格林大华期货
Gelin Dahua Futures

证监许可【2011】1288号

全球经济专题报告

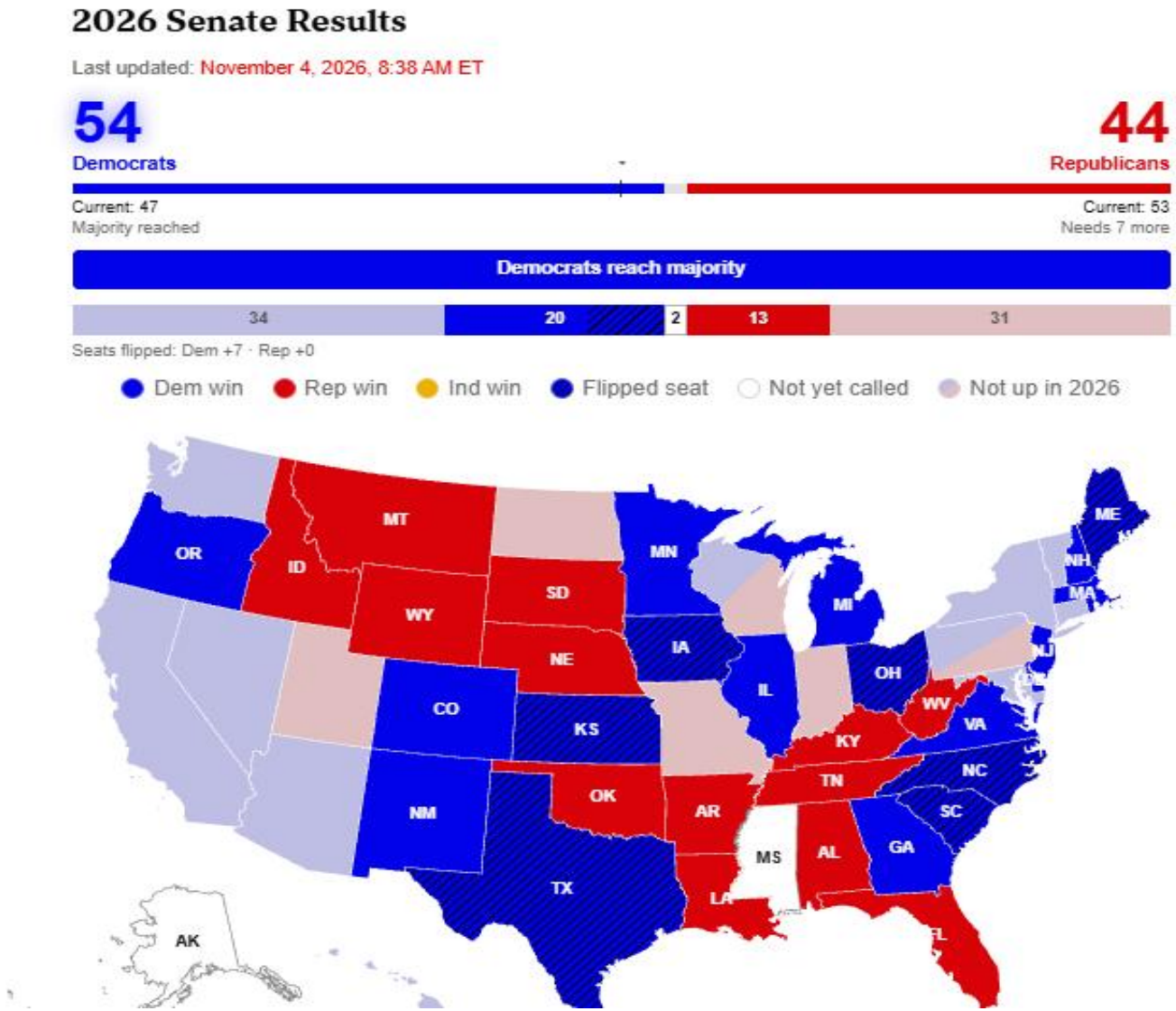
本轮加息周期高点已基本探明

2026年11月5日

研究员：于军礼
期货从业：F0247894
联系方式：yujunli@greendh.com
交易咨询：Z0000112

更多精彩请关注官方公众号

民主党在美国中期选举中大胜，众议院大胜，同时以54席的优势掌控参议院



数据来源：网络，格林大华期货

格林大华期货
Gelin Dahua Futures

民主党掌控两院，美国财政纪律趋严，美债价格上升，收益率下行



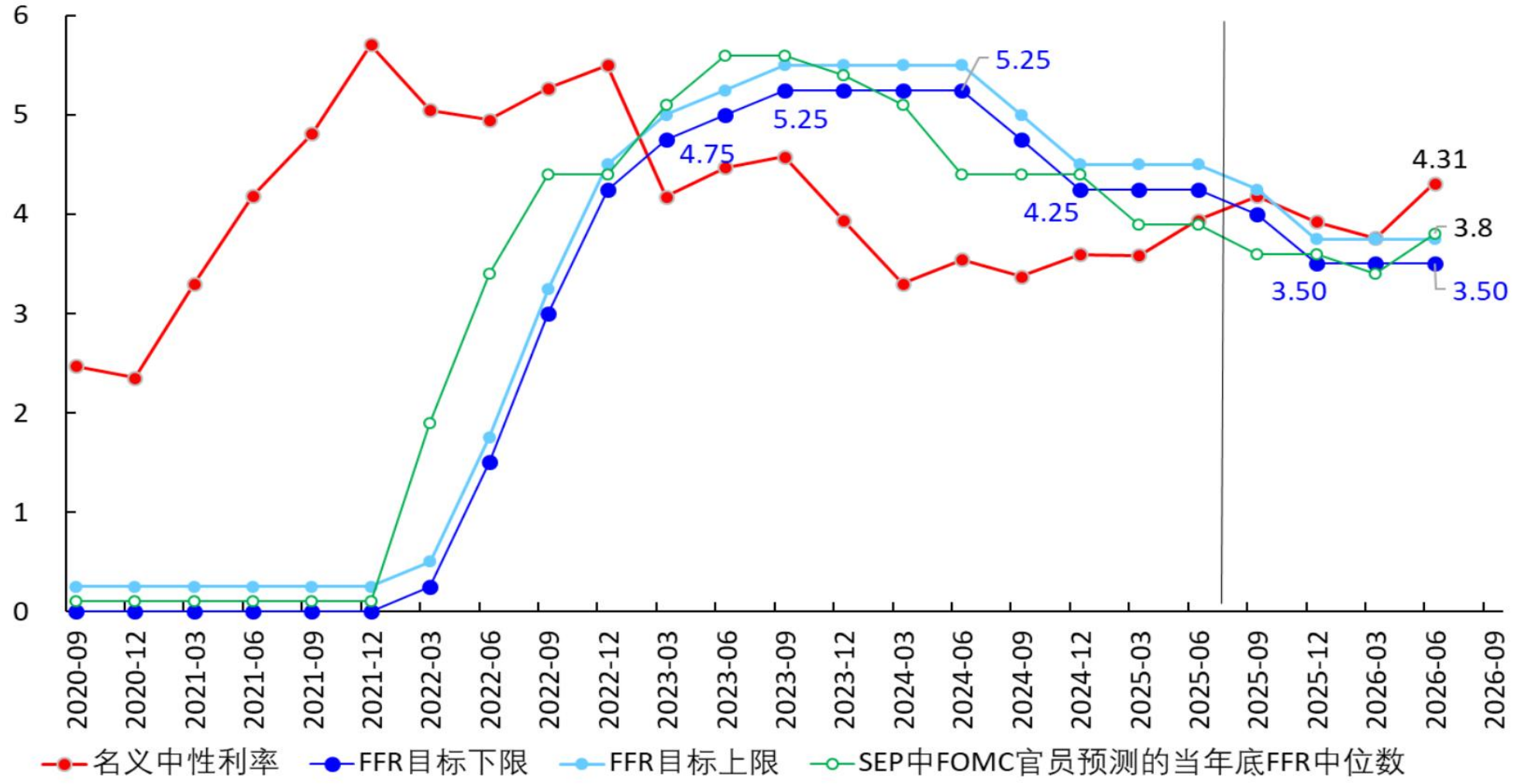
数据来源：文华财经，格林大华期货

8月底至9月底，2年期美债收益率从4.2%快速上冲至4.9%，是冲击市场的主要原因



数据来源：WIND，格林大华期货

美国名义中性利率为4.3%，9月初基准利率为3.5-3.75%，理论上存在2--3次的加息空间



数据来源：WIND，格林大华期货

美联储6月声明中取消了利率指引

在提供利率预测的18名联储官员中，共有九人预计，到今年底，联储将至少有一次25个基点的加息。

点阵图显示，预测今年加息的官员中，预计一次加息的有三人，预计两次加息的有五人，预计三次加息的有一人。

九人中共六人预计至少两次加息，人数占提供利率预测总人数的三分之一。

本次声明的全文字数缩减将近三分之二。同时，本次改变了声明的叙事结构，删除了此前重申的所谓利率指引，不再称FOMC将根据未来数据对经济前景的影响评估货币政策的立场。

在双重使命方面，本次声明不再继续重申，FOMC致力于在长期内实现充分就业和2%的通胀率目标，也不再重申，FOMC密切关注在就业和通胀两方面面临的风险，而是在介绍经济形势之后，即全文的末尾，加了一句表述“（FOMC）委员会将致力于实现价格稳定”，以此强调了通胀方面的使命。

本次未公布改变影响资产负债表的购买国债相关行动，但美联储调整了政策实施说明的措辞，反映出，FOMC指示纽约联储的公开市场交易台“在适当时”增加购买短期美国国债。

