仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

海外周报 20261011

9 月美国 CPI 前瞻：核心环比预计温和，仍需关注油价扰动——海外周报 20261011

2026 年 10 月 11 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 韦祎
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

《政策密集落地叠加加息预期缓和，市场震荡中酝酿结构性机会》

2026-10-11

《美国中期选举观战指南》

2026-10-09

- **核心观点：**本周油价与美债利率趋稳带动全球股市和贵金属回暖，美股反弹但 AI 交易略有降温、板块轮动加快。在近期走弱的 9 月非农就业、油价高位回落、以及美联储官员的鸽派发言后，市场对 10 月加息预期回落至仅 17%，**关注下周公布的 9 月美国 CPI 数据：当前市场预期总体 CPI 环比在油价上涨影响下显著反弹，核心 CPI 环比路径保持+0.2%的温和路径**。短期看，美国通胀风险仍高度取决于油价，**10 月需要关注美伊冲突是否存在升级风险：**由于当前市场对 10 月加息的定价较低且近期回调已十分充分，**需关注 10 月因油价失控上涨而导致美联储提前加息的潜在风险**。就策略而言，**我们维持 10 月不确定性高的判断：中选前地缘风险维持高位，对风险偏好构成持续压制；11 月 3 日中选结果公布后，更适合进行右侧的交易判断**。

- **大类资产：**本周（10 月 5 日至 10 月 11 日），油价与美债利率趋稳带动全球股市和贵金属回暖，美股反弹但 AI 交易略有降温、板块轮动加快。全周来看，受益于美债利率见顶回落的铜、金等金属涨幅靠前，全球股市延续分化，美股和日股领涨，人民币和美元上涨，欧元延续走弱。

- **美债利率：本周美债利率触顶回落，曲线趋平，期限利差收敛，这主要来自法债外溢效应的边际缓释、以及好于预期的美债拍卖结果对需求担忧的缓解**。进一步从美债期限溢价的结构来看，我们发现**下半年以来 2 年美债期限溢价与油价的走势高度同步**；由于与长端美债期限溢价相比，2 年美债期限溢价更多反映了市场对短期美国增长、通胀和政策不确定性的担忧（而非更长期的债务可持续性、美债供需失衡等问题），这表明，**油价的高企导致市场越来越在定价未来 2 年美国增长和通胀的不确定性**。从趋势看，导致美债期限溢价走高的驱动因素部分已经得到缓解，部分则正在发酵。**下一步美债利率的“转机”可能在哪里？**短期看，需要见到日、法等外部风险冲击的消除；中期看，若特朗普在中期选举后输掉“横扫”局面，并在明年引发紧财政与 AI 产业政策收紧风险，则可以成为美债利率下行的一个巨大动力，尽管这对于缓解美债问题而言仍是“治标不治本”。

- **9 月美国 CPI 前瞻：**在近期走弱的 9 月非农就业、油价高位回落、以及美联储官员的鸽派发言后，市场对 10 月加息预期从最高的 70%以上回落至最新的仅 17%。下周公布的 9 月美国 CPI 数据将是 10 月 FOMC 会议前的最重磅数据之一。北京时间 10 月 14 日（周三）20:30，BLS 将公布 9 月美国 CPI。**当前市场预期总体 CPI 环比在油价上涨影响下显著反弹，核心 CPI 环比路径保持+0.2%的温和路径。**

- 从积极方面看，**由于 8 月美国 CPI 环比的超预期大部分来自单月数据的异常，市场预计这一趋势难以持续**。然而，在当前市场对核心 CPI 路径的温和预期下，短期内美国通胀及通胀预期的上行风险高于下行风险，主要来自油价的高度不确定性。**10 月需要关注美伊冲突是否存在升级风险：**若近期油价再度冲高且居高不下，可能导致美联储 10 月不得不因潜在的通胀上行风险而“提前”加息。**中期看，油价的反复也意味着，上述我们此前看好的“高油价带来的基数效应”意义减弱：**一来是油价的回落幅度有限，产生的基数效应更加有限；二来是高油价的持续意味着通胀更大的扩散风险。就策略而言，**短期看，由于当前市场对 10 月加息的定价较低、近期的回调已十分充分，需要关注 10 月因油价失控上涨而导致美联储提前加息的潜在风险**。

