南华期货宏观周报

——美联储纪要偏鹰，AI投资关注度提升

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22日

主要观点

美联储10月纪要确认几乎所有与会者认同，经济按预期发展则未来数月进一步加息是适宜的，分歧从是否加息转向加息多快，纪要首次把AI投资同时列为通胀与金融不稳定的双重风险。中俄美元首深圳会晤发表和平宣言、重申能源稳定流动，地缘风险溢价回落。国内10月工业增加值增4.8%、社零仅增0.4%、固定资产投资下降8.1%，工业、消费、投资同步走弱且全线低于预期，四季度增长主要靠出口支撑。

海外AI叙事退潮与避险升温主导本周，鹰派纪要落地后美债收益率反而下行、黄金跌破3600美元，资金从风险资产转向美债。A股放量创新低，不建议在信号不明时抄底；美债收益率下行约10个基点，但长期压力仍存，以高位区间震荡为主；中债在资金转松后先跌后涨、明显反弹，回调仍是配置窗口但不建议追多；能化与贵金属保持区间震荡思路，不追空。后续关注下周PCE数据。

风险提示：地缘局势反复，9月PCE数据超预期、紧缩预期再升温

本期看点

1. 三国元首会晤发表和平宣言，地缘冲突会明显缓和吗？
2. 美联储纪要明显偏鹰，为何美债利率不升反降？

第一章 一周市场感悟

海外方面，美联储纪要进一步焊死加息预期，把AI投资写进风险清单，认为目前AI投资对于通胀有明显推动作用，且提示AI退潮的金融风险；三国元首会晤则压低地缘溢价，降低战争的尾部风险；国内方向，工业、

消费与投资全面走弱，内需不足是主因，稳增长发力仍需加码。

1.1 美联储10月纪要确认持续加息

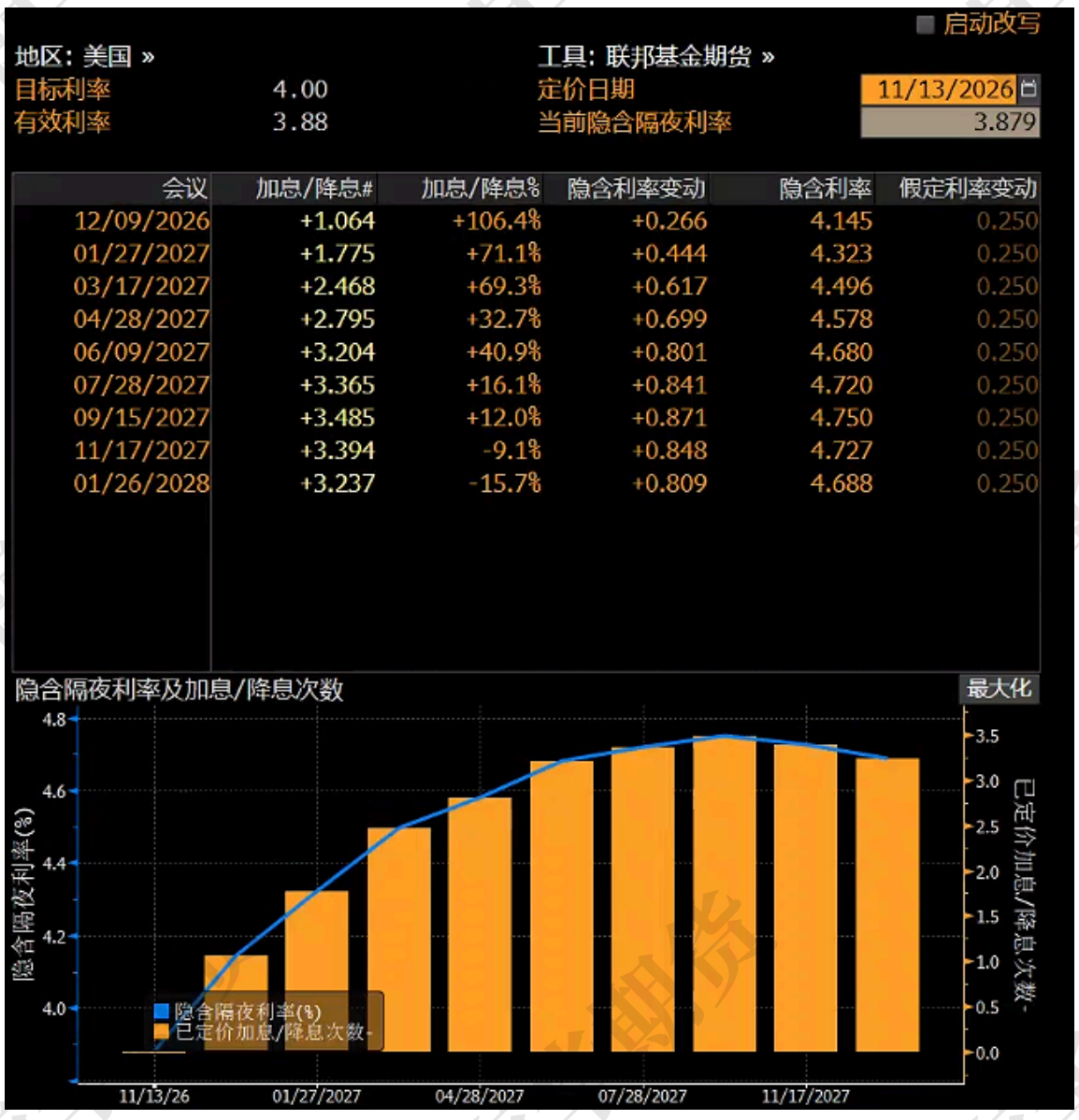
美联储纪要显示，几乎所有与会者认同，若经济按预期发展，未来数月进一步加息是适宜的，说明10月按兵不动争的是时点、不是方向。个别官员提出，若后续通胀数据不利，12月有必要考虑超过25个基点的加息。AI投资影响被重点关注，被同时列为通胀来源与金融不稳定来源。官员分析，若AI产能扩张不及预期，投资热潮会进一步拉大供需缺口，成本会更快转嫁到企业与普通消费者；纪要还点出AI相关债务增长快、多通过复杂不透明的融资结构，敞口集中在少数企业，表外租赁承诺与循环融资安排可能放大损失。这说明加息过论之外，联储开始把AI资产的资产负债表风险纳入政策评估，但这一担忧尚未进入利率路径定价。