数据来源：WIND，格林大华期货

沃什的镜厅概念 与 市场更加剧烈的波动性

沃什的镜厅概念：如果市场严重依赖美联储的指导，而美联储又依赖市场价格，我们都更可能对新事态视而不见，更可能在事态转折时措手不及，更可能在政策制定中犯错。

在正常时期，前瞻性指引的作用应是有限和受约束的。否则，它就有以清晰之名制造模糊的风险。过度分享政策审议和过度承诺未来决策，可能会误导市场、企业和家庭。

市场参与者将始终试图预测我们下一步的行动。但我们不应纵容一个市场参与者主要依赖美联储来决定其下一次交易的体制。一个更安静、沟通更有针对性的美联储，更能够实现其目标。

要制定正确的政策，我们还需要处理好金融市场与央行之间的关系。美联储需要清晰的市场信号，尽可能未经过滤。来自市场内部、各类资产价格的水平与变化、国债的价格和交易量、美元的汇价、信贷的成本和可用性、以及广泛大宗商品的价格。

点评：美联储转向依靠市场信号进行政策判断，而市场信号的形成严重依赖政府部门公布的经济数据，包括CPI、PCE、PPI。**而美国政府公布的通胀数据、就业数据存在很强的政治倾向性**，并经常在日后大幅度修正。

2年期国债收益率决定美联储政策方向，市场利率决定政策利率，大类资产市场趋向于更加剧烈的波动

数据来源：美联储，格林大华期货

沃什G20放鹰，美国实际政策利率已转换为2年期国债收益率

8月28日晚，Jackson Hole会议上，沃什清楚地表示：通货膨胀太高，虽然有所下降，但还不够低；通胀已经持续了65个月，责任完全在美联储；美联储要坚持自己的使命，压低通胀，政策工具就是短期利率。

沃什的主张是：坚持两大使命；加息、缩表、抗通胀，坚持美联储的独立性，厘清美联储与财政部之间界限。

8月31日，沃什在G20财长与央行行长会议上致辞上说：“我此前说过，通胀是一种选择。今天我要补充的是——增长，也是一种选择。

沃什称：新时代是长期增长（secular growth）的时代。如果要我描述这一时刻，那就是全球投资浪潮。如果让我来概括当下的局势，那就是全球投资激增（global investment surge）。

