仅供内部参考，请勿外传

美国 AI 投资风险正在由债向股传导

——海外札记 20261019

报告发布日期 2026 年 10 月 24 日

证券分析师
王仲尧 执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
021-63326320
吴泽青 执业证书编号：S0860524100001
香港证监会牌照：BYL922
wuzeqing@orientsec.com.cn
021-63326320
孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
本轮美国通胀上行空间有限，但粘性较强：——2026 年 9 月美国 CPI 数据点评 2026-10-16
海外经济增长延续韧性，债市抛售持续：——海外札记 20261008 2026-10-16
经济韧性继续推动美债利率曲线上行：——海外札记 20260928 2026-09-29
海外宏观风险交易主线仍是地缘：——海外札记 20260916 2026-09-22

研究结论

- **基本面：通胀压力仍然偏高，市场开始定价向核心通胀扩散的风险。**

  9 月美国 CPI 同比上涨 3.7%，高于市场预期，核心 CPI 环比上涨 0.3%，同样超过预期的 0.2%；PPI 环比大幅上涨 1.3%，创 2022 年 3 月以来最大涨幅，同比升至 6.3%。我们认为，当前美国通胀压力仍主要来自能源及相关成本上涨，但核心商品和部分服务价格的同步回升，开始显现成本压力向核心通胀传导的迹象，也成为近期市场定价的重要关注点。不过，9 月 PPI 与 CPI 同比增速之差扩大至 2.6 个百分点，表明成本压力仍较多停留在生产端，尚不足以判断核心通胀已进入持续上行阶段。往后看，高油价持续时间越长，核心通胀面临的上行风险越大，但实际传导幅度仍取决于终端需求和企业成本转嫁能力。

- **货币政策：通胀压力与信用风险双重制约，加息终点仍不明确。**

  9 月 CPI 公布后，市场定价 10 月加息概率一度由约 20%升至 50%，随后回落至上周收盘的约 16%，12 月前至少再加息一次的概率约 88%，到 2027 年底累计定价约三次 25bp 的加息。我们认为，能源通胀高企及其向核心通胀扩散的风险，使得美联储在货币政策决策中面临持续的通胀压力。但后续政策路径存在较大不确定性，一方面，如果通胀持续超预期，美联储仍可能继续加息；另一方面，近期 AI 相关企业信用风险上升，意味着金融条件正在自发收紧，若进一步传导至投资和就业，也可能减轻美联储额外加息的必要性，成为本轮加息周期转向的潜在催化剂。

- **AI 投资增长动能放缓，风险由债市向股市扩散。**

  AI 资本开支增速斜率开始放缓，内部现金流对投资扩张的支撑能力下降。今年以来，美国 AI 资本开支持续高速扩张，但从二季度开始，投资增长的边际动能已出现放缓迹象。微软、Meta、亚马逊、谷歌和甲骨文五家企业的滚动 12 个月资本开支同比增速由去年四季度的 72%升至今年一季度的 78%、二季度的 81%，虽然仍处高位，但增速提升幅度有所下滑。更值得关注的是，资本开支持续扩张并未带来相应的现金流改善，五家企业合计滚动 12 个月自由现金流由去年四季度的 1924 亿美元降至今年二季度的 1259 亿美元，亚马逊和甲骨文自由现金流已转为负值。这意味着 AI 企业越来越难以完全依靠内部现金流支持投资扩张，对外部融资的依赖持续上升。在融资成本持续偏高、投资回报尚未充分兑现的背景下，企业维持高强度资本开支的难度正在增加，现金流约束正逐渐转化为市场对未来 AI 投资增长持续性的担忧。

  AI 投资增长预期开始实质性下修，风险由债券市场向股票市场扩散，并推动长端美债利率回落。随着 AI 投资对外部融资的依赖上升，市场开始下调对未来资本开支增速的预期，相关风险首先体现为企业融资成本上升和信用利差扩大，近期则进一步向股票市场传导。截至上周四，甲骨文 5 年期 CDS 利差升至 288 个基点，较前一周扩大 28 个基点；CoreWeave 的 CDS 利差超过 1000 个基点，其股价在上周三单日下跌约 15%。这些变化表明，市场开始质疑高强度 AI 投资能否持续、未来收益能否覆盖不断上升的融资成本。在此背景下，科技股调整压力上升，投资者降低风险资产敞口、增加美债配置，成为近期长端美债收益率回落的重要原因。

  我们认为，本轮美债利率回落并非通胀和长期融资压力的实质性缓解，而是 AI 投资预期降温和避险需求上升的结果。往后看，维持美国 AI 叙事风险上升的判断，随着投资预期进一步下修，对科技股估值和整体美股表现的压制可能更加明显。同时，随着信用利差扩大、股价下跌和融资成本上升相互强化，可能进一步抑制企业资本开支，形成金融条件收紧与投资增长放缓的负反馈，或对美债收益率形成一定的下行压力，同时增加美联储在后续政策考量中增长和金融稳定因素的权重。

风险提示

地缘局势的不确定性。经济大幅恶化的风险。全球央行超预期加息的风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 周观点：美国 AI 投资风险正在由债向股传导 4
基本面：通胀压力仍然偏高，市场开始定价向核心通胀扩散的风险 4
货币政策：通胀压力与信用风险双重制约下，加息终点仍不明确 4
AI 投资增长动能放缓，风险由债市向股市扩散 5
总结 7
2. 大类资产表现（2026/10/9-2026/10/16）：AI 融资担忧下，市场转向美债、防御等避险交易 8
3. 海外宏观经济数据跟踪 10
通胀 10
美国 9 月 CPI：核心通胀超市场预期 10
消费 12
9 月美国零售：名义增速偏强，但主要受汽油价格上涨推动，核心消费动能明显放缓 12
4. 外资流向：主动外资本周小幅净流出港股 12
港股：主动外资小幅流出港股 12
A 股：主动外资小幅净流出 13
中概股：主动外资小幅净流出 13
风险提示 14