加息幅度与节奏是分歧焦点，理事沃勒18日接受采访时重申，核心CPI季调环比0.3%已触及他设定的门槛，12月应一次加50个基点，或先加25个基点并明确释放1月继续加息的信号；主席沃什反对用前瞻指引提前承诺路径，强调数据驱动；纽约联储主席威廉姆斯说当前不需要采取剧烈行动，哈马克、洛根倾向渐进加息，穆萨莱姆提出到2027年春最多加息四次。截至本周五，利率期货计入12月加息次数为1.024次，到明年1月累计加50个基点约65.5%。

美联储加息预期保持高位



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	+1.024	+102.4%	+0.256	4.135	0.250
01/27/2027	+1.655	+63.1%	+0.414	4.293	0.250
03/17/2027	+2.253	+59.8%	+0.563	4.442	0.250
04/28/2027	+2.455	+20.3%	+0.614	4.493	0.250
06/09/2027	+2.727	+27.3%	+0.682	4.561	0.250
07/28/2027	+2.795	+6.8%	+0.699	4.578	0.250
09/15/2027	+2.835	+4.0%	+0.709	4.588	0.250
11/17/2027	+2.669	-16.6%	+0.667	4.546	0.250
01/26/2028	+2.456	-21.3%	+0.614	4.493	0.250



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	+1.064	+106.4%	+0.266	4.145	0.250
01/27/2027	+1.775	+71.1%	+0.444	4.323	0.250
03/17/2027	+2.468	+69.3%	+0.617	4.496	0.250
04/28/2027	+2.795	+32.7%	+0.699	4.578	0.250
06/09/2027	+3.204	+40.9%	+0.801	4.680	0.250
07/28/2027	+3.365	+16.1%	+0.841	4.720	0.250
09/15/2027	+3.485	+12.0%	+0.871	4.750	0.250
11/17/2027	+3.394	-9.1%	+0.848	4.727	0.250
01/26/2028	+3.237	-15.7%	+0.809	4.688	0.250

source：彭博 南华研究

12月加息基本确定，分歧转到幅度和次数。短端美债和美元受此影响明显，美元指数已创阶段新高，无息资产继续承压。但纪要记录的是10月会议，滞后于最新的通胀和就业数据，12月究竟加25还是50个基点，仍要等10月PCE和11月非农给出答案，目前25BP是基准。另外，目前的基准建立在AI通胀效应占优、金融稳定风险不兑现的基础上，若后续AI严监管带动股市大幅回调、金融条件转向收紧，或者通胀超预期回落，加息逻辑将会松动。

