平安证券（香港）研究

2026 年 10 月 26 日

环球市场周报

AI 裂痕扩大与美债利率显著下行

分析师

张楠

CE No.BFE323

852-3762 9785

Nathan.n.zhang@pingan.com

核心观点

本周的市场被四条风险线同时拉扯：Meta 财报把 AI 融资的担忧从 CoreWeave 这样的高杠杆云厂商，扩散到了超大市值科技公司；中东局势升级把布伦特原油推上 116 美元；法国的财政僵局与社会动荡让"欧洲主权债务风险"重新成为话题；而中期选举只剩不到两周，民主党控制两院后加强 AI 监管的前景，给所有这些不确定性再加了一层政治贴现。标普 500 全周下跌 0.5%，纳指跌 0.7%，道指反而涨 0.4%——指数层面的跌幅不大，但结构内部的避险定价已经相当明显。我们的判断是：当前价格已经计入了相当程度的悲观，不排除选举前后再度冲击，但冲击的进一步放大需要新的利空，要进一步恶化的门槛也在上升。

一、AI 的裂痕：从 CoreWeave 的信用问题到 Meta 的现金流

上周的风暴眼是 CoreWeave，本周轮到了 Meta。周三盘后披露的三季报里，Meta 营收 646 亿美元、同比增长 26%，这本是一份不错的成绩单；但自由现金流净流出 21.2 亿美元，是十余年来首次转负（去年同期为净流入 106.3 亿美元），2026 年资本开支指引下限从 1300 亿美元上调至 1350 亿美元，不可撤销的 AI 相关合同规模达到 8250 亿美元、远超 7 月披露的 7000 亿美元，公司还宣布发行无投票权的 C 类股票为建设融资。市场给出的回答直白：周四 Meta 下跌近 7%、全周累跌 12%，纳指当日下跌 2.60%、创 6 月以来最大单日跌幅，费城半导体指数跌 6.7%，Lam Research 因供应链警告重挫 12%。连特斯拉都提供了反向印证——其三季度资本开支远低于预期、全年指引从 250 亿以上砍至约 200 亿美元，股价同样下跌，说明市场现在对"多花钱"和"少花钱"都不满意，真正想看到的是支出与收入的对应关系。

AI 建设融资竞争激烈叠加美联储加息后的债务市场谨慎，使依赖外部融资的企业首当其冲——摩根士丹利周五将 CoreWeave 目标价从 99 美元下调至 70 美元，理由不是需求而是融资风险，估算其到 2027 年底建成约 3.3 吉瓦产能需要新增 240 亿至 370 亿美元债务。更深层的问题是期限与回报的错配：企业以长期负债支撑技术迭代快、折旧周期短的算力资产，这种"长债短投"的模式在利率上行与收入不确定的双重挤压下天然

如此报告被平安证券（香港）以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券（香港）作出的投资建议，平安证券（香港）或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

脆弱，算力供需、风投资金意愿等变量又难以提前验证。AI 建设是过去一年美国 GDP 的重要驱动，如果板块裂痕继续扩大，美国经济衰退的概率确实会上升。

但本周同样出现了不能忽视的对冲信息。高盛发布了看多 CoreWeave 的报告。摩根大通在最新研报中提示，AI 相关个股的抛售可能已接近尾声：全球上市科技企业今年预计产生约 2.2 万亿美元现金流，资本开支约 1.8 万亿美元，整体仍有约 4000 亿美元的融资盈余。这个数字把 Meta 与 CoreWeave 区分开了——现金流为负的 Meta 账上仍有 824 亿美元现金和有价证券，它的问题是回报率疑问，不是生存问题。巴克莱的美国通胀策略主管 John Hill 则从另一个方向确认了本周行情的性质："国债价格的上涨不是因为经济数据，而完全与 AI 投资可能出现的裂痕有关。"

二、美联储：不加息的三重理由，与沃什需要回答的问题

本周四，10 年期美债收益率一个月来首次跌破 5%，单日下行约 19 个基点、为 2023 年 3 月以来最大单日降幅，2 年期收益率同步下行 17 个基点至 4.65%；周五小幅回升至 4.99%。利率的下行不是通胀缓和带来的——恰恰相反，油价在涨——而是 AI 担忧驱动的避险买盘带来的。这个背景直接决定了下周二至周三 FOMC 会议的基调。

