海外周报 20261116

通胀隐含油价预期偏乐观，加息仍有升温空间——海外周报 20261116

2026 年 11 月 16 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

《二手房销售延续回升，新房销售降幅有所收窄》

2026-11-15

《外部紧缩冲击、国内承接整固，结构转向两端平衡》

2026-11-15

- **核心观点：**上周美股反弹后震荡，主要受益于油价下跌和科技股空头回补，后半周，英伟达事件的发酵加剧科技板块内部分化；与此同时，10 月美国 CPI 超预期引发加息预期升温，美债利率大幅上行，贵金属大跌，10 月超预期的财政赤字则进一步推高 10 年美债利率。**展望看，我们认为美国通胀的黏性和扩散程度被低估，当前市场对明年春季通胀回落的定价偏乐观，通胀黏性和加息预期的实质缓和可能要等到明年二季度**。我们预计，**加息可能比当前市场定价更早兑现**，若美联储于 12 月和明年 1 月各加息 25bps，下一次加息可能提前至 3 月或 4 月。**短期看，随着加息预期进一步兑现，2 年期美债收益率短期仍有上行压力；对 10 年美债利率而言，近期也要看**政府停摆危机（12 月 12 日）**期间**两党是否释放紧财政信号，**方向上相较短端利率不太明确。**

- **大类资产：**上周（11 月 9 日至 15 日），美股收复部分前周跌幅，主要由美伊谈判缓和、油价急跌和科技股空头回补推动；后半周，英伟达事件的发酵加剧芯片股分化，科技板块内部轮动明显；与此同时，10 月美国 CPI 超预期引发加息预期升温，美债利率大幅上行，美元走强，贵金属金、银大跌，黄金和白银分别下跌 4.58%、6.11%。

- **美债利率：**上周美债利率大幅上行，期限利差下行后反弹。期间，受 10 月美国 CPI 超预期、美联储官员鹰派发言影响，加息预期大幅升温，带动短端美债利率上行幅度超过长端；周五美国 10 月 PPI 和 10 月财政收支数据发布后，美债利率走势分化。其中，弱于预期的 PPI 数据带动加息预期一度降温、2 年美债利率下行，与此同时，美国 2027 财年首月财政赤字录得近十几年以来同期新高，10 年美债利率走高。

- 展望看，根据不同油价情景并考虑油价“二轮效应”的测算，我们认为**美国通胀的黏性和扩散程度被低估**，当前交易员定价的未来美国通胀路径隐含油价预期远低于 90 美元/桶，即市场预期油价将维持在 90 美元/桶以下直至明年，这一预期偏乐观。因此，**我们认为市场对明年的油价以及春季通胀回落的定价偏乐观，通胀黏性和加息预期的实质缓和可能要等到明年二季度**。我们预计，**加息可能比当前市场定价更早兑现**，若美联储于 12 月和明年 1 月各加息 25bps，下一次加息可能提前至 3 月或 4 月；若油价进一步上涨、10 月 PCE 显示通胀黏性增强，12 月也可能落地 50bps 加息。短期看，**随着近期加息预期进一步兑现，2 年期美债收益率短期仍有上行压力**；若近期 1—2 次加息落地、短端上行快于长端，收益率曲线可能进一步趋平甚至重新倒挂。对于 10 年美债利率而言，近期也要看政府停摆危机（12 月 12 日）期间两党是否释放紧财政信号，**方向上相较短端利率不太明确。**

- **海外经济：上周公布的美国经济数据总体保持稳健，彭博美国经济意外指数震荡小幅上行。**通胀方面，10 月 CPI 超预期、PPI 则逊于预期；增长方面，10 月美国成屋销售降至多年以来低位，首申失业金人数略有反弹。与此同时，受好于预期的意大利工业产值数据提振，欧元区经济意外指数小幅反弹。

- **美国财政：FY2027 首月财政赤字录得高位。**11 月 13 日美国财政部公布了 FY2027 首月联邦政府财政收支数据。收支平衡下，10 月赤字飙升至 4,041 亿美元，为近十几年以来新高。与此同时，美国 FY2026 财政赤字扩大至近 2 万亿美元，赤字率由 FY2025 的 5.8%升至 6.2%，这一赤字率和赤字规模数字高于 CBO、IMF 和一级交易商的最新预测，与彭博分析师一致预期持平。总体来看，美国财政赤字仍是易上难下。

