南华宏观热点

——美国10月PCE超预期，美债利率还能下吗?

翟帅男 （投资咨询证号：Z0013395）
联系邮件：zaisuainan@nawaa.com
投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号
2026年11月26日

前言：

美国10月核心PCE同比涨3.3%，高于预期的3.2%和前值3.1%，创2023年11月以来最高。三季度实际GDP年化增速上修至4.3%，当周初请失业金人数降到18.9万。通胀顽固叠加经济强劲，美联储12月加息几乎被完全定价。美债收益率却并未明显走升，10年期从11月13日的5.15%附近回落至目前的4.85%附近，下行约30个基点，靠的是什么？目前12月议息前最后一份重磅通胀数据再度超预期，美债利率还能继续走低吗？

我们认为，近期美债利率之所以持续下行，主要是其短期定价重心已经从通胀与紧缩预期转到AI资产重估引发的避险需求上，短期避险情绪的利多压过了基本面的利空，但受低赔率特征约束，进一步向下突破的空间有限。若美国通胀出现二次反弹，或美股AI板块企稳并重新吸引资金回流，避险买盘的撤退将导致收益率快速反弹。中期来看，美债收益率仍面临极强的基本面与供需约束。目前美国通胀粘性很强、增长也保持韧性，加上财政压力仍存，基本面暂不支持美债利率中枢持续下移。

正文

一、核心PCE超预期，涨价广度还在扩散

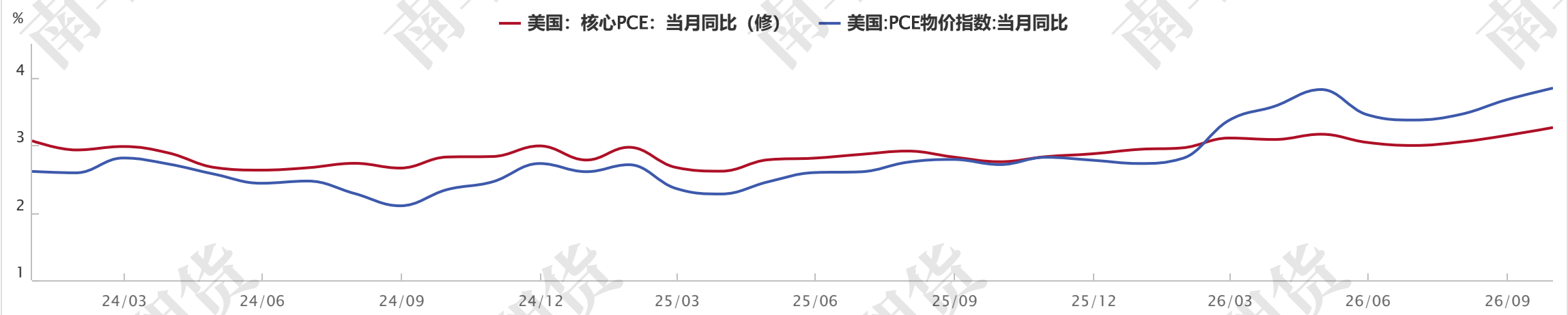
美国10月PCE核心同比从3.1%升到3.3%、创2023年11月以来最高，高于预期的3.2%，核心环比连续3个月0.3%，剔除能源后的通胀粘性没有松动，整体环比的回落靠的是能源退潮，压力并不集中在油价上。核心三个月年化约3.6%，剔除住房的核心服务价格三个月折合年率超过4%。短周期涨幅比同比读数更热，说明价格压力仍在加速，回落路径出现反复。

按244个PCE细分项统计，同比涨幅超过3%的占比从9月的48.4%升到51.2%，2000年至2019年的均值是32%；涨幅超过4%的占29.9%，为7月以来最高。过半分项涨幅超过3%，涨价已从少数项目扩展到普遍领域。非周期性通胀高于周期性通胀，价格压力正从需求敏感领域扩散到更难消退的部分。

密歇根大学11月调查显示，1年期通胀预期从10月的4.7%降到3.7%，5至10年期从3.5%降到3.3%，全国汽油均价在调查期内从每加仑4美元上方回落到3.75美元附近。但白宫同时公布对十多个贸易伙伴加征新一轮关税，对华拟加征20%，最早明年生效。加征关税如果落地可能会推升本就高企的核心分项。

