



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行而冠 逢底得人则通

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24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.gtfutures.com.cn

市场综述

最近，AI泡沫的争议加剧，英伟达财报牵动全球的神经，~~风险资产~~价格波动剧烈悉数回调。超预期的英伟达财报与姗姗来迟的美国非农就业数据均难安抚市场的焦虑，美联储官员鹰派言论弱化12月降息预期，打压投资者风险偏好，比特币与美股联袂从高位快速回落，波动率VIX指数大幅抬升。全球股市与大宗商品悉数收跌，A股承压大幅下挫，BDI指数逆势上扬，美元指数强势走高，非美货币多数走贬，日元贬值幅度居前。大宗商品多数收跌，贵金属与有色双双走低，油价延续弱势。

国内债市涨跌互现近强远弱、股指全线大跌，商品大类板块除了谷物板块悉数收跌；股市多数收跌，成长型风格表现更弱，上证50表现相对抗跌；国内商品大类板块除了谷物板块悉数收跌，Wind商品指数周度涨跌幅-4.55%，10个商品大类板块指数中1个收涨9个收跌。具体商品大类表现来看，商品期货整体弱势，风格上延续着农强工弱的格局，谷物板块逆势收涨之外，其他所有商品大类板块悉数收跌，农副产品、有色、贵金属与非金属建材板块的跌幅居前。

期市资金面来看，商品期货市场资金整体大幅流出；资金流入板块上，软商品、谷物和能源板块较为明显；资金流出的板块上，有色、贵金属和非金属建材板块资金的大幅流出最为明显值得注意。

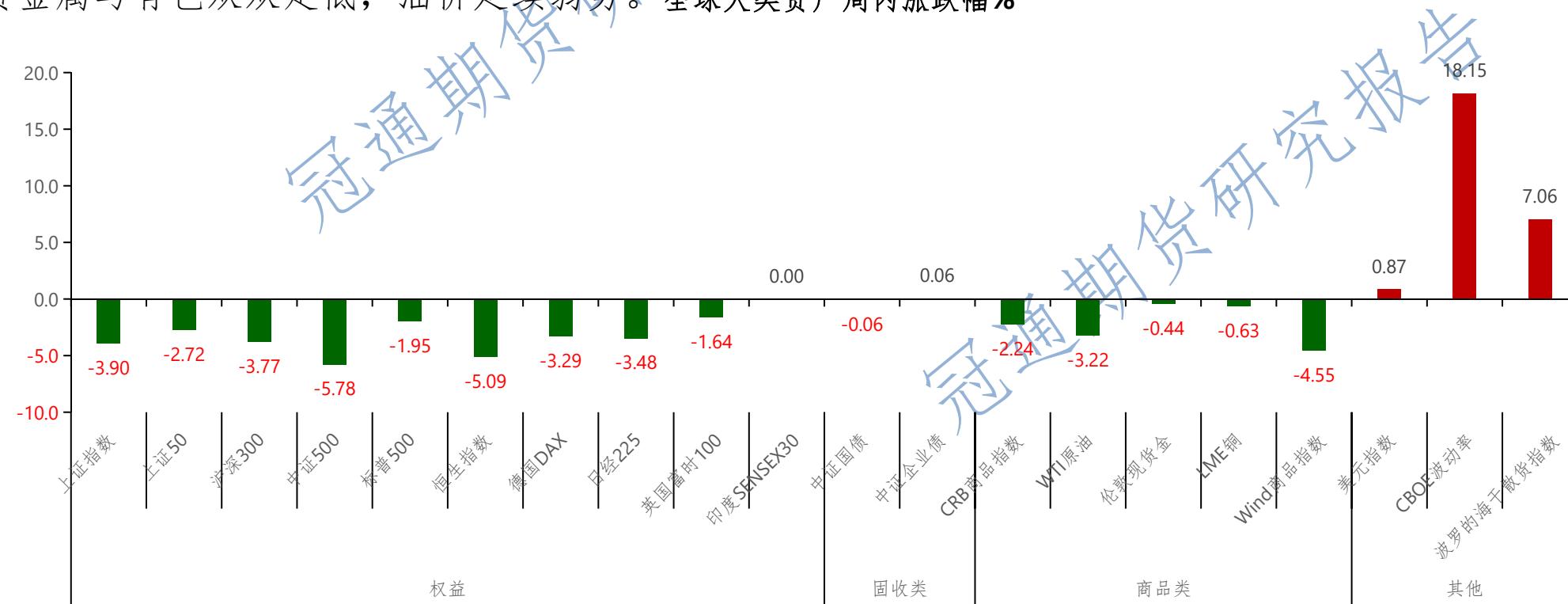
商品波动率来看，国际CRB商品指数的波动率变动不大，国内的Wind商品指数与南华商品指数的波动率联袂上扬；分板块来看，商品期货大类板块的波动率多数上升，油脂油料和化工板块逆势降波，贵金属、农副产品和有色板块的升波最为明显。

CME的FedWatch工具显示：美联储12月降息预期概率抬升，降息25bp到3.5-3.75%的预期概率为67.3%，明显低于上周的39.8%；而按兵不动维持利率在3.75-4%的预期概率则明显下降。

近期，期货市场风格切换价格明显回调，其背后同样是遭受着AI泡沫化争议的扰动。海外市场忐忑中迎接美国政府开门后多个重磅数据的出炉，美联储降息预期的弱化，AI科技股泡沫的争议；国内，受到海外市场动荡的影响，科技股行情的阶段性落袋为安，但对未来市场仍不悲观，继而转向相对低估的周期股，叠加商品市场供给端的“传闻”，强化了反内卷行情重新演绎，并形成股期联动效应。近期的反内卷行情主角为“碳酸锂”，源于其供给+需求的双轮驱动，兼具反内卷的周期性+AI的科技性双重特征，反内卷带来的供给端的下降，同时，AI投资特别是储能需求增速的超预期点燃了市场的投资热情。因此，在行情走势特征上，表现出国内外的联动性增强，碳酸锂的走势受到海外科技股行情走势的影响。

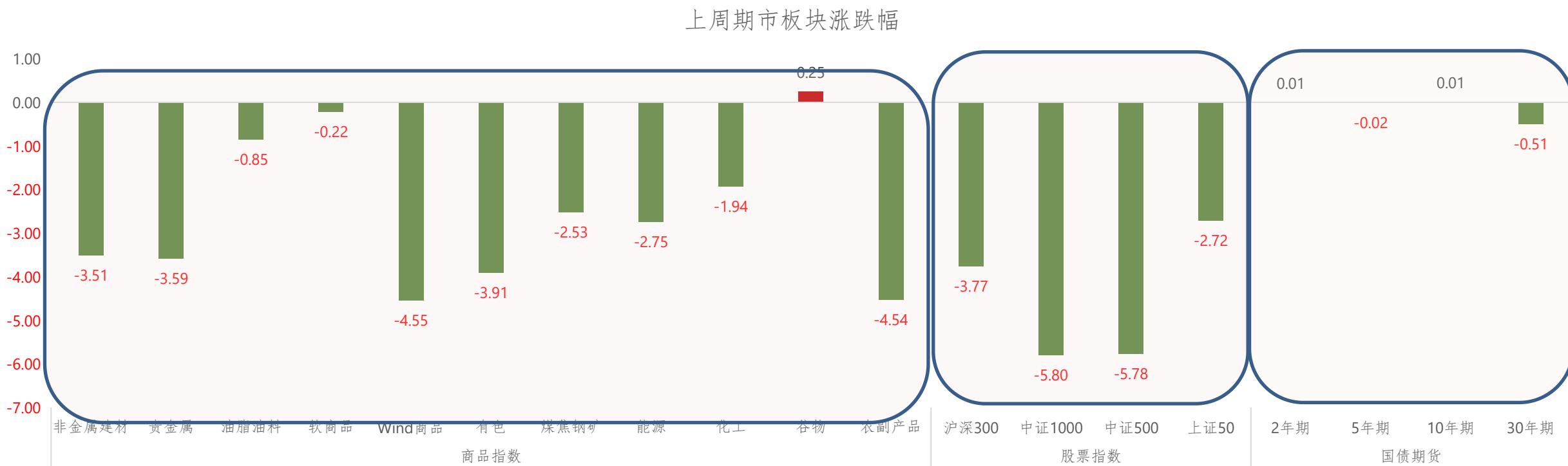
大类资产

最近，AI泡沫的争议加剧，英伟达财报牵动全球的神经，风险资产价格波动剧烈悉数回调。超预期的英伟达财报与姗姗来迟的美国非农就业数据均难安抚市场的焦虑，美联储官员鹰派言论弱化12月降息预期，打压投资者风险偏好，比特币与美股联袂从高位快速回落，波动率VIX指数大幅抬升。全球股市与大宗商品悉数收跌，A股承压大幅下挫，BDI指数逆势上扬，美元指数强势走高，非美货币多数走贬，日元贬值幅度居前。大宗商品多数收跌，贵金属与有色双双走低，油价延续弱势。全球大类资产周内涨跌幅%



板块速递

- 国内债市涨跌互现近强远弱、股指全线大跌，商品大类板块除了谷物板块悉数收跌；
- 股市多数收跌，成长型风格表现更弱，上证50表现相对抗跌；
- 国内商品大类板块除了谷物板块悉数收跌，Wind商品指数周度涨跌幅-4.55%，10个商品大类板块指数中1个收涨9个收跌。具体商品大类表现来看，商品期货整体弱势，风格上延续着农强工弱的格局，谷物板块逆势收涨之外，其他所有商品大类板块悉数收跌，农副产品、有色、贵金属与非金属建材板块的跌幅居前。



资金流向

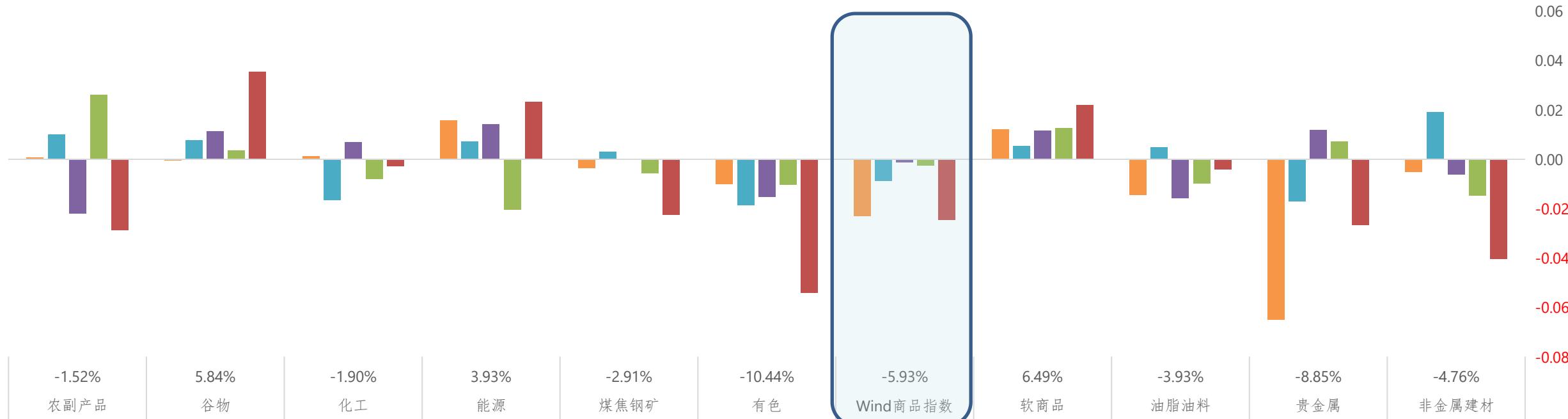
上周，商品期货市场资金整体大幅流出；

资金流入板块上，软商品、谷物和能源板块较为明显；

资金流出的板块上，有色、贵金属和非金属建材板块资金的大幅流出最为明显值得注意。

近一周商品期货板块资金变动率 (%)