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：9 月美国 CPI、PPI 均回升（%）.....4
图 2：9 月 CPI 环比主要由能源和核心服务分项拉动（%）.....4
图 3：目前市场定价到 2027 年底美联储再加息约 75bp.....5
图 4：五大厂滚动 12 个月资本开支增速斜率开始放缓（百万美元）.....6
图 5：五大厂滚动 12 个月自由现金流规模持续下滑（百万美元）.....6
图 6：AI 企业 CDS 利差已经出现明显信用压力（bp）.....6
图 7：市场对于五大厂资本开支的预期斜率放缓（十亿美元）.....6
图 8：全球权益资产表现分化，科技和亚洲成长市场明显承压.....9
图 9：全球利率整体明显回落，美国长端下行幅度大于短端，收益率曲线趋平.....9
图 10：商品内部明显分化，原油较强.....9
图 11：美股内部出现明显的“科技转防御”交易.....9
图 12：美国经济数据日历（2026/10/10-2026/10/16）.....10
图 13：9 月美国 CPI 超市场预期（%）.....11
图 14：9 月美国零售名义增速偏强，但主要受汽油价格上涨推动.....12
图 15：主动外资净流出港股（百万美元）.....13
图 16：主动外资净流出 A 股（百万美元）.....13
图 17：主动外资小幅净流出中概股（百万美元）.....14

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

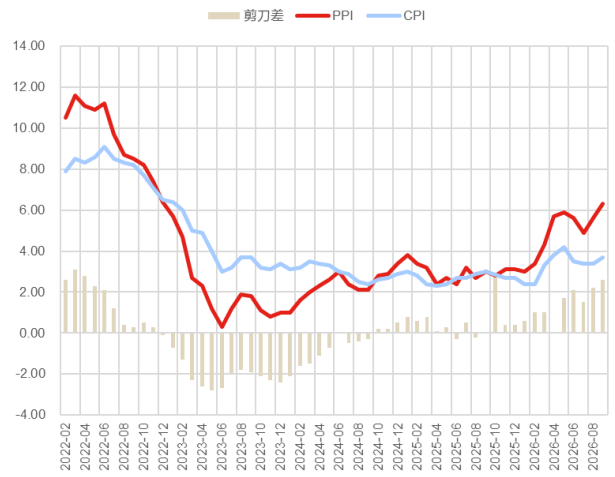
仅供内部参考，请勿外传

1. 周观点：美国 AI 投资风险正在由债向股传导

基本面：通胀压力仍然偏高，市场开始定价向核心通胀扩散的风险

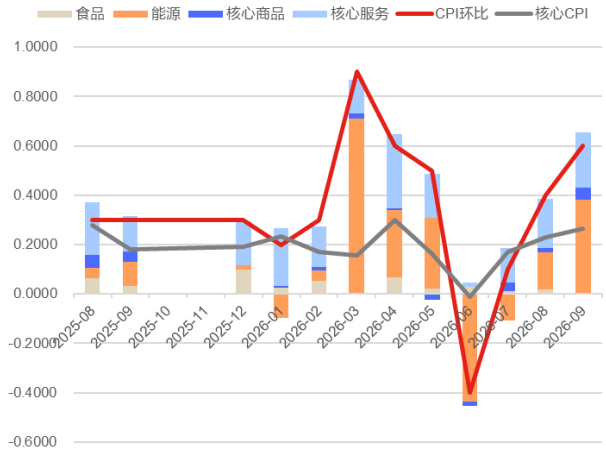
9 月美国 CPI 同比上涨 3.7%，高于市场预期，核心 CPI 环比上涨 0.3%，同样超过预期的 0.2%；PPI 环比大幅上涨 1.3%，创 2022 年 3 月以来最大涨幅，同比升至 6.3%。我们认为，当前美国通胀压力仍主要来自能源及相关成本上涨，但核心商品和部分服务价格的同步回升，开始显现成本压力向核心通胀传导的迹象，也成为近期市场定价的重要关注点。不过，9 月 PPI 与 CPI 同比增速之差扩大至 2.6 个百分点，表明成本压力仍较多停留在生产端，尚不足以判断核心通胀已进入持续上行阶段。往后看，高油价持续时间越长，核心通胀面临的上行风险越大，但实际传导幅度仍取决于终端需求和企业成本转嫁能力。

图 1：9 月美国 CPI、PPI 均回升（%）



数据来源：wind，东方证券研究

图 2：9 月 CPI 环比主要由能源和核心服务分项拉动（%）



数据来源：wind，东方证券研究

货币政策：通胀压力与信用风险双重制约下，加息终点仍不明确

9 月 CPI 公布后，市场定价 10 月加息概率一度由约 20%升至 50%，随后回落至上周收盘的约 16%，12 月前至少再加息一次的概率约 88%，到 2027 年底累计定价约三次 25bp 的加息。我们认为，能源通胀高企及其向核心通胀扩散的风险，使得美联储在货币政策决策中面临持续的通胀压力。但后续政策路径存在较大不确定性，一方面，如果通胀持续超预期，美联储仍可能继续加息；另一方面，近期 AI 相关企业信用风险上升，意味着金融条件正在自发收紧，若进一步传导至投资和就业，也可能减轻美联储额外加息的必要性，成为本轮加息周期转向的潜在催化剂。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图 3：目前市场定价到 2027 年底美联储再加息约 75bp