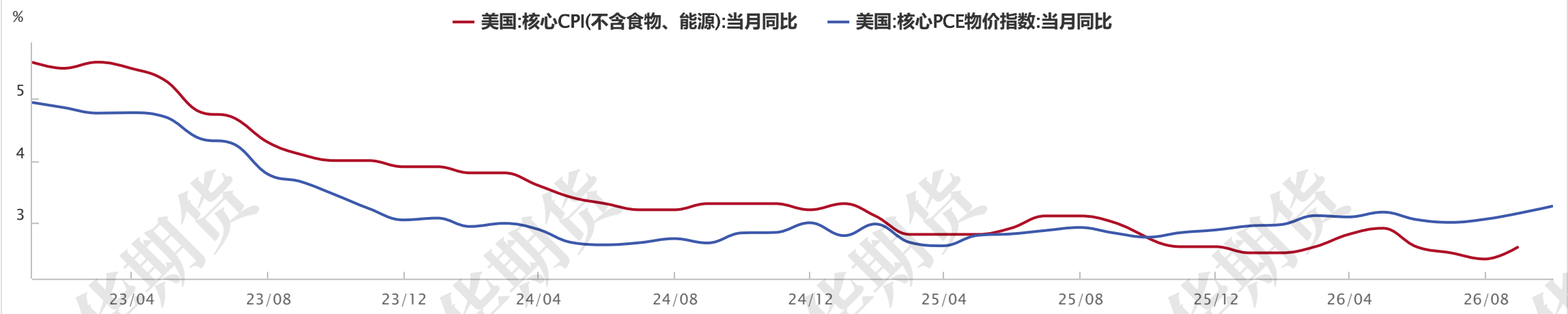
10月实际个人消费支出环比持平，低于预期的0.1%；名义个人收入增长0.7%，储蓄率从四年低点回升到4.1%。收入增加而支出放缓，家庭在通胀压力下收紧开支。三季度GDP上修至4.3%，初请失业金降到18.9万，增长和就业仍然强劲。当下的金融条件收紧对于经济的冲击还没有明确数据验证，强劲的就业和增长并不对连续加息构成制约。