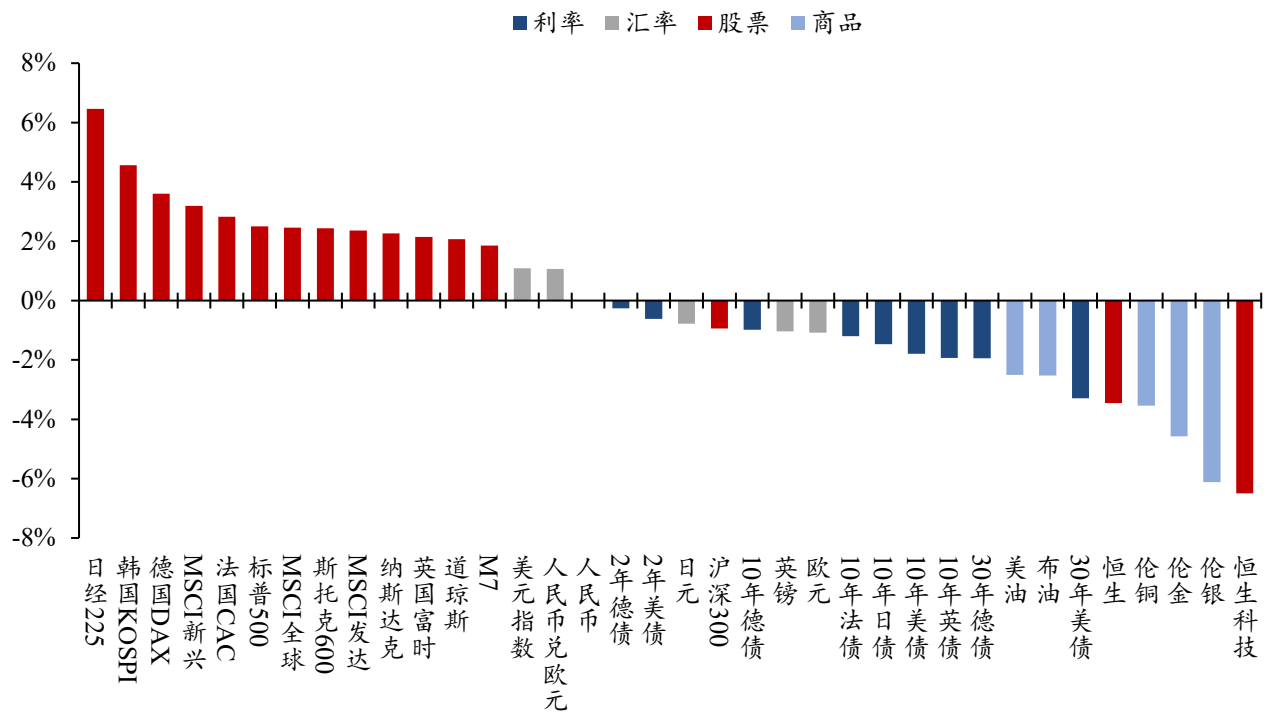
- **风险提示：**美伊局势不确定性风险；特朗普政策超预期风险；美联储政策超预期风险

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 大类资产

上周（11 月 9 日至 15 日），美股收复部分前周跌幅，主要由美伊谈判缓和、油价急跌和科技股空头回补推动；后半周，英伟达事件的发酵加剧芯片股分化，科技板块内部轮动明显；与此同时，10 月美国 CPI 超预期引发加息预期升温，美债利率大幅上行，贵金属大跌。具体来看，周初，因特朗普降低了对美国重启对伊打击的预期，布伦特原油期货盘中一度跌近 8%，风险偏好的回暖带动标普 500 反弹上涨 2.35%，贡献了全周大部分涨幅；周二公布的美国 10 月核心 CPI 再度超预期，且通胀扩散度走高，市场交易典型的紧货币，美债收益率跳升，美元走强，科技股和黄金下跌；周三，CoreWeave 财报上调全年营收指引，存储芯片和算力股带动美股反弹。后半周，英伟达事件持续发酵后，黄仁勋辞职 CEO、总裁及董事职务，拖累英伟达及部分 AI 基础设施股表现。辞职消息公布后，英伟达盘中一度下跌约 14%，AMD 和博通逆势上涨；同日，美伊谈判降温推动油价反弹，叠加美联储官员发言释放鹰派信号，10 年期美债收益率升破 5%。周五，低于预期的 PPI 环比读数一度缓和加息预期，短端美债收益率一度回落，而科技权重股仍拖累标普和纳指收跌。