数据来源：Bloomberg

AI 投资增长动能放缓，风险由债市向股市扩散

AI 资本开支增速斜率开始放缓，内部现金流对投资扩张的支撑能力下降。今年以来，美国 AI 资本开支持续高速扩张，但从二季度开始，投资增长的边际动能已出现放缓迹象。微软、Meta、亚马逊、谷歌和甲骨文五家企业的滚动 12 个月资本开支同比增速由去年四季度的 72%升至今年一季度的 78%、二季度的 81%，虽然仍处高位，但增速提升幅度有所下滑。更值得关注的是，资本开支持续扩张并未带来相应的现金流改善，五家企业合计滚动 12 个月自由现金流由去年四季度的 1924 亿美元降至今年二季度的 1259 亿美元，亚马逊和甲骨文自由现金流已转为负值。这意味着 AI 企业越来越难以完全依靠内部现金流支持投资扩张，对外部融资的依赖持续上升。在融资成本持续偏高、投资回报尚未充分兑现的背景下，企业维持高强度资本开支的难度正在增加，现金流约束正逐渐转化为市场对未来 AI 投资增长持续性的担忧。

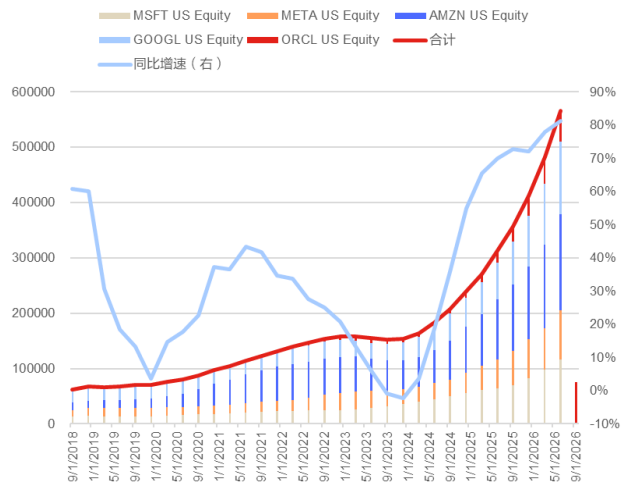
AI 投资增长预期开始实质性下修，风险由债券市场向股票市场扩散，并推动长端美债利率回落。随着 AI 投资对外部融资的依赖上升，市场开始下调对未来资本开支增速的预期，相关风险首先体现为企业融资成本上升和信用利差扩大，近期则进一步向股票市场传导。截至上周四，甲骨文 5 年期 CDS 利差升至 288 个基点，较前一周扩大 28 个基点；CoreWeave 的 CDS 利差超过 1000 个基点，其股价在上周三单日下跌约 15%。这些变化表明，市场开始质疑高强度 AI 投资能否持续、未来收益能否覆盖不断上升的融资成本。在此背景下，科技股调整压力上升，投资者降低风险资产敞口、增加美债配置，成为近期长端美债收益率回落的重要原因。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

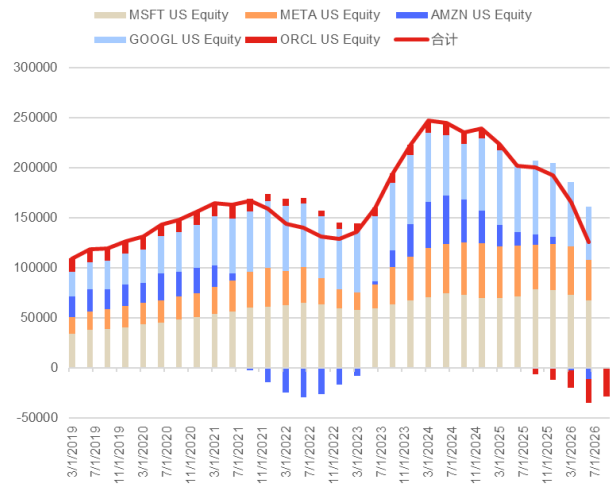
我们认为，本轮美债利率回落并非通胀和长期融资压力的实质性缓解，而是 AI 投资预期降温和避险需求上升的结果。往后看，维持美国 AI 叙事风险上升的判断，随着投资预期进一步下修，对科技股估值和整体美股表现的压制可能更加明显。同时，随着信用利差扩大、股价下跌和融资成本上升相互强化，可能进一步抑制企业资本开支，形成金融条件收紧与投资增长放缓的负反馈，或对美债收益率形成一定的下行压力，同时增加美联储在后续政策考量中增长和金融稳定因素的权重。

图 4：五大厂滚动 12 个月资本开支增速斜率开始放缓（百万美元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究

图 5：五大厂滚动 12 个月自由现金流规模持续下滑（百万美元）



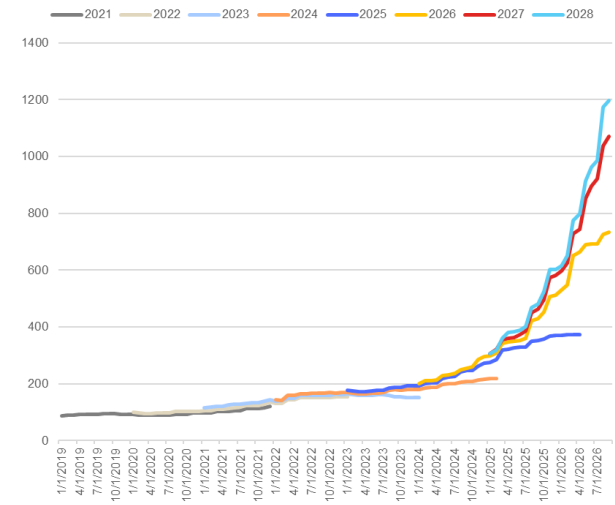
数据来源：Bloomberg，东方证券研究

图 6：AI 企业 CDS 利差已经出现明显信用压力（bp）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究

图 7：市场对于五大厂资本开支的预期斜率放缓（十亿美元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

总结

1）美国名义通胀压力仍然偏高，市场开始关注外生能源通胀向核心通胀扩散的风险。

2）美联储货币政策面临通胀和信用风险的双重制约，加息终点仍不明确。

3）美国 AI 投资的信用风险开始显现，投资预期出现实质性下行，AI 投资风险正从债市向股市发展。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

