仅供内部参考，请勿外传

海外宏观周报

美国通胀超预期，AI 债务隐忧扰动市场

方 正 证 券 研 究 所 证 券 研 究 报 告

分析师

燕翔 登记编号：S1220525030001

户晓 登记编号：S1220526100002

相 关 研 究

核心观点

本周海外市场从“通胀交易”切换为“避险交易”。美国 9 月 CPI 同比 3.7%、PPI 同比 6.3%，双双超预期，一度强化加息预期；但市场焦点迅速转向“高利率对经济增长和 AI 企业偿债能力的冲击”。资产表现上，美股科技与半导体重挫，纳指周跌约 4.48%、费城半导体八连跌，CoreWeave 等 AI 标的大跌、CDS 升至历史峰值；资金抛售风险资产并涌入国债，10 年美债收益率下行约 15bp 至 5.09%。美元指数从 18 个月高位回落，欧元反弹、英镑走强、日元偏弱；大宗商品方面，地缘与库存因素推动 WTI 大涨、布伦特触及 110 美元，黄金先跌后反弹、周度基本持平，白银和工业金属走弱。整体呈现“股跌、债涨、油价强、AI 信用裂痕扩大”的避险格局。

往后看，市场核心变量仍是“通胀韧性+就业走弱+AI 融资压力”的三重博弈。美联储 10 月大概率暂停、12 月加息仍被充分定价，但滞胀式数据组合可能使政策路径因后续 CPI、非农和 PMI 被重写。短期风险偏好能否修复，取决于 Meta、特斯拉等科技龙头财报能否缓解“AI 债务隐忧”；若 AI 资本开支回报不及预期或票据/CDS 成本继续上行，可能从科技股扩散为信用利差走阔、股债双杀。与此同时，中东地缘、油价和全球央行分化（欧央行摇摆、日央行转鹰、英央行紧而财政薄）会放大汇率与利率波动，10 月全球 PMI 与核心通胀数据将是下一轮资产重定价的关键触发点。

风险提示

宏观经济不及预期、海外市场大幅波动、历史经验不代表未来。

仅供内部参考，请勿外传

1 大类资产周度价格变动

本周全球大类资产呈现典型避险交易特征：权益市场风险释放、波动率抬升，美债受避险买盘支撑走强；外汇市场美元冲高回落，非美货币走势分化；商品受中东地缘冲突驱动，能源品种表现偏强，贵金属与工业金属有所回调。美国“就业走弱+通胀反弹”的类滞胀矛盾，以及 AI 企业信用风险是主导本周资产定价的两大核心逻辑。

图表1:大类资产周度价格变动

资产名称	周度变动（%）
纳斯达克指数	-4.48%
标普 500 指数	-1.95%
道琼斯工业指数	+0.67%
罗素 2000	-3.05%
欧洲 STOXX600	+2.09%
日经 225	-5.37%
VIX 波动率指数	+34.70%
10 年美债收益率	-15bp
2 年美债收益率	-6bp
ICE 美元指数	-0.44%
欧元兑美元	+0.35%
英镑兑美元	+0.77%
美元兑日元	-0.21%
WTI 原油	+11.11%
Brent 原油	+5.18%
伦敦金现货	-0.69%
伦敦银现货	-6.26%
LME 铜	-1.22%

资料来源：Wind，方正证券研究所。注：欧元兑美元、美元兑日元、英镑兑美元均为 10 月 16 日较 10 月 9 日变动。

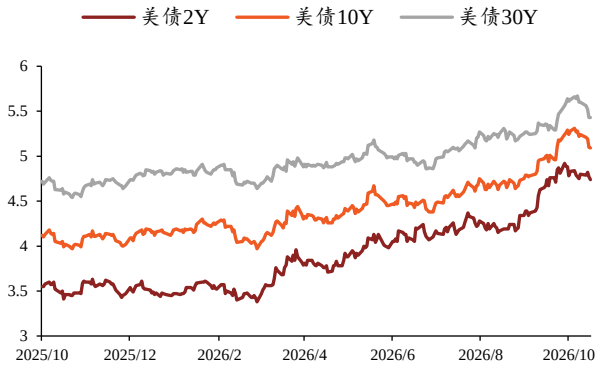
2 利率与货币政策

本周美债收益率走出冲高后大幅回落的行情，市场交易主线从通胀切换至避险。尽管 9 月美国 CPI 同比 3.7%、PPI 同比 6.3%双双超出市场预期，但市场重心转向评估高利率对经济增长、AI 企业偿债能力的冲击；AI 相关企业信用风险升温、科技股大幅回调，驱动资金涌入美债避险。全周 10 年期美债收益率下行 15bp 至 5.09%，收益率曲线维持陡峭形态。货币市场整体流动性保持宽松；CME FedWatch 显示，10 月 28 日加息隐含概率约 15%，市场主流定价仍为 10 月暂停加息、12 月实施加息。