■ 2025-11-21 ■ 2025-11-20 ■ 2025-11-19 ■ 2025-11-18 ■ 2025-11-17

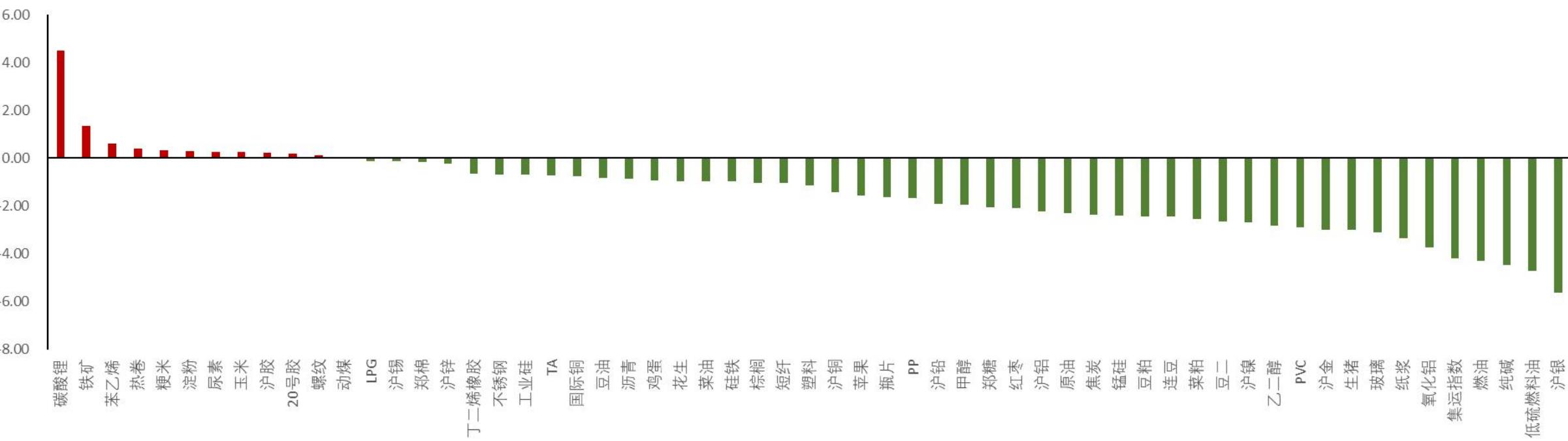




品种表现

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**碳酸锂、铁矿与苯乙烯**；跌幅居前的商品期货品种为**沪银、低硫燃料油和纯碱**。

上周商品期货品种涨跌幅 (%)



市场情绪

上周，从量价配合的角度来看：

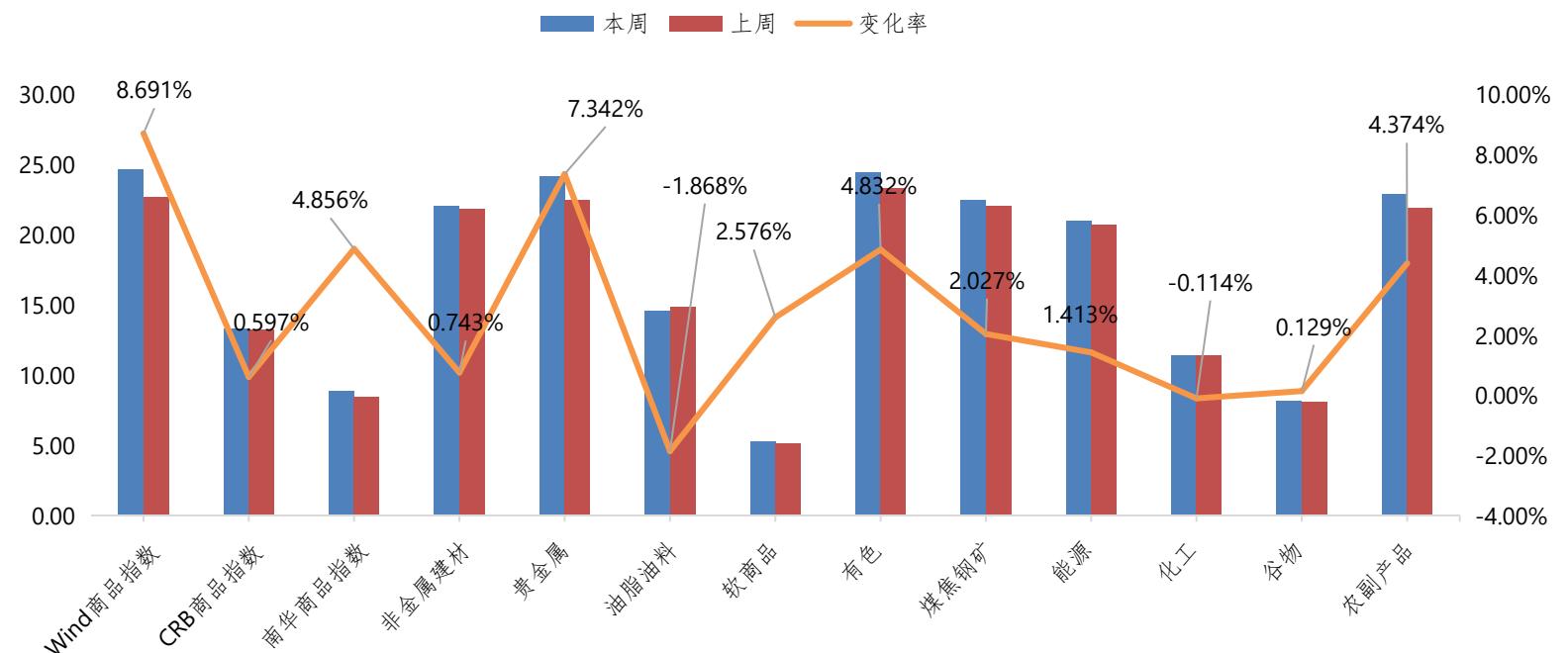
- 出现明显增仓上行的商品期货品种很少，值得关注的是玉米；
- 出现明显增仓下行的商品期货品种很多，值得关注的是纸浆、燃油和塑料。
- 值得重点关注！



波动特征

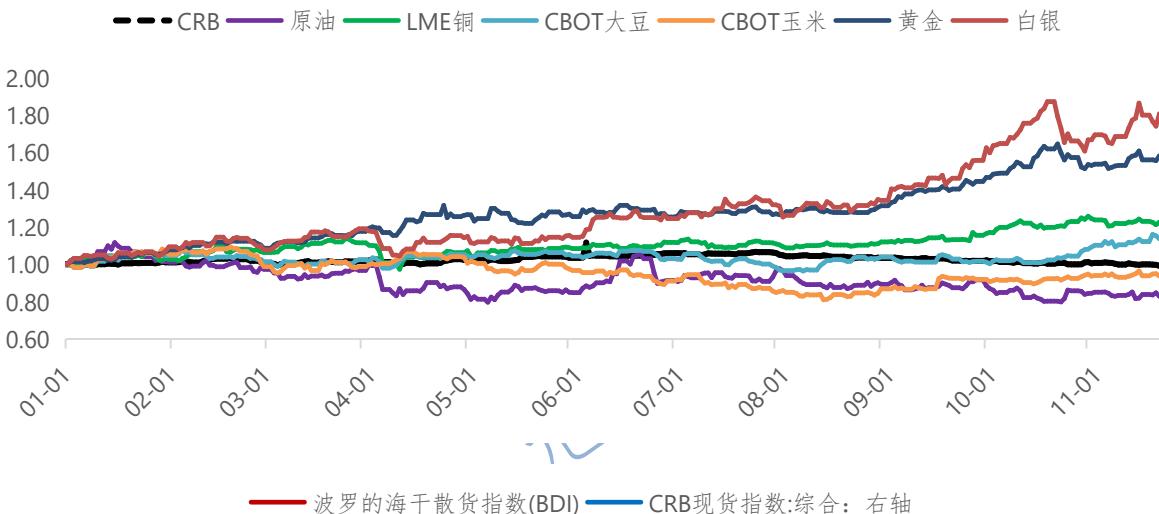
上周，国际CRB商品指数的波动率变动不大，国内的Wind商品指数与南华商品指数的波动率联袂上扬；分板块来看，商品期货大类板块的波动率多数上升，油脂油料和化工板块逆势降波，贵金属、农副产品和有色板块的升波最为明显。

近一周商品指数波动率变动

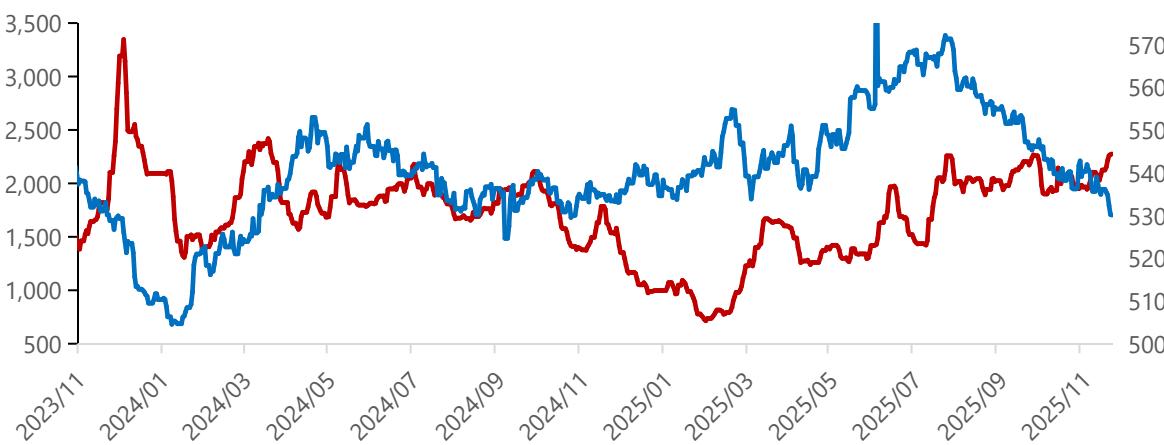
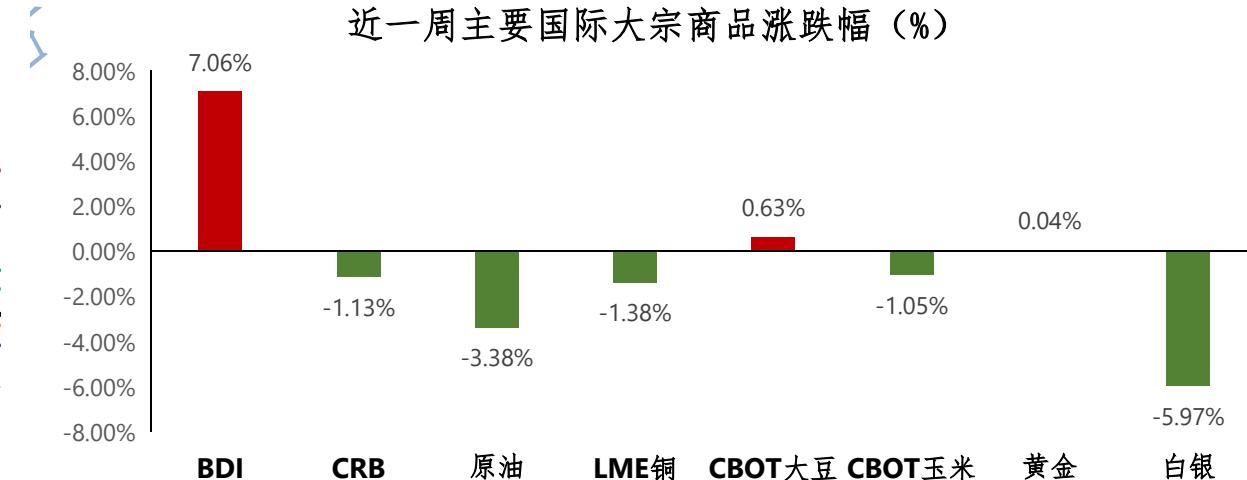


