



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

冠通期货研究报告-- 宏观与大宗商品周报

冠通期货研究咨询部王静

执业资格证书编号：F0235424/Z0000771

发布时间：**2025年11月17日**

投资有风险，入市需谨慎，本公司具备期货交易咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gt futures.com.cn

市场综述

最近，美国政府结束停摆，市场心态各异，资产走势分化。AI泡沫化的争议再起，避险资产黄金与比特币的高位回落引发市场担忧，投资者风险偏好下行，波动率VIX指数小幅抬升。全球主要股市涨跌互现，A股高位回落领跌，恒生指数涨幅居前，BDI指数上扬，美债收益率走升而美元指数小幅回落，非美货币多数走强。大宗商品多数上涨，贵金属企稳反弹后高位震荡，铜价与油价小幅反弹。

国内债市多数收跌近弱远强、股指多数收跌，商品大类板块涨跌互现多数收涨；股市多数收跌，成长型风格表现相对更弱，上证50表现抗跌逆势收平；国内商品大类板块涨跌互现普遍收涨，Wind商品指数周度涨跌幅3.92%，10个商品大类板块指数中6个收涨4个收跌。具体商品大类表现来看，商品期货整体延续着农强工弱的格局，贵金属止跌企稳大幅反弹领涨商品，农副产品、谷物和油脂油料板块涨幅明显，有色与化工板块小幅收涨，其他板块全线收跌，煤焦钢矿与能源板块的跌幅居前。

期市资金面来看，商品期货市场资金整体小幅流入；资金流入板块上，贵金属、非金属建材、油脂油料和有色板块较为明显；资金流出的板块上，软商品、煤焦钢矿和化工板块资金的逆势流出最为明显值得注意。

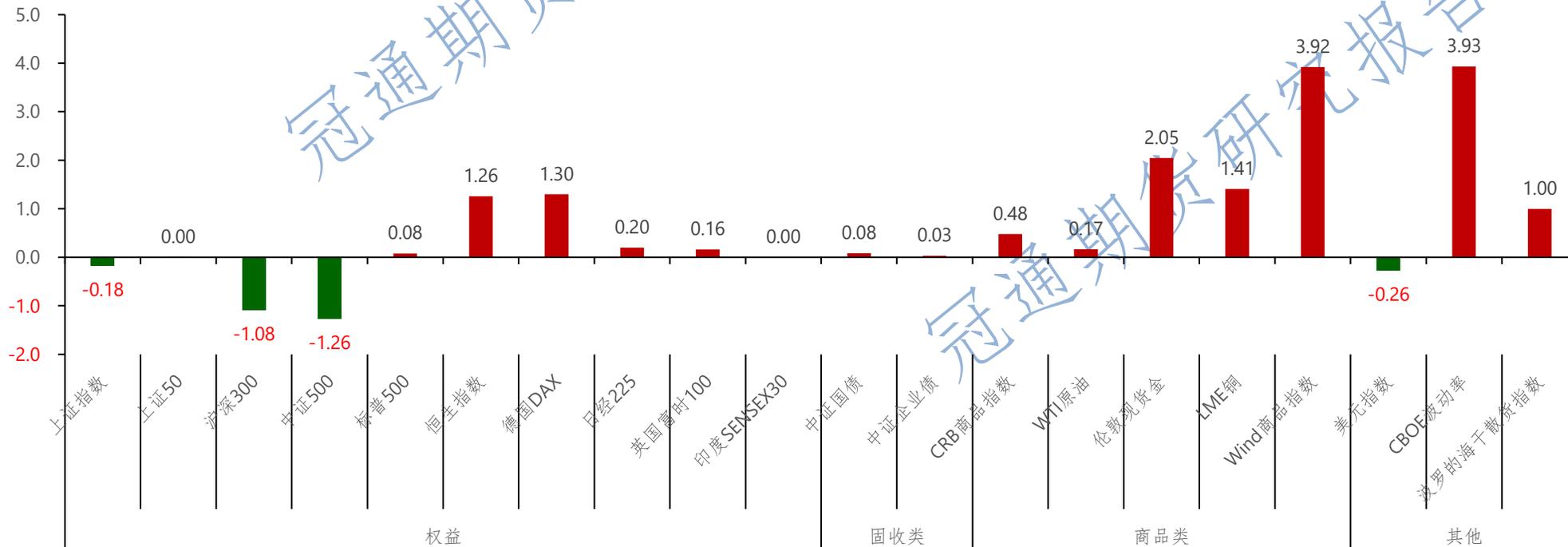
商品波动率来看，国际CRB商品指数的波动率明显上扬，国内的Wind商品指数与南华商品指数的波动率一升一降表现分化；分板块来看，商品期货大类板块的波动率多数下跌，油脂油料、有色、软商品和煤焦钢矿板块降波幅度居前，能源板块则逆势升波最为明显。

CME的FedWatch工具显示：美联储12月降息预期概率下降，降息25bp到3.5-3.75%的预期概率为39.8%，明显低于上周的61.9%；而按兵不动维持利率在3.75-4%的预期概率则明显提升。

大类资产

最近，美国政府结束停摆，市场心态各异，资产走势分化。AI泡沫化的争议再起，避险资产黄金与比特币的高位回落引发市场担忧，投资者风险偏好下行，波动率VIX指数小幅抬升。全球主要股市涨跌互现，A股高位回落领跌，恒生指数涨幅居前，BDI指数上扬，美债收益率走升而美元指数小幅回落，非美货币多数走强。大宗商品多数上涨，贵金属企稳反弹后高位震荡，铜价与油价小幅反弹。

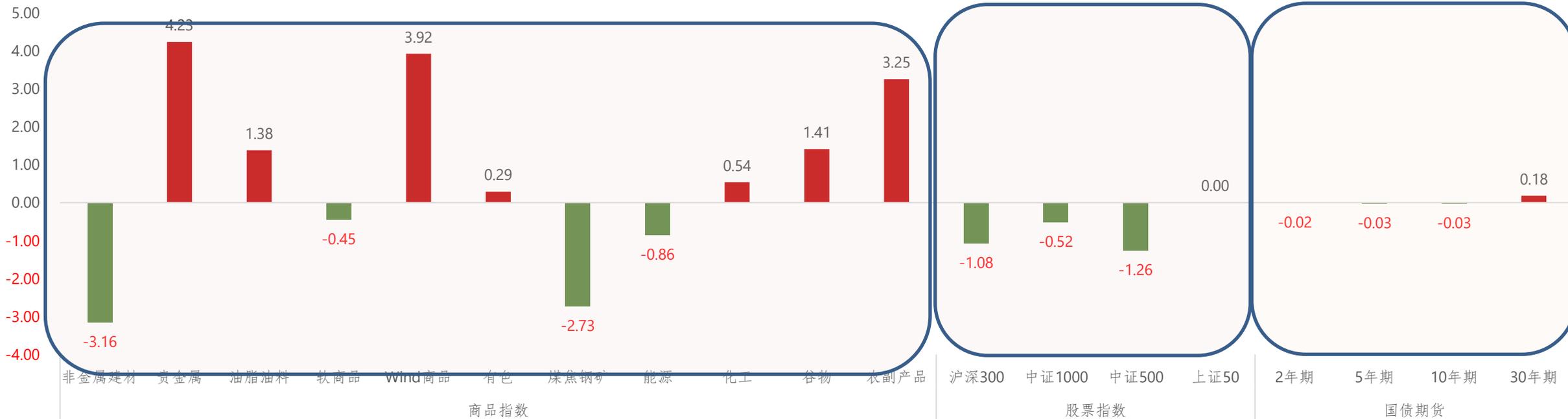
全球大类资产周内涨跌幅%



板块速递

- 国内债市多数收跌近弱远强、股指多数收跌,商品大类板块涨跌互现多数收涨;
- 股市多数收跌,成长型风格表现相对更弱,上证50表现抗跌逆势收平;
- 国内商品大类板块涨跌互现普遍收涨, Wind商品指数周度涨跌幅3.92%, 10个商品大类板块指数中6个收涨4个收跌。具体商品大类表现来看,商品期货整体延续着农强工弱的格局,贵金属止跌企稳大幅反弹领涨商品,农副产品、谷物和油脂油料板块涨幅明显,有色与化工板块小幅收涨,其他板块全线收跌,煤焦钢矿与能源板块的跌幅居前。

