性
施密德（Jeffrey Schmid）	堪萨斯城联储主席	×	10月7日	劳动力仍然形势良好。**通胀令人感到沮丧，必须解决。**在抗击通胀方面还有很长的路要走。**当前，AI是通胀的最大驱动因素之一。抗击通胀让美联储的公信力正面临考验。**	鹰
沃勒（Christopher Waller）	理事	√	10月8日	**需进一步加息，但加息节奏存在“灵活性”。**进一步加息无需在连续会议上进行。**通胀仍过高，AI建设、持续能源冲击等多重因素导致通胀压力持久。**有证据显示2026年下半年经济正在走强。尽管新增就业人数下降，但9月劳动力市场“**稳健且稳定**”。美联储沟通可避免前瞻性指引的承诺，但仍可通过向市场“发出信号”说明可能的政策选择来改善结果。**2027年点阵图可能反映年初加息，之后再降息。**增长前景和人工智能是债券收益率上升的原因。通胀预期已锚定。	鹰
穆萨勒姆（Alberto Musalem）	圣路易斯联储主席	×	10月9日	**通胀目前处于高位，是由持续的需求压力和供给冲击共同推动的。**关键在于要及时将通胀拉回2%目标，并抑制第二轮效应。**需要进一步收紧货币政策以使通胀回到目标。当前通胀水平要求美联储考虑加息。未来6至9个月应当上调利率。**遏制通胀所需的政策见效周期大约为18个月。每次参加（FOMC货币政策）会议都持开放心态。尚未对10月28日的利率决定作出预判。名义收益率上行，部分原因是实际收益率受利率预期推动走高。市场通胀预期保持稳定，原因是投资者认为美联储将加息对抗通胀。**强劲的资本需求可能会使利率长期高于过往水平。**当前资本需求规模相当于GDP的3%至4%。资本高需求预计将持续5至10年。美国政府多年来一直处于不可持续的财政路径上。政府债务水平最终可能构成风险。美联储不关注国债管理事务。**金融状况已适度收紧，但目前仍处于宽松状态，对经济增长构成支撑。**信贷状况稳健良好，市场存在一些“轻微”问题。	鹰

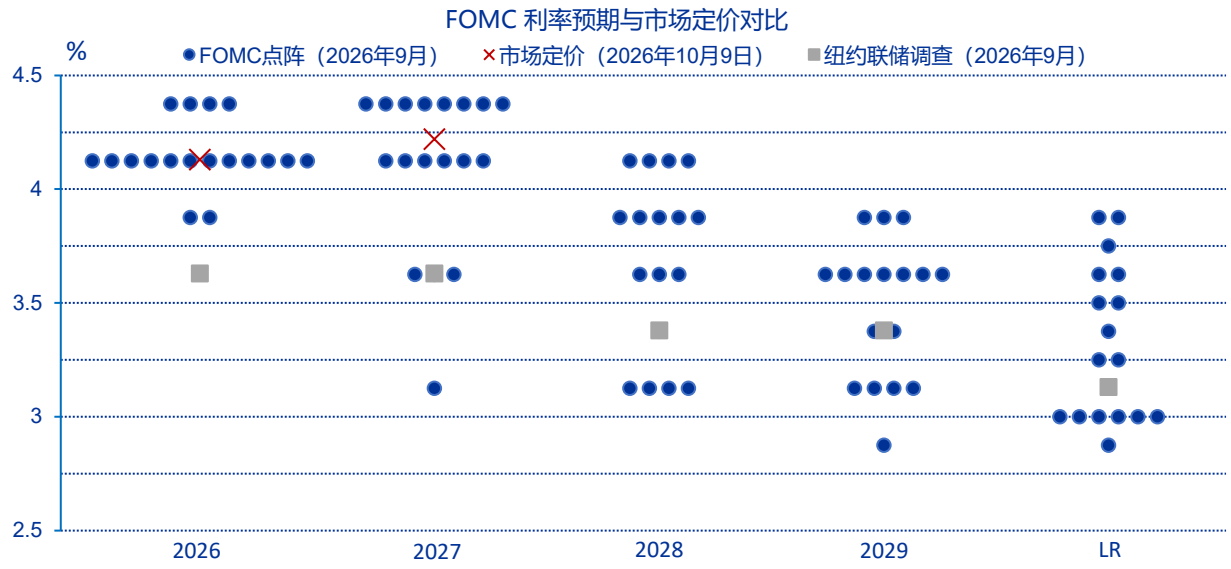
资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 68：本周欧央行官员发言