1.2 中俄美三国元首会晤发表和平宣言，地缘风险溢价回落

11月19日，习近平、普京、特朗普在深圳举行中俄美元首会晤，这是三国元首历史上首次面对面会晤，会后发表《中俄美元首和平宣言》。宣言提出推动联合国改革、增加精炼石油产品生产和供应并重申能源稳定流动、反对国际刑事法院滥用管辖权、重申核战争打不赢也打不得并开展减少核风险对话。王毅将会晤定性为一次和平峰会，习近平提出相互尊重、和平共处、合作共赢、对话协商四点看法，三国还就乌克兰危机、中东局势、朝鲜半岛交换意见。

中美双方同意制定建设性战略稳定关系行动计划，把9月访美时确立的新定位从政治表述推进到可落实的层面。拉长合作清单、压缩问题清单、对一时解决不了的分歧做建设性管控，是处理博弈的具体办法。落到具体领域上，经贸被要求加强沟通、解决彼此关切、争取互利互惠，农产品、能源、超级智能列为新的合作方向，芬太尼、非法移民遣返、打击电诈延续既有合作，人工智能安全是这次新增的议题，双方都强调要确保人工智能始终处于人类控制之下，中美在AI上从以竞争为主转向开始谈安全护栏。台湾问题上美方重申不支持台独，这一句压住了台海突发升级的尾部风险。

但经贸分歧并没有解决，只是进入沟通轨道，关税和出口管制的实质松绑还要看行动计划怎么落地。通稿对国际和地区问题只说交换了意见，宣言没有落到具体产量与时间表，中东实际冲突并未停止，伊朗本周袭击科威特境内美军基地、胡塞武装袭击沙特输油管道泵站，说明风险溢价回补的条件仍在，油价的下行不宜线性外推。