海外主要经济体货币政策方面，欧央行存款机制利率当前 2.50%，已于 6 月、9 月各加息 25bp，市场普遍预期 10 月维持利率不变，12 月 17 日进一步加息至 2.75%。英国 10 年期国债收益率回落至 5.38%附近，市场对 11 月加息的押注升温。日本 10 年期国债收益率上行至 2.95%左右，日本央行表态转向偏鹰，审议委员提示不应过度推迟政策调整，强化了未来数月持续收紧、12 月可能加息的市场预期。

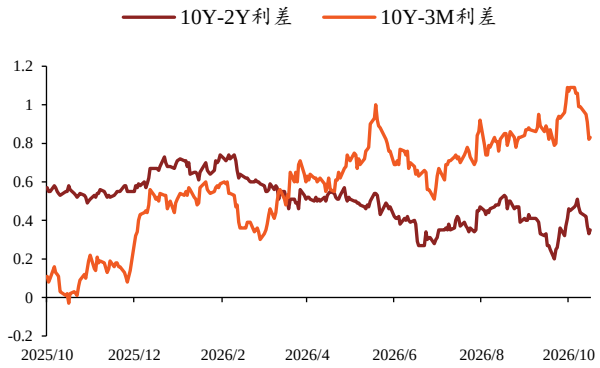
仅供内部参考，请勿外传

图表2:美债收益率：2 年、10 年与 30 年期（%）



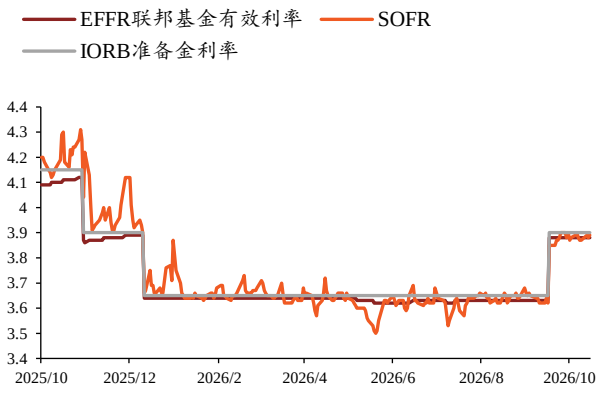
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表3:美债期限利差：10Y-2Y 与 10Y-3M（%）



资料来源：Wind，方正证券研究所测算

图表4:货币市场利率：EFFR、SOFR 与 IORB（%）



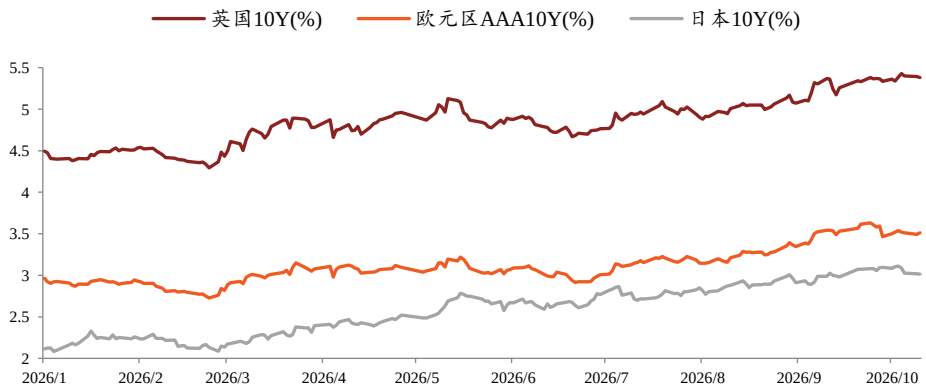
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表5:CME Fedwatch 美联储政策利率路径（%）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
10/28/2026	85.1%	14.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
12/9/2026	9.4%	77.3%	13.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1/27/2027	5.7%	50.8%	38.3%	5.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3/17/2027	1.7%	19.4%	47.0%	28.3%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
4/28/2027	1.1%	13.3%	37.5%	34.7%	12.1%	1.2%	0.0%	0.0%
6/9/2027	0.7%	8.8%	28.6%	35.7%	20.4%	5.2%	0.5%	0.0%
7/28/2027	0.6%	7.9%	26.4%	35.0%	22.1%	6.9%	1.0%	0.1%
9/15/2027	0.6%	7.1%	24.3%	34.0%	23.6%	8.6%	1.7%	0.2%
10/27/2027	0.7%	7.5%	24.5%	33.7%	23.2%	8.5%	1.6%	0.2%
12/8/2027	1.3%	8.9%	25.3%	32.9%	22.0%	7.9%	1.5%	0.1%