上周期市板块涨跌幅



注:数据均来源于Wind、冠通研究

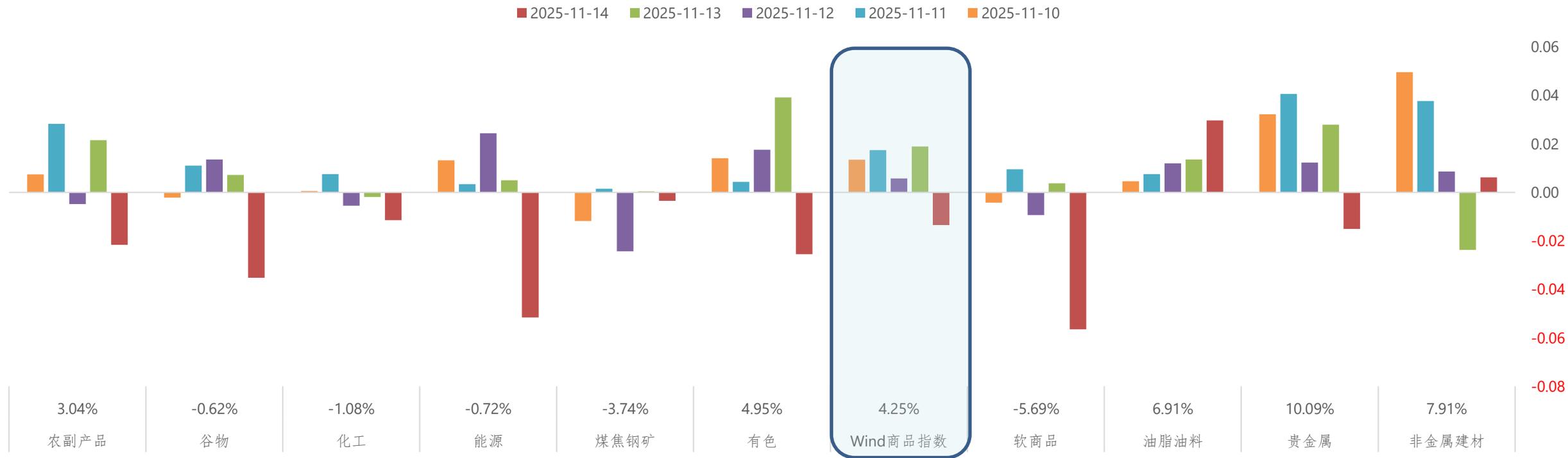
资金流向

上周，商品期货市场资金整体小幅流入；

资金流入板块上，贵金属、非金属建材、油脂油料和有色板块较为明显；

资金流出的板块上，软商品、煤焦钢矿和化工板块资金的逆势流出最为明显值得注意。

近一周商品期货板块资金变动率（%）

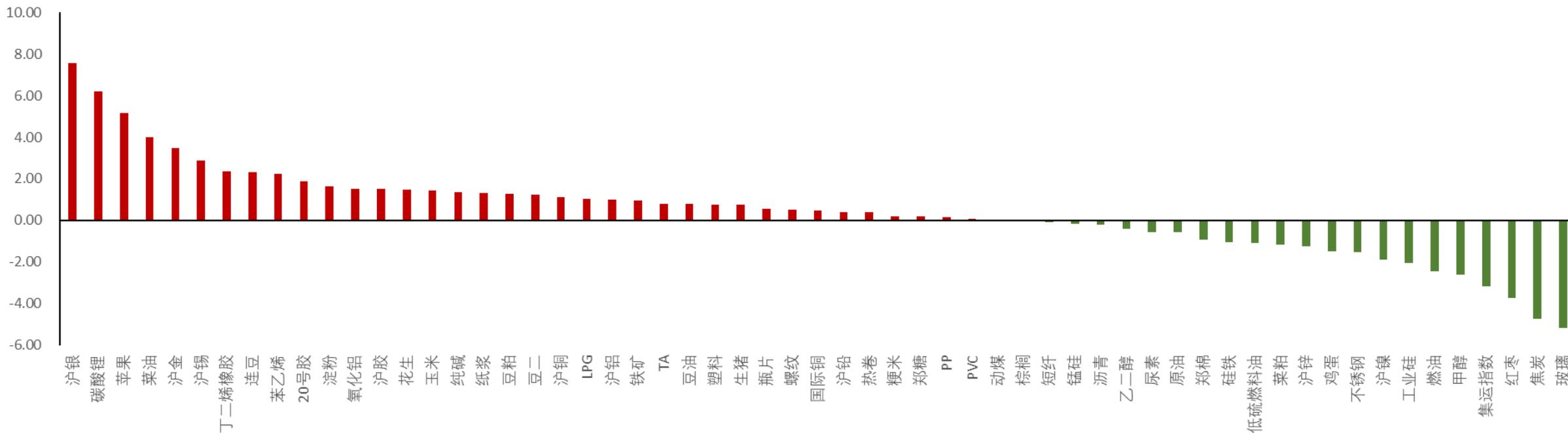


注：数据均来源于Wind、冠通研究

品种表现

最近一周，国内主要商品期货涨跌互现，从商品期货具体品种指数表现来看，上涨居前的商品期货品种为**沪银、碳酸锂与苹果**；跌幅居前的商品期货品种为**玻璃、焦炭和红枣**。