- **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

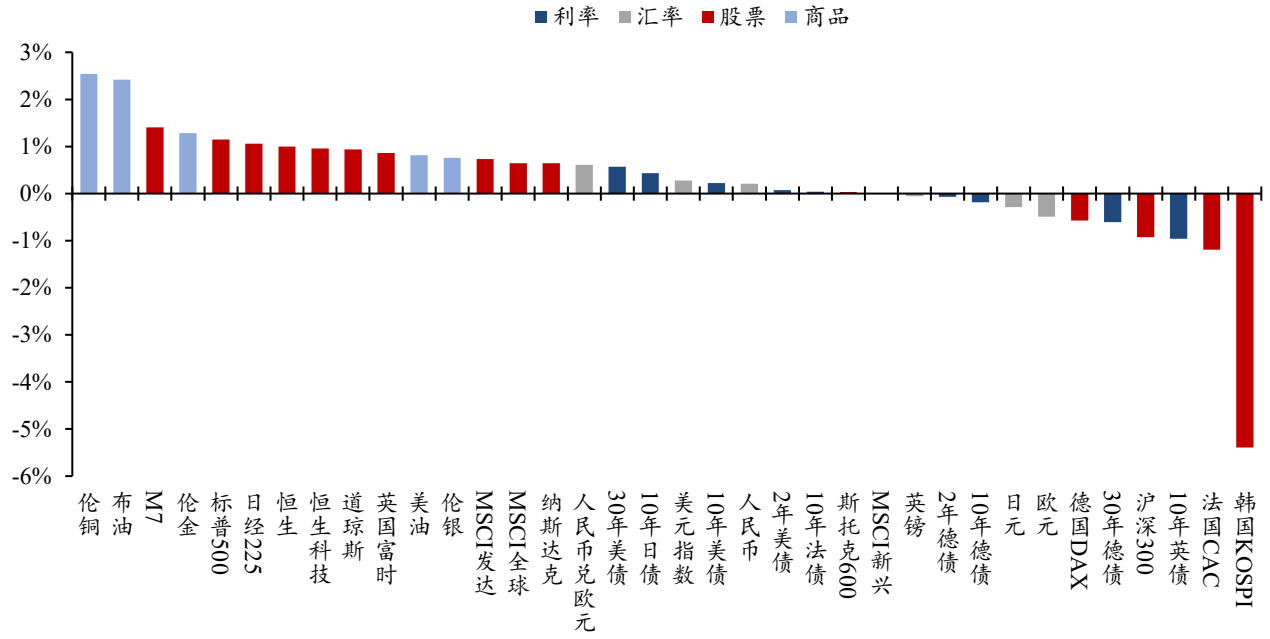
请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

1. 大类资产

本周(10月5日至10月11日),油价与美债利率趋稳带动全球股市和贵金属回暖，美股反弹但AI交易略有降温、板块轮动更加明显。周初，科技股上涨，叠加油价与美债收益率阶段性触顶，推动标普500和纳指创出历史新高；周三，美伊在谈判范围上存在分歧，叠加霍尔木兹海峡附近航运风险上升，油价反弹压制风险偏好，防御板块表现占优；周四，有关OpenAI年化营收估计低于此前报道的消息引发芯片股抛售，美股内部板块继续轮动，随后周五OpenAI重申年底营收目标，缓解了部分担忧，但半导体板块继续下跌。

图1：本周（10月5日至10月11日）大类资产回报率



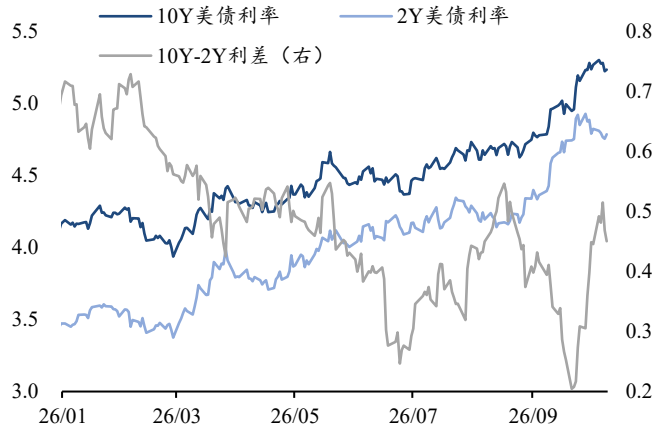
数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