沃什认为，廉价资金时代已经结束，经济增长正在加速，资金正在涌向新的项目，这将推高利率，而不是降低利率。

美联储基准利率成为吉祥物，2年期美债收益率已演化为美联储实际政策利率。

数据来源：美联储，格林大华期货

美联储6月会议纪要显示，AI基建成为推动通胀的重要变量

美联储6月会议纪要显示，官员们普遍认为，如果今年通胀持续处于高位，就需要进一步提高利率。

多位与会者表示，价格压力已经变得更加广泛，许多商品和服务价格均出现了明显上涨。

越来越多的官员认为，**AI投资热潮可能成为通胀持续维持高位的重要推动因素**。

更多官员首次将AI基础设施建设带来的企业投资热潮列为持续通胀的新来源。

多位官员指出，大规模建设数据中心、持续扩充算力基础设施，使美国经济面临新的需求冲击，而供给能力正难以跟上。

就业市场已经趋于稳定，而能源价格上涨与AI投资热潮又同时推高成本，这意味着继续“等待观察”可能增加通胀长期高于目标的风险。

关税、油价以及AI投资热潮形成了一轮又一轮叠加的价格冲击，不断考验美联储“忽略一次性价格上涨”的政策框架。

数据来源：WIND，格林大华期货

美联储7月议息会议：沃什--- 长债收益率上行是有效的紧缩传导

美联储7月29日会议决定维持联邦基金利率目标区间在3.5%至3.75%不变，投票结果为9比3。

三位委员（Hammack、Kashkari、Logan）反对，主张上调25个基点。声明措辞从"重申"改为"继续执行"，其余表述与6月基本一致。

本次声明再次重申，中东冲突导致经济高度不确定性，通胀仍处高位、部分源于能源价格上涨，经济稳步扩张、失业率基本保持不变。

美联储减少前瞻指引的目的是获取市场“未经过滤”的信号，让国债价格、美元汇率等由买卖双方自由交易形成，美联储再据此判断通胀与就业状况。

“市场参与者正在学习跟着球走，而不是跟着裁判走，市场价格将继续朝着他们认为合适的方向和幅度作出反应。在我看来，这是向好的变化”。

自6月17日会议以来，市场对事件的反应更加直接，名义利率和实际利率均大幅上升，这本身就是一种有效的紧缩传导，不应被央行的预测或评论所干扰。

AI相关投资正在推升高科技资本开支，但其对生产率、供给能力和通胀的最终影响尚难准确判断。这意味着，投资与生产率改善能否缓解价格压力，仍是美联储后续政策评估中的关键变量。

数据来源：华为，格林大华期货

美国财政部进行买长债、卖短债操作，抑制长债收益率

8月19日周三，美国财政部宣布将大幅扩大国债回购规模，计划将10年至30年期国债单次回购上限从20亿美元至少翻倍至40亿美元。9月9日起生效，至少持续至11月4日。

美国长债收益率应声回落，30年期国债收益率在数小时内下跌近10个基点。但效用短暂，周四开盘时，10年期美债收益率已经完全收复周三的跌幅，30年期美债收益率也收复近半跌幅。

美国财政部的措施为买长卖短，即回购长久期国债，同时发行更多两年期国债。

此举也传递出一个信息，即政府可以采取更多措施来控制收益率。

市场人士对此举的持续效果持怀疑态度，认为在财政赤字高企、通胀顽固的背景下，操作层面的干预难以从根本上压制收益率。

8月20日美国财长贝森特谈美债回购，称：这是一个交投清淡的市场板块。我们在国债市场上“工具箱充足”，对国债市场有一个强大的工具箱。单次回购规模可能超过我们宣布的40亿美元。30年期美债的流动性尤其匮乏。我们可以“通过自身发展”来摆脱债务负担。

数据来源：WIND，格林大华期货

随着买盘的大规模涌入，美国长债价格快速回升，对全球资金的虹吸效应边际减弱



数据来源：文华财经，格林大华期货

10月7日，390亿美元10年期美债认购倍数达2.77倍，创10年来新高；非交易商投资者认购比例创历史纪录97.5%，间接投标人获配80.3%、为历史第四高，显示外资需求异常强劲。5%收益率已具有极强的吸引力。



数据来源：文华财经，格林大华期货

全球最大资管贝莱德10月转向 看多短期美债

全球最大资产管理公司贝莱德（BlackRock）宣布对美国国债和股票的核心配置立场作出重大调整，标志着其坚守近六年的低配美债策略正式终结。

贝莱德投资研究院将短期美国国债上调至超配，将长期美债由低配上调至中性，理由是当前收益率水平已具吸引力，且市场对美联储加息的预期可能“过度”。

贝莱德策略师：如今收益率已回归我们长期以来预判的高利率水平，希望锁定部分具有吸引力的收益。

贝莱德团队表示，在当前收益率水平下，即便未来12个月内收益率再上行75个基点，美债所产生的利息收入仍足以抵消价格损失，总回报不至于转负。这一测算为其超配短期美债提供了量化支撑。

贝莱德认为市场当前对美联储加息的定价已走得过远。利率互换数据显示，交易员预计未来12个月内美联储将至少加息三次，每次25个基点。贝莱德认为，一旦这些押注被修正，短期美债将尤为受益。

贝莱德此次转向，是大型资产管理机构在收益率大幅上行后集体重新审视固定收益配置的缩影。

数据来源：WIND，格林大华期货

纽约联储主席：年内再加息一次后，预计2027年无需进一步加息

10月13日，美联储“三把手”、纽约联储主席威廉姆斯最新表态指出：

1、美国不是一个过热的经济。

2、没有看到除了人工智能和能源之外的广泛价格压力。

3、没有迹象表明劳动力市场正在推动通胀。

4、抑制通胀的力量正在发挥作用。

5、**年内再加息一次后，预计2027年无需进一步加息**。

6、当前距离美国中性利率“已不远”。AI短期存在供给缺口，长期来看，产能扩张以及生产率提升“会成为一股反通胀的力量。

7、美国是超过30万亿美元的庞大经济体，货币政策和金融条件收紧正在给其他领域降温。

数据来源：WIND，格林大华期货

民主党中选大胜后，参议院、众议院民主党领袖均表示将推动结束伊朗战争，原油价格连续暴跌



ICE布油 B

94.22 -0.40 -0.42%

IPE_USD 6:35:22 延时15分钟

人民币计价(CFETS)	628.41元/桶		-2.67
卖一	94.22	1	-2
买一	94.21	1	-1
总量	38718	现手	4
结算价	94.62	开盘	94.62
最高	94.81	最低	93.44
均价	-	振幅	1.45%
外盘	1.82万	内盘	2.05万
昨结	94.62	昨收	94.62
涨停	0.00	跌停	0.00
持仓	50.45万	增仓	0
估结算		基差	0.00

时间	价格	现手
06:34:20	94.21	1
2	94.21	1
3	94.22	1
4	94.22	1
5	94.22	1
6	94.22	1
7	94.23	1
8	94.23	1
9	94.23	1
10	94.23	1
06:34:24	94.21	1
2	94.21	1
06:34:27	94.21	1
06:34:31	94.21	1
2	94.21	1
06:34:39	94.22	1
2	94.22	1
06:34:41	94.24	3
06:34:58	94.15	68
06:35:07	94.18	18
06:35:08	94.15	4
06:35:11	94.15	4
06:35:12	94.16	2
06:35:14	94.19	14
06:35:17	94.20	5
06:35:20	94.22	4