数据追踪——国际主要商品普遍收跌，BDI上涨，CRB下挫，大豆涨玉米跌，铜油金银全线收跌，金银比明显反弹

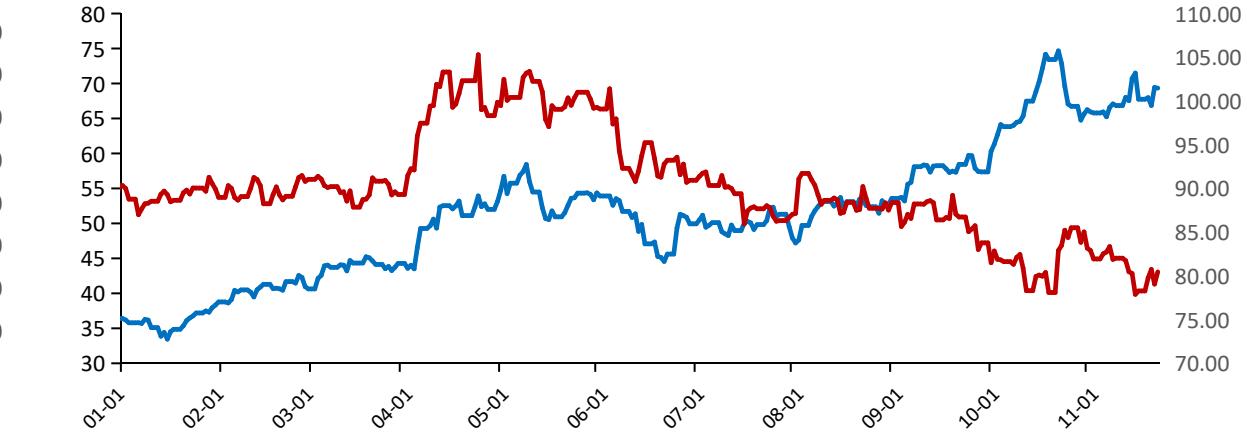
国际主要大宗商品2025年内收益表现



近一周主要国际大宗商品涨跌幅 (%)



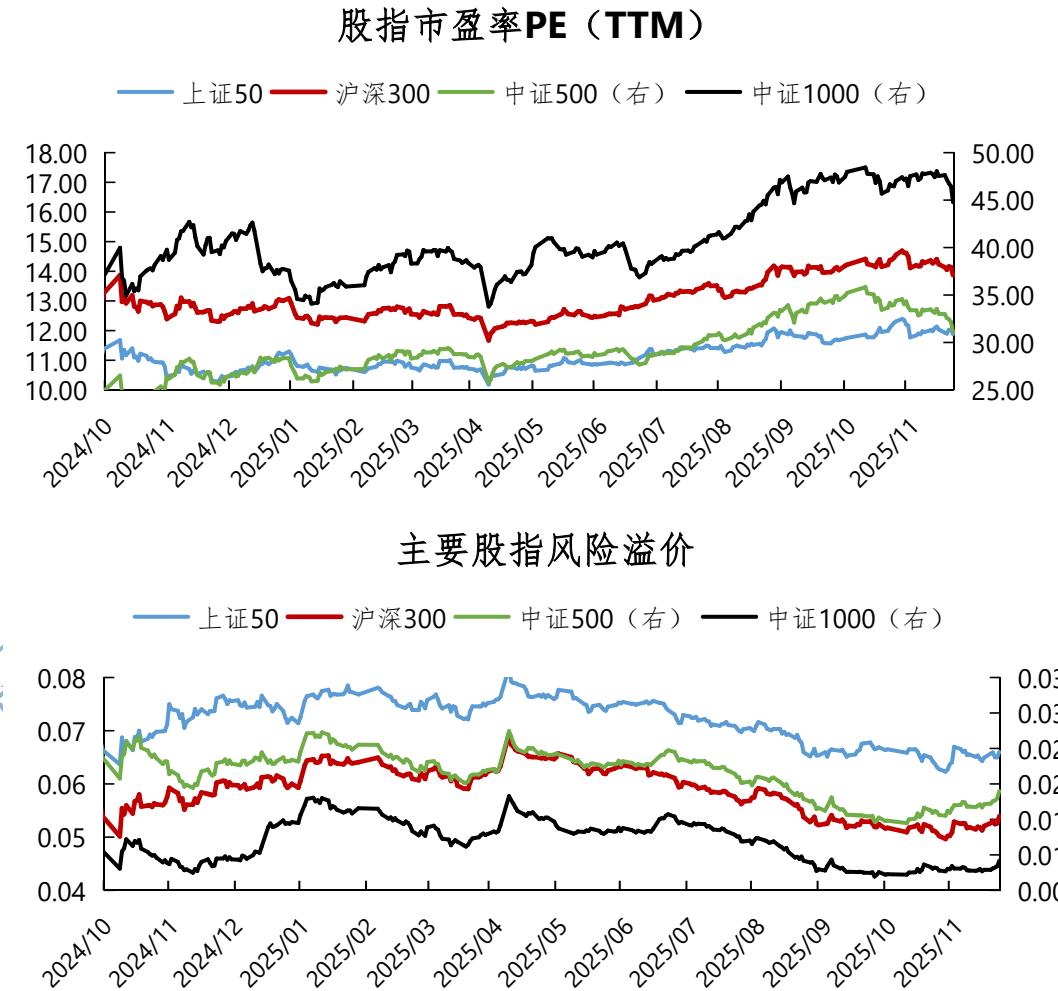
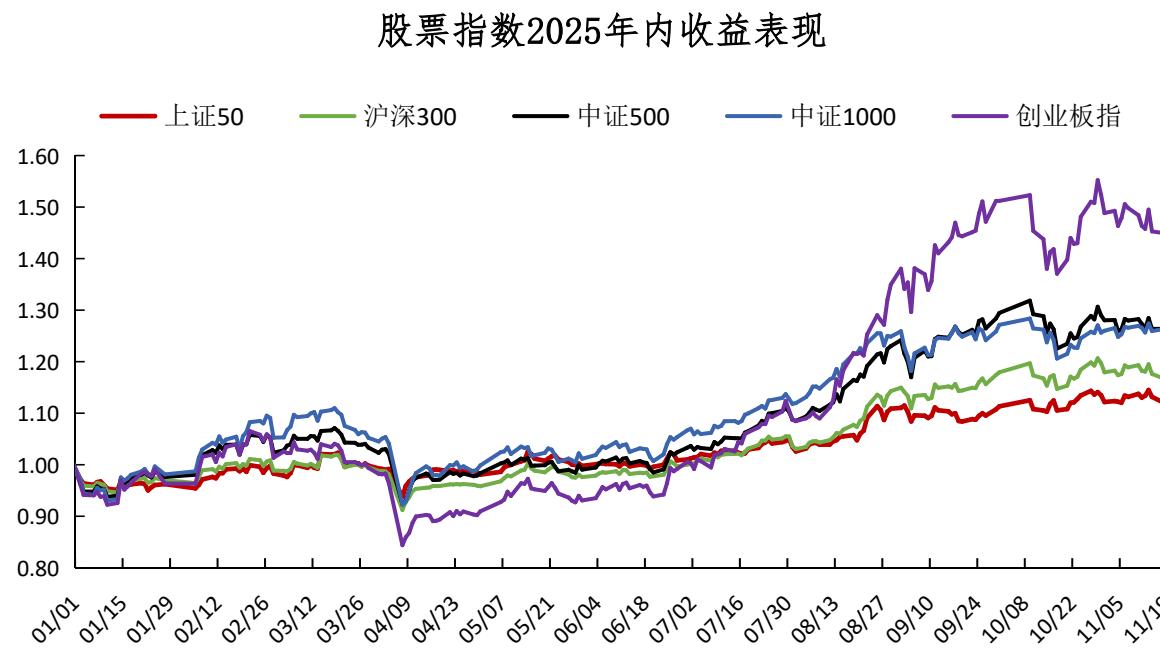
金油比 —— 金银比：右轴





宏观逻辑—股指大幅回落，估值下行，风险溢价ERP有所上涨

- 上一周，国内四大股指大幅回落全线收跌，风格上看，价值股表现抗跌，成长型股指相对偏弱；
- 股指的估值下行，风险溢价ERP有所上涨。

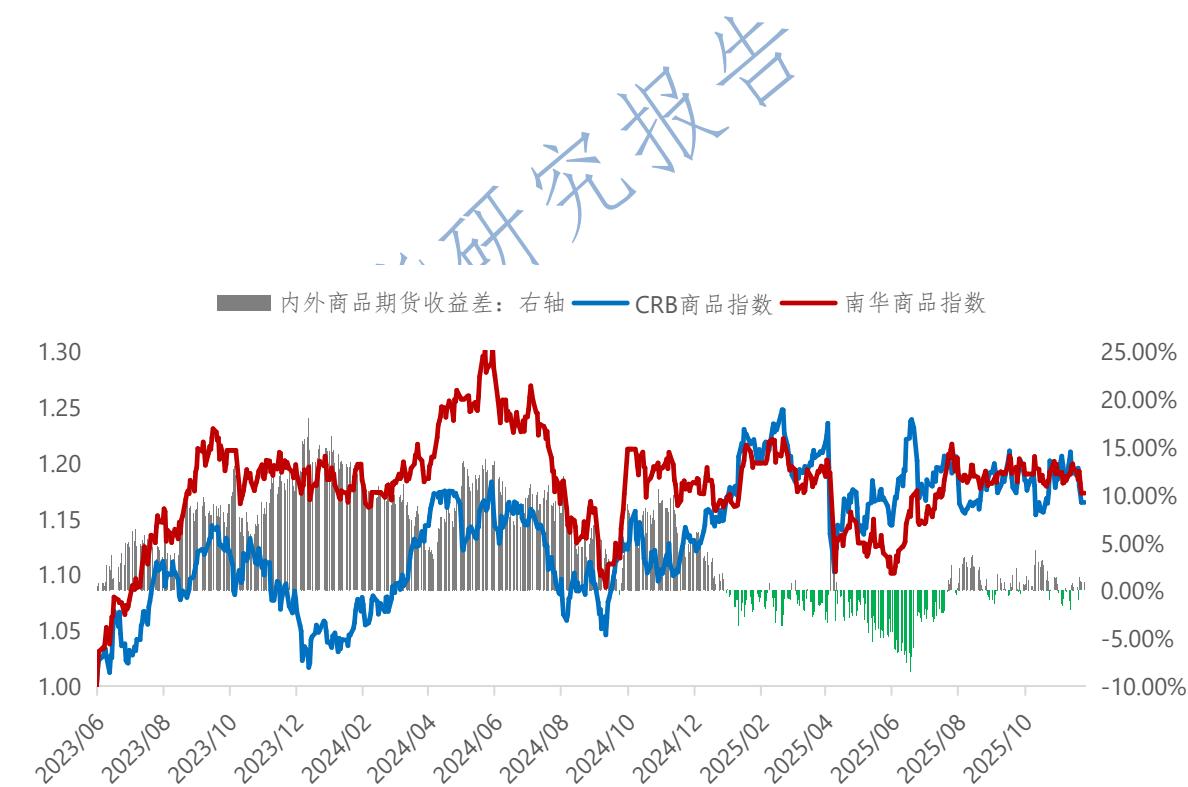
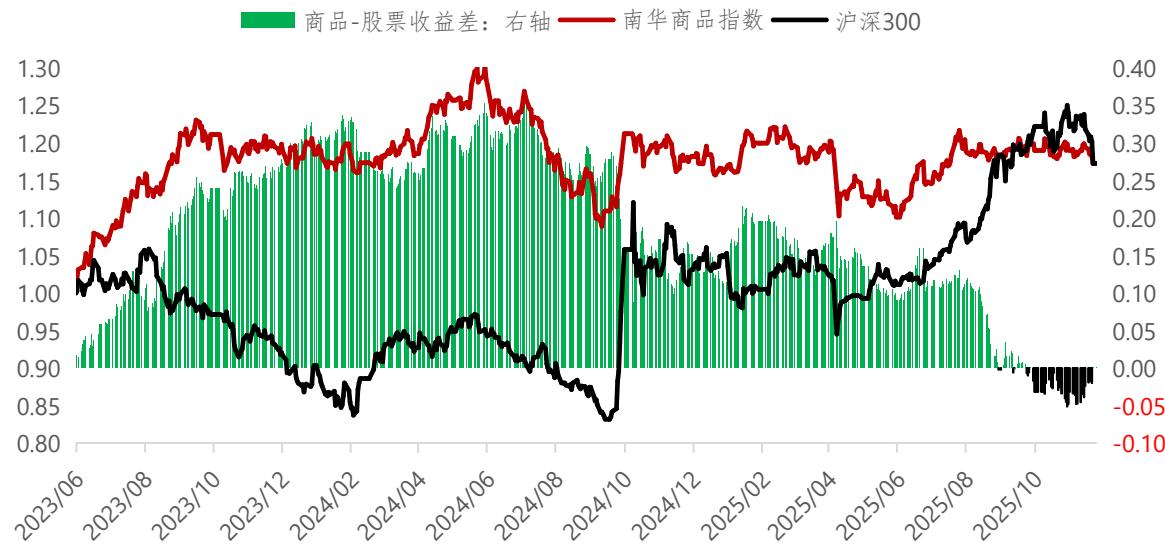