欧央行官员	职位	投票权	发言时间	观点	立场
内格尔（Joachim Nagel）	管理委员会委员	×	10月5日	**通胀前景以上行风险为主，不确定性需要灵活应对而非无所作为。**目前尚无明确迹象显示通胀已传导至价格与薪资设定。	鹰
雷恩（Olli Rehn）	管理委员会委员	×	10月6日	**能源价格冲击尚未传导至工资。**欧洲央行**不会预先承诺任何具体的利率路径。能源价格压力可能持续一段时间。**未看到第二轮效应的迹象。正密切关注市场形势。货币政策传导正在正常发挥作用。	中性
科赫尔（Martin Kocher）	管理委员会委员	√	10月6日	**能源市场近期走高，对9月份发布的奥地利和欧元区通胀预测构成风险。**欧元区经济总体上对地缘政治冲击和能源价格上涨展现韧性，但**不确定性对金融市场的影响日益加大。**地缘政治紧张局势、财政挑战以及市场可能出现的突然调整，仍是核心风险因素。	中性
多伦茨（Primož Dolenc）	管理委员会委员	√	10月7日	**当前利率水平为后续决策留出灵活空间。**	中性
斯莱彭（Olaf Sleijpen）	管理委员会委员	×	10月8日	**能源冲击相当持久。**	鹰
穆兰（Emmanuel Moulin）	管理委员会委员	×	10月8日	欧洲央行面临通胀冲击。**欧元区的通货膨胀100%是能源驱动，尚未出现第二轮效应。**利率上升正在影响所有国家。地缘政治冲击也正在传导为金融冲击。	中性
斯托纳拉斯（Yannis Stournaras）	管理委员会委员	×	10月8日	**通胀预期已牢牢锚定在2%左右。**未出现严重的二次效应。目前介于基准情景与不利情景之间。	中性
拉加德（Christine Lagarde）	行长	√	10月9日	**欧洲央行有工具应对缺乏正当理由的市场波动。**	中性

资料来源：欧央行，申万宏源研究

图表 69：美联储点阵图及市场预期（截止 10 月 9 日）



资料来源：美联储、芝商所（CME），申万宏源研究

（八）PMI：美国 9 月 ISM 服务业 PMI 回落至 54.9

9 月美国 ISM 服务业 PMI 录得 54.9，较 8 月的 55.4 回落 0.5。结构上，商业活动回落 5.2 至 56.5，新订单回落 1.1 至 59.8，但两者均处于较高水平。物价上升 1.4 至 74.0，对应服务通胀压力，就业升至 50.1，显示就业预期稳定。