全周来看，受益于美债利率见顶回落的铜、金等金属涨幅靠前，全球股市延续分化，美股和日股领涨，人民币和美元上涨，欧元延续走弱。**股市方面，AI交易内部、全球股市之间均表现分化：**①周初芯片需求预期支撑科技股上涨，后半周营收兑现担忧压制半导体表现，而软件及数据中心电力配套方向相对较强；②亚洲股市表现分化，日股全周收涨，韩股则遭遇外资持续减持半导体权重股，叠加ETF调仓、期权到期及公司回购退坡等全周大跌，不过需注意韩股本周仅3个交易日，未体现周五股市的反弹。**债市方面，美债利率冲高回落，期限利差收窄**：一方面，本周进行的10年期和30年期美债拍卖总体显示需求强劲，收益率升至高位后的配置吸引力开始显现，另一方面，市场影响力最高的美联储理事之一沃勒也强调，加息节奏应具有灵活性，缓解短期加息担忧。**汇率与商品方面，油价高位震荡，黄金周中一度跌破4100美元/盎司，随后在美债利率触顶回落下反弹，美元延续上涨，驱动因素仍主要来自外部：**法国财政风险继续拖累欧元，欧央行等其他主要央行对于进一步加息的表态较为谨慎，也一定程度上支撑美元。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

图2：10 年、2 年美债利率与期限利差



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图3：2 年美债期限溢价与油价



数据来源：彭博、东吴证券研究所；左轴单位%，右轴单位美元/桶

本周美债利率触顶回落，曲线总体趋平，期限利差收敛。从 10 月 5 日的高点以来，10 年美债利率下行 6.7bps，2 年美债利率下行 2.5bps，10 年与 2 年期限利差收窄 4.2bps，即在加息预期变化不大的情况下，长端期限溢价的回落是本周美债利率下行的主要推手，这主要来自法债外溢效应的边际缓释、以及好于预期的美债拍卖结果对需求担忧的缓解。进一步从美债期限溢价的结构来看，我们发现，**下半年以来 2 年美债期限溢价与油价的走势高度同步**，且其居高不下成为本周美债期限利差回落的原因。与长端美债期限溢价相比，2 年美债期限溢价更多反映了市场对短期美国增长、通胀和政策不确定性的担忧，而非更长期的债务可持续性、美债供需失衡等问题，因此这一现象表明，**油价的高企导致市场越来越在定价未来 2 年美国增长和通胀的不确定性，从而推高美债期限溢价和美债收益率**。

从趋势看，**导致美债期限溢价走高的驱动因素部分已经得到缓解**，例如沃什上任以来对美联储独立性和专业性的质疑，部分暂告一段落，例如日元汇率干预和美国财政可持续性担忧，部分则正在发酵，如欧洲财政担忧、近期法国债务问题等。那么下一步，**美债利率的“转机”可能在哪里？**短期看，需要见到日、法等外部风险冲击的消除；中期看，若特朗普在中期选举后输掉“横扫”局面，并在明年引发紧财政与 AI 产业政策收紧风险，则可以成为美债利率下行的一个巨大动力，尽管这对于缓解美债问题而言仍是“治标不治本”。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