图1：上周（11 月 9 日至 11 月 15 日）大类资产回报率

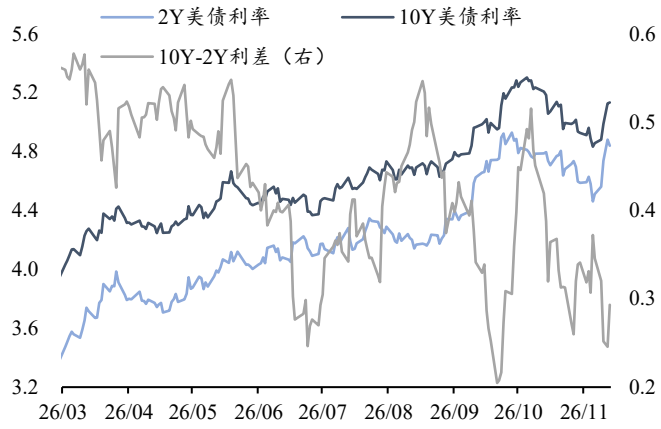


数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

全周来看，全球股市普遍上涨，日韩股指均涨超 4%，领涨全球主要股市；港股则受美国拟收紧海外算力访问的消息影响下跌，恒生科技指数大跌 6.5%。FICC 市场方面，油价下跌，但加息预期的升温带动美债利率上行，美元走强，贵金属金、银大跌，黄金和白银分别下跌 4.58%、6.11%。

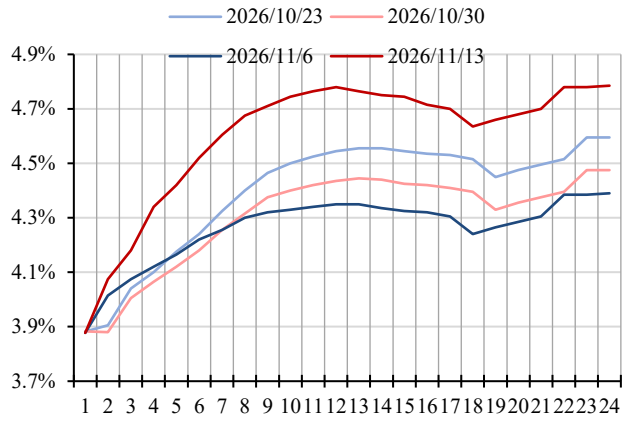
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：2 年、10 年美债收益率及利差



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图3：联邦基金期货隐含未来 24 个月利率预期



数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴坐标代表未来月份数

上周美债利率大幅上行，2 年和 10 年美债利率同步走高，10 年美债利率上行 28bps 至 5.13%，2 年美债利率上行 33bps 至 4.84%，为 9 月 30 日以来的新高。期间，受 10 月美国 CPI 超预期、美联储官员鹰派发言影响，加息预期大幅升温，带动短端美债利率上行幅度超过长端，10 年与 2 年美债期限利差大幅回落。不过，在周五美国 10 月 PPI 和 10 月财政收支数据发布后，美债利率走势分化：2 年美债利率回落，10 年美债利率延续走高，美债期限利差重新走阔。其中，弱于预期的 PPI 数据带动加息预期一度降温，然而，随后公布的 10 月财政收支数据显示，美国 2027 财年首月财政赤字录得近十几年以来的同期新高，财政可持续性问题再度受到关注，并推高长端美债流动性溢价，带动 10 年美债利率走高。

展望看，**连续超预期的核心 CPI 数据显示，美国通胀的黏性和扩散程度被低估，当前市场对明年春季通胀回落的定价偏乐观，通胀黏性和加息预期的实质缓和可能要等到明年二季度**。我们对油价向美国通胀的传导测算显示，当前交易员定价的通胀路径隐含油价预期远低于 90 美元/桶，即市场预期油价将维持在 90 美元/桶以下直至明年（图 8）。一方面，中东局势和油价的不确定性意味着，这一预期过于乐观；另一方面，7 月油价二次上行以来，油价向核心通胀传导的“二轮效应”正在逐步显现，且风险偏上行。因此，当前市场对于明年春季通胀的回落偏乐观。就货币政策而言，当前市场大致定价美联储于 12 月、明年 1 月各加息一次，4 月或 6 月再加息一次；我们预计，**加息可能比当前市场定价更早兑现**，若美联储于 12 月和明年 1 月各加息 25bps，下一次加息可能提前至 3 月或 4 月；若油价进一步上涨、10 月 PCE 显示通胀黏性增强，12 月也可能落地 50bps 加息。**短期看，随着近期加息预期进一步兑现，2 年美债收益率短期仍有上行压力**；若近期 1—2 次加息落地、短端上行快于长端，收益率曲线可能进一步趋平甚至重新倒挂。**对于 10 年美债利率而言，近期也要看政府停摆危机（12 月 12 日）期间两党是否释放紧财政信号，方向上相较短端利率不太明确**。