上周商品期货品种涨跌幅（%）

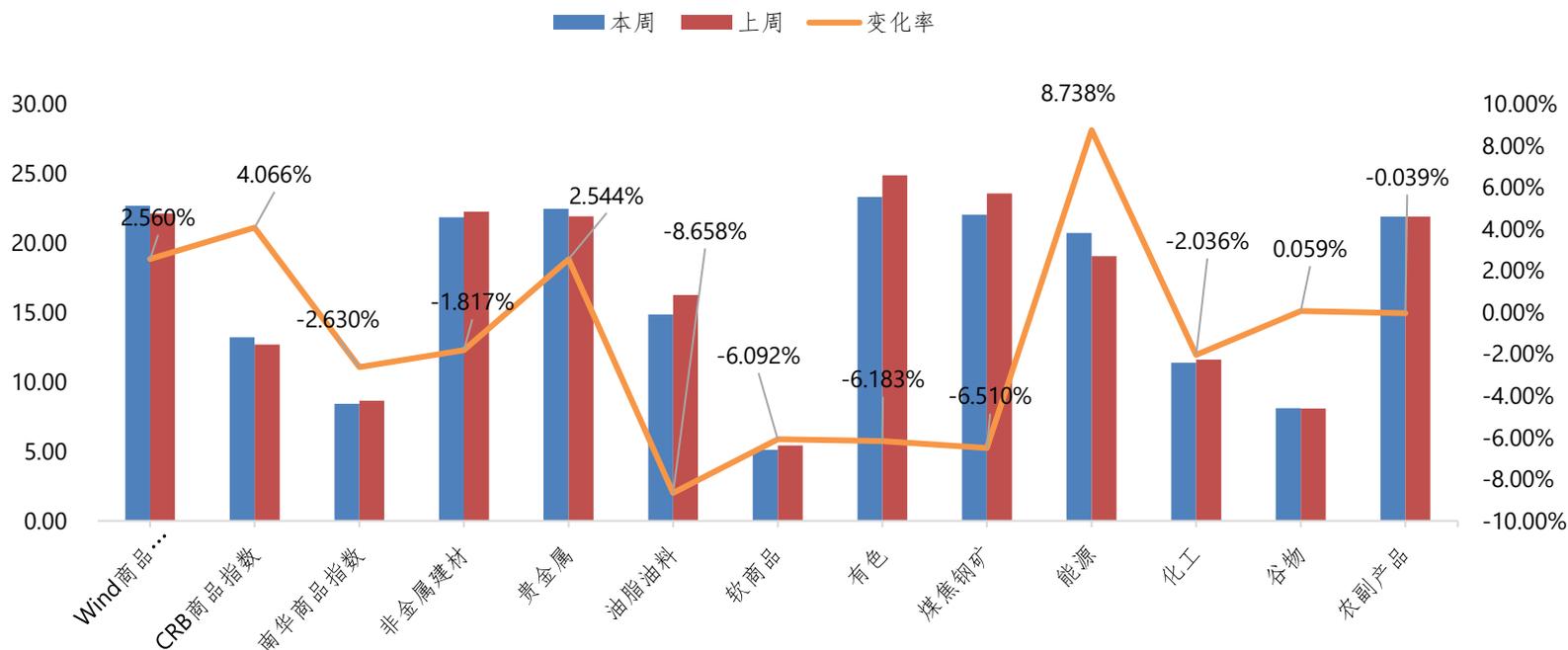


注：数据均来源于Wind、冠通研究

波动特征

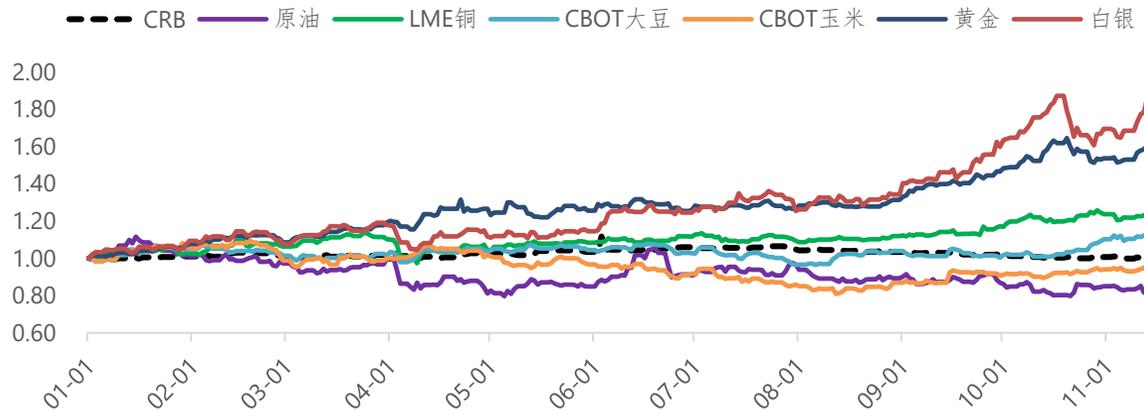
上周，国际CRB商品指数的波动率明显上扬，国内的Wind商品指数与南华商品指数的波动率一升一降表现分化；分板块来看，商品期货大类板块的波动率多数下跌，油脂油料、有色、软商品和煤焦钢矿板块降波幅度居前，能源板块则逆势升波最为明显。

近一周商品指数波动率变动

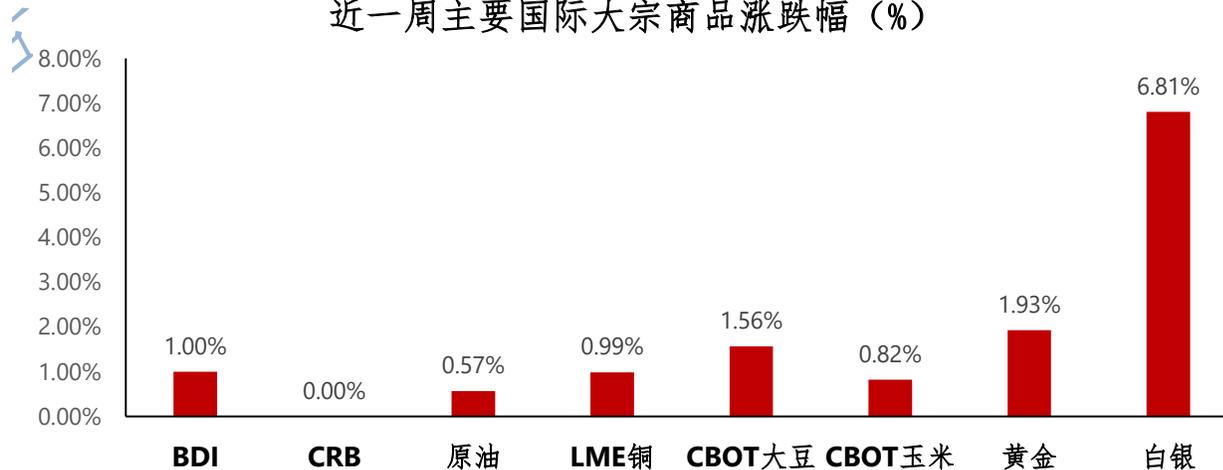


数据追踪——国际主要商品普遍收涨, **BDI**小涨, **CRB**持平, 大豆玉米涨, 铜油金银全线收涨, 银价涨幅更大金银比大幅回落

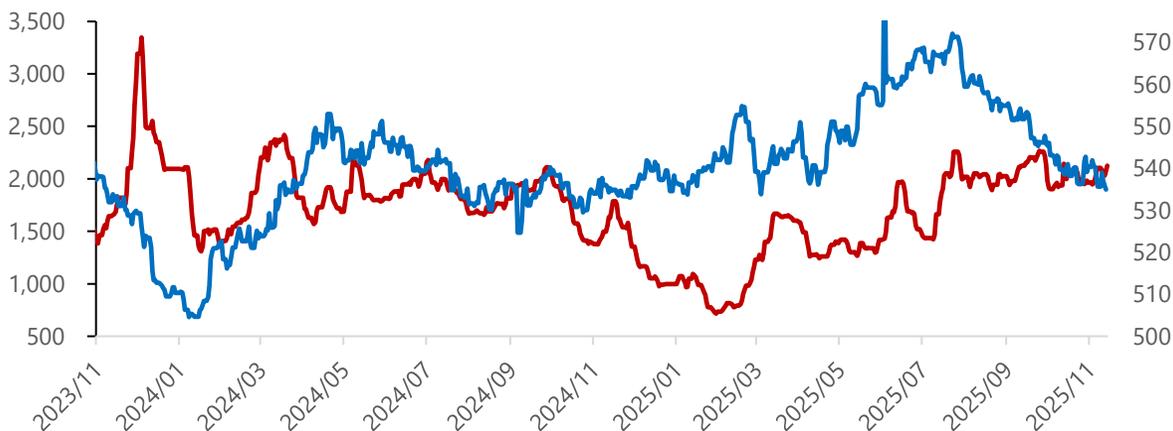
国际主要大宗商品2025年内收益表现



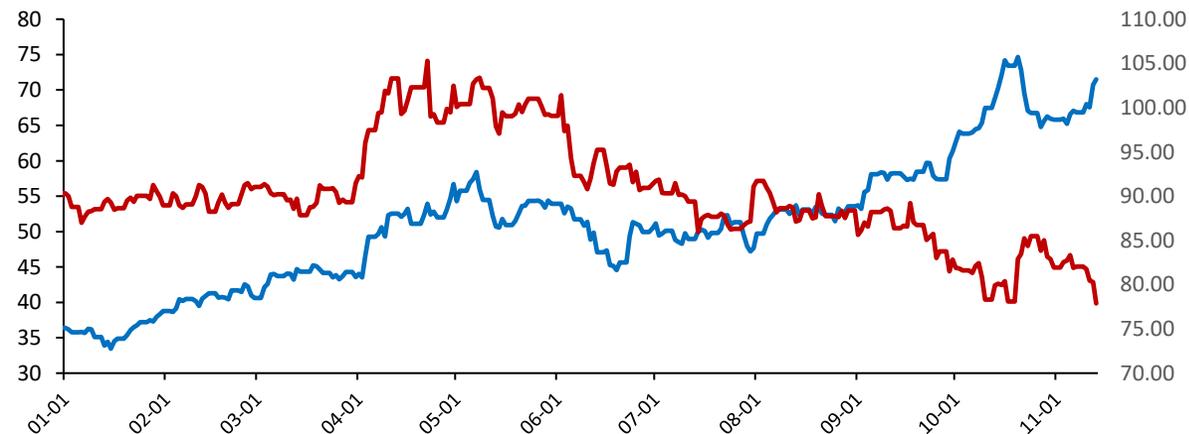
近一周主要国际大宗商品涨跌幅 (%)