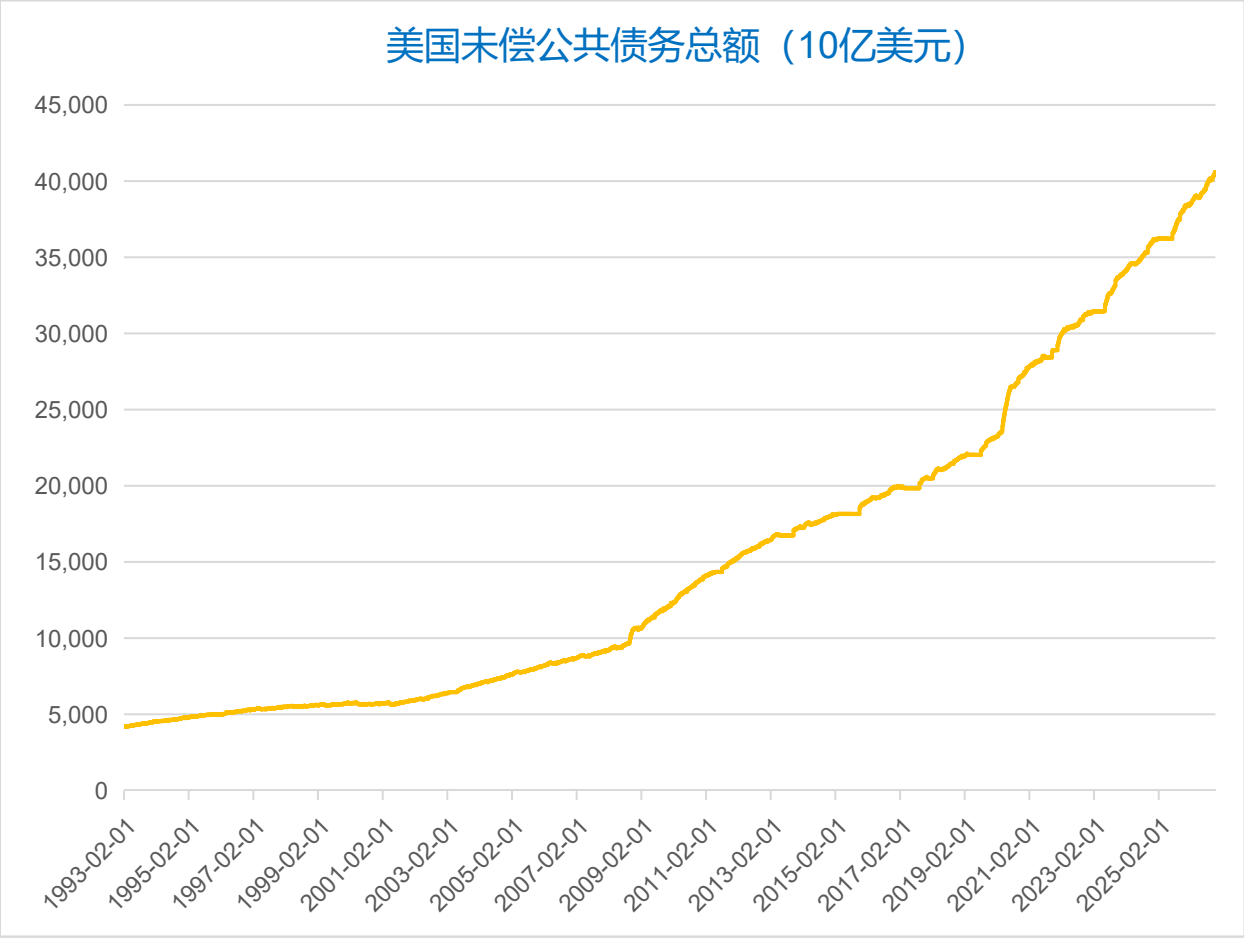
数据来源：WIND，格林大华期货

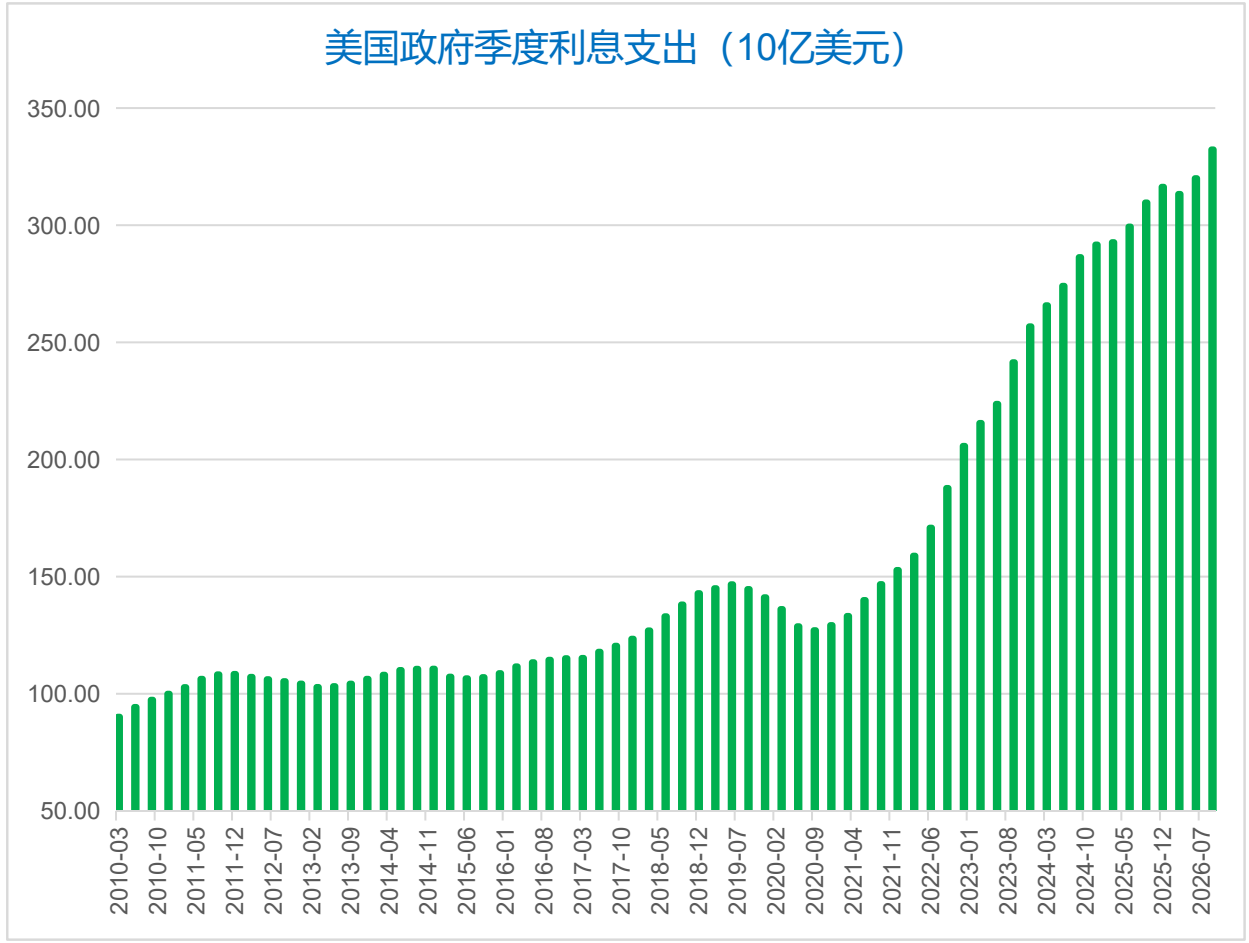
民主党掌控两院后，2年期美债收益率趋势下行，12月再加息一次后，美联储本轮加息周期有望结束