我们认为本次会议不会加息。其一，包括沃什在内的官员此前已明确释放暂不加息的信号，倾向于等待观察。其二，会议时点距中期选举仅一周，在选举窗口采取紧缩行动的政治成本与沟通成本都极高。其三，长端收益率此前的上行叠加近期股价下跌，已经在替美联储加息——金融条件的收紧通过财富效应与融资渠道自发实现，联储没有必要在 AI 融资链条最脆弱的时刻再加一层压力。

沃什的发布会依然需要关注。上月的处境是通胀数据尚温和，联储却加息并展示了非常鹰派的态度；本月的处境反过来了——9 月 CPI 同比 3.7%、PPI 同比 6.3%创 2022 年 3 月以来新高，油价还在涨，CPI 项目有扩散迹象，联储却大概率按兵不动。如何解释这种不对称，是沃什必须回答的问题。

三、另外两条风险线：中东与法国

油价是本周唯一显著上涨的主要资产。布伦特原油周五单日上涨约 4%、收于 116.7 美元，全周涨幅超过 6%，创 4 月以来最高收盘水平。胡塞武装对沙特石油设施的袭击与美国撤离部分外交人员的消息，使供应风险从霍尔木兹海峡扩展到沙特本土。

欧洲的风险则有了主权债务的轮廓。法国 10 年期国债收益率周四触及 5.14%、为 24 年高位，法德利差一度扩至 177 个基点、为 2011 年以来最高；三重压力叠加——周末的大规模社会动荡（内政部长承认部分城区一度失控）、2027 年预算案收入部分表决被迫推迟、穆迪周五对法国 Aa3 评级的复审。法国公共债务占 GDP 已达 119%、今年

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

赤字率 5.4%，而 2027 年春季总统选举使财政整顿的政治空间进一步收窄。需要客观引用的是，贝莱德认为当前与 2011-2012 年欧债危机存在本质区别：欧洲银行体系与欧央行的应急工具都更强——但其干预并非必然触发。对全球资产而言，法国问题的短期意义在于它为美债提供了额外的避险买盘。

值得一提的是黄金：本周金价下跌约 4%、现货一度跌破 4000 美元，为 7 月以来最低。在油价上涨、地缘升级、股市避险的组合里黄金反而下跌，说明部分投资者正在为满足流动性需求而卖出一切可卖的资产——或者提前卖出黄金避免到了真的发生流动性冲击时而蒙受损失。

四、信用市场的分歧信号与我们的判断

本周最值得记录的两条信息来自信用市场。摩根大通的信用展望周报显示，投资级信用利差虽然走阔至 18 个月新高，但 10 月 22 日终于出现了显著的资金流入——利差新高与资金流入同时出现，通常意味着开始有配置型资金认为价格已经计入了足够的悲观。高盛则明确表示，当前市场高估了 CoreWeave 的违约风险。这两条信息不构成"风险解除"的信号，但它们与上周 CoreWeave 债券收益率突破 15%时的单边恐慌相比，性质已经不同：市场内部开始有了分歧，而分歧是筑底的前提。

我们的总体判断是：经过连续两周的调整，美股对 AI 融资问题、中东升级、法国财政与选举不确定性的避险定价已经相当充分。不排除中期选举前后，随着民主党控制国会程度的明朗化，市场再度受到冲击；但要让调整进一步加深，需要两个新的条件——AI 大科技公司的业绩进一步恶化（而不只是资本开支上升），以及民主党当选人对 AI 表达出比预期更显著的反对。而这两个条件在中期选举之后反而可能缓和：选举结果落地消除了政治贴现，财报季走完后资本开支的不确定性也会下降。我们此前认为长端利率短期上行缓和也得到进一步支持，只是驱动依然来自 AI 担忧而非通胀缓和，这一点我们继续保持谨慎。

本周关注

10 月 27-28 日 FOMC 会议与沃什发布会（重点是其对"通胀更高却不加息"的解释框架）；10 月 29 日 PCE 数据；微软、亚马逊、Alphabet 等超大市值公司财报（资本开支指引的任何上调都会被放在 Meta 的语境下审视）；欧洲央行 10 月 29 日议息与穆迪对法国评级的后续；中东局势与沙特设施安全；中期选举提前投票与民调的最后变化。

本文数据与事实来自以下公开渠道：美国劳工统计局（CPI/PPI）、Meta 与特斯拉三季度财报、CME FedWatch、标普全球 PMI、LSEG/Tradeweb 行情数据；机构观点参考摩根大通、高盛、摩根士丹利、巴克莱、贝莱德的研报或公开评论；市场行情与地缘事件参考美联社、CNBC、华尔街日报、道琼斯通讯社等公开报道。文中选举情景分析为我们主观推演框架。