资料来源：CME Fedwatch，方正证券研究所

图表6:欧元区、英国与日本 10 年期国债收益率（%）



资料来源：Wind，方正证券研究所

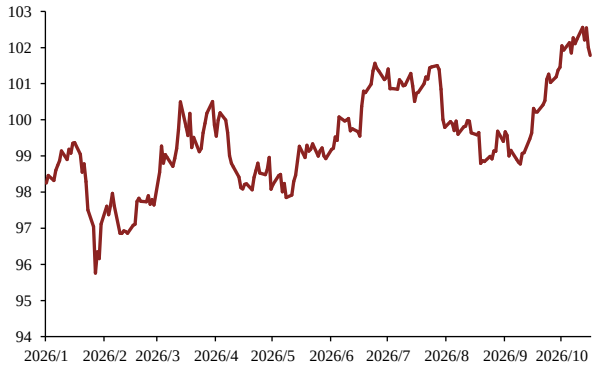
仅供内部参考，请勿外传

3 汇率：美元冲高回落，非美货币表现分化

受避险交易主导，美元指数本周冲高回落。周初 9 月 CPI 超预期推动美元一度冲高触及 18 个月高位；伴随美债收益率下行、市场下调加息预期，美元自高位回调，10 月 16 日收于 101.78 附近。

非美货币走势分化：欧元兑美元自 17 个月低点 1.1121 反弹，10 月 16 日回升至 1.123；日元整体偏弱，美元兑日元维持 158 附近，避险属性并未得到发挥，日本央行虽释放鹰派信号，但整体政策立场依旧偏鸽。英镑逆势走强，10 月 16 日升至 1.33，创 9 月 30 日以来高点，主要受加息预期以及英国央行行长贝利相对平衡的表态支撑。整体来看，美债收益率回落、美元走弱，给欧元、英镑带来反弹空间；受国内政策约束，日元表现相对垫底。

图表7:ICE 美元指数 DXY（点）



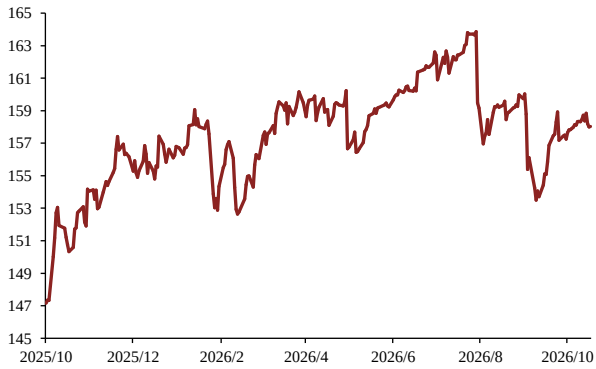
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表8:欧元兑美元汇率



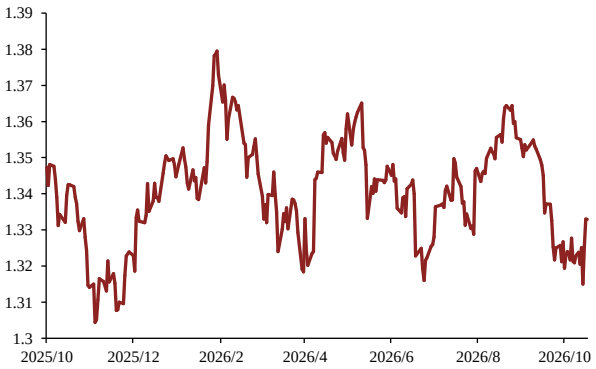
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表9:美元兑日元汇率



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表10:英镑兑美元汇率



资料来源：Wind，方正证券研究所

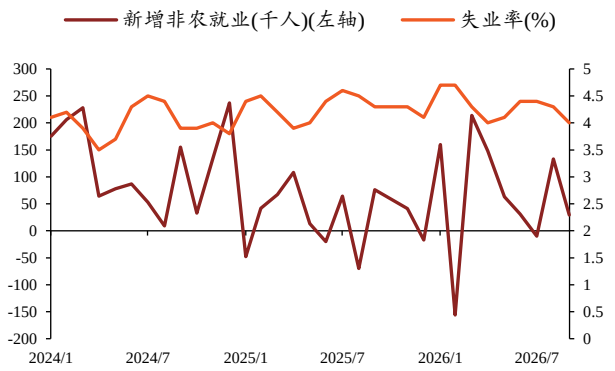
仅供内部参考，请勿外传

4 美国劳动力市场、通胀与经济基本面

美国呈现就业走弱、通胀反弹的类滞胀组合。10 月 2 日公布的 9 月非农新增就业仅 2.9 万人，显著低于预期，就业动能明显放缓；但本周通胀数据全面超预期：9 月 CPI 同比 3.7%（预期 3.6%）、环比 0.6%，汽油单月上涨 9.1%，贡献过半环比涨幅，中东冲突推升能源价格是通胀上行主要推手。9 月 PPI 同比 6.3%，高于 5.4%的预期，创下 2022 年以来最大同比涨幅，环比涨幅为四年半最高，通胀压力已经由能源向更广领域扩散。