宏观逻辑—大宗商品价格指数明显回落，通胀预期承压下行



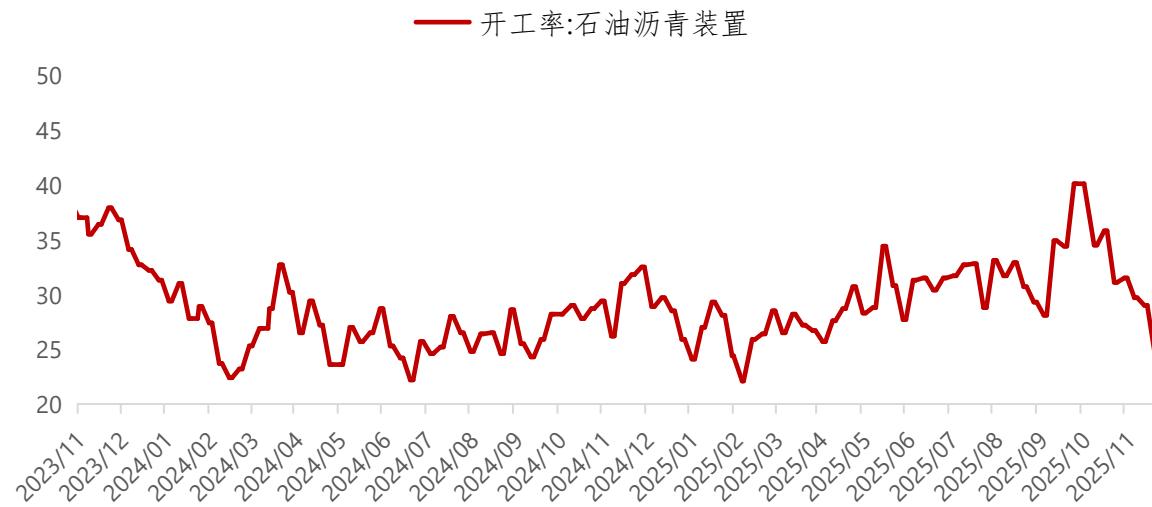
股市与商品的“资金跷跷板”效应与商品的内外盘价差

- 上一周，股市大幅回落，商品联袂下行，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商品指数均明显下行，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。

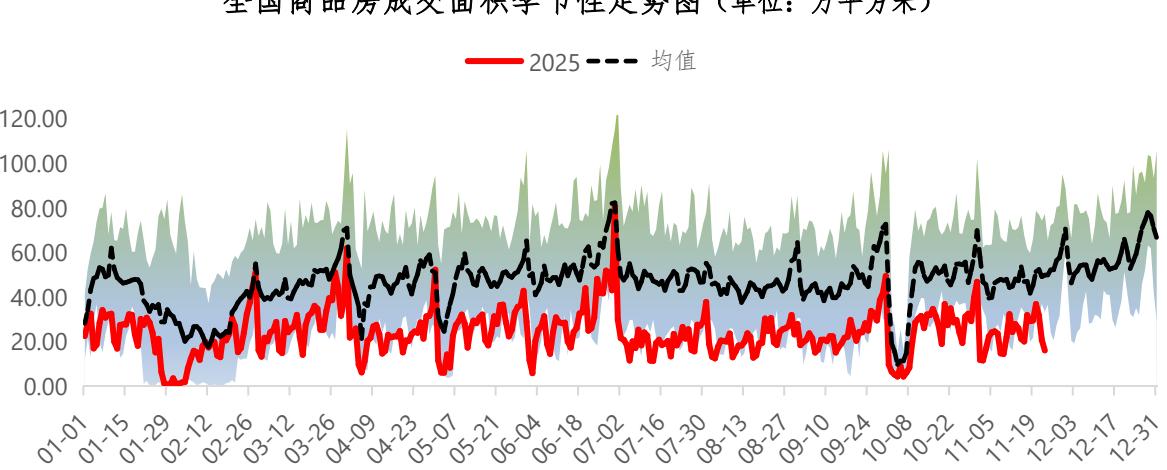




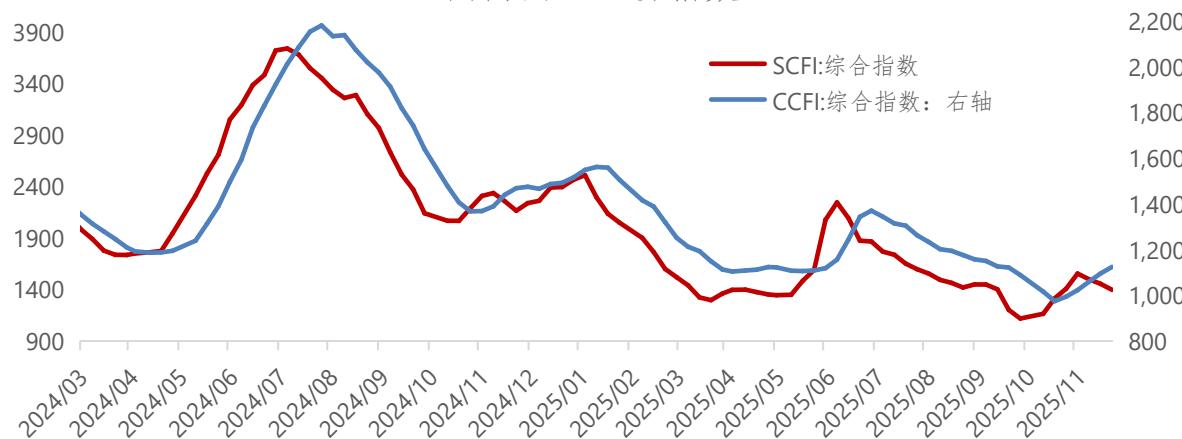
数据追踪—沥青开工率大幅回落，地产销售弱势探底，运价分化加剧，短期资金利率震荡下行