图表 70：美国 9 月 ISM 服务业 PMI 回落至 54.9

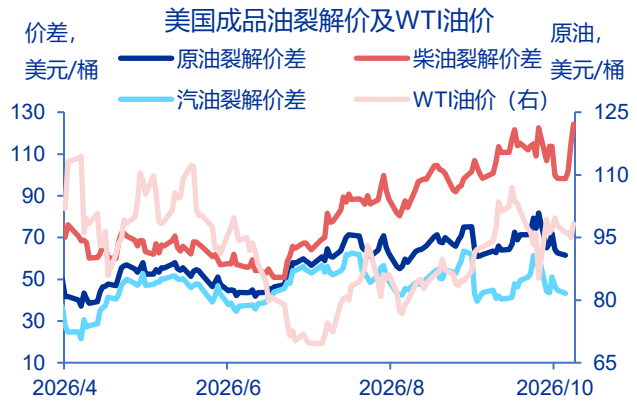
PMI项目	环比变化	26-09	26-08	26-07	26-06	26-05	26-04	26-03	26-02	26-01	25-12	25-11	25-10	25-09	25-08
ISM:服务业PMI	↓ -0.5	54.9	55.4	54.1	54.0	54.5	53.6	54.0	56.1	53.8	54.4	52.6	52.4	50.0	52.0
商业活动	↓ -5.2	56.5	61.7	59.1	55.4	57.7	55.9	53.9	59.9	57.4	56.0	54.5	54.3	49.9	55.0
新订单	↓ -1.1	59.8	60.9	57.2	55.1	57.3	53.5	60.6	58.6	53.1	57.9	52.9	56.2	50.4	56.0
就业	↑ 2.3	50.1	47.8	47.4	51.2	47.9	48.0	45.2	51.8	50.3	52.0	48.9	48.2	47.2	46.5
供应商交付	↑ 1.9	53.2	51.3	52.8	54.4	55.2	56.8	56.2	53.9	54.2	51.8	54.1	50.8	52.6	50.3
库存	↑ 1.1	57.8	56.7	51.4	51.2	62.5	53.1	54.8	56.4	45.1	54.2	53.4	49.5	47.8	53.2
物价	↑ 1.4	74.0	72.6	70.3	67.7	71.3	70.7	70.7	63.0	66.6	64.3	65.4	70.0	69.4	69.2
订单库存	↑ 1.0	56.6	55.6	50.9	54.9	51.3	53.0	53.6	55.9	44.0	42.6	49.1	40.8	47.3	40.4
新出口订单	↓ -9.4	46.9	56.3	52.0	50.4	50.0	52.1	50.7	57.2	45.0	54.2	48.7	47.8	46.5	47.3
进口	↓ -3.4	52.9	56.3	51.8	49.4	51.1	54.7	55.2	51.8	48.2	50.3	48.9	43.7	49.2	54.6
库存景气	↓ -2.4	51.7	54.1	52.5	52.6	55.2	55.1	54.3	55.3	54.3	54.1	54.8	55.5	55.7	55.5

资料来源：CEIC，申万宏源研究

（九）成品油：柴油裂解价差上升

截止 10 月 7 日以来的一周，柴油裂解价差走强，成品油批发价走强；截止 10 月 2 日当周，美国柴油库存有所回落。

图表 71：美国成品油裂解价及 WTI 油价



资料来源：CEIC、申万宏源研究

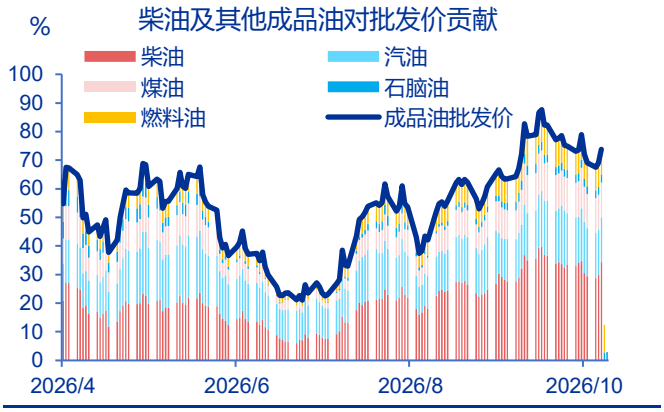
图表 72：当周，美国柴油库存回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 73：柴油及其他成品油对批发价贡献

图表 74：美国成品油价格指数和能源 CPI



资料来源：CEIC、申万宏源研究



资料来源：CEIC、申万宏源研究

（十）高频：失业金初申领人数低于市场预期

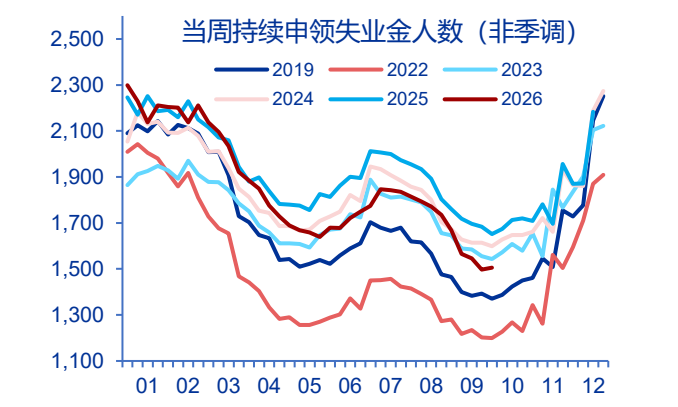
截止 10 月 3 日当周，美国失业金初申领人数 19.7 万人，低于市场 20 万人的预期。截止 9 月 26 日当周，续请失业金人数 171.6 万人，高于市场 170 万人的预期（均为季调口径）。从非季调口径来看，美国两口径失业金申领人数数据均符合历史规律。