波罗的海干散货指数(BDI) CRB现货指数:综合:右轴



金油比 金银比:右轴

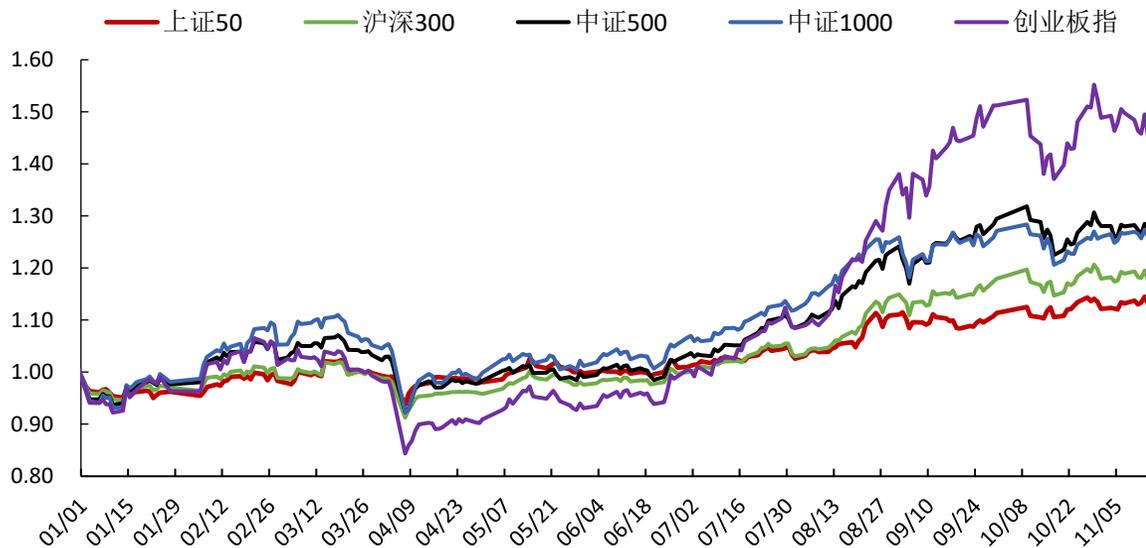


注:数据均来源于Wind、冠通研究

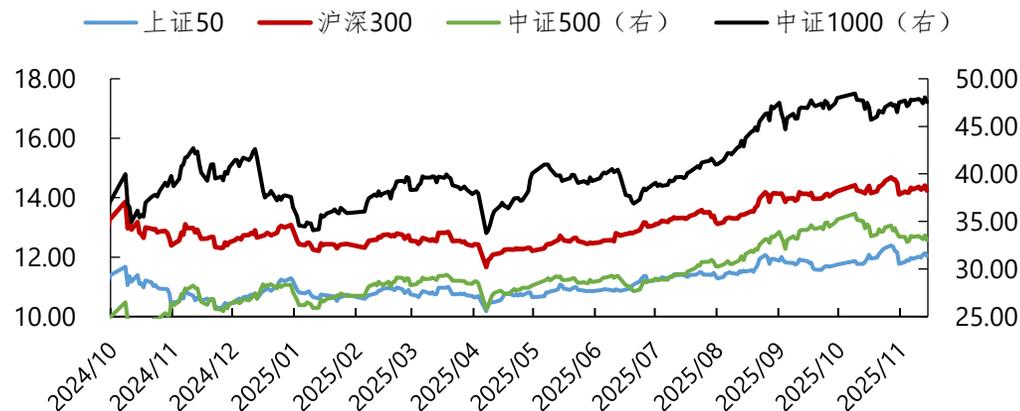
宏观逻辑—股指震荡回落,估值下行,风险溢价ERP变动不大

- 上一周,国内四大股指震荡回落多数收跌,风格上看,价值股表现明显抗跌,成长型股指相对偏弱;
- 股指的估值下行,风险溢价ERP变动不大。

股票指数2025年内收益表现



股指市盈率PE (TTM)