美国PCE历史表现



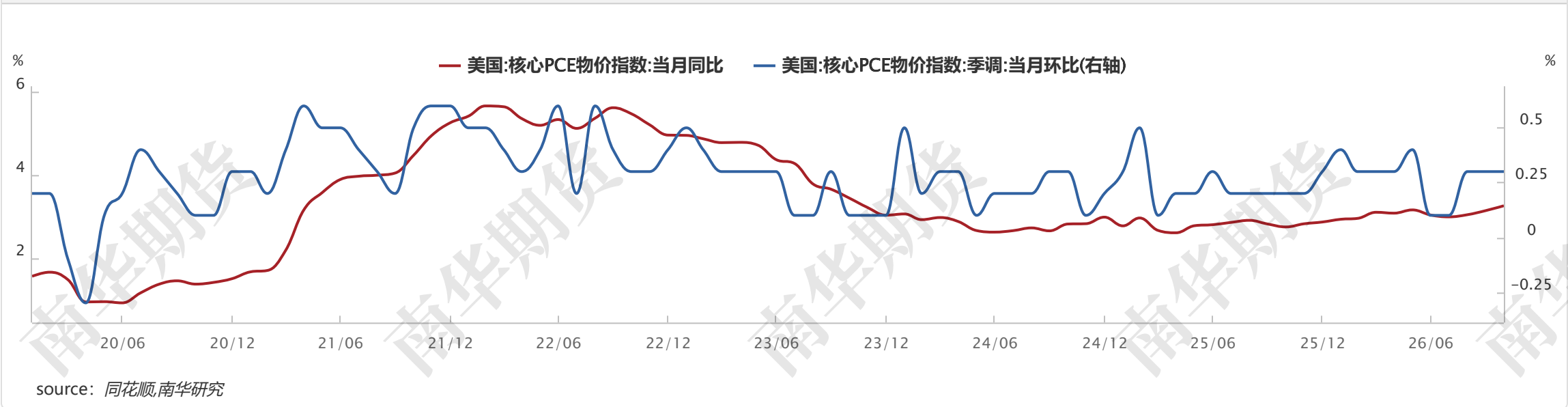
source：*wind,南华研究,同花顺*

美国核心CPI和美国核心PCE物价指数当月同比情况



source：*同花顺,南华研究*

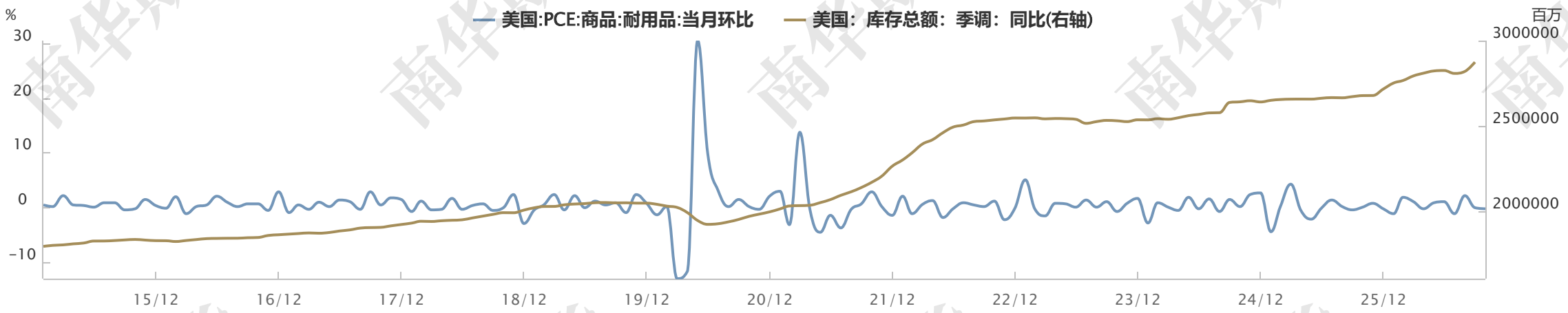
美国核心PCE同比和环比



source：*同花顺,南华研究*

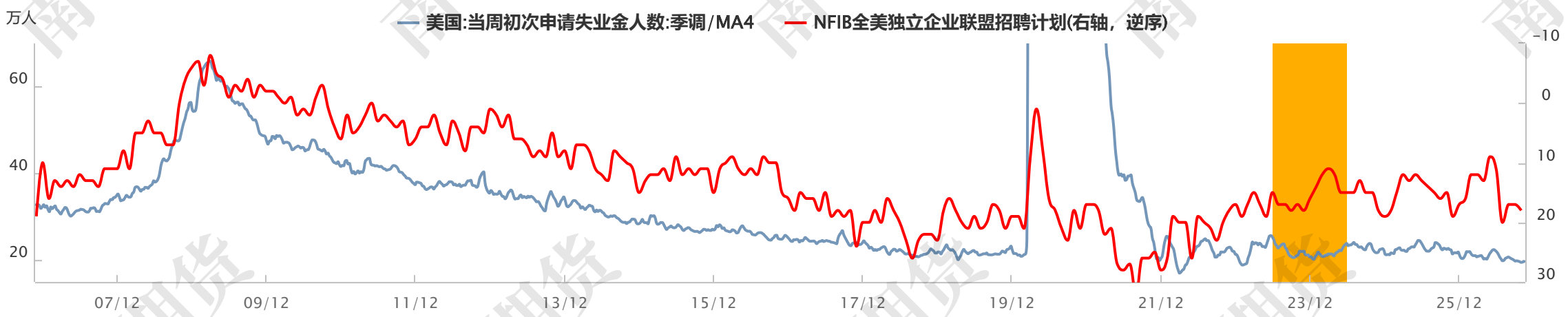
目前整体同比在3.8%的高位，但这里掺了基数上修和前期能源涨价的因素，若油价不继续冲高，整体读数年内大概率在这个水平附近震荡，真正需要关注的是核心。核心3.3%离2%目标越来越远，环比连续超预期，说明粘性集中在剔除能源之后的服务和商品端，后续要关注的是这部分能不能松动。

美国PCE耐用品和库存总额同比情况



source：*同花顺,南华研究*

美国初请失业金人数与企业招聘计划



source：*同花顺,南华研究,彭博*

油价、利率和美国GDP



source：*同花顺,南华研究*

二、美联储12月加息定价打满，路径长度更值得关注

这份数据是12月决议前最后一份重磅通胀报告，核心超预期叠加三季度GDP上修至4.3%、初请失业金降至18.9万，经济强、通胀粘的组合下，12月加息25个基点的概率已基本打满，1月累计加息50个基点的概率超六成。后面关注油价和服务分项，中东若推高能源价格并渗进核心，加息路径会更陡，油价回落，核心粘性才有松动空间。加息定价已经向明年延伸，问题从加不加转到加几次、加到多高。目前12月加息基本没有悬念了，但路径长度更值得关注。