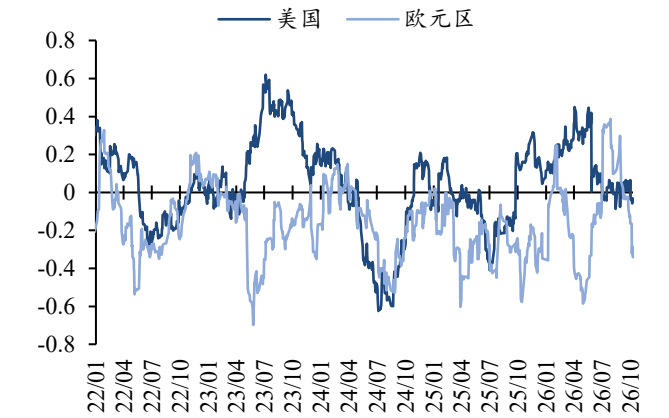
仅供内部参考，请勿外传

2. 海外经济

2.1. 本周回顾

本周公布的美国经济数据总体保持稳健，其中 9 月 ISM 服务业 PMI 略低于预期但仍保持高位，10 月密歇根大学消费者信心指数则再度逊于预期和前值，彭博经济意外指数在负区间震荡。欧洲方面，受弱于预期的德国出口、意大利工业产值等数据影响，欧元区经济意外指数大幅下修。

图4：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5：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

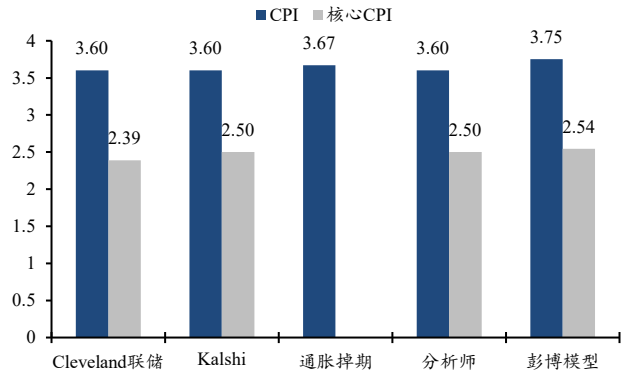
2.2. 9 月美国 CPI 前瞻

在近期走弱的 9 月非农就业、油价高位回落、以及美联储官员的鸽派发言后，市场对 10 月加息预期从最高的 70%以上回落至最新的仅 17%。下周公布的 9 月美国 CPI 数据将是 10 月 FOMC 会议前的最重磅数据之一。北京时间 10 月 14 日（周三）20:30，BLS 将公布 9 月美国 CPI。当前市场预期总体 CPI 环比显著反弹，核心 CPI 环比路径保持温和。**①模型**：美联储 Inflation Nowcasting 模型预测 9 月 CPI 环比+0.53%，核心环比+0.2%；CPI 同比+3.6%，核心同比+2.39%。**②交易员**：交易平台 Kalshi 定价 CPI 环比+0.6%，核心环比+0.2%；CPI 同比+3.6%，核心同比+2.5%；通胀掉期交易员则定价 CPI 环比+0.61%、同比+3.67%。**③分析师**：截至最新，54 名彭博分析师一致预期 CPI 环比+0.6%，核心环比+0.2%；46 名分析师一致预期 CPI 同比+3.6%，核心同比+2.5%。综合来看，分析师、模型、交易员一致预期 9 月总体 CPI 环比在油价影响下显著反弹至+0.6%，前值+0.4%，预期核心 CPI 环比保持+0.2%的温和路径，前值+0.3%；总体同比反弹至+3.6%，前值+3.4%，核心同比在基数效应下小幅反弹至 2.5%，前值 2.4%。事实上，今年 6—8 月彭博分析师对核心 CPI 环比预期都在 0.2%这一偏低的位置，这对美国潜在通胀趋势来说是个好消息。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

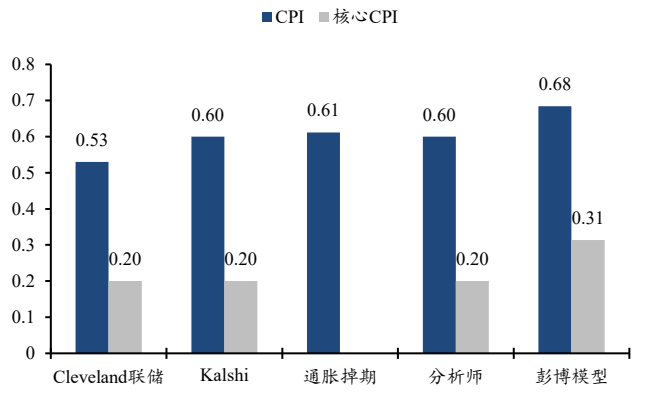
仅供内部参考，请勿外传

图6：各方对美国 9 月 CPI 同比预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7：各方对美国 9 月 CPI 环比预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