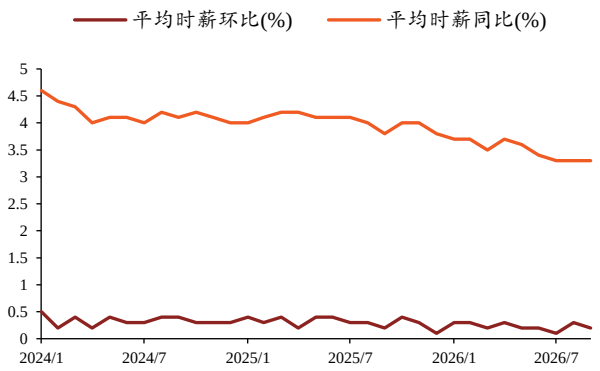
通胀反弹但就业走弱构成核心矛盾。能源价格受地缘扰动抬升，而美联储官员释放不急于连续加息的信号，市场随之下调 10 月加息概率。经济层面，美国整体基本面仍具备韧性，9 月零售销售数据超预期；但高利率抬升 AI 行业融资成本，开始对经济增长与企业偿债能力形成压制，这也是市场从通胀交易转向避险交易的底层逻辑。美联储资产负债表流动性整体宽松。回顾政策路径，9 月 FOMC 加息 25bp 至 3.75%-4.00%，会议纪要偏向鹰派，多数官员支持年内再加一次息。下一次 FOMC 会议定于 10 月 27-28 日，市场定价 10 月暂停加息概率约 85%，12 月加息的可能性较高。在通胀高企、经济韧性边际下降的背景下，美联储与市场围绕加息节奏持续博弈。

图表11:美国新增非农就业与失业率（千人；%）



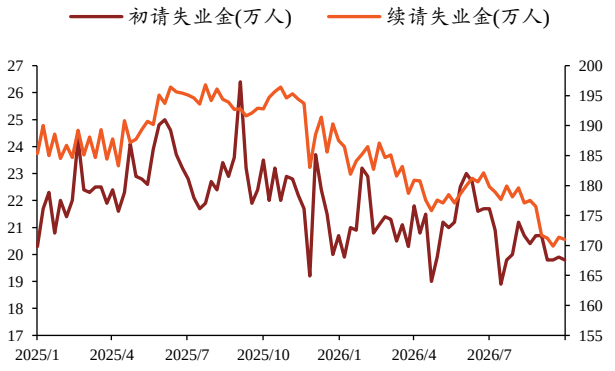
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表12:美国平均时薪环比与同比（%）



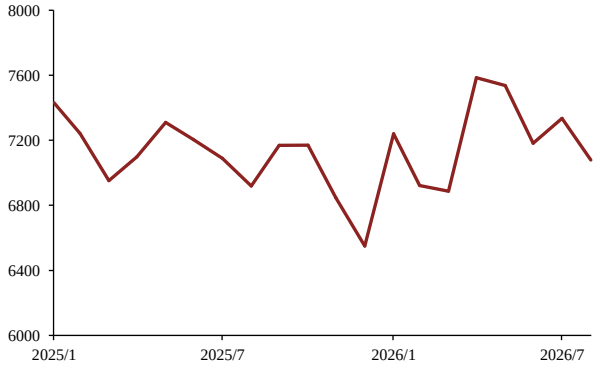
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表13:美国初请（左）与续请失业金人数