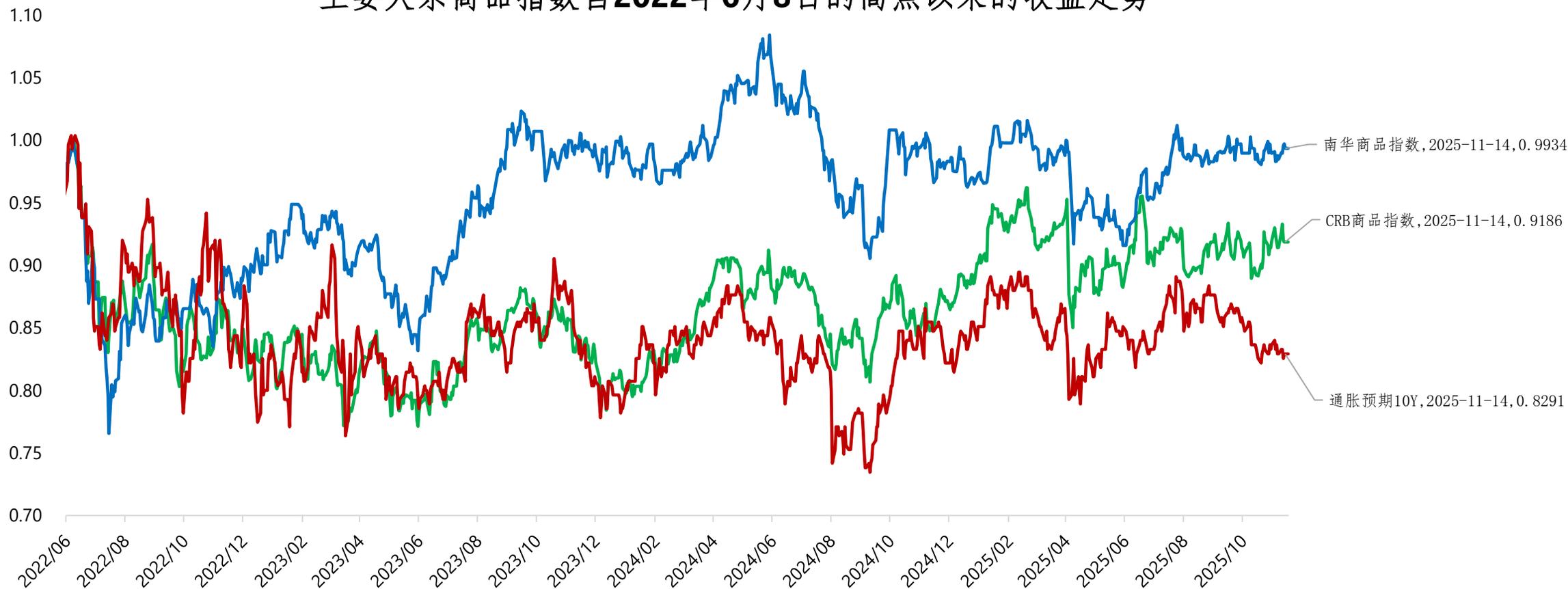


主要股指风险溢价



宏观逻辑—大宗商品价格指数震荡反弹，通胀预期承压下行

主要大宗商品指数自2022年6月8日的高点以来的收益走势



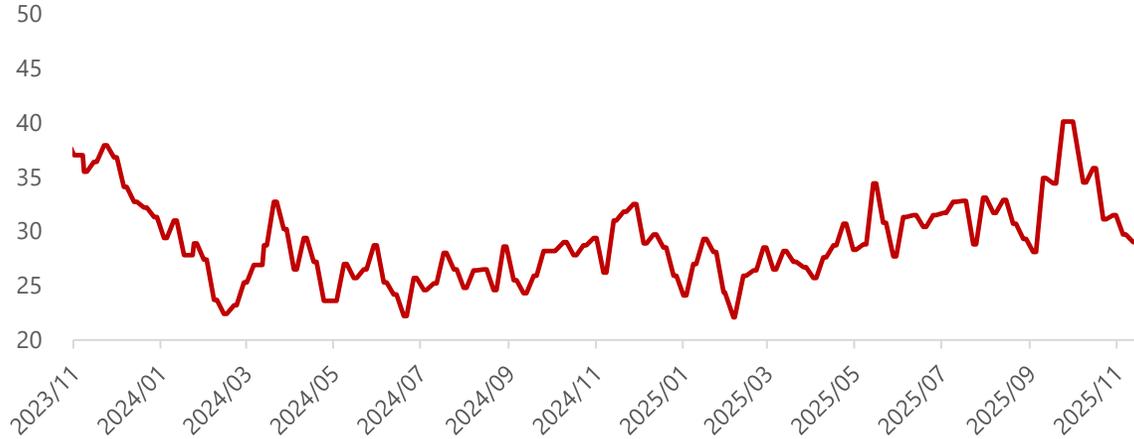
股市与商品的“资金跷跷板”效应与商品的内外盘价差

- 上一周，股市震荡回落，商品小幅反弹，商品-股票收益差负值收敛；
- 从商品的内外强弱风格来看，南华商品指数和CRB商品指数均走势震荡，国内定价的商品与国际定价商品总体表现差异不大，内外商品期货收益差在0轴附近徘徊。

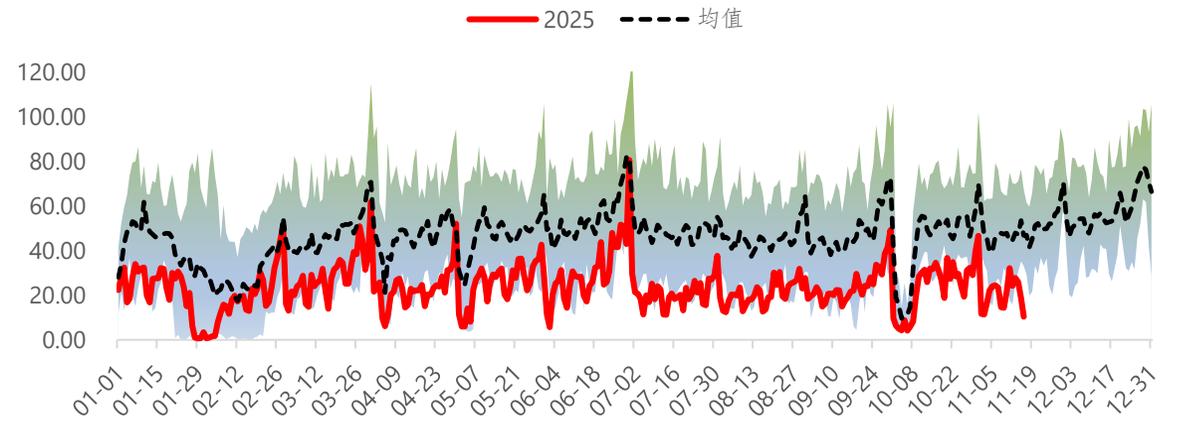


数据追踪——沥青开工率延续回落,地产销售弱势探底,运价反弹分化,短期资金利率震荡下行

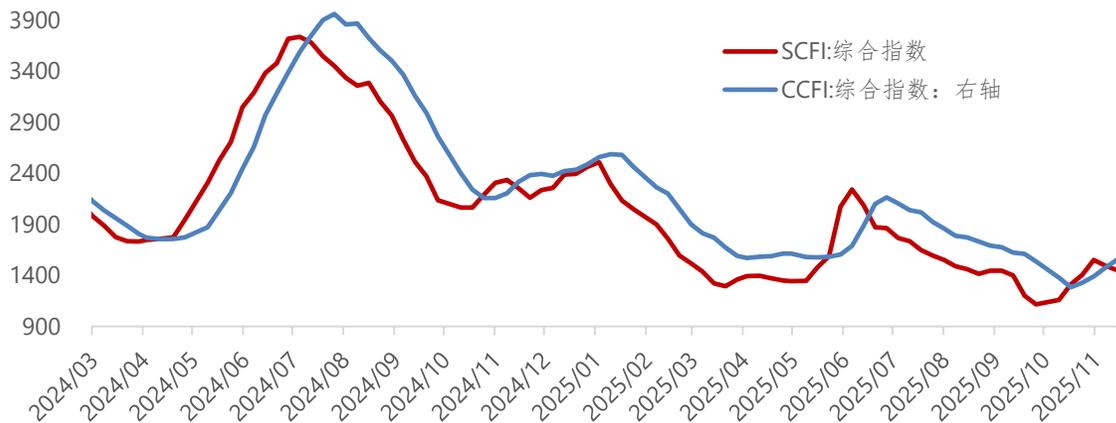
— 开工率:石油沥青装置



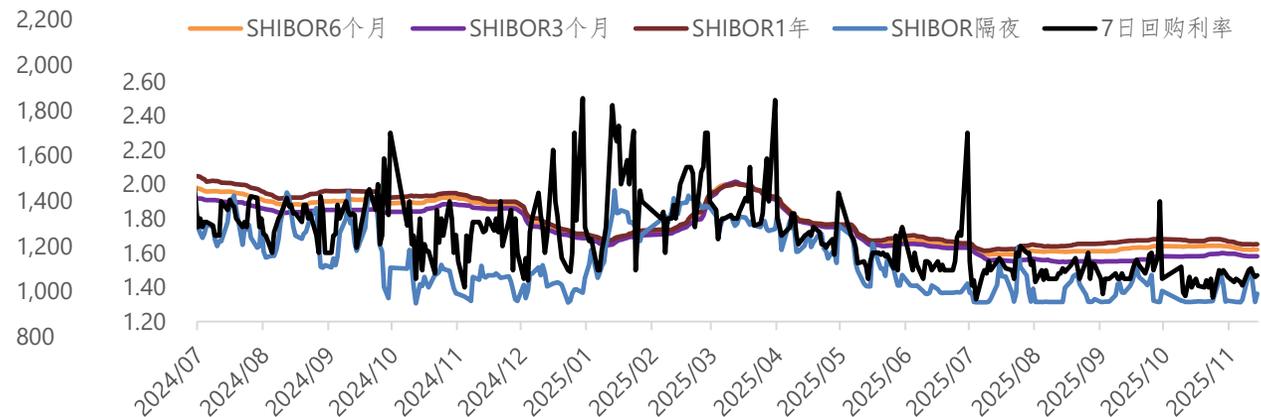
全国商品房成交面积季节性走势图 (单位:万平方米)