2. 大类资产表现（2026/10/9-2026/10/16）： AI 融资担忧下，市场转向美债、防御等避险交易

利率：全球利率整体明显回落，美国长端下行幅度大于短端，收益率曲线趋平。美国 2y 和 10y 国债收益率全周分别下行 7.9bps 和 16.5bps，2s10s 利差收窄 8.4bps；与此同时，美国高收益债利差大幅走阔 23.0bps，显示信用风险偏好明显降温。海外方面，10y 德债和 10y 日债收益率分别下行 5.5bps 和 8.8bps。尽管美国通胀数据偏高，但 AI 融资和科技股调整引发明显避险资金流入，美债收益率反而大幅下行。

股票：全球权益资产表现分化，科技和亚洲成长市场明显承压。标普 500 和纳指全周分别下跌 2.0%和 4.5%，道指逆势上涨 0.7%，罗素 2000 下跌 3.1%；MSCI 全球除美国上涨 1.6%，欧洲 STOXX50 上涨 0.5%。亚洲市场跌幅明显，日经 225 和韩国股市分别下跌 5.4% 和 14.5%，沪深 300 和创业板指分别下跌 3.4% 和 8.9%，恒生指数和恒生科技分别下跌 0.1% 和 2.1%。本周核心压力来自 AI 投资回报和融资可持续性的担忧，半导体及韩国高杠杆科技交易出现集中去杠杆。

大宗商品：商品内部明显分化，原油成为最强资产。WTI 原油全周大涨 10.4%，推动 CRB 商品指数上涨 1.3%；COMEX 黄金和 COMEX 铜分别下跌 0.8% 和 1.8%，南华工业品和南华农产品指数分别下跌 2.5% 和 2.0%，波罗的海干散货指数大跌 13.9%。油价上涨主要受到霍尔木兹海峡运输受限和中东供应风险重新升温推动。波动率方面，VIX 大涨 34.7%，MOVE 上涨 2.7%，反映风险偏好明显恶化。

外汇：美元整体小幅走弱。美元指数全周下跌 0.4%，EURUSD 上涨 0.4%，USDJPY、USDCHF 和 USDCAD 分别下跌 0.2%、0.7% 和 0.8%，对应日元、瑞郎和加元相对美元升值；USDAUD 上涨 0.5%，对应澳元走弱。人民币中间价、在岸和离岸人民币分别变动 -0.2%、-0.1% 和 -0.1%，人民币整体小幅升值。科技股调整和美债收益率大幅回落削弱了美元的利差支撑。

行业板块：美股内部出现明显的“科技转防御”交易。MAG7 下跌 3.1%，剔除 MAG7 的标普 500 下跌 1.5%；费城半导体指数大跌 11.4%，信息技术下跌 6.4%，通信服务下跌 1.6%。相比之下，核心消费品、能源、医疗保健和公用事业分别上涨 5.0%、5.0%、3.4% 和 2.0%，金融、房地产和原材料分别上涨 1.4%、1.2% 和 2.5%。风格上，防御板块上涨 4.2%，周期板块上涨 0.6%，资金明显从 AI 科技向能源和防御方向轮动。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图 8：全球权益资产表现分化，科技和亚洲成长市场明显承压

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
美股	标普500	%	-1.95	11.89
	道琼斯工业	%	0.67	8.20
	纳斯达克综合	%	-4.48	12.47
	罗素2000	%	-3.05	9.65
全球非美	MSCI全球（除美国）	%	1.57	8.35
	欧洲STOXX50	%	0.50	7.13
	日经225	%	-5.37	29.77
	韩国	%	-14.46	34.50
	沪深300	%	-3.40	-9.92
	创业板指	%	-8.90	-13.45
	恒生指数	%	-0.10	-5.63
	恒生科技	%	-2.13	-25.52

数据来源：Bloomberg，东方证券研究

图 9：全球利率整体明显回落，美国长端下行幅度大于短端，收益率曲线趋平

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
利率	2y美债	bp	-7.87	123.52
	10y美债	bp	-16.50	90.58
	期限利差：2s10s	bp	-8.43	-32.75
	美国高收益债利差	bp	23.00	63.00
	10y德债	bp	-5.48	57.15
	10y日债	bp	-8.80	86.40
汇率	美元指数	%	-0.37	3.57
	EURUSD	%	0.35	-4.32
	USDJPY	%	-0.18	0.81
	USDCHF	%	-0.73	3.94
	USDCAD	%	-0.81	3.09
	USDAUD	%	0.53	-3.98
	人民币中间价	%	-0.16	-4.36
	在岸人民币	%	-0.09	-4.31
	离岸人民币	%	-0.10	-4.15

数据来源：Bloomberg，东方证券研究

图 10：商品内部明显分化，原油较强

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
商品/衍生品	WTI原油	%	10.41	76.61
	COMEX黄金	%	-0.75	-4.18
	COMEX铜	%	-1.77	15.69
	比特币	%	-1.02	-6.86
	CRB商品指数	%	1.32	40.51
	南华工业品指数	%	-2.52	14.14
	南华农产品指数	%	-2.03	-3.62
	波罗的海干散货指数	%	-13.92	33.78
	美股波动率VIX	%	34.70	33.71
	美债波动率MOVE	%	2.67	58.07

数据来源：Bloomberg，东方证券研究

图 11：美股内部出现明显的“科技转防御”交易

类别		单位	涨跌幅：周度	YTD
美股行业	MAG 7	%	-3.09	8.40
	S&P500（除MAG 7）	%	-1.50	12.10
	费城半导体指数	%	-11.41	57.24
	标普500信息技术指数	%	-6.37	21.58
	标普500电信服务指数	%	-1.61	2.71
	标普500核心消费品指数	%	5.03	13.57
	标普500非核心消费品指数	%	-1.93	-4.06
	标普500金融指数	%	1.41	1.29
	标普500房地产指数	%	1.15	5.52
	标普500公用事业指数	%	2.00	-1.12
	标普500保健指数	%	3.37	14.06
	标普500能源指数	%	5.00	52.70
	标普500原材料指数	%	2.45	12.37
	标普500工业指数	%	-0.88	8.14
	防御板块	%	4.15	7.95
	周期板块	%	0.64	5.75