数据来源：WIND，格林大华期货

美国国债总额已超40万亿元，三季度利息支出高达3320亿元





数据来源：WIND，格林大华期货

AI债券大规模发行，推升美债收益率

今年以来美国投资级企业债发行量已同比增长38%，全年有望创下2.1万亿美元的历史纪录，其中大量资金流向AI相关资本支出。

AI基础设施军备竞赛已成为本轮企业债发行热潮的核心驱动力。微软、Alphabet、亚马逊、Meta和Oracle自去年秋季以来持续大规模发行长期企业债，为数据中心、先进芯片及AI服务投入提供资金。

截至7月下旬，2026年AI相关债务（含投资级、高收益及杠杆贷款市场）总量已接近5000亿美元。

庞大的AI企业债供给正在与长期国债形成直接竞争。AI企业债通常期限较长，发行主体的信用评级有时甚至高于美国联邦政府，这对长期国债构成替代效应。

科技公司正在开拓表外融资渠道，包括针对特定数据中心项目的大型融资以及芯片抵押融资等创新结构。

用"债券洪水"来形容当前局面——每天都有新的交易涌现，来源不限于超大规模云计算企业本身，还涵盖AI产业链上的各类公司。

据英国金融时报，AI行业融资越来越依赖债务，2026年AI相关债务发行规模可能超过6000亿美元，达到2024年的约10倍。随着全球利率水平上升，资本成本正在成为AI基础设施投资无法回避的约束。

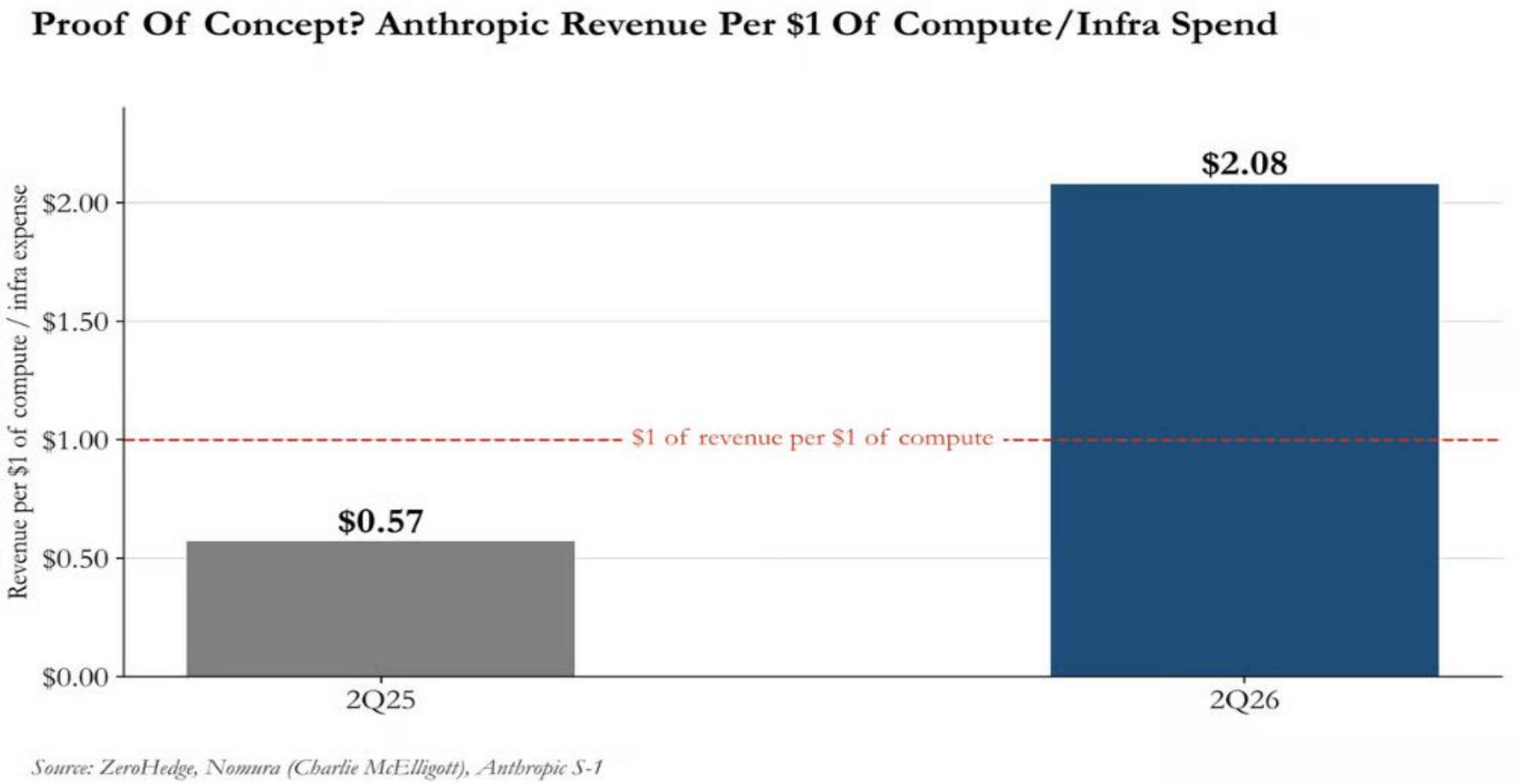
数据来源：华为，格林大华期货

英伟达1美元的芯片成本，会转化为客户36美元--178美元的收入



数据来源：David Friedberg，格林大华期货

2026年第二季度，Anthropic每花费1美元的算力/基础设施支出，已能产生2.08美元的营收



数据来源：Anthropic，格林大华期货

DeepSeek开源推理框架 社媒测算推理毛利率或超95%

$$\text{推理毛利率} = \frac{\text{单卡每小时收入} - \text{单卡每小时算力成本}}{\text{单卡每小时收入}} \times 100\%$$

$$\text{极限毛利率} = \frac{49 - 1.5}{49} \approx 96.94\% \quad \sim \quad \frac{49 - 6}{49} \approx 87.76\%$$