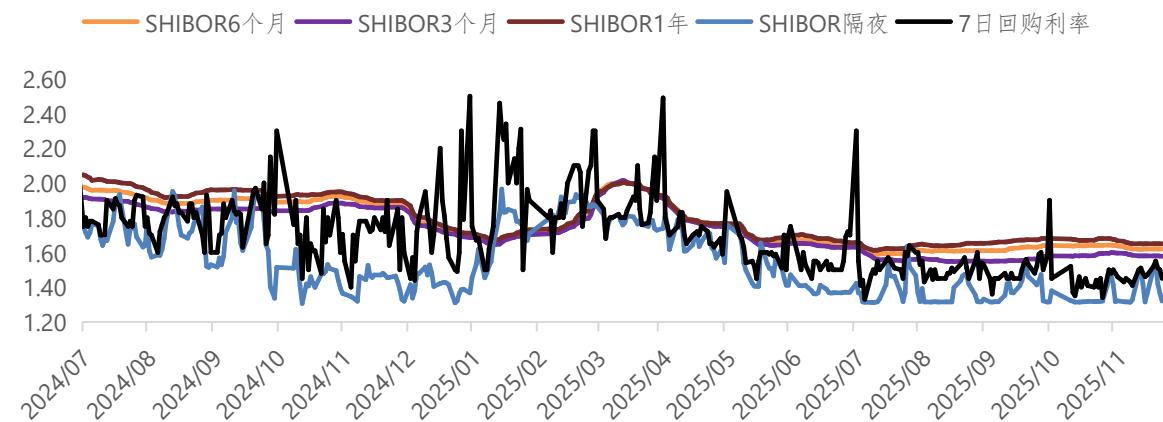
全国商品房成交面积季节性走势图（单位：万平方米）



国内出口运价指数

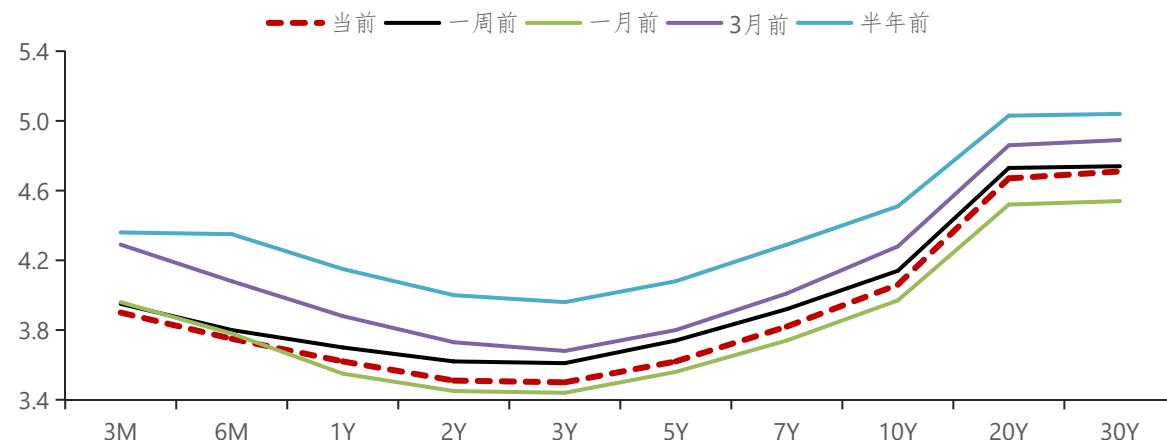


国内货币市场资金利率

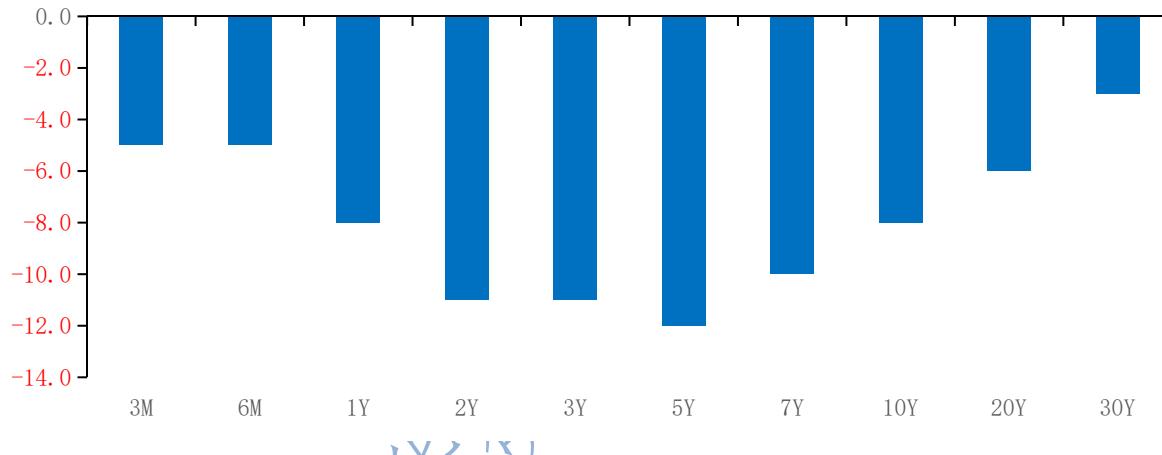


宏观逻辑—美债收益率走跌，期限结构牛平，期限利差变动不大，实际利率与金价联袂下挫

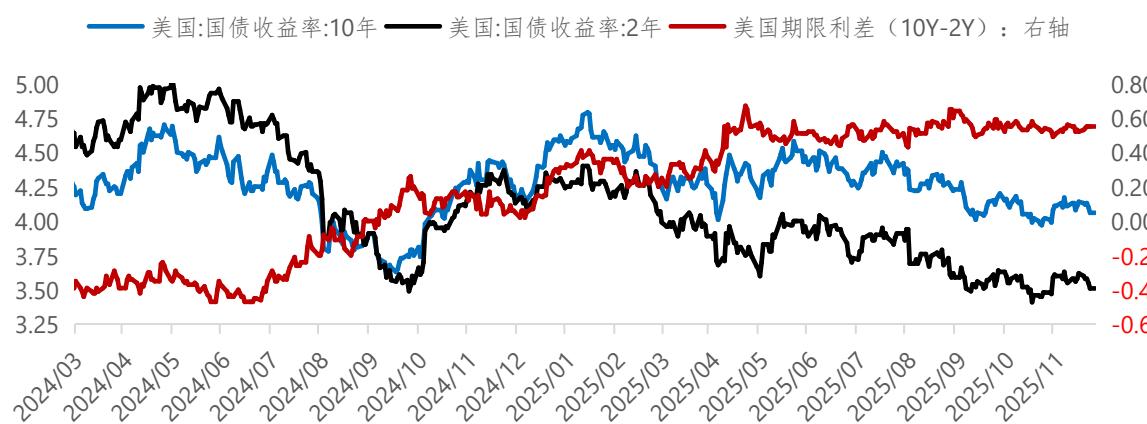
美国国债收益率曲线%



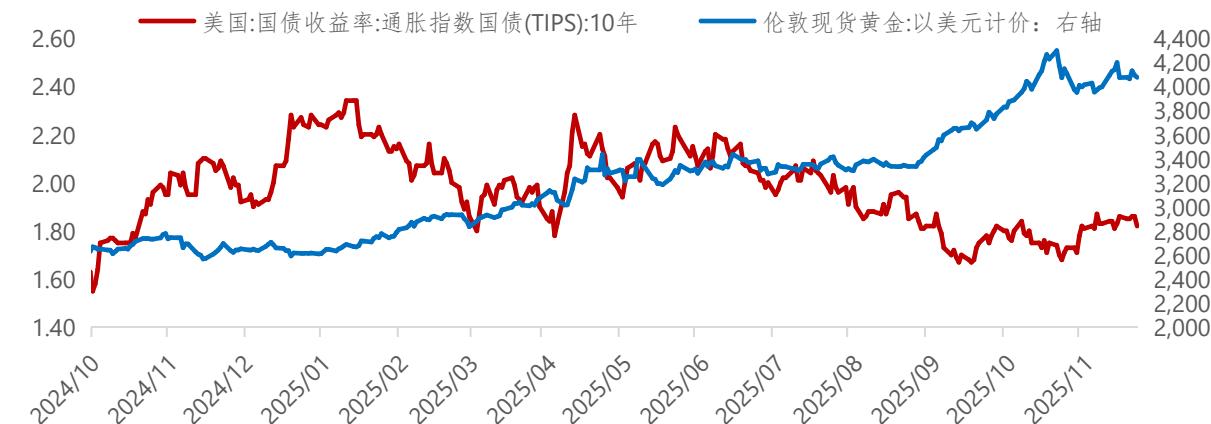
美国国债周收益率变化 (BP)



美国期限利差 (10Y-2Y) %

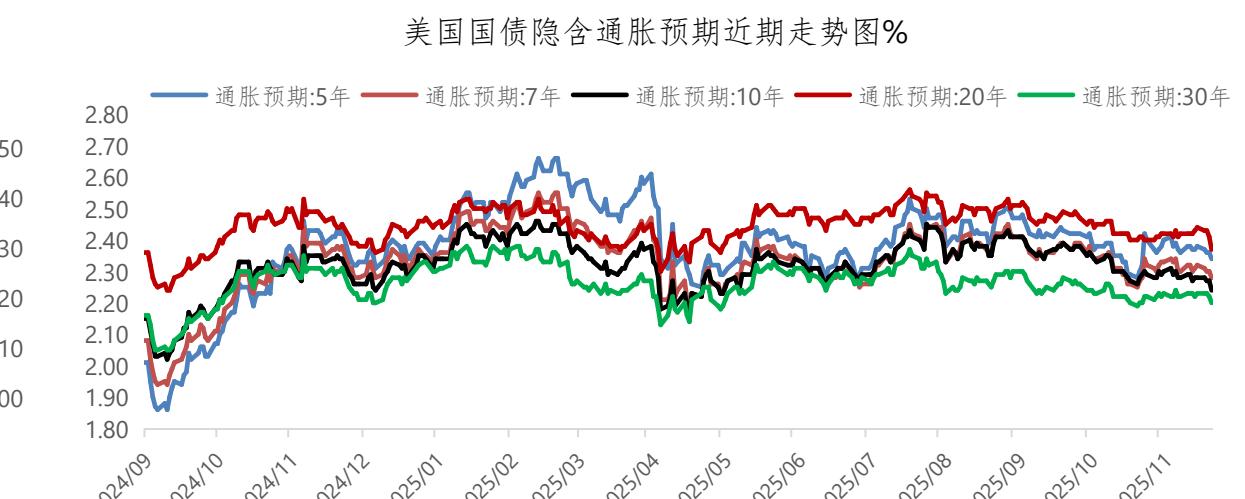
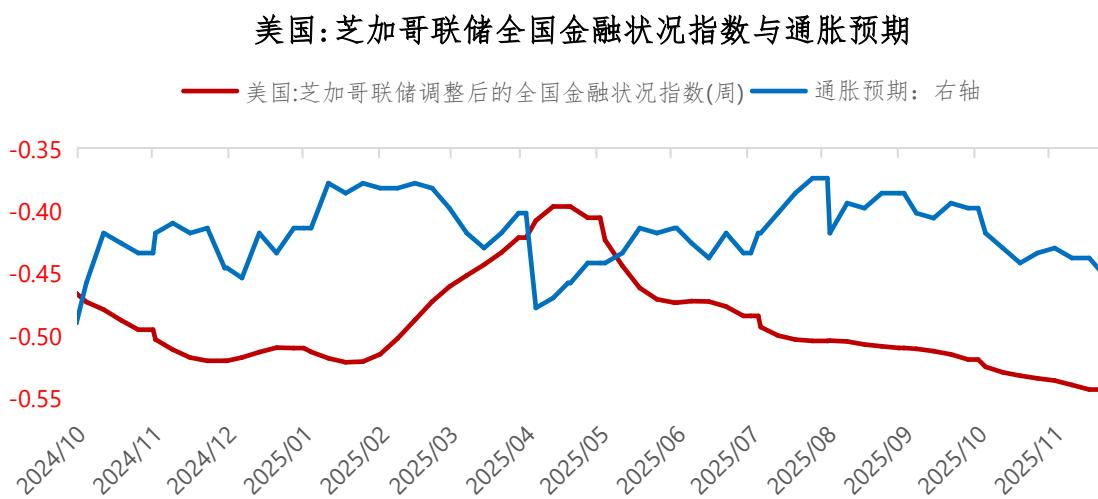
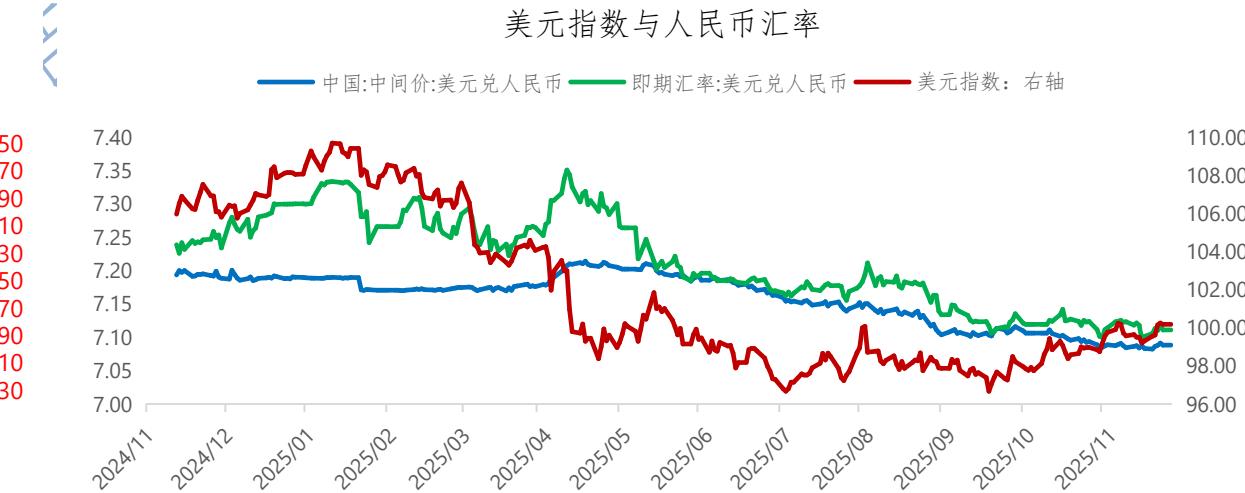
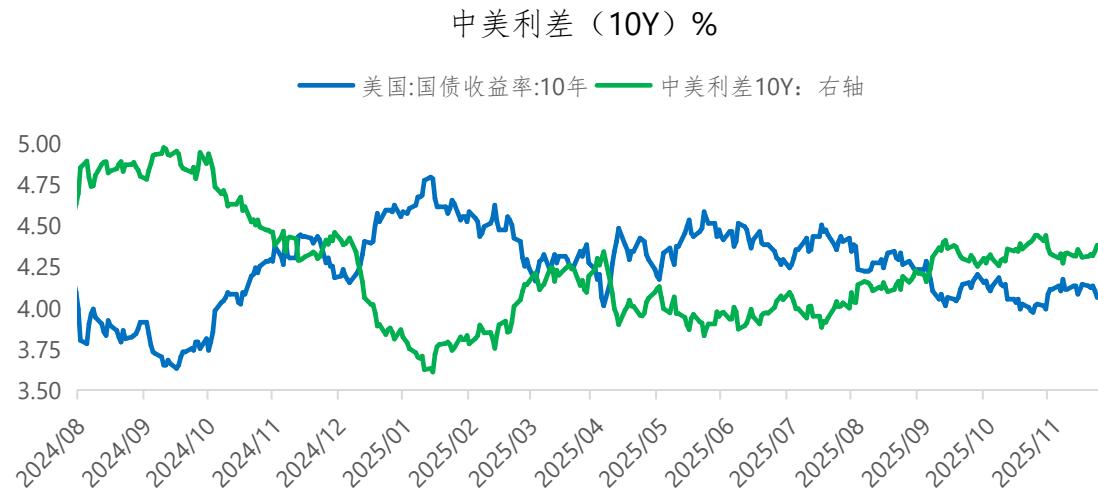