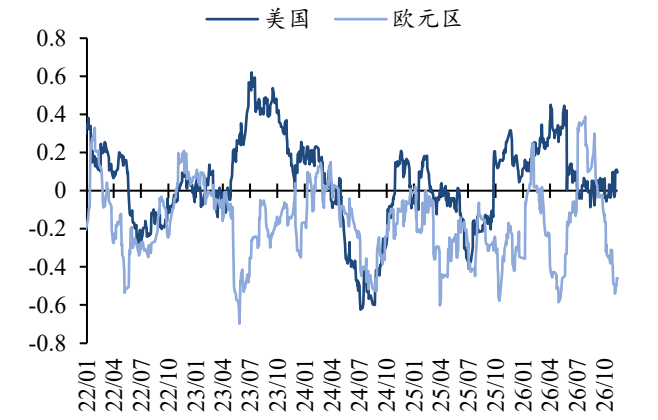
请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 海外经济

2.1. 上周回顾

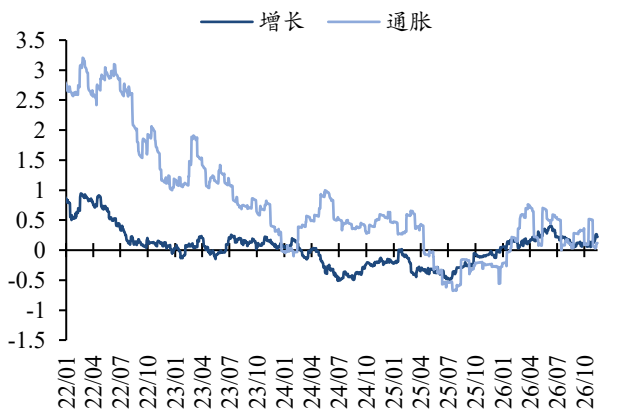
上周公布的美国经济数据总体保持稳健，彭博美国经济意外指数震荡小幅上行。通胀方面，10 月 CPI 超预期、PPI 则逊于预期；增长方面，10 月美国成屋销售降至多年以来低位，首申失业金人数略有反弹。与此同时，受好于预期的意大利工业产值数据提振，欧元区经济意外指数小幅反弹。

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

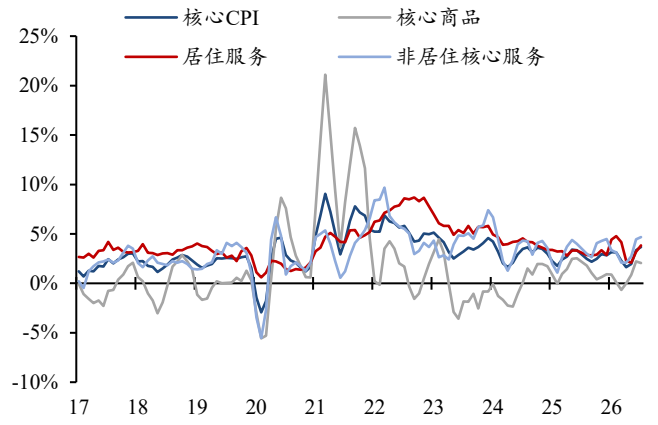
图5：彭博美国经济意外指数增长和通胀分项



数据来源：彭博、东吴证券研究所

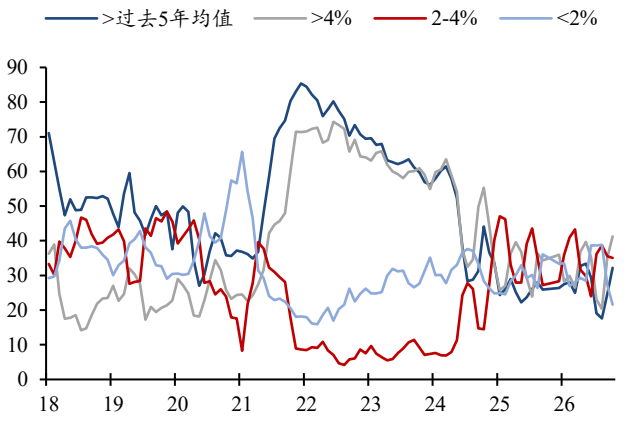
上周公布的 10 月美国 CPI 再度全面超预期，通胀扩散度连续第三个月走高，核心通胀 3 个月均年率升至 3.68%的高位，这继续强化了 9 月美国 CPI 释放的美国经济韧性和油价传导信号。展望看，当前市场对未来通胀路径仍然偏乐观，因美国通胀问题不在于油价短期的边际变化，而是 7 月以来油价“Higher for Longer”所引发的通胀扩散风险。