资料来源：Wind，方正证券研究所

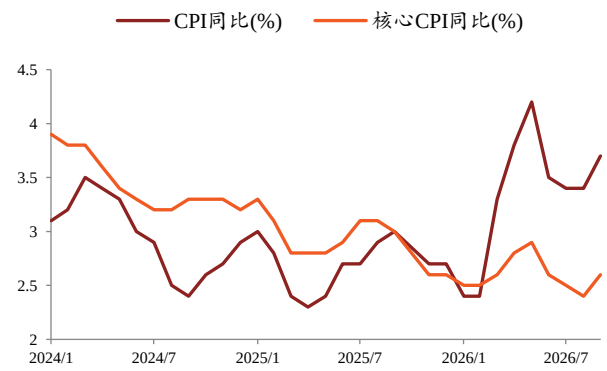
图表14:美国 JOLTS 职位空缺数（千人）



资料来源：Wind，方正证券研究所

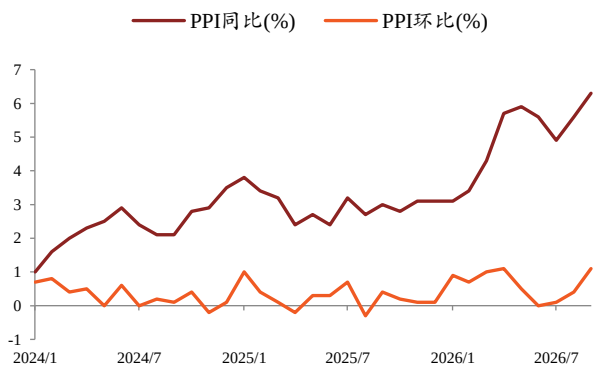
仅供内部参考，请勿外传

图表15:美国 CPI 与核心 CPI 同比（%）



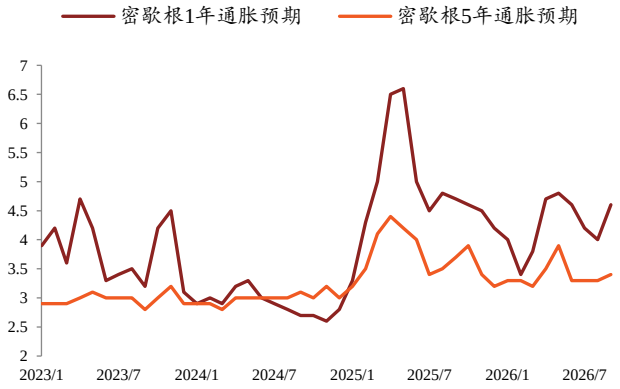
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表16:美国 PPI 最终需求同比与环比（%）



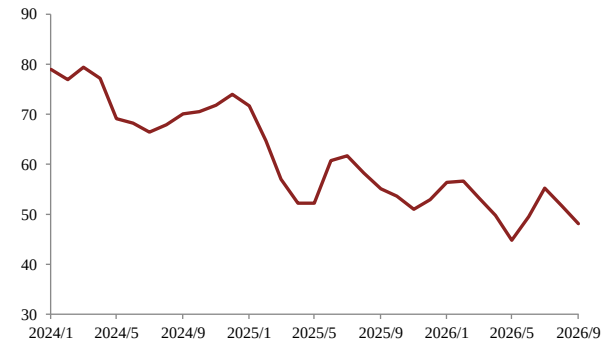
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表17:密歇根大学通胀预期：1 年期与 5 年期（%）



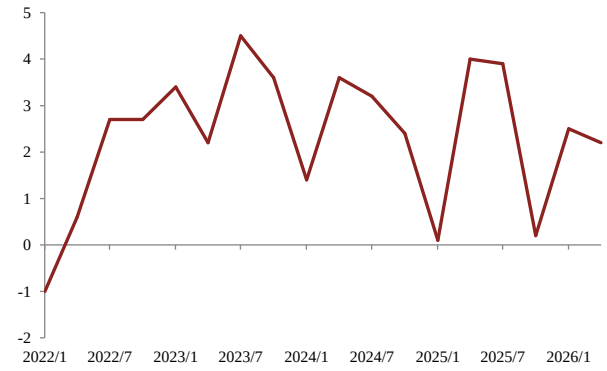
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表18:密歇根大学消费者信心指数（点）



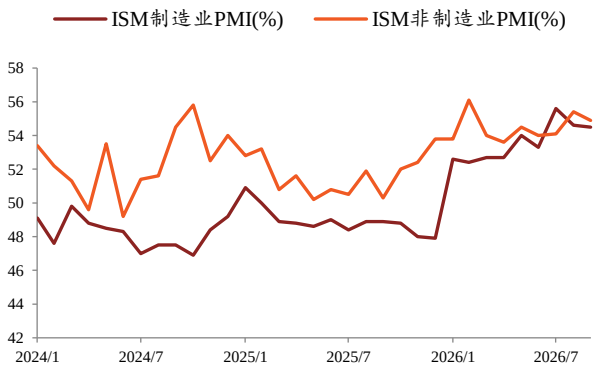
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表19:美国实际 GDP 环比折年率（%）