褐皮书显示，12个辖区中8个报告轻度至中度增长，物价整体温和上涨，受访企业普遍提到能源、货运、医疗保险、关税和原材料价格的运营成本压力。涨价更多来自成本端，需求端贡献有限。这层结构决定了加息的作用边界，货币工具压得住需求，压不动关税和供给端推升的价格。成本端通胀压不下去，通胀溢价理论上会继续推升长端收益率。通胀高企和继续加息都是利率的上行压力，加息预期和通胀粘性无法解释近期利率的下行，因为推动本轮下行的核心动力在避险端。

近期AI交易退潮引发的科技股下跌值得关注，融资成本抬升、财富效应回撤、企业估值下修都在压需求，风

险资产的下跌本身就在替美联储完成紧缩。若美股继续调整，会继续收紧金融条件，效果上替代一部分加息，进而降低继续加息的必要性。

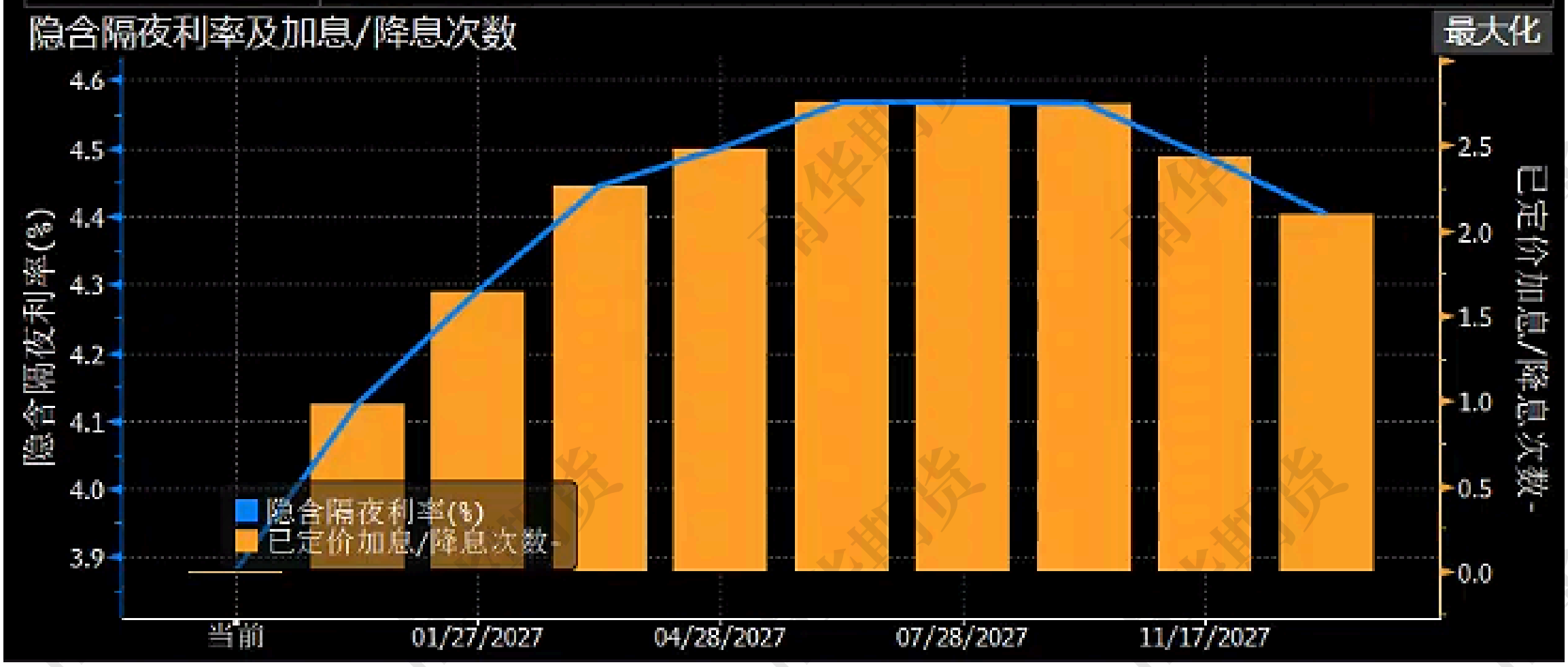
12月加息已接近完全定价，利率高点来到明年6-7月

地区：美国 »　　工具：联邦基金期货 »