美债实际收益率与金价



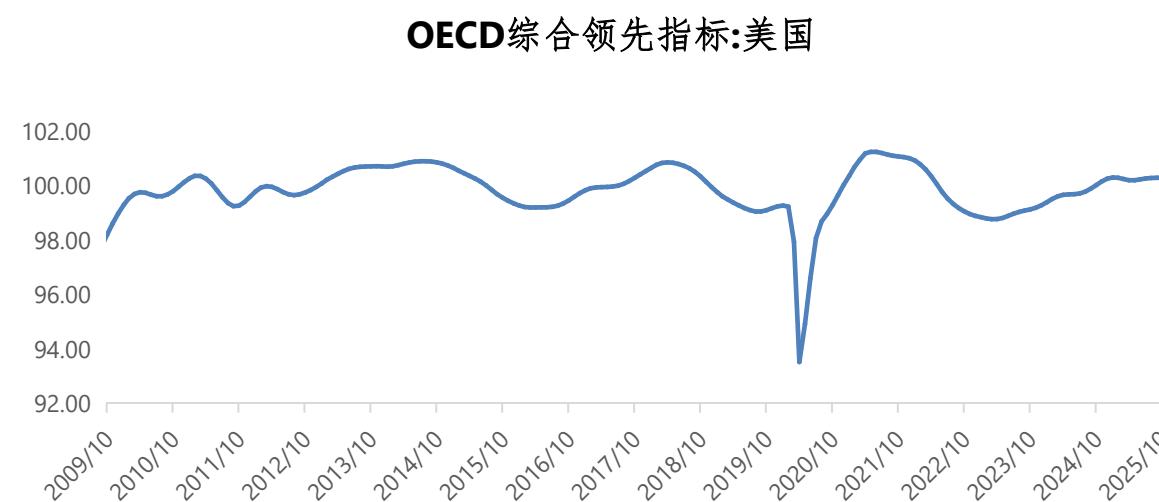
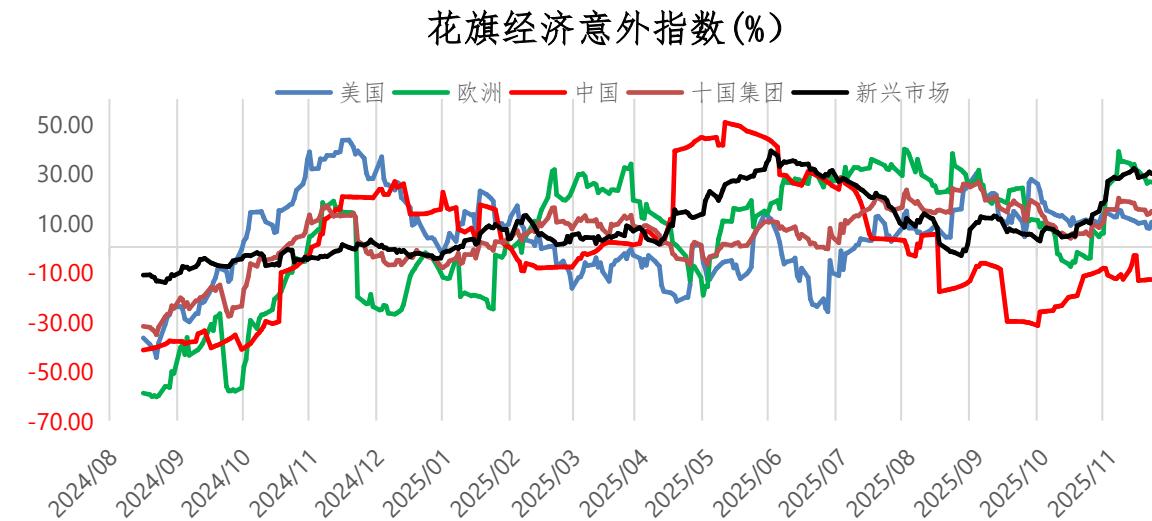
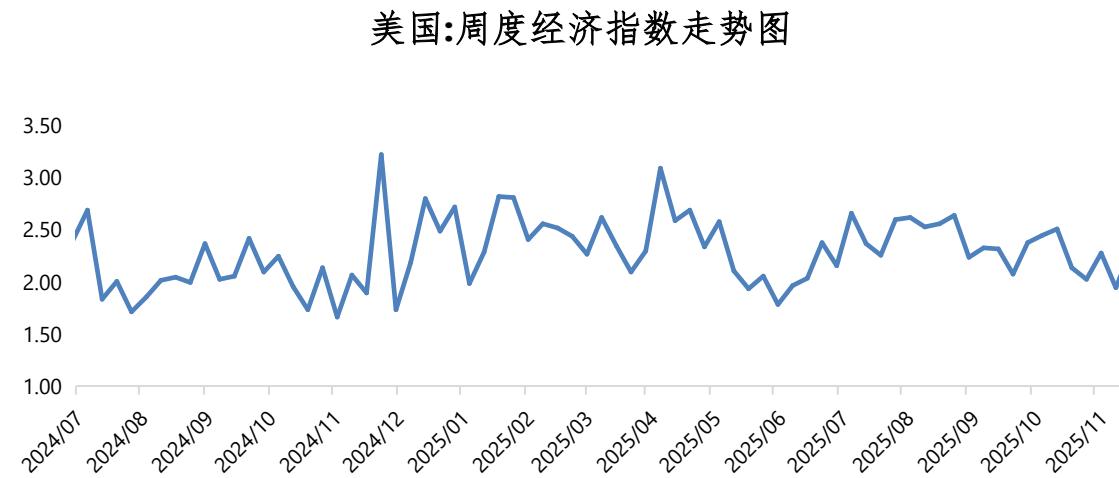
注：数据均来源于Wind、冠通研究

数据追踪—美债利率下行，中美利差反弹，通胀预期承压，金融条件宽松，美元小幅反弹，人民币承压走贬





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

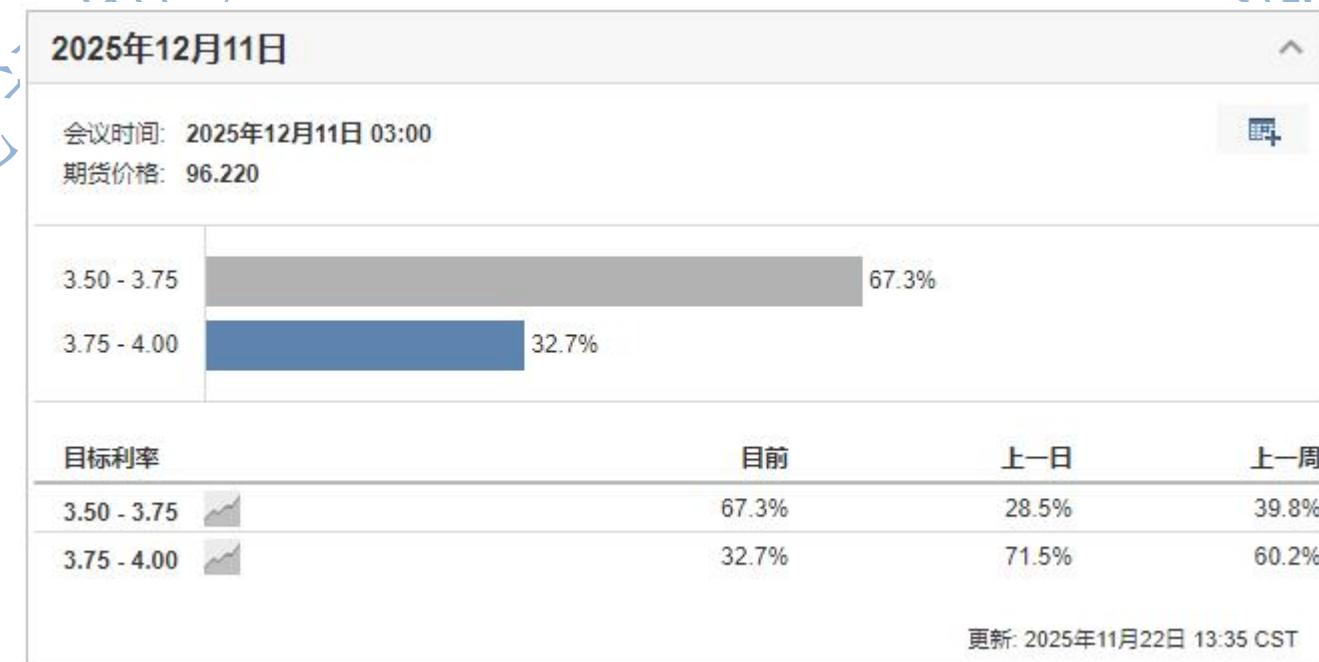


注：数据均来源于Wind、冠通研究

美联储降息预期：12月降息预期概率抬升

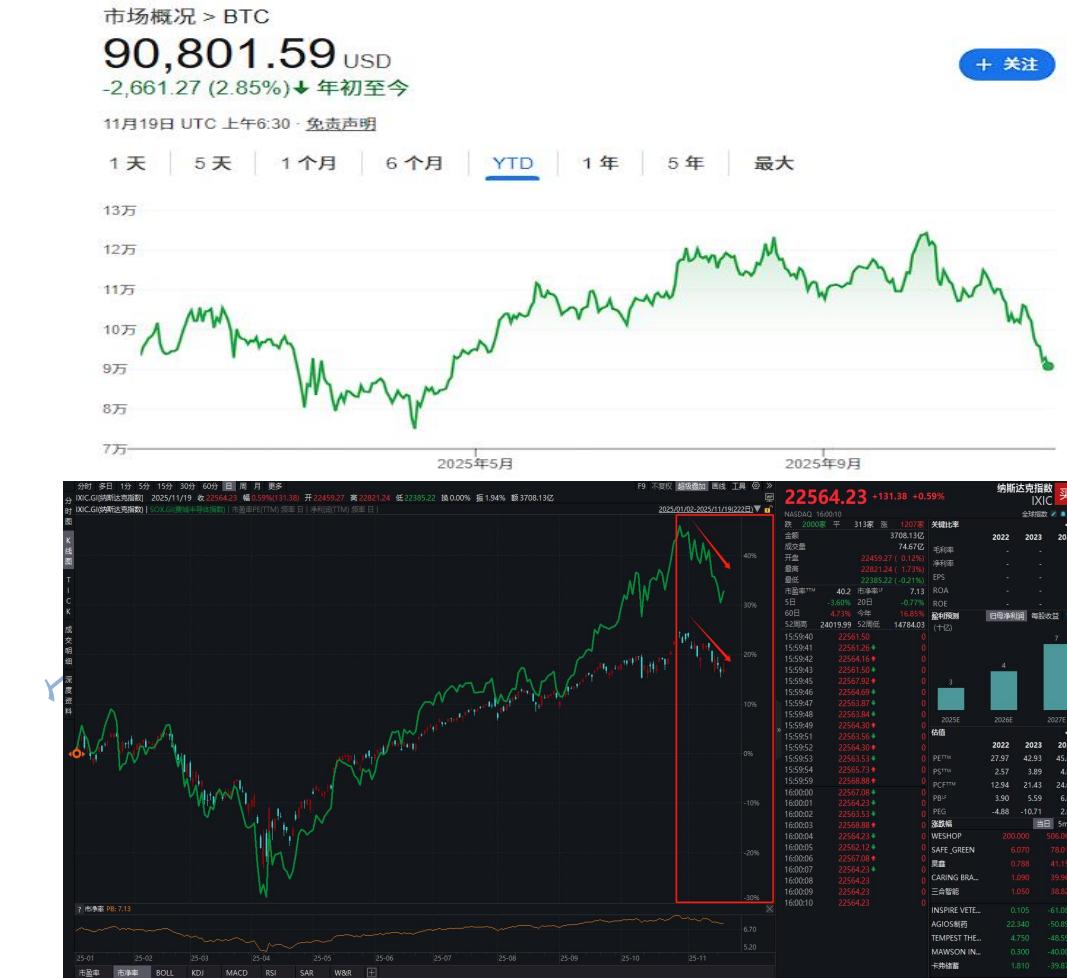
CME的FedWatch工具显示：

美联储12月降息预期概率抬升，降息25bp到3.5-3.75%的预期概率为67.3%，明显低于上周的39.8%；而按兵不动维持利率在3.75-4%的预期概率则明显下降。