图表 75：当周初申领失业金人数（非季调）



资料来源：CEIC、申万宏源研究　注：单位为千人

图表 76：当周持续申领失业金人数（非季调）



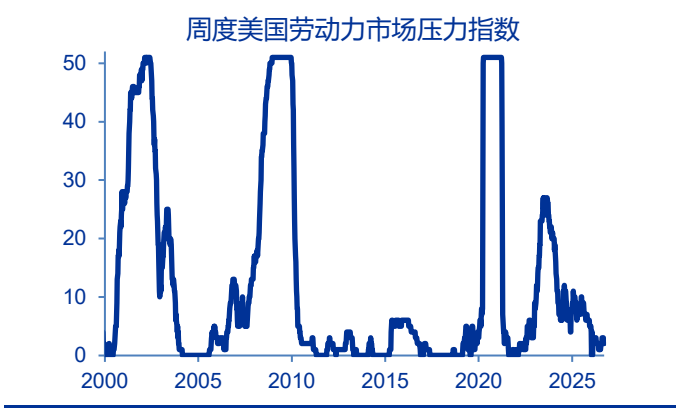
资料来源：CEIC、申万宏源研究　注：单位为千人

图表 77：周度职位空缺数回升



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 78：美国州层面的失业压力不大

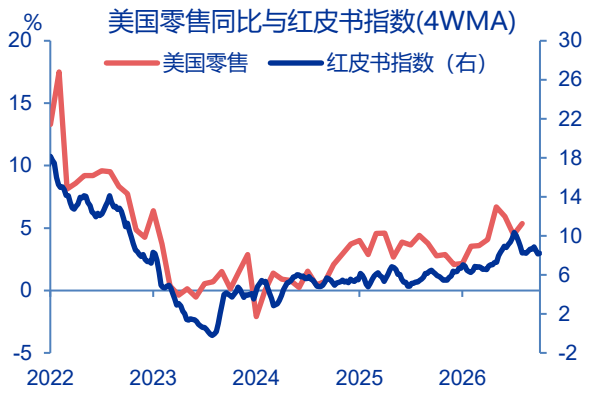


资料来源：美联储、申万宏源研究

注：数据为美国各州中失业加速的州数统计

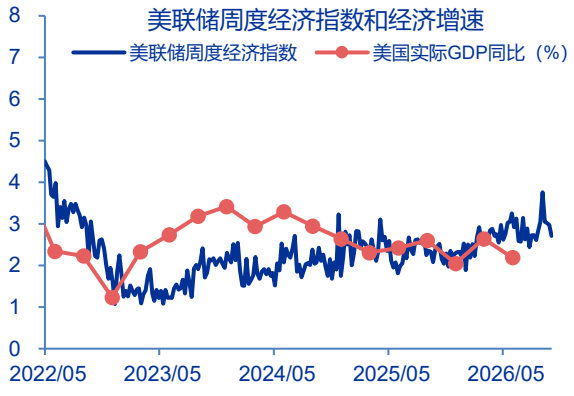
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 79：美国红皮书零售指数小幅回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 80：美国经济增速高频指标回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

三、全球宏观日历：关注美国 9 月 CPI 数据

图表 81：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
10月	12	13	14 9:30 CN 9月CPI、PPI 待定CN 9月贸易数据 20:30 US 9月CPI	15 20:30 US 9月PPI 20:30 US 9月零售销售	16	17	18
	19 10:00 CN 9月经济数据	20 9:00 CN 中国LPR利率	21 14:00 UK 9月CPI	22	23 7:30 JP 9月CPI 16:00 EU 10月PMI 16:30 UK 10月PMI 21:45 US 10月Markit制造业、服务业PMI	24	25

资料来源：各国统计局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

1、美国金融条件超预期收紧。若美国利率、汇率及资产价格波动加大，居民和企业部门可能面临一定调整压力。

2、地缘政治冲突升级。美伊冲突尚未终结，地缘政治冲突可能加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。

3、美联储超预期转“鹰”。若美国通胀展现出更大韧性，可能会影响美联储未来降息节奏。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。