目标利率 4.00　　定价日期 11/26/2026

有效利率 3.88　　当前隐含隔夜利率 3.879

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
12/09/2026	+0.985	+98.5%	+0.246	4.125	0.250
01/27/2027	+1.645	+66.0%	+0.411	4.290	0.250
03/17/2027	+2.263	+61.8%	+0.566	4.444	0.250
04/28/2027	+2.485	+22.2%	+0.621	4.500	0.250
06/09/2027	+2.756	+27.1%	+0.689	4.568	0.250
07/28/2027	+2.755	-0.1%	+0.689	4.568	0.250
09/15/2027	+2.745	-1.0%	+0.686	4.565	0.250
11/17/2027	+2.435	-31.0%	+0.609	4.488	0.250
01/26/2028	+2.094	-34.1%	+0.524	4.402	0.250



资料来源：彭博 南华研究

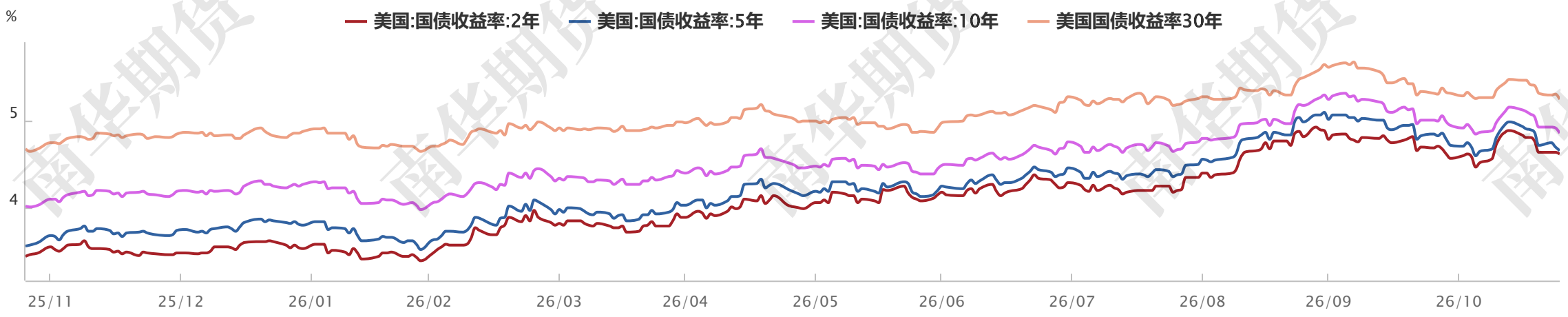
三、避险情绪推升美债，但持续性存疑

面对超预期的通胀数据和高企的加息概率，近两周10年期美债收益率却从5.15%的高位回落至4.85%附近，下行约30BP。这一背离背后是美债定价逻辑的切换。

近期全球市场由AI资产调整升级为AI交易信心的系统性降温，纳指与费城半导体指数接连重挫，避险资金大量回流美债，风险资产普遍承压。美债对鹰派利空表现出明显钝化，市场交易主线正在由加息预期向增长风险与避险需求切换。前期紧缩预期已有较充分定价，资金通过买入美债来对冲科技股的下行风险。短期避险情绪的利多压过了基本面的利空，但受低赔率特征约束，进一步向下突破的空间有限。若科技板块迅速企稳或通胀二次反弹触发激进加息，美债利率可能快速反弹。

中期来看，美债收益率仍面临极强的基本面与供需约束。美债收益率的基本面锚是美国名义GDP增速，目前美国通胀粘性很强、增长也保持韧性，加上财政压力仍存，基本面暂不支持美债利率中枢持续下移。另外，今年美债实际利率上行本质上是AI融资挤出美债需求的结果。目前美国AI相关资本开支仍在持续走升，随着融资规模扩大，部分长期企业债券融资需求与美债在长期资金配置上形成直接竞争，这将持续限制美债收益率的下行空间。若后续连续加息开始抑制需求，压低美国经济和就业，则可能带动利率中枢下移，但目前尚缺乏数据验证。

美债收益率2、5、10、30年



source：*同花顺,南华研究,wind*

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093

南华期货APP　南华期货公众号　南华研究公众号

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富