如果暂时以DeepSeek公布的每GPU小时38美元收入为计算基准，那么不同的GPU小时成本会带来明显不同的结果：

假设每GPU小时直接成本	每GPU小时收入	估算毛利率
6美元	38美元	84.2%
3美元	38美元	92.1%
1.5美元	38美元	96.1%

数据来源：DeepSeek，格林大华期货

马斯克：算力将长期短缺，2027年算力回本周期有望缩短至6个月



数据来源：SpaceX，格林大华期货

算力市场进入期货升水，2027年算力价格更高



数据来源：Gavin Baker，格林大华期货

市场根本不知道对GPU的需求有多大



数据来源：甲骨文，格林大华期货

算力太赚钱，利率6%的成本也挡不住AI基建投资



数据来源：Ackman，格林大华期货

微软云Azure本季度收入增速达48%，预计下季度资本开支将超过500亿美元

美东时间10月28日，微软云Azure本季度收入增速达48%，高于市场预期，下季度指引区间进一步提升至49%至50%的固定汇率增速。

本季度Azure强劲表现背后，效率改善是关键变量。工程团队在GPU和CPU层面持续挖掘效率空间，使微软得以将原本受供给约束的算力更多分配至Foundry平台。

本季度token定价高于预期，高质量模型带来了更高的每token收益，对季度业绩形成额外贡献。

客户的需求继续超过了我们可用的供应。

企业客户的AI部署正从试验阶段转向生产部署，关注点已从"下一个技术亮点"转向"能否构建稳定系统、掌控模型权重、管控成本和保障安全"。

企业级业务不是每个季度看一次的东西。这是一个长达十年的过程。

本季度资本支出达452亿美元，部分第三方算力交付延迟至下半年。预计下季度资本开支将超过500亿美元，全年合计约1700亿美元，下半年将进一步加速。

数据来源：微软，格林大华期货

谷歌电话会：云收入劲增103%，云业务积压订单高达5610亿美元，

10月28日谷歌电话会：云收入劲增103%。

云业务积压订单高达5610亿美元，TPU收入大规模确认将在2027年到来。

就像十年前我们转向移动端一样，我们专注于先打造最佳搜索用户体验，然后再实现变现。

自由现金流转负主要受到TPU库存前置的“时间差”影响，TPU收入将在2027年放量，2027年是收获之年。

由于供给受限，谷歌已在Q3末开始启用第三方计算容量，Q4将进一步加大使用。

TPU系统不再只在谷歌云上提供，现在已可部署在客户自己的数据中心。

2027年资本开支也将“显著增加”。谷歌母公司Alphabet预计全年资本开支1950亿-2050亿美元。

在整个投资周期中，我们预计将产生有吸引力的投入资本回报率，且将显著高于我们的资本成本，并预计将产生强劲的运营现金流。

数据来源：谷歌，格林大华期货

亚马逊电话会：云收入劲增103%，云业务积压订单高达5610亿美元，

10月29日亚马逊电话会：云服务部门AWS第三季度营收达到459.84亿美元，较上年同期的330.06亿美元增长约39%，创近五年来最快同比增速，年化收入运行规模达到约1840亿美元。AWS营业利润达到177.73亿美元，较上年同期的114.34亿美元增长约55%。

AWS加速发展，公司预计2027年和2028年的收入增长率将“超过40%”。

亚马逊的芯片业务“持续保持着每年三位数的增长率”。公司计划在“2027年底”向外部市场推出其Trainium芯片。

三季度，亚马逊购置物业和设备支出为772.6亿美元，远高于去年同期的351亿美元，远超市场预期的587亿美元。过去12个月，公司购置物业和设备净额达到2106.6亿美元，同比增长82%。