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

免责声明

分析员声明

主要负责编制本报告之研究分析员确认：（1）所有在本报告所表达的意见真实地反映其对本报告内所评论的发行人（“该公司”）及其证券当时的市场分析的个人意见。（2）其薪酬过去、现在或未来，没有直接或间接与本报告所表达的市场分析意见或建议有关连。

根据香港《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》所适用的范围及相关定义，分析员确认其本人及其有联系者均没有（1）在研究报告发出前 30 日内曾交易报告内所述的股票；（2）在研究报告发出后 3 个营业日内交易报告内所述的股票；（3）担任本研究报告所评论的发行人的高级人员；（4）持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。

免责声明

本报告由平安证券（香港）有限公司（下称“平安证券（香港）”）提供。平安证券（香港）已获取香港证券及期货事务监察委员会（“SFC”）第 1 类（证券交易）和第 4 类（就证券提供意见）受规管活动牌照。

本报告所载内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等，并非及不应被理解作为提供明示或默示的买入或沽出证券的要约，亦不构成要约或邀请的一部分，而且本报告或其中的任何内容都不构成与订立任何合同或承诺有关的基础或依赖，也不作为任何诱因。

本报告的信息来源于平安证券（香港）认为可靠的公开数据并真诚编制，纯粹用作提供信息，当中对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，平安证券（香港）并不就此等内容之公平性、准确性、完整性或合理性作出明示或默示之保证，亦不对因使用本报告或其内容或与此有关的其他方面而产生的任何损失承任何责任。

本报告表达之所有内容、意见和估计等均可在不作另行通知下作出更改，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

对部分司法管辖区而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法规、规定或其他注册或发牌的规则。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告所提到的证券或不能在某些司法管辖区出售。

本报告所列之任何价格仅供参考，并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。本文件并无对任何交易能够或可能在那些价格执行作出声明或保证。此外，平安证券（香港）以理论模型为基础的估值是基于若干假设，并不一定能够完全反映证券的真实价值。由平安证券（香港）研究或根据任何其他来源作出的不同假设或会产生截然不同的结果。

证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。如果一个投资产品的计价货币乃投资者本国或地区以外的其他货币，汇率变动或会对投资构成负面影响。过去的表现不一定是未来业绩的指标。某些金融产品的交易（包括涉及金融衍生工具的交易）会引起极大风险，并不适合所有投资者。

此外，谨请阁下注意本报告不构成投资建议。分析员并无考虑阁下的个人财务状况和可承受风险的能力。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险。因此，阁下于作出投资前，必须自行作出分析并咨询阁下的法律、税务、会计、财务及其它专业顾问（如需），以评估投资建议是否合适。

平安证券（香港）控股有限公司及/或其在香港从事金融业务的关联公司（下统称“平安证券（香港）集团”）可能持有该公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该公司的证券，且该等权益的合计总额可能相等于或高于该公司的市场资本值的 1%或本报告所讨论的该公司证券的 1%。一位或多位平安证券（香港）集团成员公司的董事、行政人员及/或雇员可能是该公司的董事或高级人员。平安证券（香港）集团成员公司及其管理人员、董事和雇员等（不包括分析员），将不时持长仓或短仓、作为交易当事人，及买进或卖出此研究报告中所述的公司的证券或衍生工具（包括期权和认股权证）；及/或为该等公司履行服务或招揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。平安证券（香港）集团成员公司曾任本报告提及的该公司的联席保荐人、联席环球协调人和联席账簿管理人等，或现正参与或涉及本报告所讨论证券的庄家活动，或在过去 12 个月内，曾向本报告提及的该公司提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。平安证券（香港）集团成员公司在过去 12 个月内就投资银行服务收取补偿或受委托及/或可能现正寻求该公司投资银行委托。

平安证券（香港）或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。本报告只供指定收件人使用，不得复印、派发或发行本报告作任何用途，平安证券（香港）可保留一切相关权利。

投资评级系统由平安证券（香港）建构，只反映平安证券（香港）对该证券及/或指数之自家建议，只作参考用途。

地址：香港中环皇后大道中 99 号中环中心 36 楼 3601 室
电话：(852)37629688
电邮：research.pacshk@pingan.com
平安证券（香港）2026 版权所有。保留一切权利。

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。