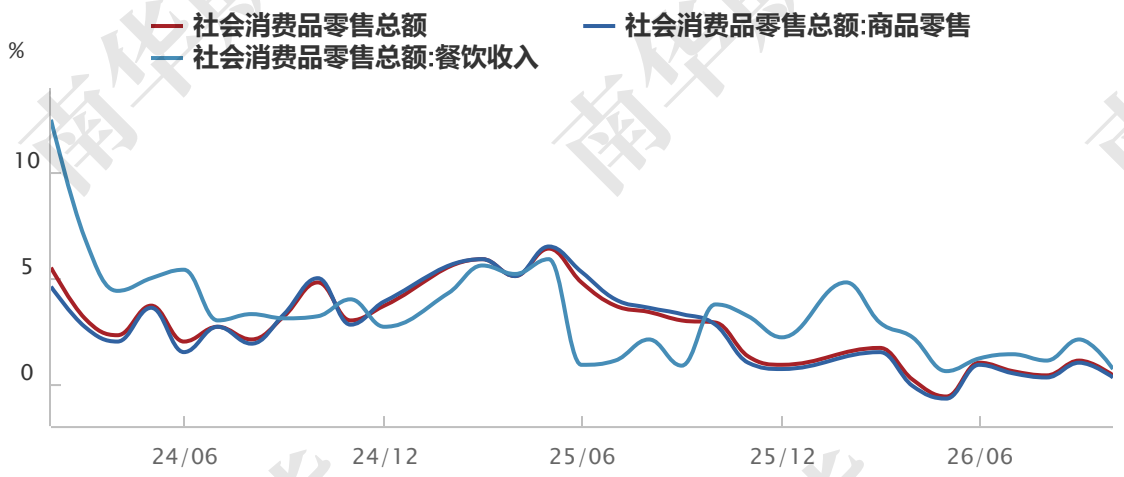
1.3 国内投资消费全面走弱

本周10月经济数据出炉，投资消费和工业数据全面低于预期。工业增加值同比4.8%、较9月的5.5%明显回落，社零单月同比0.4%、较9月1.1%大幅走低，1至10月固定资产投资下降8.1%、降幅比前三季度的7.2%进一步扩大。分结构看，工业端分化极致，高技术制造业增加值增长17.6%、计算机通信电子增长19.4%，新动能仍是主要支撑，而钢材产量降5.1%、水泥降1.3%、原油加工降8.1%，传统高耗能和地产链材料产量数据全面收缩。消费转弱主要拖累在汽车，汽车类零售降21.4%、金银珠宝降28.7%，剔除汽车后社零仍增2.5%、通讯器材增6.5%，说明是耐用品和大额可选消费明显退坡，日常消费基本盘还在。1-10月服务零售额增长4.9%、快于商品零售，是消费里少有的亮点，但抵不过商品端的疲弱。

投资表现最弱，房地产开发投资累计降21.6%、新开工降24.4%，民间投资降11.4%，制造业和投资累计增速同样跌幅加深，反映不止是地产在降，企业扩产意愿全面偏弱。这组数据和10月PMI回落至49.3%、CPI仅0.7%、居民贷款净减少相印证，供强需弱的格局彻底坐实。

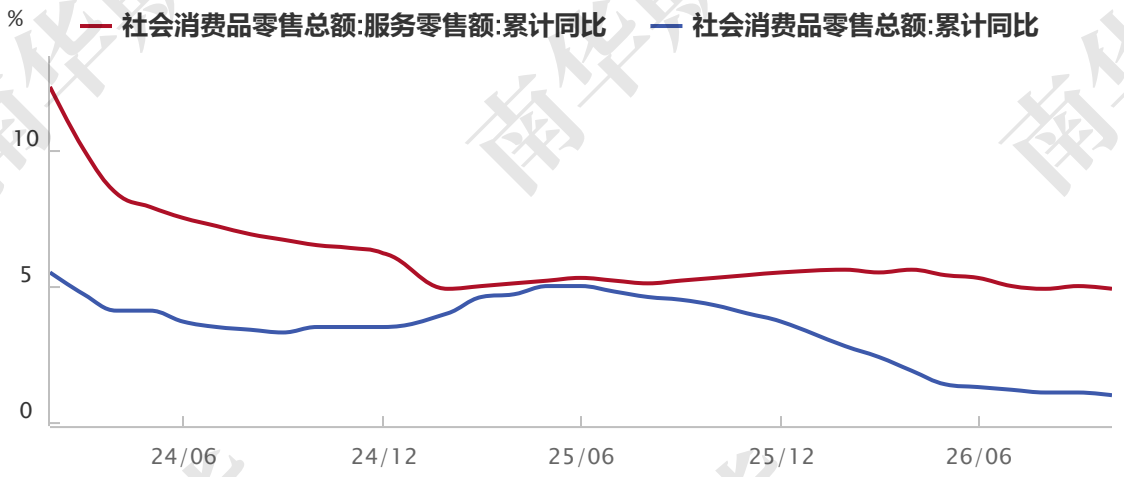
往后看，四季度经济增速下行的压力已经明确，目前主要靠出口支撑。10月数据本身也含国庆假期需求前移的影响，但工业、消费、投资同步走弱单靠假期解释不了，内需不足是主因。政策加码的必要性上升，但四季度整体是政策观察期，且外需强劲支撑下全年GDP达到目标下限的难度较低，货币端降准降息的条件在积累，但从三季度货币政策执行报告来看，年内全面宽松的概率较低、结构性工具优先。后续若随着海外AI投资热潮消退，出口增速明显下滑，扩内需的必要性和迫切性将会明显提升，届时降准降息可期。后续关注12月中央经济工作会议给出的政策力度。