图6：美国核心 CPI 及三大分项环比三个月均年率



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图7：美国 CPI 环比折年扩散指数项目占比



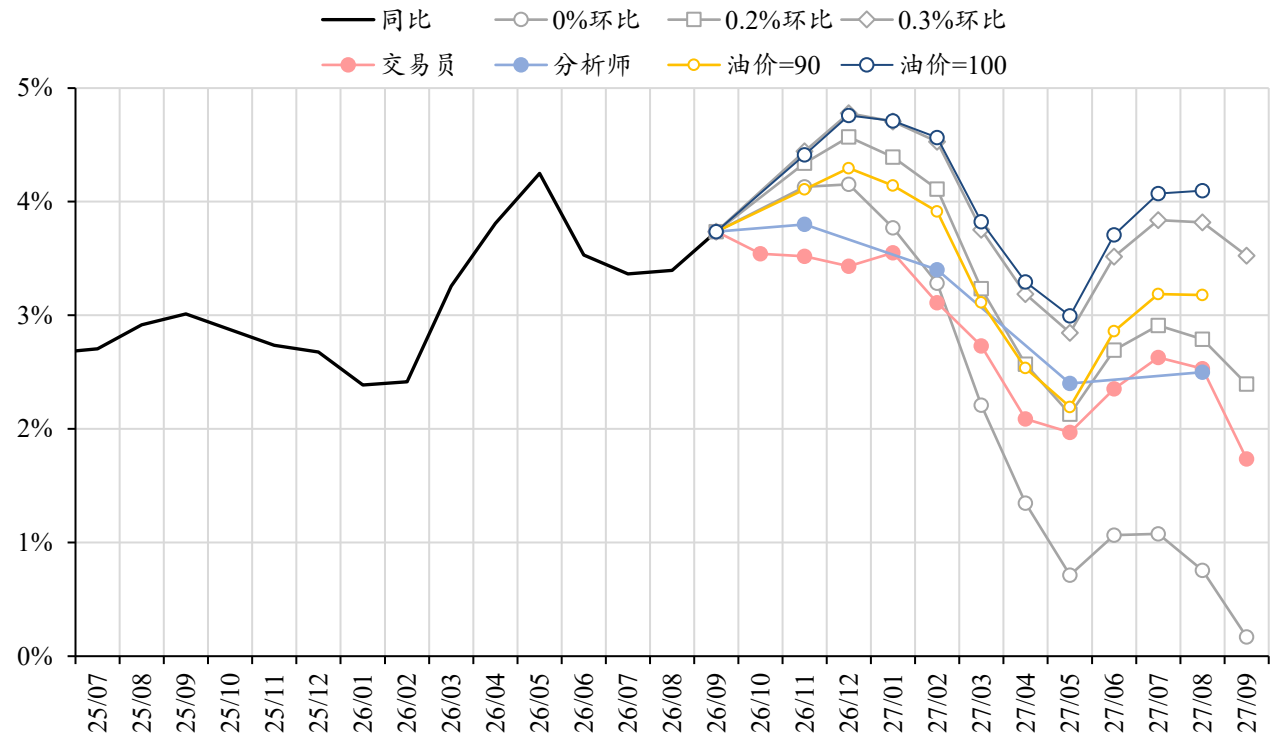
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

具体来看，**油价对美国通胀的影响体现为直接传导和“二轮效应”**。油价对美国 CPI 的直接传导主要体现在终端零售汽油价格，并对应 CPI 中的能源商品。仅考虑这一渠道

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的测算显示，若未来直到 2027 年油价维持在 90 美元/桶，则明年 3 月美国总体 CPI 同比有望降至 3%，并在 5 月接近 2%；若油价维持在 100 美元/桶，则未来美国总体 CPI 环比路径接近+0.3%，对应明年美国 CPI 同比均保持在 3%以上。

图8：不同环比路径、油价情景与各方对美国 CPI 同比预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所