国内出口运价指数



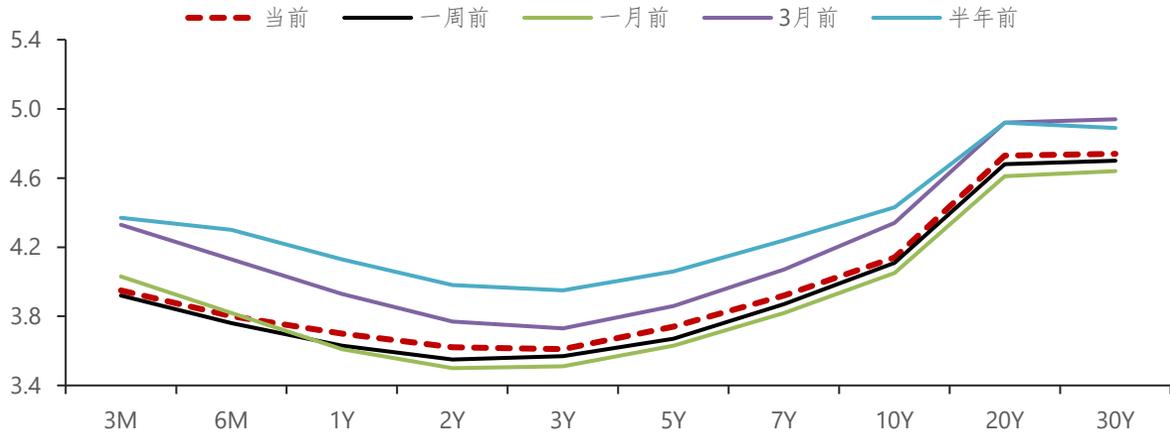
国内货币市场资金利率



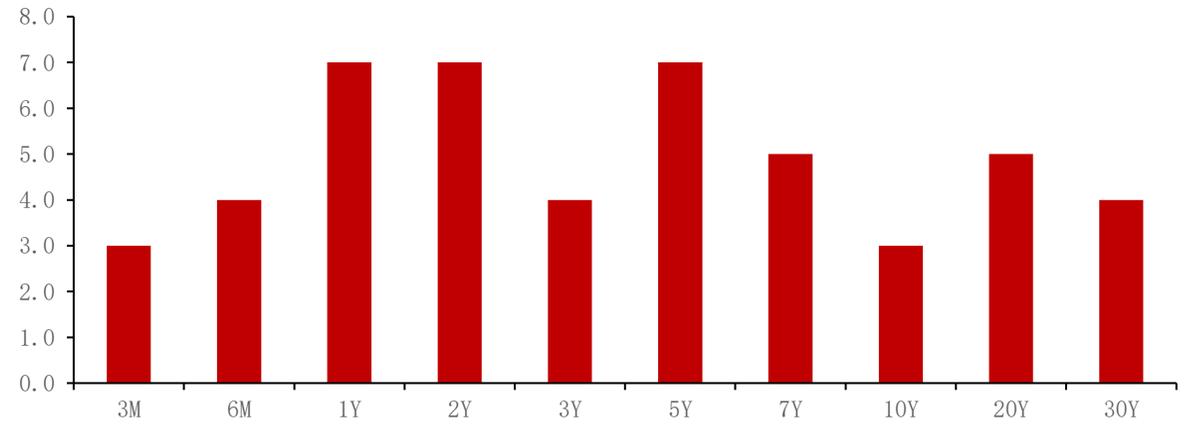
注:数据均来源于Wind、冠通研究

宏观逻辑——美债收益率回升,期限结构熊陡,期限利差变动不大,实际利率反弹,金价反弹后回落

美国国债收益率曲线%



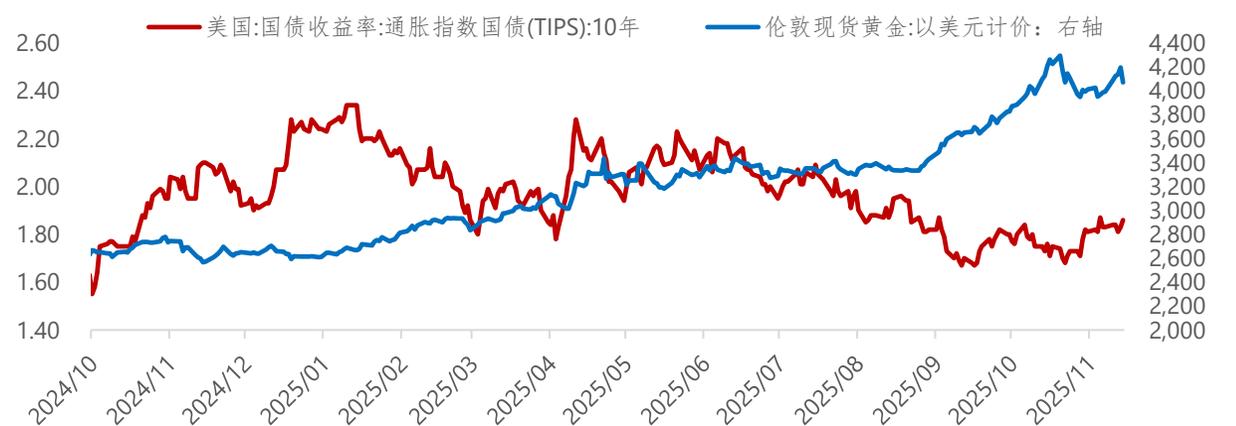
美国国债周收益率变化 (BP)