社会消费品零售总额增速



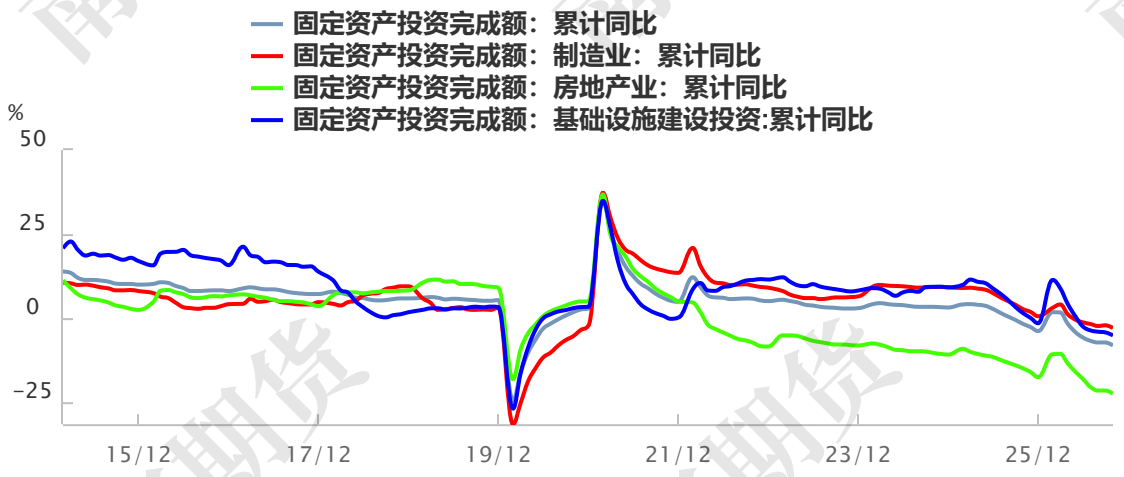
source：*同花顺,南华研究*

社会消费品零售额与服务零售额累计同比



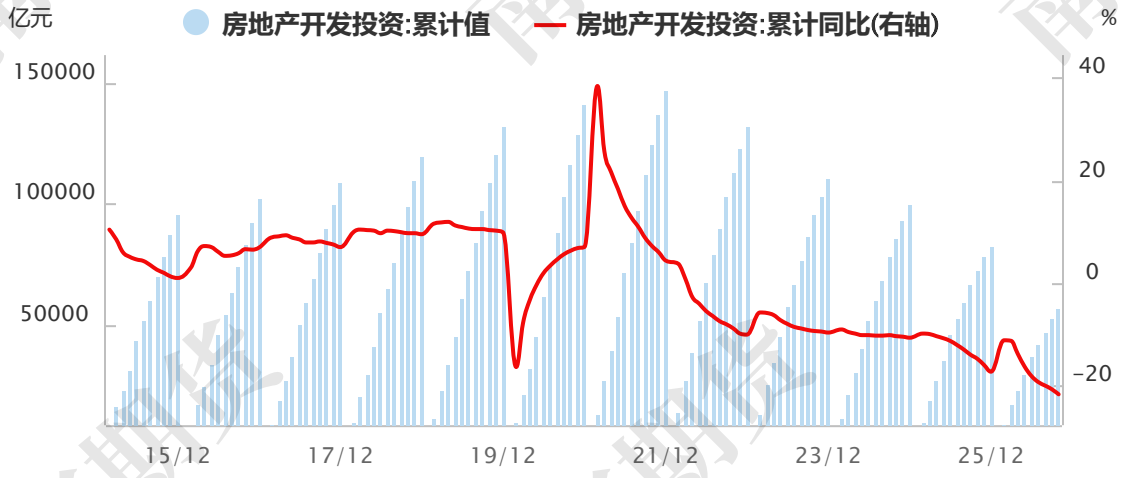
source：*同花顺,南华研究*

固定资产投资及其分项



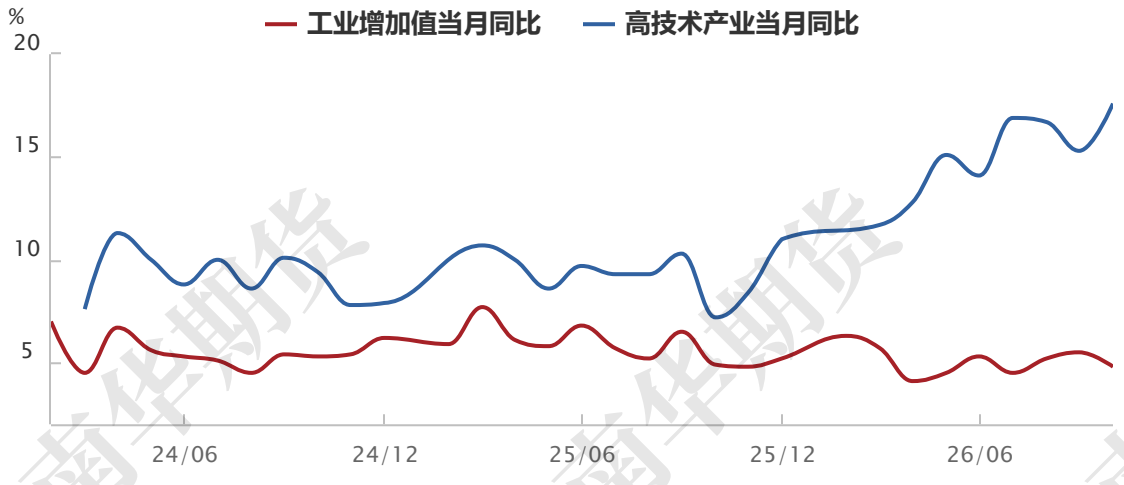
source：*同花顺,南华研究*

房地产开发投资:累计值和房地产开发投资:累计同比



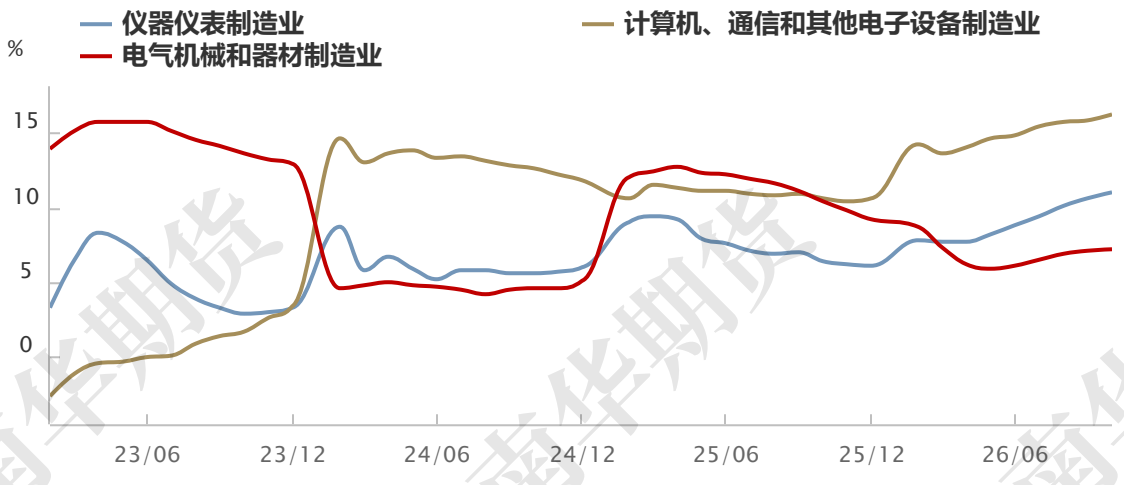
source：*同花顺,南华研究*

工业增加值同比增速



source：*wind,南华研究,*

中国新兴机械规上工业增加值累计同比



source：*同花顺,南华研究*

....

第二章 大类资产配置展望与建议

本周大类资产的定价围绕海外AI叙事退潮与避险升温展开。鹰派纪要落地后，美债收益率不升反降、黄金跌破3600美元，资金从风险资产流向美债；国内A股受外围下跌和国内疲软的基本面共振影响而创新低。后续关注下周的PCE数据。

权益方面，本周A股大跌系微观流动性危机与海外加息预期共振所致，近期A股基本面缺乏支撑、短期盘面延续弱势。短期持续下行并创去年7月以来新低，主要是大型量化基金连续减仓引发流动性挤兑，叠加海外美债利率高企对估值分母端形成压制。中俄美元首会晤改善风险偏好，对权益偏正面，但目前没有太多协议方面落地，实际利多有限。目前不建议追高，以区间震荡对待，海外AI叙事企稳与国内内需修复是方向能否反转的关键。