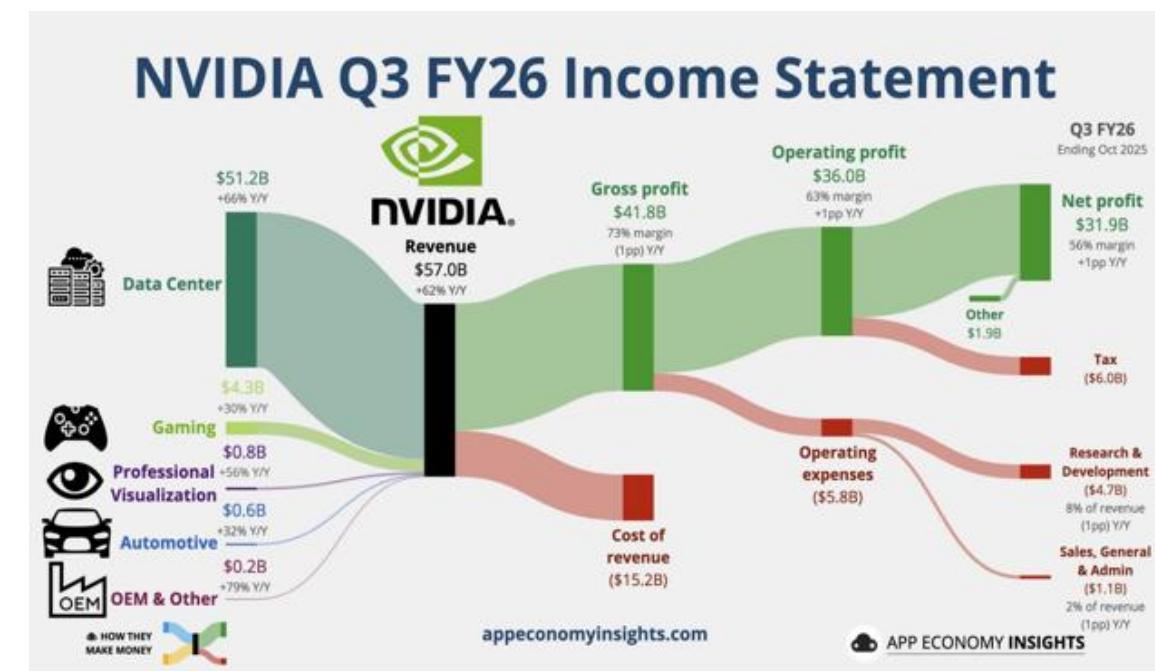
对AI泡沫的分歧加剧，全球瞩目英伟达财报

- 美东时间11月19日周三（北京时间周四凌晨）美股盘后公布三季度财报，这份财报将决定全球市场在今年最后几周的走向。分析人士指出，如果投资者满意英伟达的三季度业绩和四季度指引，多头将推动市场迎来乐观收官；如果不满意，市场可能面临更深的调整。
- 此前，市场的紧张情绪一度蔓延：从比特币到科技股，从黄金到国债，从私募市场到企业债券，几乎所有资产类别都遭遇抛售压力。在这样的背景下，投资者将目光聚焦在英伟达身上，这既是希望也是无奈。这家公司的业绩将直接反映科技巨头们数千亿美元AI投资的真实回报。
- 值得注意的是，在市场高度集中风险下，英伟达作为标普500指数最大权重股和AI交易的中心，其业绩表现的重要性前所未有。但是有市场人士指出，集中度风险在市场上行时令人兴奋，但在下行时可能变成噩梦。
- 华尔街投行普遍看好英伟达财报，如大摩将英伟达10月季营收预期从此前的544亿美元上调至550亿美元，明年1月季营收预期从612亿美元上调至631亿美元。
- 然而，市场对于AI投资的担忧正在加深，Peter Thiel的对冲基金在第三季度出售了其持有的全部英伟达股份。软银集团也退出了其持仓，以便为其他AI投资提供资金。因做空2008年金融危机期间房地产市场而出名的“大空头”Michael Burry旗下的Scion Asset Management披露买入了英伟达的看跌期权，Burry警告称AI存在泡沫。



英伟达财报大超预期， 暂时终结投资者对AI泡沫的担忧，提振全球资本市场情绪

- 英伟达强劲的营收预期缓解了人工智能行业泡沫担忧，推动全球股市在经历数周抛售后出现显著反弹，周四亚太股市全线走高，美股期货亦上涨，纳斯达克100指数期货攀升1.8%。比特币升至92000美元上方。
- 英伟达强劲的业绩指引证实了AI基础设施需求的韧性，极大提振了科技股及全球股市的多头情绪，扭转了此前因估值担忧引发的抛售，这一关键风险事件的落地提振了市场情绪。此前数周，华尔街对科技股估值过高和AI基础设施巨额投资的担忧导致全球股市大幅下挫。亚洲股市五日来首次上涨，日本日经225指数涨3%，韩国Kospi指数涨近3%。
- 英伟达公布的三季度财报数据全面超预期，数据显示，期内营收创下570亿美元的历史新高，显著高于预期的549亿美元；每股收益（EPS）录得1.30美元，优于预期的1.26美元。作为核心增长引擎，数据中心业务营收同比增长66%至512亿美元，超出市场预期约20亿美元，净利润同步飙升65%至319亿美元。
- 前瞻指引方面，公司预计第四季度营收将达到650亿美元，超出622亿美元的共识预期。尽管此前软银与Peter Thiel等机构的减持曾引发避险情绪，但这份强劲的业绩单推动英伟达股价在盘后交易中大涨约6%，并带动博通、台积电等产业链个股集体走高。



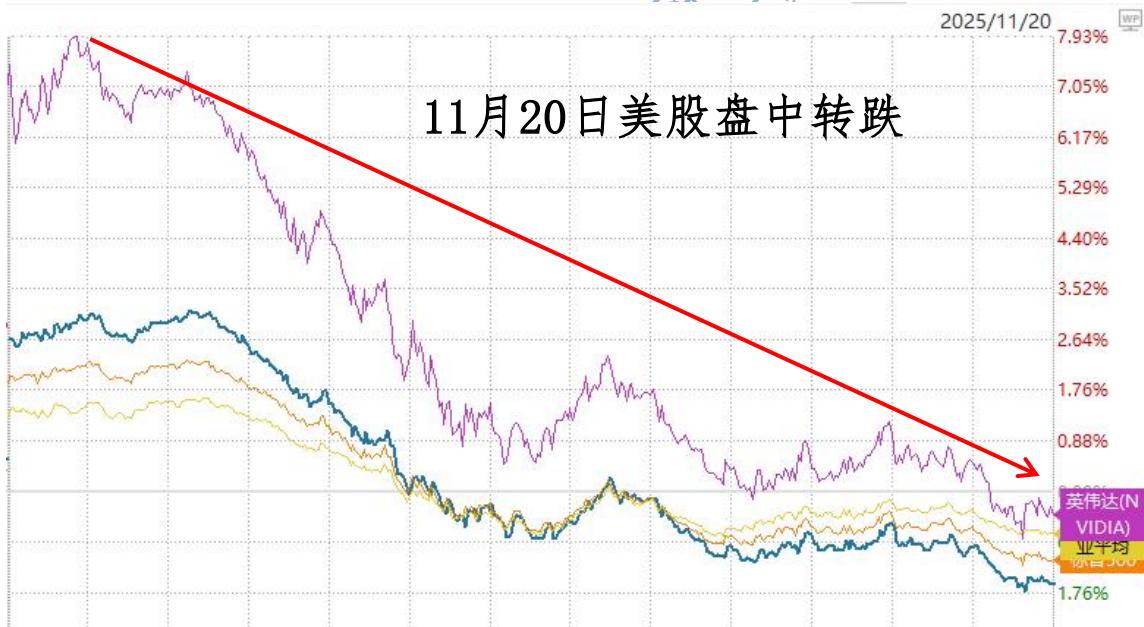
面对甚嚣尘上的AI泡沫论，英伟达CEO选择正面回击。 黄仁勋“我们看到的和AI泡沫截然相反”，详细阐述驱动增长的三大动力

- 面对甚嚣尘上的AI泡沫论、面对知名投资人纷纷减仓甚至离场的局面，英伟达CEO黄仁勋选择正面回击。周三美股盘后，在决定行业信心的关键财报电话会上，英伟达CEO黄仁勋明确表示，“我们看到的景象与泡沫论截然不同”，并豪言英伟达已渗透至“每一个云、每一台计算机、每一个机器人系统”。公司高管透露，其下一代芯片平台Blackwell和Rubin的累计收入能见度已达5000亿美元，且需求持续超出预期。在发布了远超预期的第三季度财报后，英伟达给出了更为强劲的第四季度业绩指引，预计营收将达到650亿美元。这一乐观预测是在公司假设“没有来自中国的任何数据中心计算收入”的背景下做出的，凸显了其核心业务的强劲势头。
- 黄仁勋试图向华尔街证明：这场AI技术革命的引擎不仅没有熄火，反而正在向更广泛的领域渗透。他同时强调，世界正同时经历三大根本性的技术平台转型，这为人工智能的持续增长提供了坚实基础，而英伟达正处在这场变革的中心。黄仁勋在电话会上详细阐述了驱动增长的三大动力：
- 首先，是随着摩尔定律放缓，计算领域正从CPU通用计算转向GPU加速计算。
- 其次，AI本身已达到一个“引爆点”，生成式AI正在取代传统的机器学习，重塑搜索、推荐系统等超大规模数据中心的核心业务。
- 最后，一个全新的浪潮正在兴起——能够推理、规划和使用工具的代理式AI (Agentic AI) 和物理AI，这将催生新的应用、公司和产品。
- 需要注意的是，有分析师提醒反弹可能只是短期现象。Vantage Markets分析师Hebe Chen指出：“今天这波由英伟达提振的反弹看起来更像短期宽慰，而非完全消除估值担忧。市场暂时喘息，但维持这轮涨势的门槛仍然很高，投资者需要更明确的证据表明AI需求能够在2026年继续保持这种增长速度。”

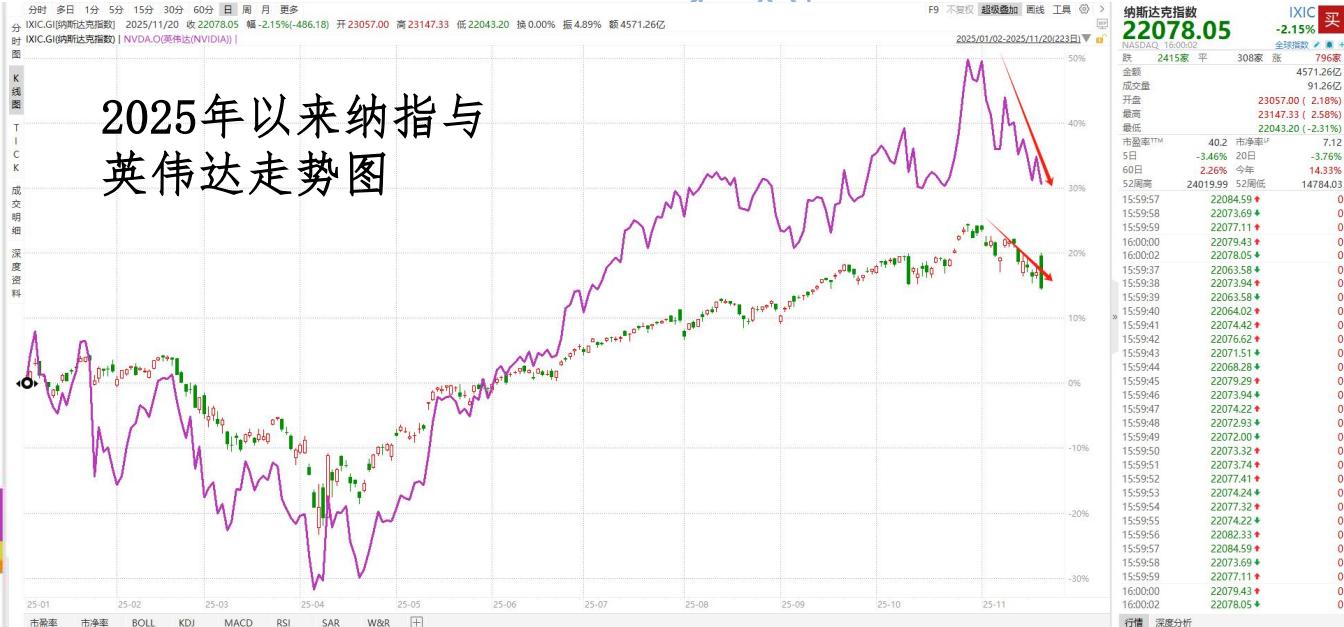
市场对于AI泡沫的争论重现， 英伟达盘中带头跳水，美股上演惊天逆转，利多不涨需要警惕

- 美国股市周四经历了自4月以来最剧烈的盘中反转，主要股指跌至两个多月来的最低水平。尽管英伟达和沃尔玛发布了强劲财报，市场早盘一度上涨，但突如其来的抛售潮令所有涨幅化为乌有，并让华尔街交易员对这场暴跌的真正原因感到困惑。
- 纳斯达克100指数从日内高点暴跌近5%，最终收跌2.4%，较10月29日创下的纪录高点回撤幅度扩大至7.9%。英伟达成为纳斯达克100指数最大拖累，一度涨了5%后收盘跌3.2%，从日内高点抹去近4000亿美元市值。投资者对AI芯片支出的可持续性重燃担忧，忽视了该公司超预期的营收预期。