从积极因素来看，由于 8 月美国 CPI 环比的超预期大部分来自单月数据的异常，因而市场预计这一趋势难以持续：美国 8 月核心 CPI 环比录得+0.29%，其中电话服务的异常扰动（电信商一次性涨价）贡献了 9.7bps，再剔除额外高波动的二手车、机票酒店的扰动，剩余项目（包括在核心 CPI 中占比 45%的居住）仅贡献了约 10bps 的核心 CPI 增长（详见*《美国 8 月 CPI：“恰到好处”的加息前奏——2026 年 8 月美国 CPI 数据点评》*）。从分项的领先指标看，二手车和居住通胀仍有望延续下行，但近期全球供应链压力指数显著上行，可能给核心商品带来上行压力。

图8：全球供应链压力指数与美国核心商品同比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图9：美国居住 CPI 与房价同比增速



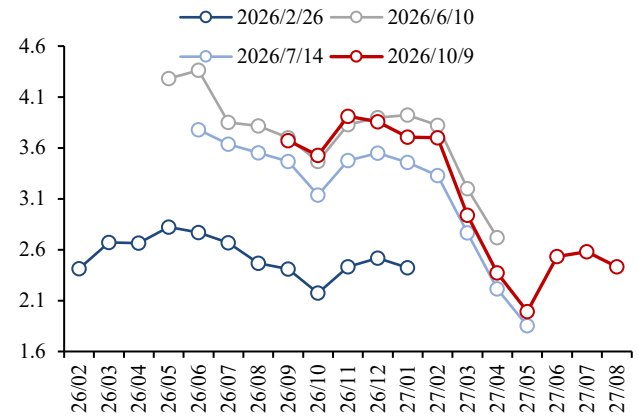
数据来源：彭博、东吴证券研究所

从趋势看，在温和的核心 CPI 环比路径预期下，交易员对未来 1 年美国 CPI 同比增速的预期仍然紧贴 0.2%的环比增长中枢，这意味着其仍然预期油价会出现回落，2026 年 3—5 月高油价产生的高基数效应料给 2027 年同期的 CPI 同比增速带来显著的压制。然而，在当前市场对核心 CPI 路径的温和预期下，短期内美国通胀及通胀预期的上行风险高于下行风险，主要来自油价的高度不确定性。10 月需要关注美伊冲突是否存在升级风险：若近期油价再度冲高且居高不下，可能导致美联储 10 月不得不因潜在的通胀上行风险而“提前”加息。中期看，油价的反复也意味着，上述我们此前看好的“高油价带来

仅供内部参考，请勿外传

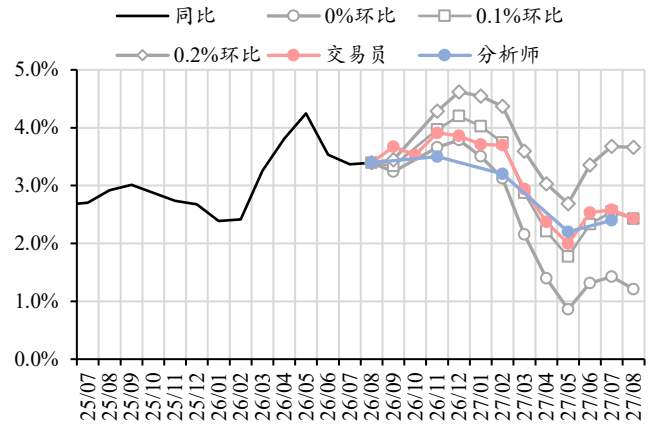
的基数效应”意义减弱：一来是油价的回落幅度有限，产生的基数效应更加有限；二来是高油价的持续意味着通胀更大的扩散风险。就策略而言，当前市场定价 12 月再加息 1 次，明年 3 月累计加息 2 次，明年 7 月累计加息 3 次；短期看，由于当前市场对 10 月加息的定价较低、近期的回调已十分充分，需要关注 10 月因油价失控上涨而导致美联储提前加息的潜在风险。

图10：不同时期交易员对未来 1 年美国 CPI 的定价



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图11：各方对 2026-2027 年各月美国 CPI 同比预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 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。

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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