数据来源：Bloomberg，东方证券研究



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

3. 海外宏观经济数据跟踪

图 12：美国经济数据日历（2026/10/10-2026/10/16）

数据发布日期	指标名称	期间	调查值	实际值	前值	修正值
10/13/2026	NFIB中小企业乐观程度指数	Sep	98.2	97.9	98.7	--
10/13/2026	ADP周度新增就业	26-Sep	--	24750	23750	25250
10/13/2026	二手房销量年率	Sep	3950000	3990000	3980000	3930000
10/13/2026	旧宅销售 月环比	Sep	-0.80%	1.50%	-2.00%	-3.20%
10/14/2026	周度MBA抵押贷款申请指数环比	9-Oct	--	-2.70%	-4.20%	--
10/14/2026	CPI 月环比	Sep	0.60%	0.60%	0.40%	--
10/14/2026	核心CPI 月环比	Sep	0.20%	0.30%	0.30%	--
10/14/2026	CPI 同比	Sep	3.60%	3.70%	3.40%	--
10/14/2026	核心CPI 同比	Sep	2.50%	2.60%	2.40%	--
10/14/2026	实际平均每周同比盈利	Sep	--	-0.10%	0.30%	0.40%
10/14/2026	实际平均时薪(同比)	Sep	--	-0.70%	-0.30%	--
10/15/2026	零售销售月环比	Sep	0.30%	0.80%	1.20%	1.30%
10/15/2026	零售销售（除汽车）月环比	Sep	0.50%	0.90%	1.40%	1.40%
10/15/2026	零售销售（除汽车与汽油）	Sep	0.20%	0.20%	1.20%	1.10%
10/15/2026	零售销售对照小组	Sep	0.30%	0.10%	1.40%	1.20%
10/15/2026	纽约州制造业调查指数	Oct	12	25.5	7.6	--
10/15/2026	费城联储企业前景	Oct	28	20.9	37.8	--
10/15/2026	周度首次申领失业救济人数	10-Oct	200000	199000	197000	198000
10/15/2026	持续领取失业救济人数	3-Oct	1709000	1710000	1716000	1714000
10/15/2026	生产者价格环比	Sep	0.60%	1.30%	0.40%	0.50%
10/15/2026	PPI（除食品与能源）月环比	Sep	0.30%	0.70%	0.20%	--
10/15/2026	PPI (除食品、能源及贸易)月环比	Sep	0.30%	0.50%	0.30%	--
10/15/2026	PPI最终需求 同比	Sep	5.40%	6.30%	5.40%	5.60%
10/15/2026	PPI（除食品与能源）同比	Sep	4.40%	5.00%	4.60%	4.80%
10/15/2026	PPI (除食品、能源及贸易)同比	Sep	4.70%	5.00%	4.70%	4.80%
10/15/2026	营运库存	Aug	0.40%	0.40%	0.80%	0.90%
10/16/2026	纽约联储服务业商业活动	Oct	-4.1	-20.7	-8.7	--
10/16/2026	进口价格指数月环比	Sep	1.00%	1.10%	0.70%	0.50%
10/16/2026	进口价格指数(除石油)月环比	Sep	0.60%	0.80%	0.80%	0.50%
10/16/2026	进口价格指数同比	Sep	8.20%	8.10%	7.00%	6.70%
10/16/2026	出口价格指数月环比	Sep	0.90%	2.20%	0.60%	1.20%
10/16/2026	出口价格指数同比	Sep	9.60%	11.60%	8.60%	9.30%
10/16/2026	工业产值(月环比)	Sep	0.40%	0.70%	0.00%	0.10%
10/16/2026	制造业生产月环比	Sep	0.30%	0.30%	-0.30%	-0.20%

数据来源：Bloomberg，东方证券研究

通胀

美国 9 月 CPI：核心通胀超市场预期

9 月美国 CPI 整体偏高，核心通胀连续第二个月超预期。名义 CPI 同比由 3.4%升至 3.7%，环比升至 0.6%；核心 CPI 同比由 2.4%升至 2.6%，环比增长 0.3%，高于预期的 0.2%。核心商品和核心服务环比分别升至 0.3%和 0.4%，核心价格压力边际扩散，但尚不能判断内生通胀已全面上行。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

能源仍是主要通胀来源。9月能源价格环比上涨5.2%、同比上涨20.4%，较8月的2.1%和16.3%进一步加速。能源项对当月CPI环比贡献约0.4%，占总体涨幅的六成以上。由此看，当前美国通胀回升仍主要由油价推动。

核心商品通胀由回落转向低位企稳。9月核心商品同比维持在0.7%，环比由0.1%升至0.3%，主要受到二手车环比上涨0.7%、休闲商品上涨0.9%、服装上涨0.3%以及新车上涨0.2%的推动。AI相关产品价格继续走强，信息技术商品环比上涨0.9%，但由于信息技术商品权重较低，对整体核心通胀的拉动仍然有限。从前瞻指标看，ISM制造业购进价格指数已由年中高点回落，表明上游投入成本压力的边际高点可能已经过去，但该指数仍明显高于50的荣枯线，说明成本压力尚未完全消退。整体来看，随着传统经济筑底企稳，核心商品通胀已经由持续回落转为低位企稳，短期存在局部涨价和成本传导压力，但核心商品出现全面、持续再通胀的风险仍然可控。