资料来源：Wind，方正证券研究所

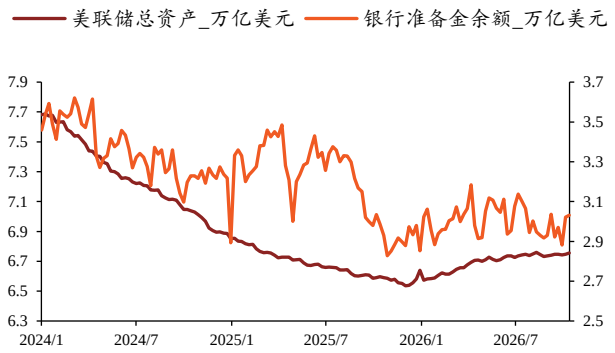
图表20:美国 ISM 制造业与非制造业 PMI（%）



资料来源：Wind，方正证券研究所

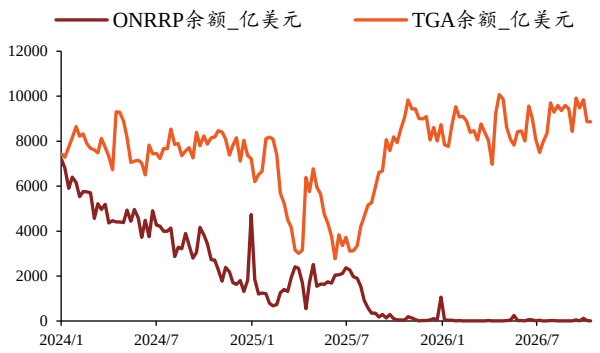
仅供内部参考，请勿外传

图表21:Fed 总资产与准备金余额（万亿美元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表22:ON RRP 余额与 TGA 余额（亿美元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

5 大类资产：权益回调、信用裂痕显现，商品受地缘驱动

权益市场

本周美股整体收跌，AI 相关科技板块成为主要拖累，市场恐慌指数 VIX 大幅上行。标普 500 周跌约 1.95%，纳指周跌 4.48%，录得 6 月以来最大单周跌幅；道琼斯指数逆势小幅上涨 0.67%。费城半导体指数走出八连跌，为 2008 年之后最长连跌行情。AI 云服务商 CoreWeave 单周跌幅超 25%，其 2031 年票据收益率突破 16%，五年期 CDS 突破 1000 基点，AI 企业债务风险成为压制风险偏好的关键因素。10 月 16 日 VIX 收于 19.99，单日大涨 21.45%。板块层面，受益于油价高位的能源板块、公用事业板块领涨，科技、通信服务板块领跌。资金上，投资者减持股票、增持美债避险，美债逆势走强，反映市场担忧高融资成本下 AI 资本开支回报前景，AI 估值泡沫的担忧主导权益市场，高利率叠加 AI 企业偿债压力成为后续核心观察变量。

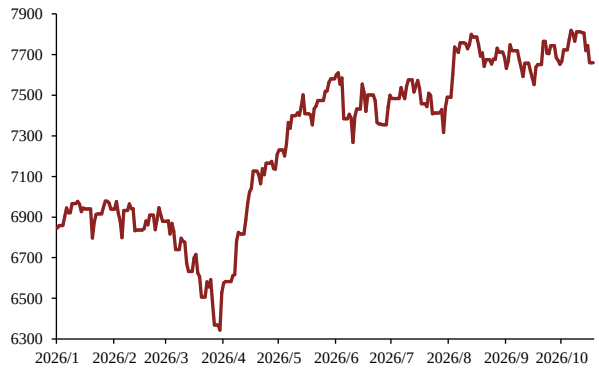
信用与商品市场

信用市场出现明显裂痕，AI 敞口企业 CDS 成本攀升至历史高位，企业债与国债走势显著分化。以 CoreWeave 为代表的 AI 主体融资成本大幅抬升，市场预期高利率环境下资质偏弱的 AI 企业将面临出清，进一步推动资金流向国债避险。

商品市场受地缘因素驱动走势分化。原油全周大幅上涨，一方面美国商业原油库存超预期回落 860 万桶、霍尔木兹海峡航运遇袭带来供给担忧；另一方面 IEA 拟释放 1 亿桶储备、美国考虑放松影子船队制裁、西班牙投放战略储备，对油价上行形成约束。黄金先抑后扬，周初 CPI 超预期打压金价，后续美元和美债收益率回落叠加避险需求有所修复，现货黄金周度小幅收跌 0.69%；白银波动剧烈，周跌 6.26%。工业金属整体偏弱，LME 铜周初冲高后，受美联储加息预期扰动，全周收于 14497 美元/吨，下跌 1.22%。