美债方面，美联储纪要偏鹰并未进一步推升美债利率，美元指数走升，美债利率反而回落，主要是受大宗商品明显下跌、科技股抛售引发的避险买票驱动。但中长期受美国通胀粘性和财政压力约束难有持续下行，短期预计高位区间震荡。

中债方面，前期因华发信用舆情、政府债免税取消传闻及DR001资金利率中枢抬升引发债市明显回调，但本周随着10月经济数据再度走弱确认基本面支撑，叠加前期利空情绪释放，主要利率债收益率普降。中长期国内经济内生动能仍待修复，弱信用宽货币及避险情绪继续支撑债市，但目前水平已经很低，预计利率低位震荡为主。

大宗商品方面，本周黄金持续暴跌，能化震荡偏弱。中俄美元首会晤发表和平宣言、重申能源稳定流动并计划增加精炼油品供应，叠加地缘冲突升级概率下修，油价继续回落；但宣言没有具体产量与时间表，中东实际冲突未停，溢价回补的条件仍在，以区间震荡对待。黄金等无息资产受实际利率上行与美元走强压制显著，另外美股科技股大跌加上超大型IPO虹吸，流动性危机下黄金遭抛售引发盘面跌破3600点。短期看，避险升温本应利多黄金，但这次资金优先选择美债而非黄金，说明实际利率偏高时黄金的金融属性仍被压制，向上突破需要紧缩预期见顶或美元转弱。中长期央行购金和地缘风险仍为黄金提供底部支撑。黑色和农产品以观察为主，暂不展开。

.....

第三章 重点关注事件及数据

图：一周财经日历

月历 周历

〈 上周 11-23 / 11-29 下周 〉

日期	重要数据公布	事件与假期
11/23 周一	美国服务业PMI初	日本-劳动感恩节假期
11/24 周二	德国商业景气 英国零售销售CBI 美国房价指数-FHFA 美国房价指数-标普 美国消费者信心-谘 里奇蒙德制造业指数	美联储威廉姆斯讲话 印度-古鲁那纳克诞辰日
11/25 周三	美国初请 EIA原油周报 API原油周报 德国GDP终 瑞士投资者信心 美国PCE 美国GDP修 美国耐用品订单 美国新屋销售	加拿大央行行长讲话 MLF到期
11/26 周四	美国石油钻井 法国GDP	美联储褐皮书公布 国内成品油调价 美国-感恩节 美国-感恩节
11/27 周五	德国失业率 欧元区工业景气	
11/28 周六		
11/29 周日		欧佩克+产油政策会议