核心服务通胀有所回升，但上行、下行空间均有限。9月核心服务同比由3.0%升至3.1%，环比由0.3%升至0.4%。住房价格环比上涨0.4%，其中主要居所租金维持在0.2%，业主等价租金由0.2%回升至0.3%，在外住宿上涨2.0%，是住房项回升的重要原因。与此同时，休闲服务、医疗服务和交通运输服务分别环比上涨0.3%、0.3%和0.6%，机票价格上涨1.2%，表明价格上涨正扩散至更多服务分项。考虑到在外住宿仍具有较强波动性，而当前美国就业市场仍处于低位状态，9月非农就业仅增加2.9万人、失业率升至4.2%、工资环比仅增长0.1%，工资和需求尚不足以支撑内生服务通胀持续加速。但另一方面，也要认识到在近3年的服务通胀降速之后，主要服务通胀项也已经回落至历史均值附近，进一步下降的空间已经有限。

图13：9月美国CPI超市场预期（%）

	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11
CPI同比	3.7	3.4	3.4	3.5	4.2	3.8	3.3	2.4	2.4	2.7	2.7
核心CPI	2.6	2.4	2.5	2.6	2.9	2.8	2.6	2.5	2.5	2.6	2.6
食品	2.5	2.7	3	3	3.1	3.2	2.7	3.1	2.9	3.1	2.6
家庭食品	1.8	2.2	2.7	2.7	2.7	2.9	1.9	2.4	2.1	2.4	1.9
谷物和烘焙产品	2.1	2.6	2.7	2.4	1.9	2.6	2.1	2.7	3.1	1.5	1.9
肉类、家禽、鱼类及蛋类	0.3	1.1	1.9	2.6	1.8	1.5	-0.9	0.4	2.2	3.9	4.7
乳制品	-0.7	-0.3	-0.5	0.4	-1	-0.6	-1.6	0.1	-0.3	-0.9	-1.6
水果和蔬菜	3.7	3.2	5.1	5.3	6.1	6.1	4	2.7	0.8	0.5	0.1
在外饮食	3.5	3.4	3.4	3.4	3.5	3.6	3.8	3.9	4	4.1	3.7
能源	20.4	16.3	14.7	15.7	23.5	17.9	12.5	0.5	-0.1	2.3	4.2
能源商品	35.3	28	24.7	27.1	40.6	29.2	19.4	-5.2	-7.3	-3	1.2
燃油及其他燃料	43.8	30.2	22.4	23.4	33.2	31.9	22.9	1.1	-6	1.2	3.2
汽车燃料	34.9	27.9	24.8	27.2	40.9	29.1	19.2	-5.5	-7.3	-3.2	1.1
能源服务	4.6	4	4.3	3.9	5.3	5.4	5	6.3	7.2	7.7	7.4
电力	4.4	3.8	4.2	4	5.9	6.1	4.6	4.8	6.3	6.7	6.9
公用事业(管道)天然气服务	5	4.4	4.3	3	3	3	6.4	10.9	9.8	10.8	9.1
核心商品	0.7	0.7	0.8	0.8	1.1	1.1	1.2	1	1.1	1.4	1.4
家居陈设与用品	0.2	0.6	0.8	1.3	2.4	2.8	3.6	3.9	3.8	3.4	2.6
电器	-1	0.1	-1	-2.7	0.2	0.2	1.1	2.9	0.5	-1.7	0.5
服装	3.4	3.6	3.9	3.9	4.8	4.2	3.4	2.5	1.7	0.6	0.2
交通运输商品-减去汽车燃油	-0.1	-0.4	-0.2	-0.3	-0.6	-0.8	-0.9	-0.9	-0.5	0.9	1.7
新车	0.6	0.6	0.5	0.5	0.2	0.2	0.5	0.5	0.4	0.3	0.6
二手车和卡车	-1.5	-2.3	-1.9	-1.8	-2	-2.7	-3.2	-3.2	-2	1.6	3.6
医疗保健商品	-3.3	-2.7	-2.7	-2.1	-1.8	-0.5	0.3	0.1	0.3	1.5	1.1
休闲商品	3.6	3.1	3.1	2.9	2.6	3	3.3	2.5	1.5	1.2	0.6
教育与通讯商品	-2.6	-4.1	-4.5	-6.8	-6.1	-6	-6.4	-6.3	-3.5	-3.8	-3.1
信息技术产品	-2.9	-4.3	-4.8	-7.2	-6.3	-6.3	-6.7	-6.7	-3.8	-4.1	-3.3
酒精饮料	1.4	1.6	2.1	2	2.1	1.9	1.7	1.6	2	2.1	1.9
核心服务	3.1	3	3	3.2	3.4	3.3	3	2.9	2.9	3	3
住所	3.2	3	3.2	3.3	3.4	3.3	3	3	3	3.2	3
主要住所的租金	2.8	2.7	2.9	2.8	2.9	2.8	2.6	2.7	2.8	2.9	3
离家住宿	4.4	3.2	3	4.9	5.2	4.6	2.6	-1.1	-2	-0.8	-4.1
业主住所的等价租金	3.3	3.1	3.2	3.3	3.3	3.3	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4
供水、污水和垃圾收集服务	4.8	4.8	4.6	4.6	4.7	4.7	4.7	4.4	4.7	4.7	4.3
医疗保健服务	2.5	2.5	2.7	2.9	3.6	3.2	3.7	4.1	3.9	3.5	3.3
专业服务	3.4	3.2	3.4	3.8	4.5	4	4.1	3.7	3.4	2.5	2.2
医院及相关服务	5.4	5.5	5.4	5.5	5.8	5.5	6.4	7.6	6.9	6.7	6
医疗保险	-9	-8.5	-8	-7.4	-6.4	-6.1	-5.3	-3.6	-2.2	-0.5	0.6
交通运输服务	2.7	2.4	2.9	3.4	4.1	4.3	4.1	2.2	1.3	1.5	1.7
机动车维护与维修	5.8	5.2	6.6	7	6.1	5.1	6.1	5.6	4.9	5.4	6.9
机动车保险	-5	-5.1	-4.5	-4.1	-2	0.2	0.8	0.2	0.5	2.8	0
机票价格	22.4	23.4	25.5	26.5	26.7	20.7	14.9	7.1	2.2	-3.4	-5.4
休闲服务	2.3	2.4	2.2	2.7	2.6	1.9	1.6	2.1	3.1	4	2.5
教育与通讯服务	3.1	3.1	1.3	1	1.9	1.1	1	1.1	1.2	1.1	2.2
其他个人服务	4.5	4.3	4.4	5.1	5.2	4.2	3.2	5.8	6.9	4.7	4.6