美国期限利差 (10Y-2Y) %



美债实际收益率与金价



注:数据均来源于Wind、冠通研究

数据追踪——美债利率回升,中美利差回落,通胀预期承压,金融条件宽松,美元小幅回落,人民币稳韧小升

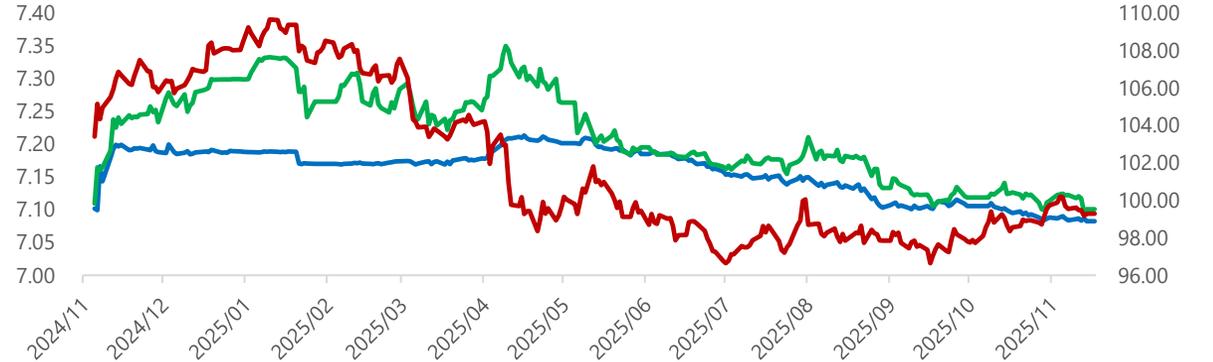
中美利差 (10Y) %

— 美国:国债收益率:10年 — 中美利差10Y: 右轴



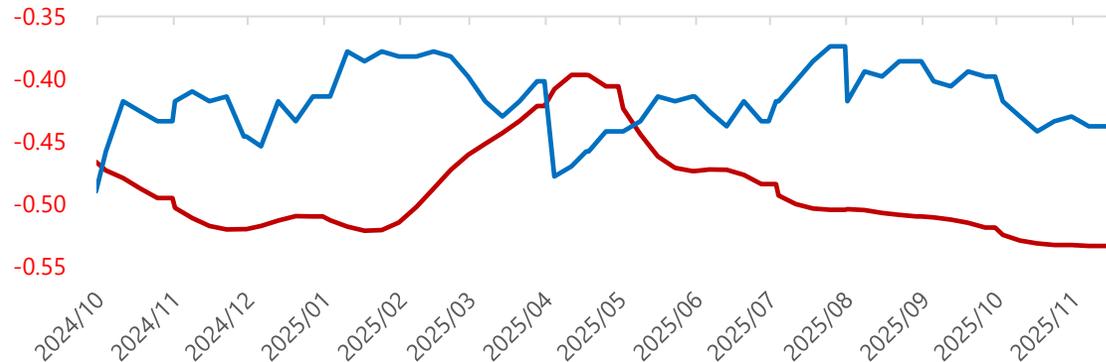
美元指数与人民币汇率

— 中国:中间价:美元兑人民币 — 即期汇率:美元兑人民币 — 美元指数: 右轴



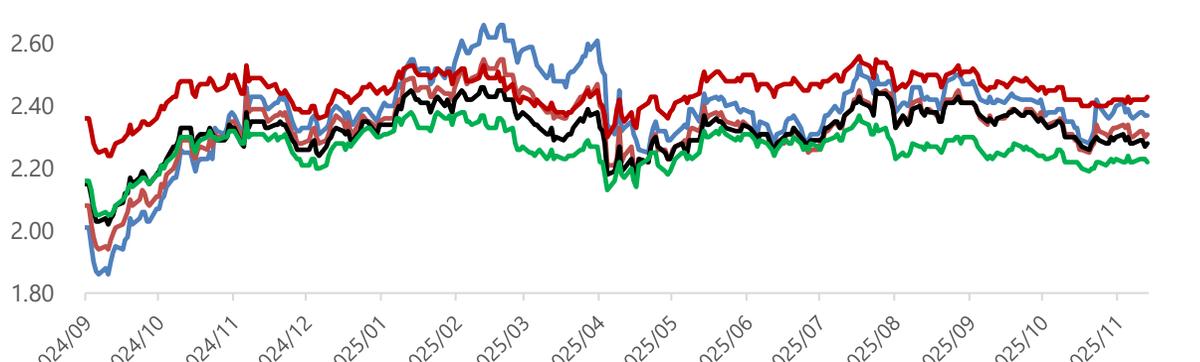
美国:芝加哥联储全国金融状况指数与通胀预期

— 美国:芝加哥联储调整后的全国金融状况指数(周) — 通胀预期: 右轴



美国国债隐含通胀预期近期走势图%

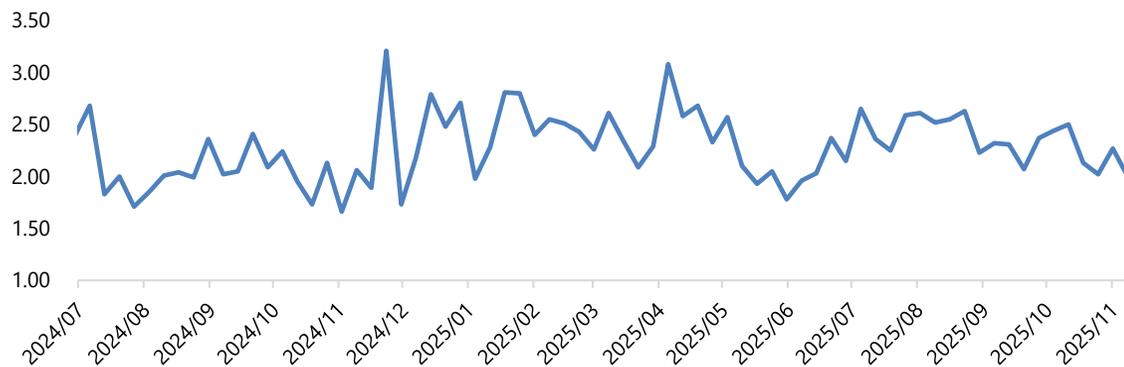
— 通胀预期:5年 — 通胀预期:7年 — 通胀预期:10年 — 通胀预期:20年 — 通胀预期:30年



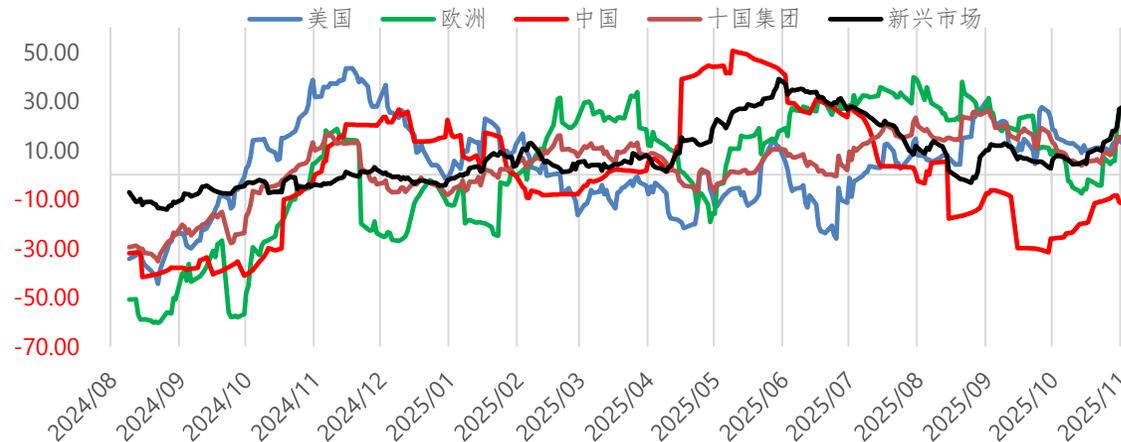
注:数据均来源于Wind、冠通研究

宏观逻辑——美国高频“衰退指标”转弱,花旗经济意外指数分化,美债利差10Y-3M正值震荡。

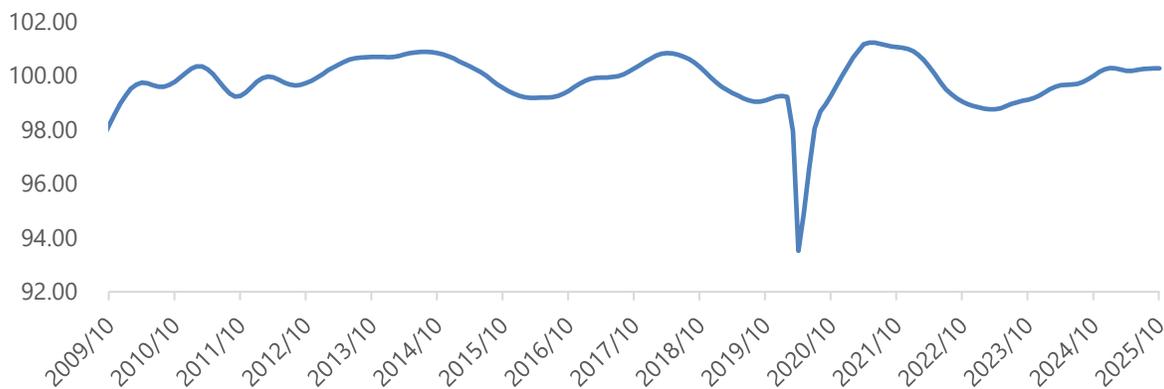
美国:周度经济指数走势图



花旗经济意外指数(%)