11月20日美股盘中转跌



2025年以来纳指与
英伟达走势图



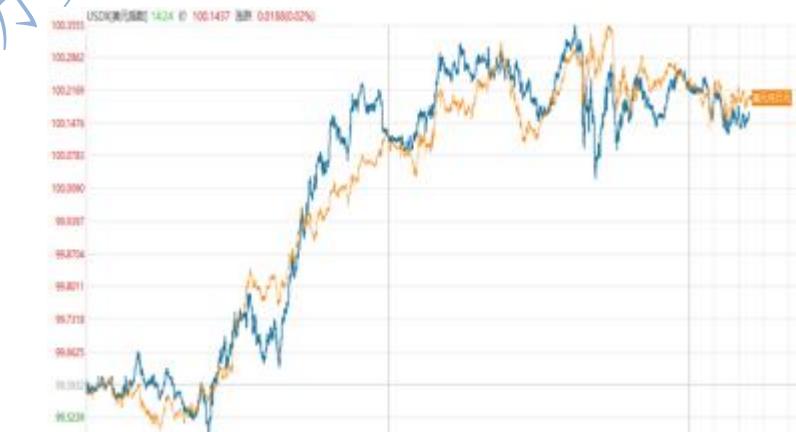


美联储放“鹰”，非农数据看似大超预期， 12月降息预期先抑后扬，美债收益率宽幅震荡，美元强势走高

- 周三晚，英伟达财报前，最新公布的美联储会议纪要显示，决策者内部分歧严重，部分与会者倾向于12月不降息。加之10月非农数据将缺席，这一系列消息共同打压了市场的降息预期，美元美债收益率齐升。10年期美债收益率涨2.5个基点。美元指数涨穿100关口，为11月6日来首次。美元兑日元大涨超1%，时隔10个月汇率重回157。
- 周四晚，美联储理事Michael Barr表示，鉴于通胀率仍在3%左右徘徊，距离2%的目标尚有距离，美联储在考虑进一步降息时需要谨慎行事。美联储理事库克警告称，私人信用市场的风险可能蔓延至整个金融系统。克利夫兰联储主席Beth Hammack重申反对进一步降息，芝加哥联储主席Austan Goolsbee也表示对12月降息感到不安。
- 乐观情绪风云突变，美股上演“高开低走”大逆转，美债价格在就业数据发布后反弹，风险资产下跌让投资者转向避险美债，10年期美债收益率跌5.22个基点，报4.0845%。美元指数盘中创两周新高，就业数据后转跌；日元四连跌、创十个月新低。



美元走高，日元大幅走贬





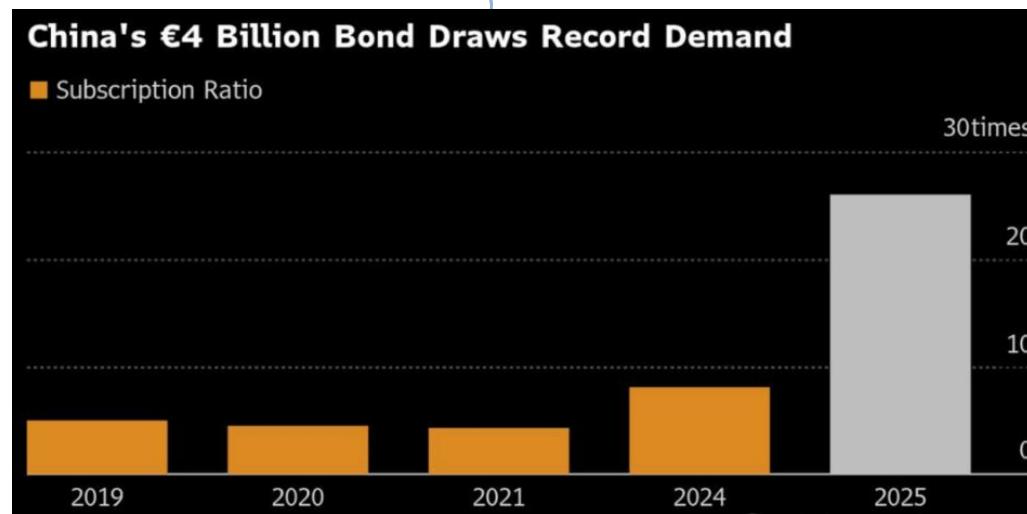
美元指数重新站上100的背后，除了美联储降息预期的弱化， 还有日元的推波助澜，以及美债的“隐忧”

- 11月20日据报道，日本政府已进入编制大规模经济刺激方案的最后阶段，方案中日本政府支出规模约为21.3万亿日元，若计入私营部门投资，总规模将高达42.8万亿日元。周四亚太时段，日本国债市场随之出现猛烈抛售，各期限收益率普遍飙升。其中，30年期国债收益率上行至3.36%，创下历史新高。10年期和5年期国债收益率也分别触及1.8%和1.3%，双双刷新自2008年以来的最高水平，20年期国债收益率攀升至2.815%的1999年来新高，40年期收益率则创下2007年该券种发行以来的历史峰值，市场担忧在GDP萎缩背景下强行推出的财政刺激将进一步恶化通胀与债务负担。高盛指出，日本资产的“财政风险溢价”正卷土重来，投资者在周三20年期国债拍卖前普遍采取回避策略，使得长端利率面临持续的上行压力，并可能通过流动性传导加剧日元波动。
- 日元则延续本周贬值趋势，美元兑日元在周三涨超1%后，周四进一步上探随时可能触发干预的危险区域。日元近期大幅贬值主要受美元走强推动，市场对美联储降息的预期减弱，而后续日元任何进一步的下滑都可能促使日本当局干预。追踪货币贬值速度的指标，在过去一个月内已多次接近与以往干预一致的水平。



美元指数重新站上100的背后，除了美联储降息预期的弱化， 还有日元的推波助澜，以及美债的“隐忧”

- 美债的“隐忧”源于中国的不断减持+增发亚洲主权债的竞争，以及传统美债“压舱石”的中东海湾资本的需求减弱。
- 中国财政部近期在离岸市场两轮发债共募资86亿美元，却令人震惊地锁定了超2340亿美元的认购订单，创下历史极值。其中40亿欧元债券录得25倍超额认购，欧洲投资者吸纳了过半份额，定价仅较德国国债高出约20个基点；美元债认购倍数更是接近30倍，融资成本罕见地与美国国债持平。这种流动性狂热主要源于美欧日等发达经济体财政恶化引发的资本溢出效应，叠加市场对中国政策转向及经济韧性的再定价。在优质亚洲欧元主权债稀缺的背景下，全球长线基金正通过增配中国资产来对冲发达市场的债务风险与地缘不确定性。
- 海湾国家传统的“石油美元循环”机制正被国内巨额资本开支打破，IMF数据显示，随着沙特推进高达1万亿美元的未来城市与基建投资计划，该国已从净贷款国逆转为借贷国，叠加卡塔尔等国的大型项目支出，使得原本用于购买美国国债的避险资金被本土实体产业及高风险资产替代，直接削弱了海湾资本作为美债“压舱石”的融资功能。



数据来源：Wind 冠通研究

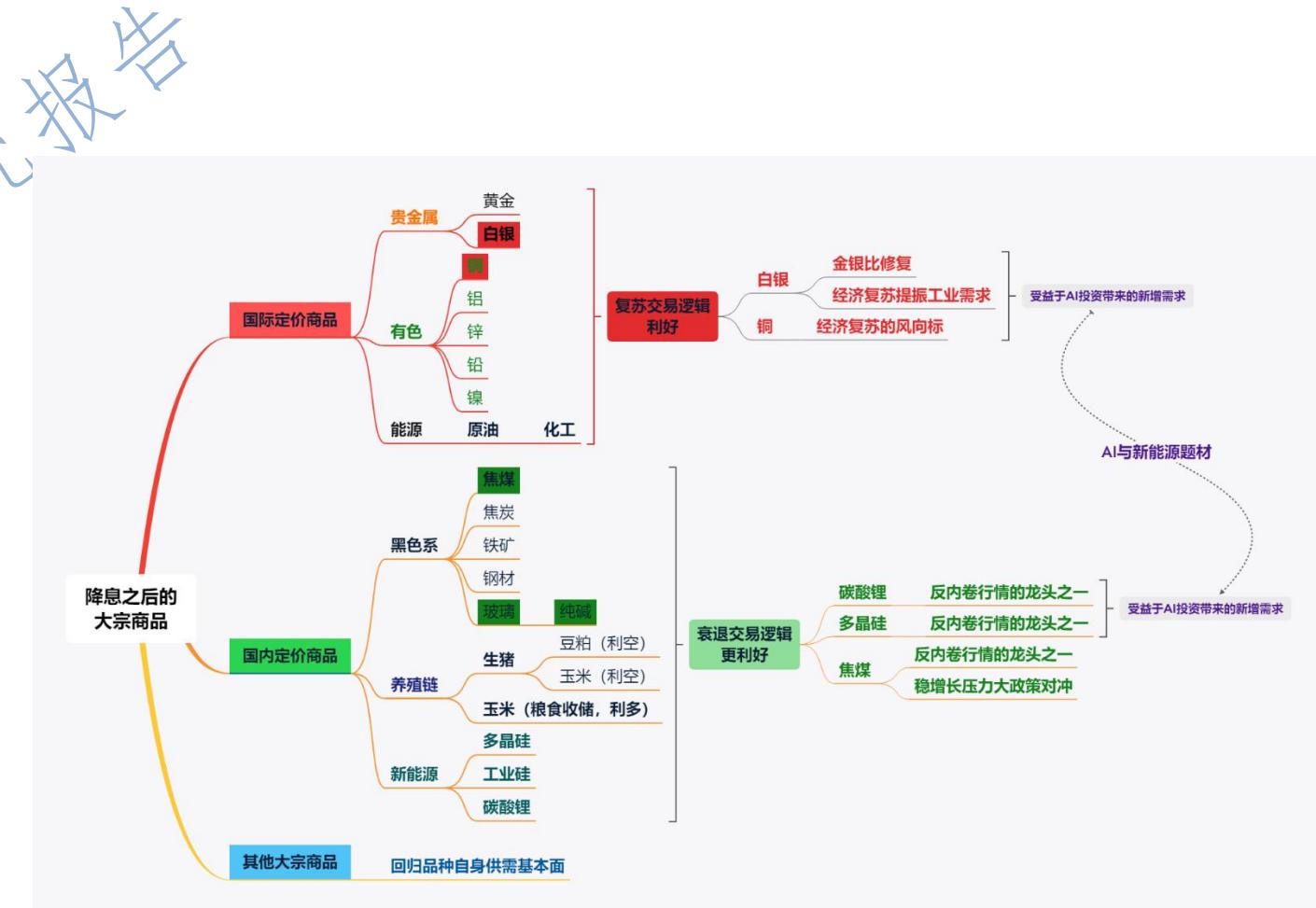
www.gtfutures.com.cn



市场内部风格的切换，反内卷行情回归，

风格切换的原因：

- 海外市场忐忑中迎接美国政府开门后多个重磅数据的出炉，美联储降息预期的弱化，AI科技股泡沫的争议；
- 国内，受到海外市场动荡的影响，科技股行情的阶段性落袋为安，但对未来市场仍不悲观，继而转向相对低估的周期股，叠加商品市场供给端的“传闻”，强化了反内卷行情重新演绎，并形成股期联动效应。
- 近期的反内卷行情主角为“碳酸锂”，源于其供给+需求的双轮驱动，兼具反内卷的周期性+AI的科技性双重特征，反内卷带来的供给端的下降，同时，AI投资特别是储能需求增速的超预期点燃了市场的投资热情。因此，在行情走势特征上，表现出国内外的联动性增强，碳酸锂的走势受到海外科技股行情走势的影响。



本周关注

- 周一（11月24日）：美国11月达拉斯联储商业活动指数、德国11月IFO商业景气指数
- 周二（11月25日）：美国9月零售销售、德国第三季度未季调GDP年率终值、英国11月CBI零售销售差值、美国9月FHFA房价指数月率、美国9月S&P/CS20座大城市未季调房价指教年率
- 周三（11月26日）：美国至11月22日当周初请失业金人数、美国11月芝加哥PMI、英国财政大臣里夫斯公布预算方案、新西兰联储公布利率决议
- 周四（11月27日）：美联储公布经济状况褐皮书、德国12月Gfk消费者信心指数、欧元区11月经济景气指数、欧洲央行公布10月货币政策会议纪要、韩国央行公布利率决议
- 周五（11月28日）：日本10月失业率、法国/德国11月CPI、法国第三季度GDP

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

惟初笃行不怠，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