数据来源：wind，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

消费

9 月美国零售：名义增速偏强，但主要受汽油价格上涨推动，核心消费动能明显放缓

9 月美国零售和食品服务销售额环比增长 0.8%至 7450 亿美元，低于 8 月修正后的 1.3%，同比增长 6.3%；其中，剔除汽车后的零售销售环比增长 0.9%，但剔除汽车和汽油后的销售仅增长 0.2%。分项看，汽油站销售环比大幅增长 6.4%，贡献了本月零售增量的七成以上，是名义增速超预期的主要原因。家具、电子家电和医疗个人护理销售分别增长 1.3%、0.6%和 0.7%，餐饮服务增长 1.1%，而建筑建材和运动商品销售分别下降 0.6%和 0.5%，服装销售基本持平。整体来看，由于零售数据为名义值且同期能源价格明显上涨，实际消费改善幅度明显弱于名义数据，控制组销售接近停滞也表明居民消费动能较 8 月显著放缓，在就业和工资增速均偏弱的背景下，后续消费韧性仍需观察。

图 14：9 月美国零售名义增速偏强，但主要受汽油价格上涨推动

	销售额（百万美元）	环比						同比					
	2026-09	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04
零售和食品服务销售额 总计	745021	0.8%	1.3%	-0.4%	0.2%	1.0%	0.6%	6.3%	5.6%	4.5%	5.9%	6.7%	4.1%
总计(不包括机动车辆及零部件)	605188	0.9%	1.4%	-0.1%	-0.3%	1.0%	0.9%	7.2%	6.3%	5.2%	5.9%	7.2%	5.6%
总计(不包括机动车辆及零部件和加油站)	537167	0.2%	1.1%	-0.1%	0.4%	0.8%	0.4%	5.0%	4.8%	3.9%	4.6%	5.2%	3.8%
零售	652115	0.7%	1.3%	-0.5%	0.1%	1.0%	0.5%	6.2%	5.5%	4.4%	6.2%	7.1%	4.3%
机动车辆及零部件	139833	0.2%	0.7%	-1.7%	2.2%	1.3%	-0.8%	2.5%	2.3%	1.8%	6.1%	4.7%	-1.8%
家具和家用装饰	10696	1.3%	0.2%	-0.3%	-0.7%	1.9%	-1.5%	4.9%	-0.4%	-3.3%	-0.8%	0.5%	-3.5%
电子和家用电器店	7853	0.6%	2.1%	0.3%	0.1%	-0.3%	1.2%	9.4%	8.3%	5.2%	6.7%	6.8%	7.8%
建筑材料、园林设备及物料店	44077	-0.6%	0.2%	-0.3%	1.2%	-0.2%	0.2%	4.5%	5.4%	5.6%	5.2%	5.0%	2.7%
食品和饮料	85056	0.4%	0.2%	-0.2%	-0.2%	0.2%	0.6%	0.9%	0.3%	0.6%	1.0%	2.3%	1.3%
保健和个人护理	39535	0.7%	1.2%	0.8%	0.0%	0.9%	0.0%	-1.2%	-0.8%	-2.3%	-2.2%	-1.2%	-2.2%
加油站	68021	6.4%	4.0%	-0.2%	-5.5%	2.5%	5.4%	28.1%	21.0%	17.4%	18.5%	26.9%	22.6%
服装及服装配饰店	26478	0.0%	0.6%	1.3%	-0.6%	1.1%	-0.7%	5.0%	4.3%	4.2%	4.1%	6.2%	5.4%
运动休闲商品、书及音乐商店	8681	-0.5%	1.0%	-0.5%	0.4%	0.5%	1.8%	9.6%	9.5%	9.0%	12.0%	11.1%	11.7%
日用品商场	81776	-0.1%	0.8%	0.4%	0.1%	0.4%	-0.2%	4.2%	4.6%	3.6%	3.4%	4.9%	3.4%
杂货店零售	15826	-3.0%	3.6%	0.0%	1.9%	3.5%	-0.8%	10.9%	18.1%	10.1%	9.7%	10.5%	10.6%
无店铺零售	124283	0.3%	2.0%	-1.4%	0.7%	1.3%	0.8%	8.2%	7.8%	6.6%	9.8%	9.5%	8.1%
食品服务和饮吧	92906	1.1%	1.4%	0.6%	0.6%	0.9%	1.0%	7.0%	5.8%	5.2%	4.3%	4.2%	2.7%