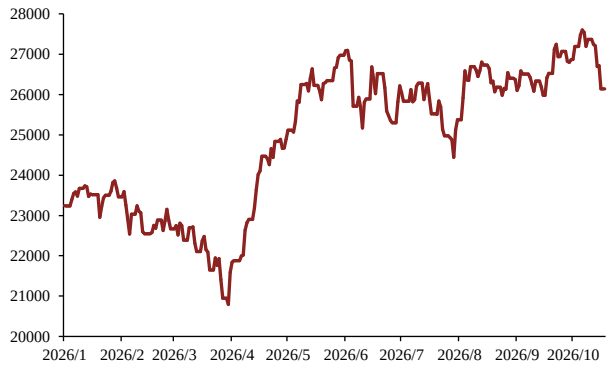
仅供内部参考，请勿外传

图表23:标普 500 指数（点）



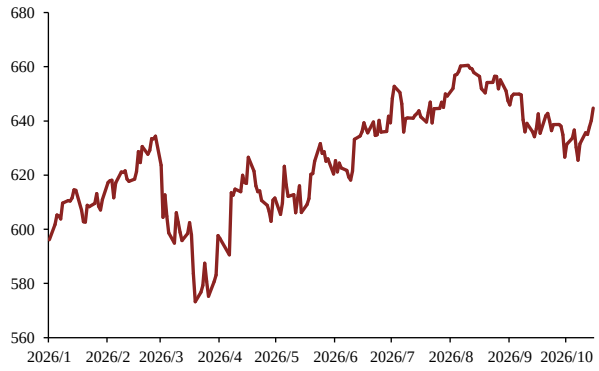
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表24:纳斯达克指数（点）



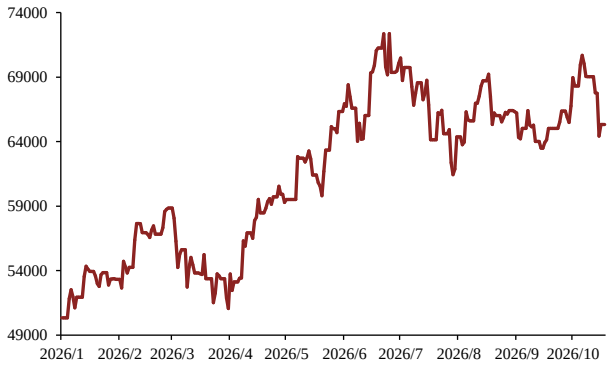
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表25:欧洲 STOXX600 指数（点）



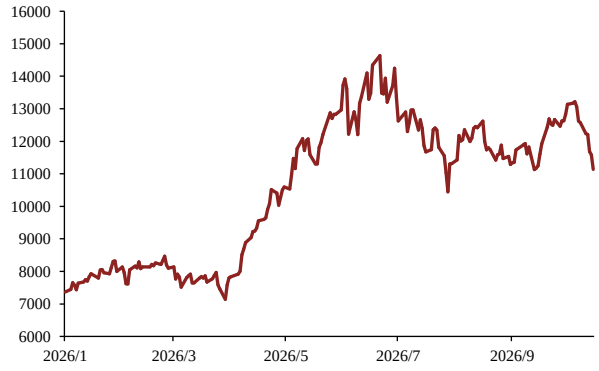
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表26:日经 225 指数（点）



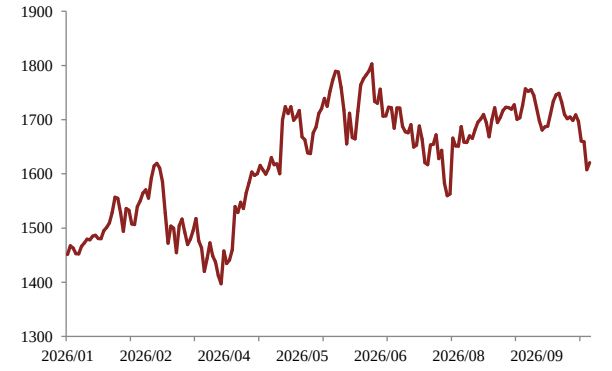
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表27:费城半导体指数（点）



资料来源：Wind，方正证券研究所

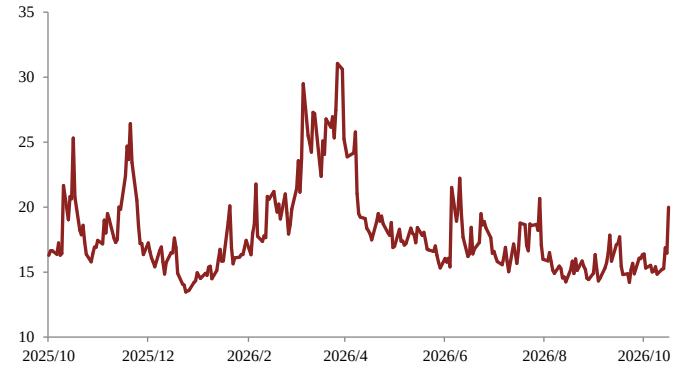
图表28:MSCI 新兴市场指数（点）



资料来源：Wind，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图表29:标普 500 波动率指数 VIX（点）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表30:美国投资级（左）与高收益企业债利差（bp）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表31:伦敦金现货价格（美元/盎司）