但与此同时，**油价也对核心通胀产生影响，即“二轮效应”**。7 月油价二次上涨以来，美国核心 CPI 连续超预期且扩散度走高，即部分体现了这一影响。而从当前市场预期来看，对油价路径的预期仍然偏乐观。美联储最新测算显示[1]，此轮油价冲击对核心通胀的影响更加持久；在给定截至 26Q2 的油价期货曲线下，预计发达经济体的核心通胀将在 2027 年中期攀升至近 2.8%，比疫情前的预测路径高出约 0.6 个百分点。若进一步考察油价对核心通胀的这一影响，则明年美国通胀同比增速可能再提高 0.3-0.6 个百分点。

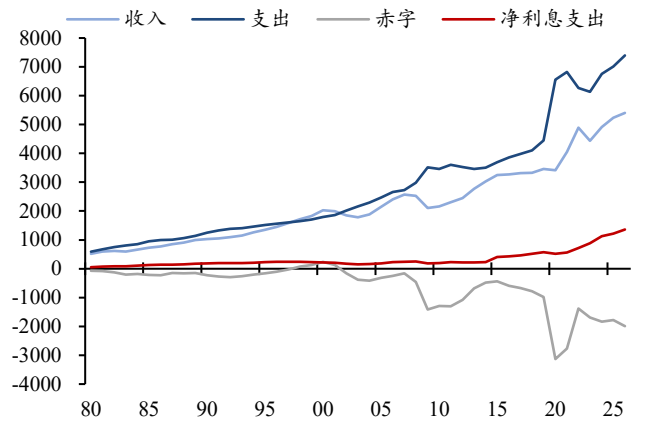
2.2. 美国财政：FY2027 首月财政赤字录得高位

11 月 13 日，美国财政部公布了 FY2027 首月即 2026 年 10 月联邦政府财政收支数据。数据显示，10 月联邦收入同比下降 8.8%，主要受个人所得税和关税收入减少拖累，支出同比增长 12.2%，其中国防、医保支出和净利息支出增幅较大；收支平衡下，10 月赤字由上年同期的 2,844 亿美元飙升至 4,041 亿美元，为近年来新高，增幅达 42.1%；CBO 剔除日历效应估算（连续两年均有原定 11 月初的款项提前至 10 月底支付），赤字同比扩大的幅度由 1,250 亿美元升至 1,310 亿美元，财政收支状况进一步恶化。

[1] https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-effect-of-oil-prices-on-core-inflation-recent-evidence-from-the-advanced-economies-20261109.html

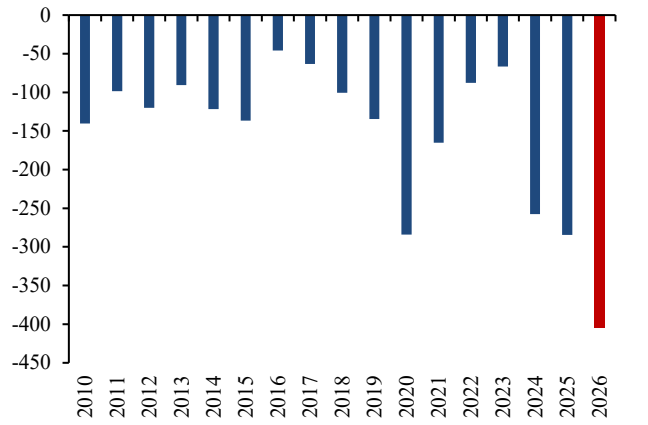
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图9：美国联邦政府收入、支出与赤字



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位十亿美元

图10：历年 10 月美国联邦政府财政赤字



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位十亿美元

与此同时，美国 FY2026 全年财政收支数据显示，联邦财政支出增长快于收入，赤字扩大至近 2 万亿美元。收入端，联邦收入同比增长 3.2%至 5.4 万亿美元，其中个人所得税和工资税增长的部分被企业所得税和关税收入下降抵消；支出端，2026 财年联邦支出同比增长 5.5%至 7.396 万亿美元，增量主要来自社保、联邦医保项目、债务净利息和国防。收支平衡下，CBO 估算全年赤字同比增加 2,170 亿美元至 1.992 万亿美元，赤字率由 5.8%升至 6.2%，这一赤字率和赤字规模数字高于 CBO 于 2026 年 2 月预测的 5.8%、IMF 在 2026 年 4 月预计的 6.1%、一级交易商在 2026 年 7 月的预测中值 1.95 万亿美元，与彭博分析师的一致预期 6.2%持平。总体来看，美国财政赤字率仍是易上难下。

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。

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