数据来源：wind，东方证券研究

4. 外资流向：主动外资本周小幅净流出港股

本周主动外资小幅净流出 A 股、港股和中概股。

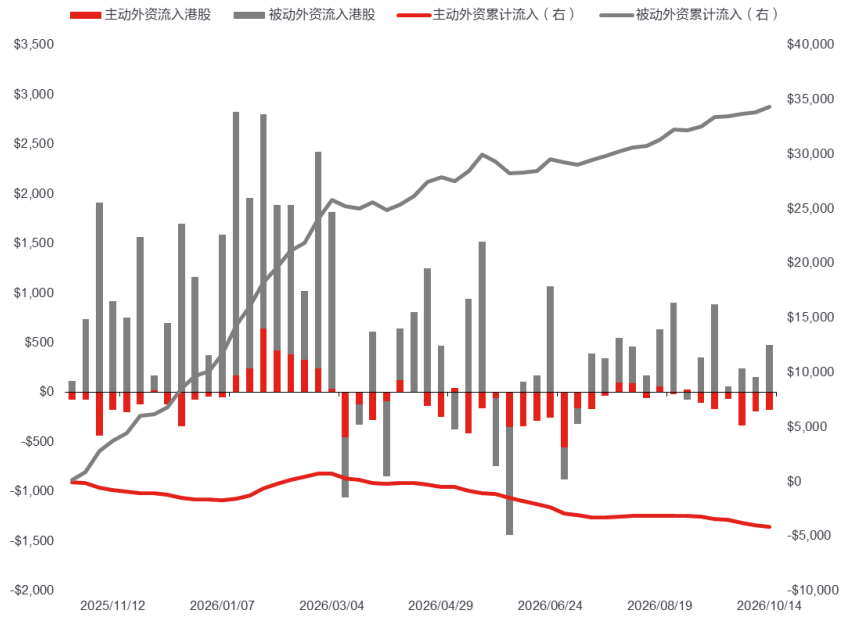
港股：主动外资小幅流出港股

本周外资净流入港股，规模 2.9 亿美元，其中主动资金净流出 1.8 亿美元，被动型外资净流入 4.7 亿美元。近一年来，主动外资累计流出港股 42.1 亿美元，被动外资累计流入港股 343.2 亿美元。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图 15：主动外资净流出港股（百万美元）

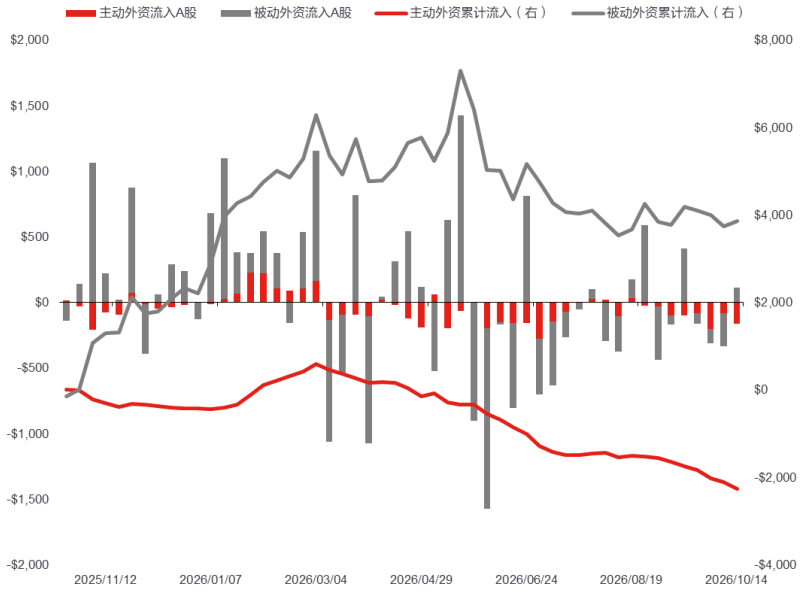


数据来源：EPFR，东方证券研究

A 股：主动外资小幅净流出

主动外资本周净流出 A 股，规模 1.6 亿美元，被动外资净流入 A 股，规模 1.1 亿美元。近一年来，主动外资累计流出 A 股 22.6 亿美元，被动外资累计流入 A 股 38.7 亿美元。

图 16：主动外资净流出 A 股（百万美元）



数据来源：EPFR，东方证券研究

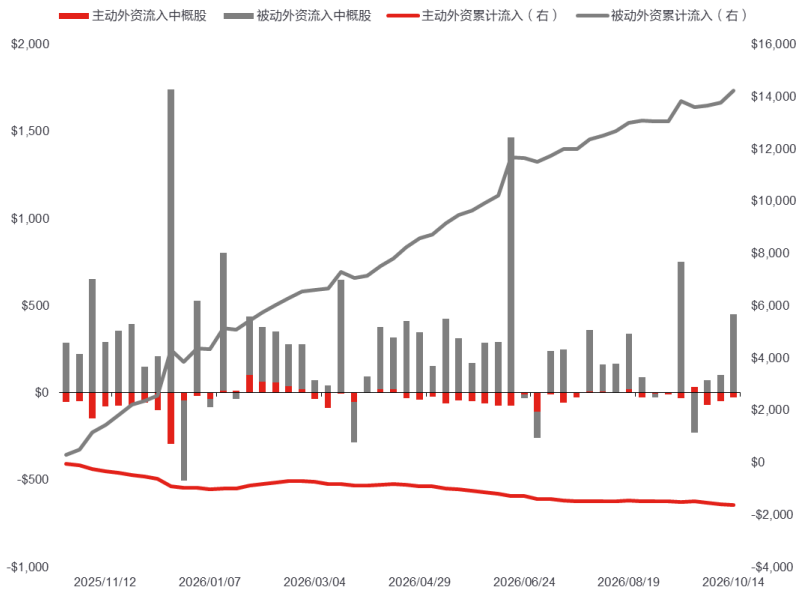
中概股：主动外资小幅净流出

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

主动外资小幅净流出中概股，规模 0.7 亿美元，被动外资净流入中概股，规模 0.7 亿美元。近一年来，主动外资累计流出中概股 16.0 亿美元，被动外资累计流入中概股 143.2 亿美元。

图 17：主动外资小幅净流出中概股（百万美元）



数据来源：EPFR，东方证券研究

风险提示

地缘局势的不确定性。伊朗局势发展仍存在一定不确定性，若局势进一步升级，国际油价仍存在进一步上行风险，进而可能推升通胀压力、压缩美联储降息空间，并对全球风险偏好形成扰动。

经济大幅恶化的风险。美国经济基本面目前受到科技和前置生产的支撑，尚具有韧性，不排除在高利率的持续压力之下，经济滞后于利率出现大幅走弱的风险。

全球央行超预期加息的风险。如果地缘与能源冲击持续时间较长，推升通胀预期，主要央行可能进入加息周期，全球流动性将进一步收紧，风险资产或面临更大调整压力；此外，利率水平上移也会抑制投资与消费，全球经济陷入衰退的风险上升。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。