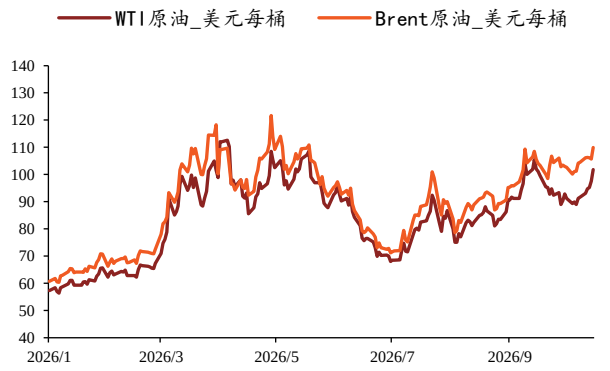
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表32:伦敦银现货价格（美元/盎司）



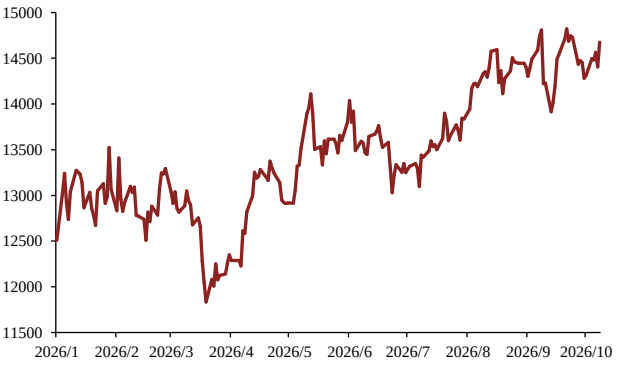
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表33:WTI 与 Brent 原油价格（美元/桶）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表34:LME 铜价（美元/吨）



资料来源：Wind，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

6 其他经济体

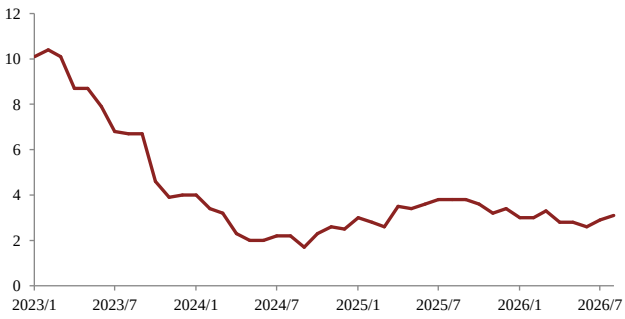
欧元区面临能源输入型通胀（通胀接近 4%）叠加经济疲软的滞胀压力，欧央行内部对于 12 月是否加息至 2.75%存在明显分歧：拉加德主张谨慎观望，认为能源通胀尚未全面传导至整体经济；鹰派委员则提示仍有进一步加息的必要性，IMF 预测欧央行年内至少再加息 25bp，紧缩政策或延续至 2027 年。

日本央行释放鹰派信号，审议委员提出不应过度犹豫政策调整，市场预期未来将持续收紧，12 月存在加息可能性；行长植田和男强调长端利率交由市场决定、将密切观测国债收益率，体现退出 YCC 之后的审慎态度，带动 10 年期日债收益率上行至 2.95%附近。

英国 8 月 GDP 超预期增长，强化 11 月加息预期。央行行长贝利表示，目前能源通胀的二轮效应尚未显现，但仍不宜过早下定论，并评价当前高于目标的通胀水平令人沮丧；英债收益率很大程度受中东地缘新闻驱动，10 年期英债收益率处于 G7 国家高位，财政缓冲空间狭窄，带来利率上行的不对称风险。

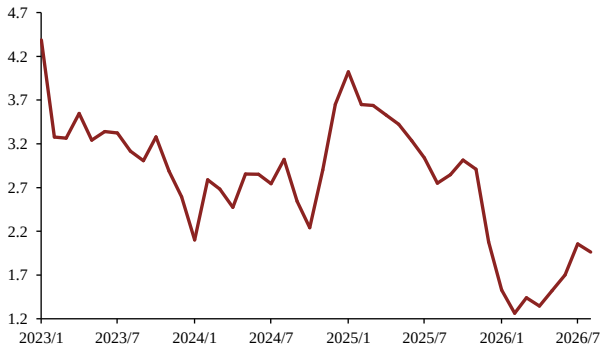
综合来看，欧元区、日本、英国三大经济体共同面临能源输入通胀与全球避险情绪的外部环境，但政策路径显著分化：欧央行政策态度摇摆，日本央行转向鹰派，英国加息预期升温但财政空间受限。

图表35:英国 CPI 同比（%）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表36:日本 CPI 同比（%）



资料来源：Wind，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容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，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，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。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层
上海：静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳：福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层
广州：天河区兴盛路12号楼隽峰苑2期3层方正证券
长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层
网址：https://www.foundersc.com
E-mail：yjzx@foundersc.com