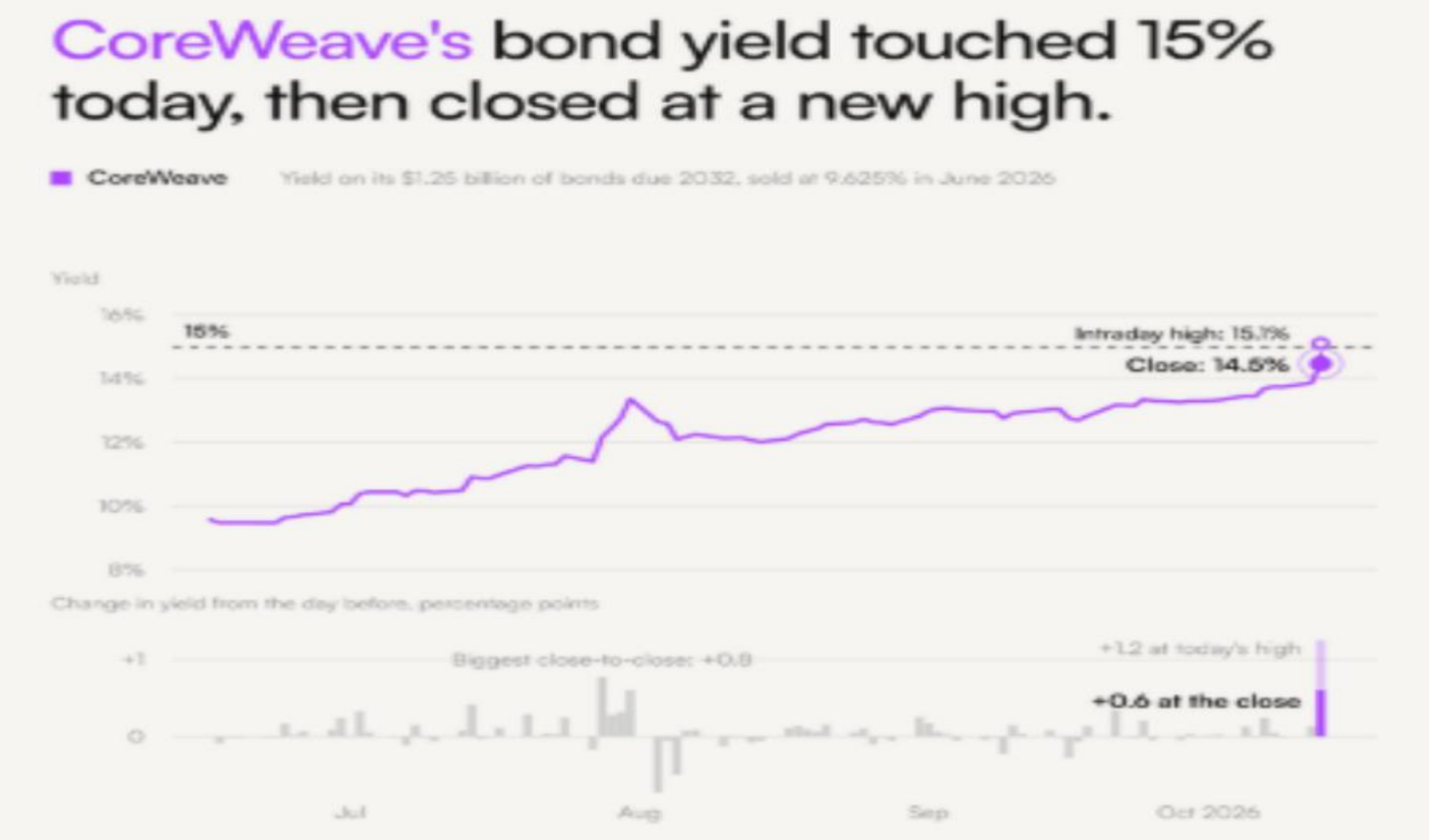
亚马逊预计今年的支出仍将达到2200亿美元。公司预计“2027年将大幅增加支出”，并且亚马逊“有望获得可观的财务回报”。

2027年资本开支也将“显著增加”。谷歌母公司Alphabet预计全年资本开支1950亿-2050亿美元。

在整个投资周期中，我们预计将产生有吸引力的投入资本回报率，且将显著高于我们的资本成本，并预计将产生强劲的运营现金流。

数据来源：亚马逊，格林大华期货

新云服务商CoreWeave的债券收益率突破15%



数据来源：CoreWeave，格林大华期货

CoreWeave债券波动不会放缓AI基建增速

CoreWeave是新兴云服务商，缺乏传统业务现金流支持，主要依靠发债募资，其本次2031年到期的债券收益率达到15%，发行时债券收益率即高达9.6%，票面利率为9%。

算力租赁价格在继续上升，云服务商的算力服务盈利极为强劲，当前算力基础设施投入一年即可收回成本。

市场担忧的是CoreWeave从算力基础设施投入到获得算力收入，用时过长，现金流能否覆盖利息与资本开支。

划重点：100%的利润 VS 15%的融资成本，哪个更高呢?

CoreWeave公司CEO 表示，称公司拥有逾1042亿美元的订单积压，完全足以支撑所有债务义务。

英伟达CEO黄仁勋出面“灭火”，称CoreWeave财务实力持续改善、融资成本正在下降。一锤定音。

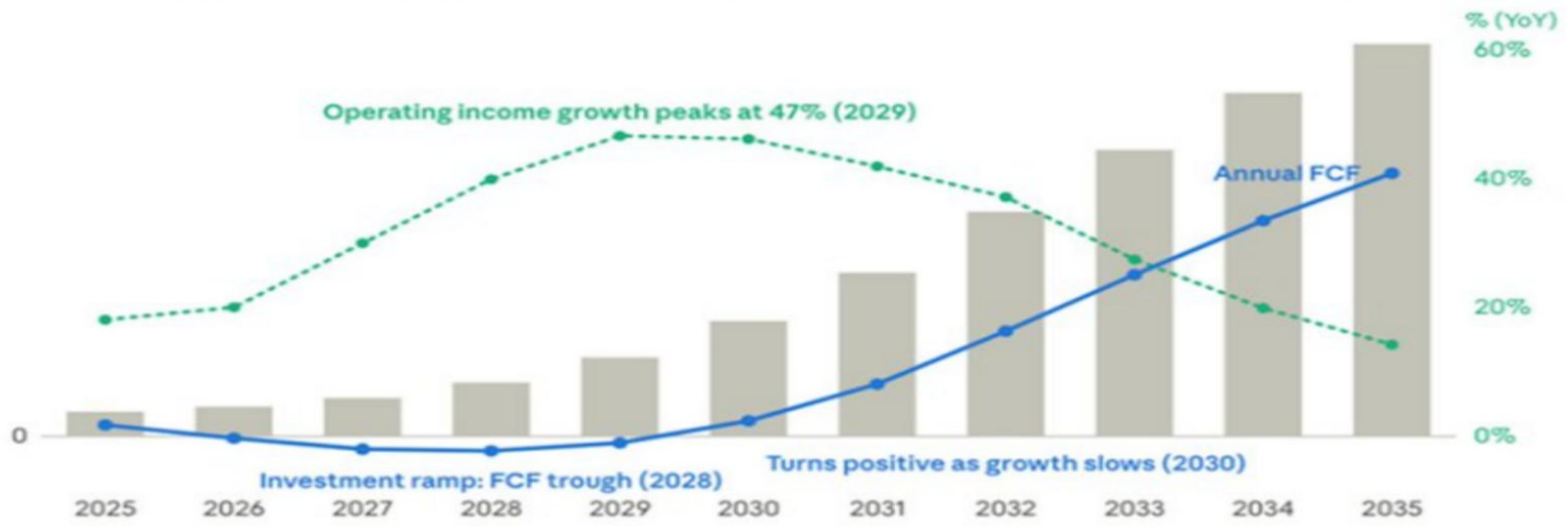
CoreWeave联合创始人Brannin McBee日前接受《金融时报》采访时表示，公司希望获得投资级信用评级，从而打开更广泛的融资渠道，甚至能够借入“无限”规模的资金池。

退一步讲，**即使CoreWeave无法再融资，也只是拱手将快速增长的算力市场让给其它云服务商**，而并非意味着算力市场会出现衰退。单家公司的信用风险和指数级增长的算力需求是两个不同概念。**AI基建不会放缓。**