南华期货

G8 ⎙ 浏览 13:25:21 11/23/26 - 11/29/26

中央银行 全部 中央银行 视图 ● 议程 ○ 每周

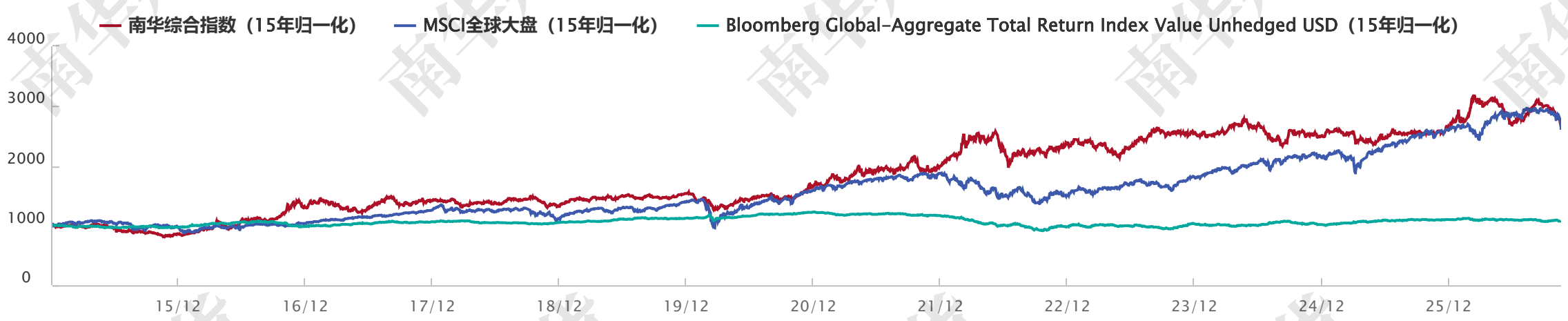
	日期时间	C	A	M	R	事件	期间	调查(M)	实际	上次	修正
	MM/DD/YY										
21)	11/23 19:30	EC				ECB's Kocher, Poland's Szałamacha Speak in Vienna					
22)	11/23 21:00	EC				ECB's Simkus, BOE's Pill Speak in Vienna					
23)	11/23 21:00	UK				BOE's Pill speaks in Vienna					
24)	11/23 22:45	EC				ECB's Kocher Moderates Panel in Vienna					
25)	11/24 05:00	US				Fed's Williams Delivers Keynote Address					
26)	11/24 19:00	EC				ECB's Vujcic, Kocher Speak in Vienna					
27)	11/24 20:30	UK				BOE's Greene speaks in London					
28)	11/25 00:30	CA				BoC Governor Tiff Macklem Speaks at Economic Club of Canada					
29)	11/26 03:00	US				Fed Releases Beige Book					
30)	11/26 20:30	EC				ECB Publishes Account of Oct. 28-29 Policy Meeting					
31)	11/26	JN				BOJ Board Member Tamura Speaks in Yamanashi					
32)	11/27 17:00	EC				欧洲央行1年CPI预期	Oct	--	--	3.1%	--
33)	11/27 17:00	EC				欧洲央行3年CPI预期	Oct	--	--	2.9%	--
34)	11/27 21:00	EC				ECB's Nagel Speaks in Frankfurt					
35)	11/27 22:15	EC				ECB's Vujcic Speaks in Frankfurt					
36)	11/27 23:30	EC				ECB's Moulin Speaks in Paris					
37)	11/28-12/11	US				Fed's External Communications Blackout					

资料来源：彭博、金十、南华研究

.....

第四章 大类资产

全球大类资产走势图



source：*wind,南华研究,彭博*

国内股指走势



source：*同花顺,南华研究,wind*

国内债市走势



source：*同花顺,南华研究,wind*

南华有色金属指数和工业品指数



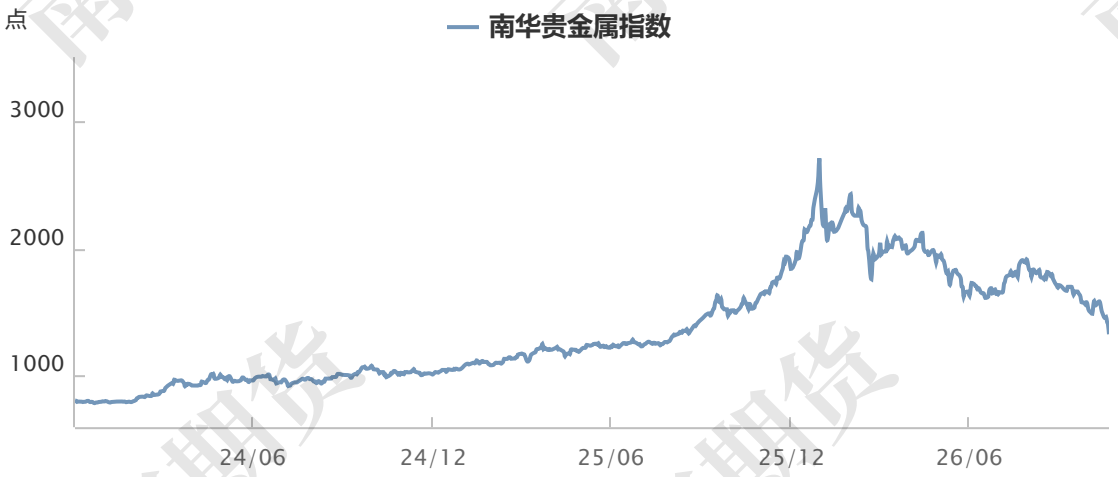
source：*wind,南华研究*

南华商品指数和工业品指数



source：*wind,南华研究*

南华贵金属指数



source：*同花顺,南华研究*

南华农产品指数



source：*wind,南华研究*

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