OECD综合领先指标:美国



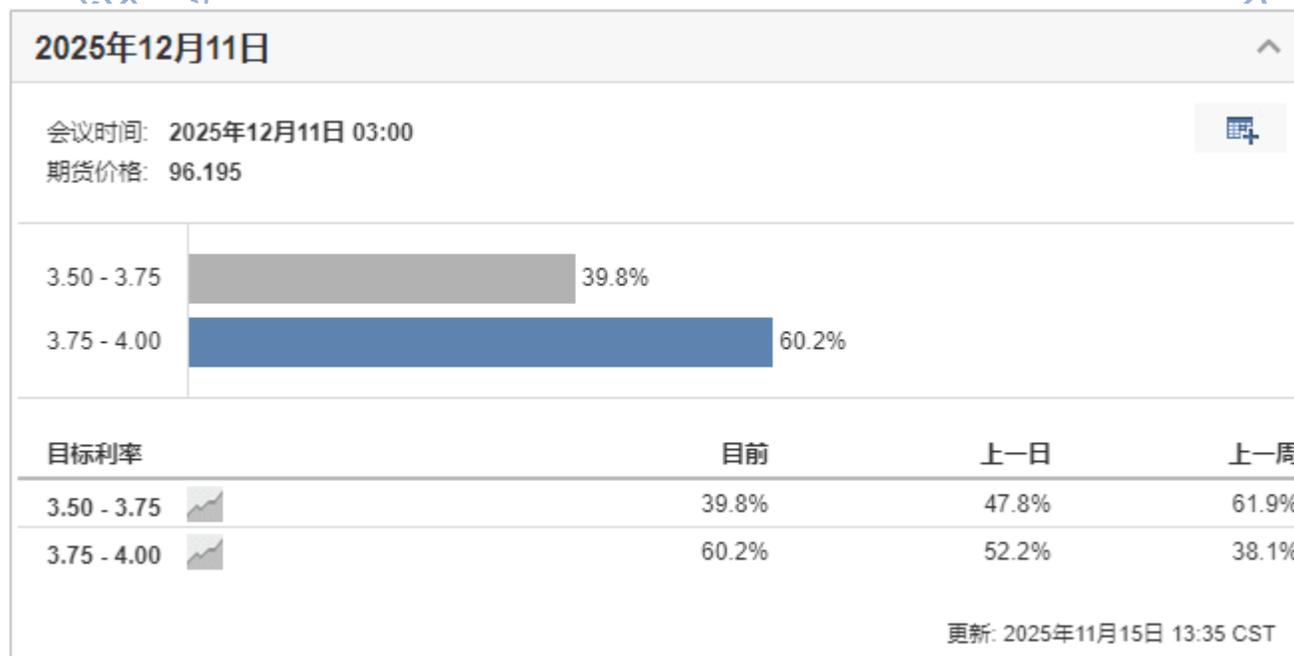
美债10Y-3M利差走势图



美联储降息预期：12月降息预期概率下降

CME的FedWatch工具显示：

美联储12月降息预期概率下降，降息25bp到3.5-3.75%的预期概率为39.8%，明显低于上周的61.9%；而按兵不动维持利率在3.75-4%的预期概率则明显提升。



2025年10月国内宏观数据: 物价小幅回升, 投资增速不及预期

指标	预期差	2025-10F	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	近一年变动趋势
GDP: 当季 (%)	--	--	4.80	--	--	5.20	--	--	5.40	--	--	5.40	--		
GDP: 累计 (%)	--	--	5.20	--	--	5.30	--	--	5.40	--	--	4.98	--		
工业增加值 (%)	↓ -0.62	5.52	4.90	6.50	5.20	5.70	6.80	5.80	6.10	7.70	5.90	--	6.20	5.40	
固定资产投资: 累计 (%)	↓ -0.99	-0.71	-1.70	-0.50	0.50	1.60	2.80	3.70	4.00	4.20	4.10	--	3.20	3.30	
固定资产投资: 制造业: 累计 (%)	↓ -0.74	3.44	2.70	4.00	5.10	6.20	7.50	8.50	8.80	9.10	9.00	--	9.20	9.30	
固定资产投资: 基础设施建设: 累计 (%)	↓ -1.29	2.80	1.51	3.34	5.42	7.29	8.90	10.42	10.85	11.50	9.95	--	9.19	9.39	
固定资产投资: 房地产开发: 累计 (%)	↓ -0.22	-14.48	-14.70	-13.90	-12.90	-12.00	-11.20	-10.70	-10.30	-9.90	-9.80	--	-10.60	-10.40	
社会消费品零售 (%)	↑ 0.17	2.73	2.90	3.00	3.40	3.70	4.80	6.40	5.10	5.90	4.00	--	3.70	3.00	
进口 (%)	↓ -2.86	3.86	1.00	7.40	1.20	4.10	1.10	-3.40	-0.30	-4.30	1.60	-16.30	0.84	-4.03	
出口 (%)	↓ -4.22	3.12	-1.10	8.30	4.30	7.10	5.80	4.70	8.00	12.20	-3.10	5.90	10.67	6.58	
贸易差额(亿美元)	↓ -226.87	1127.57	900.70	904.47	1022.57	979.22	1144.14	1028.90	959.34	1020.21	311.58	1380.40	1051.76	973.26	
中国制造业采购经理指数(PMI)	↓ -1.00	50.00	49.00	49.80	49.40	49.30	49.70	49.50	49.00	50.50	50.20	49.10	50.10	50.30	
中国非制造业采购经理指数	↓ -0.20	50.30	50.10	50.00	50.30	50.10	50.50	50.30	50.40	50.80	50.40	50.20	52.20	50.00	
CPI (%)	↑ 0.24	-0.04	0.20	-0.30	-0.40	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	
PPI (%)	↑ 0.18	-2.28	-2.10	-2.30	-2.90	-3.60	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50	
核心CPI (%)	--	--	1.20	1.00	0.90	0.80	0.70	0.60	0.50	0.50	-0.10	0.60	0.40	0.30	
CPI: 非食品 (%)	--	--	0.90	0.70	0.50	0.30	0.10	0.00	0.00	0.20	-0.10	0.50	0.20	0.00	
M1 (%)	↓ -0.35	6.55	6.20	7.20	6.00	5.60	4.60	2.30	1.50	1.60	0.10	0.40	1.20	-0.70	
M2 (%)	↑ 0.16	8.04	8.20	8.40	8.80	8.80	8.30	7.90	8.00	7.00	7.00	7.00	7.30	7.10	
人民币贷款: 新增(亿元)	↓ -2399.82	4599.82	2200.00	12900.00	5900.00	-500.00	22400.00	6200.00	2800.00	36400.00	10100.00	51300.00	9900.00	5800.00	
人民币贷款 (%)	↓ -0.07	6.57	6.50	6.60	6.80	6.90	7.10	7.10	7.20	7.40	7.30	7.50	7.60	7.70	
社会融资规模: 新增(亿元)	↓ -7134.00	15284.00	8150.00	35296.00	25660.00	11307.00	42251.00	22899.00	11599.00	58961.00	22331.00	70546.00	28537.00	23288.00	
社会融资规模存量 (%)	↓ -0.11	8.61	8.50	8.70	8.80	9.00	8.90	8.70	8.70	8.40	8.20	8.00	8.00	7.80	

本周关注

- 周一（11月17日）： 加拿大10月CPI月率、美国11月纽约联储制造业指数
- 周二（11月18日）： 美国10月进口物价指数月率、美国10月工业产出月率、美国11月NAHB房产市场指数、明尼阿波利斯联储主席卡什卡利主持一场炉边谈话、澳洲联储公布11月货币政策会议纪要、沙特王储穆罕默德访问白宫与美国总统特朗普会晤
- 周三（11月19日）： 美国至11月14日当周API原油库存、英国10月CPI月率、欧元区10月CPI年率终值、美国10月新屋开工总数年化、美国至11月14日当周EIA原油库存、美国至11月14日当周EIA俄克拉荷马州库欣原油库存
- 周四（11月20日）： 中国10月Swift人民币在全球支付中占比、中国至11月20日一年期贷款市场报价利率、德国10月PPI月率、瑞士10月贸易帐、美国至11月15日当周初请失业金人数、美国11月费城联储制造业指数、欧元区11月消费者信心指数初值、美国10月成屋销售总数年化、美国10月谘商会领先指标月率、美国至11月14日当周EIA天然气库存、美联储公布货币政策会议纪要、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话、9月份非农就业数据
- 周五（11月21日）： 日本10月核心CPI年率、英国11月Gfk消费者信心指数、英国11月制造业PMI初值、加拿大9月零售销售月率、美国11月标普全球制造业PMI初值、美国11月密歇根大学消费者信心指数终值、美国11月一年期通胀率预期终值、芝加哥联储主席古尔斯比发表讲话、费城联储主席保尔森就经济前景发表讲话、欧洲央行行长拉加德发表讲话、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话

分析师介绍：

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，国家企业培训师、上期所优秀宏观分析师，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展金融期货培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

期货从业资格证书编号：F0235424期货交易咨询资格编号：Z0000771

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356618

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

注:本报告中宏观经济资讯与资本市场信息，来源于国家统计局、万得资讯、华尔街见闻、财联社、美联储、IMF等机构与财经媒体。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