数据来源：CoreWeave，格林大华期货

野村：AI科技公司的利润和现金流，2028年之后现金流有望转正

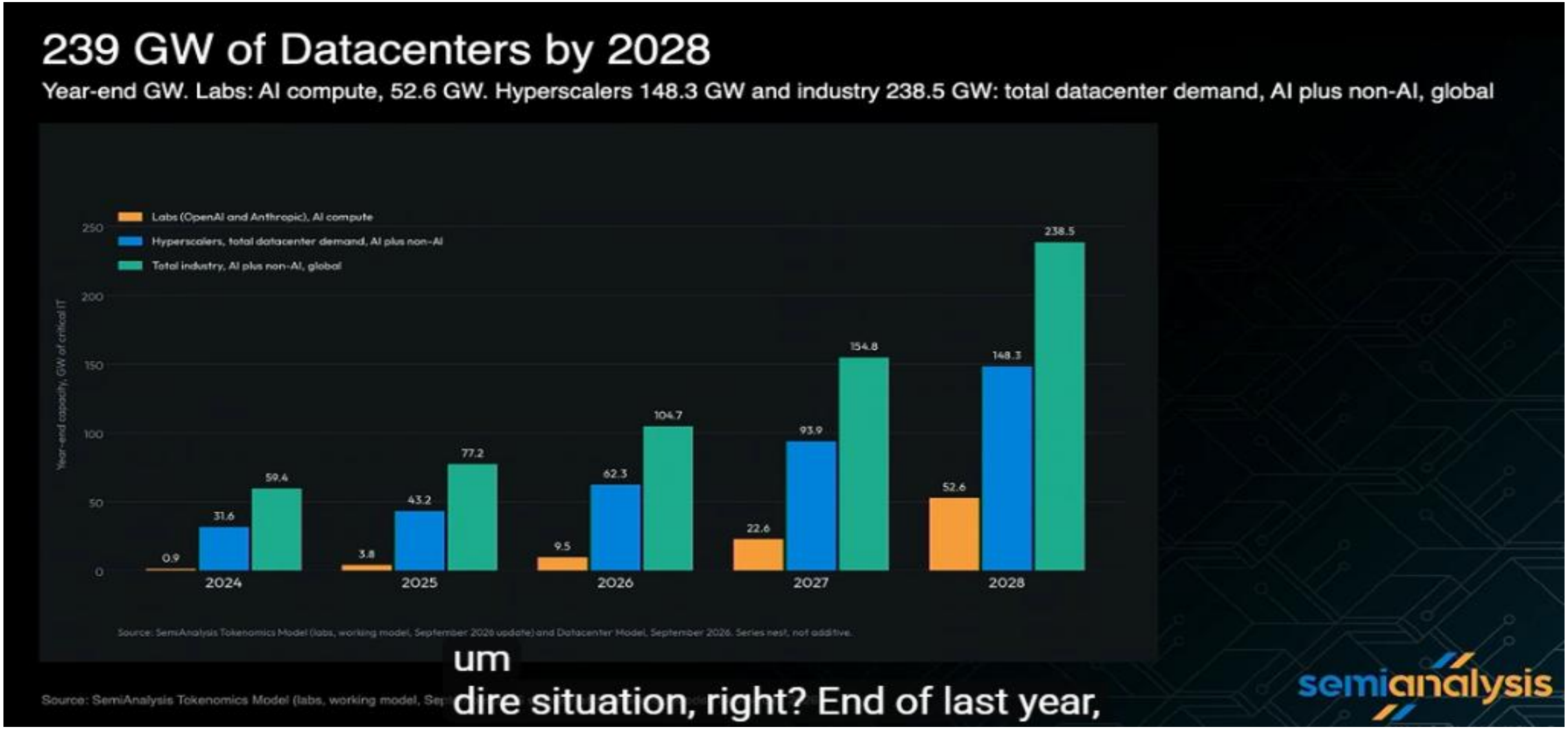
Fig. 2: Big techs' operating income keeps rising, while FCF traces a J-curve



Note: Based on combined earnings of four big techs (Alphabet, Meta, Amazon, Microsoft); 2025 figures are actual; 2026 figure is based on actual and company guidance; 2027 and onward is based on our estimates.

数据来源：野村，格林大华期货

SemiAnalysis：2028年全球算力将达239GW



数据来源：野村，格林大华期货

SemiAnalysis创始人：算力收益狂飙，两大巨头将垄断全球绝大部分可用算力，推升全球发债利率

SemiAnalysis创始人Dylan Patel预计，2028年OpenAI与Anthropic两大巨头将垄断全球绝大部分可用算力。

今年新增上线算力中约三分之一被 OpenAI 和 Anthropic 瓜分，到 2028 年，两家头部实验室预计将拿下全球 70%至80% 的增量算力，单家算力规模将超过 50 吉瓦（GW）。更为关键的是性能乘数效应：今年部署的每一瓦特算力，其搭载的 GB300、TPUv7 或 Trainium3，在每瓦性能上比上一代芯片高出 3 到 5 倍。当这两家实验室吃下 2028 年全球 70%至80% 的新增算力时，由于这批算力具有最高的能效比，它们实际上垄断了全世界绝大部分可用的有效计算能力。

算力收益狂飙：算力的基础成本通常在 1000 万至 1500 万美元/兆瓦，而**Anthropic 的算力产出已达每兆瓦 5000 万美元，全公司综合收入向 7000 万至 8000 万美元/兆瓦进发，并正向 1 亿美元迈进**，这支撑它们以每兆瓦 2500 万至 5000 万美元的天价向市场扫货。

AI算力的惊人暴利正掀起投资狂潮。2024 至 2029 年全球 AI 相关资本开支预计达 11 万亿美元，其中需通过信贷市场举债超 5 万亿美元。

由于 AI 数据中心展现出惊人的投资回报率，科技巨头愿意承受 8% 甚至更高的发债成本，对资本的极端争夺将推高全社会的折现率与发债利率，甚至引发全球借贷成本的系统性上升。

数据来源：SemiAnalysis，格林大华期货

格林大华期货
Gelin Dahua Futures

演示完毕 谢谢观看

THANK YOU

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何内容对任何投资所做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其他报告，本报告反映分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。

格林大华期货有限公司

办公地址：北京市朝阳区建国门外大街8号北京IFC国际财源中心B座29层

办公电话：010-56711700

客服电话：400-653-7777

公司官网：www.gldhqh.com.cn

更多精彩请关注官方公众号