多资产周报

全球再紧缩下的下跌螺旋

核心观点

全球再紧缩下的下跌螺旋。本周全球资产大多出现显著回落。本轮再紧缩的起点是美国通胀数据超预期，随后美联储做出一系列鹰派表态，12 月加息定价升至 95%，市场迅速为更大规模紧缩重新定价。重定价的第一环是利率与美元。第二环则是信用。美国高收益债利差从 3.20%走扩至 3.52%，同时 AI 融资进一步加剧了流动性压力，英伟达牵头的 5000 亿美元 AI 融资平台和表外债务成为市场潜在又一个担忧点。此外，大宗商品本周亦出现大幅度调整。再紧缩故事如何收场自然要看看美联储何时释放温和信号。历史上金融稳定倒逼联储提前转向的先例并不少。但是，这几次历史与本轮的区别在于当前通胀仍在扩散。11 月 16 日沃什在其讲话中已经明确就 AI 展开预案研究，其中包括 AI 引发的股市泡沫和金融稳定问题，后续取决于通胀环比动能能否回落到让位于金融稳定的程度。

多资产图景：

整体收益方面，本周（11 月 14 日至 11 月 21 日），权益方面，沪深 300 下跌 1.54%，恒生指数下跌 5.2%，标普 500 下跌 8.62%；债券方面，中债 10 年下跌 3.21BP，美债 10 年下跌 23BP；汇率方面，美元指数上涨 0.42%，离岸人民币升值 0.01%；大宗商品方面，SHFE 螺纹钢下跌 1.49%，伦敦金现下跌 8.26%，伦敦银现下跌 15.35%，LME 铜下跌 10.14%，LME 铝上涨 1.08%，WTI 原油下跌 5.82%。

资产比价方面，本周金银比数值为 84.27，较上周上升 6.52；铜油比数值为 146.64，较上周下降 7.06；铜螺比数值为 31.01，较上周下降 3；金铜比数值为 0.3，较上周上升 0.01；股债性价比数值为 5.14，较上周上升 0.13；AH 股溢价数值为 137.68，较上周上升 6.47。

库存方面，最新一周原油库存为 43127 万吨，较上周下降 526 万吨；螺纹钢库存为 335 万吨，较上周下降 15 万吨；阴极铜库存为 33848 吨，较上周下降 10764 吨；电解铝库存为 42 万吨，较上周下降 4 万吨。

资金行为方面，最新一周美元多头持仓 36596 张，较上周上升 1820 张，空头持仓 23251 张，较上周上升 2288 张；黄金 ETF 规模 3325 万盎司，较上周下降 32 万盎司。

风险提示：海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

经济研究·宏观周报

证券分析师：邵兴宇
010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

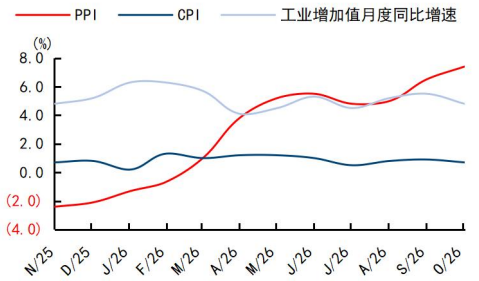
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-8.10
社零总额当月同比	0.40
出口当月同比	35.20
M2	7.10

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《多资产周报-铜铝现货溢价逆势冲高》 ——2026-11-14
《宏观经济周报-关注政策资金向需求转化》 ——2026-11-14
《多资产周报-中期选举重塑大类资产宏观假设》 ——2026-11-09
《宏观经济周报-“供强需弱”分化加深》 ——2026-11-08
《多资产周报-全球风险资产抛售下金价大跌》 ——2026-11-01

内容目录

周度观察：全球再紧缩下的下跌螺旋 **4**
多资产图景 **4**
1、整体收益率 4
2、资产比价 5
3、库存 6
4、资金行为 7
风险提示 **8**

图表目录

图1： 大类资产整体（债券类为 BP，其余为%） 5
图2： 伦敦现货黄金白银比价 5
图3： LME 铜与 WTI 原油比价 5
图4： 沪铜与螺纹钢比价 6
图5： 伦敦现货黄金与 LME 铜比价 6
图6： 沪深 300 与 10 年国债比价 6
图7： A 股与 H 股比价 6
图8： 美国原油库存 7
图9： 电解铝库存 7
图10： 上海阴极铜库存 7
图11： 螺纹钢库存 7
图12： 美元多空持仓 7
图13： 黄金 ETF 规模变化 7

周度观察：全球再紧缩下的下跌螺旋

本周全球资产大多出现显著回落。标普 500 全周下跌 8.61%，费城半导体指数下跌 17.14%，COMEX 金下跌 8.99%，伦铜下跌 9.07%。这种全球多资产全面下跌的 情况，显而易见表明市场正在极致交易流动性紧缩。

本轮再紧缩的起点是美国通胀数据连续超预期。上周公布的 CPI 环比 0.4%，核心环比 0.3%，本周公布的 PPI 同比 6.5%，为 2022 年 11 月以来最快。随后美联储做出一系列鹰派表态，沃勒提出 50 个基点或 25 个基点加 1 月连续指引，古尔斯比接续表态不排除更大幅度，当前看 12 月加息定价升至 95%，市场迅速为更大规模紧缩重新定价。

重定价的第一环是利率与美元。10 年期美债收益率从 5.15%回落至 5.04%，衰退定价开始与加息定价对冲，美债的叙事出现变化。美元则紧缩的直接载体。美元指数逼近 104。

第二环则是信用。美国高收益债利差从 3.20%走扩至 3.52%，与上周的收窄方向反转，是全周最重要的边际信号。同时 AI 融资进一步加剧了流动性压力。Anthropic 定价 83 美元，募资合计 1054 亿美元成为史上最大 IPO，首日上涨 17%，但上市当周美股崩盘，流动性抽水效应兑现。英伟达业绩超指引，股价仍较 10 月高点回撤 36%。英伟达牵头的 5000 亿美元 AI 融资平台和表外债务成为市场潜在又一个担忧点。

此外，大宗商品本周亦出现大幅度调整，铜作为全球景气度的直接写照和最重要的 AI 金属，受到紧缩交易和衰退叙事的拖累。黄金的情况则更为复杂，实际上自 9 月以来，黄金走势与纳指关联性已经上升至接近历史极值，黄金在很大程度上提前充当了全球流动性的提款机，因而在本次下跌中也损失惨重。

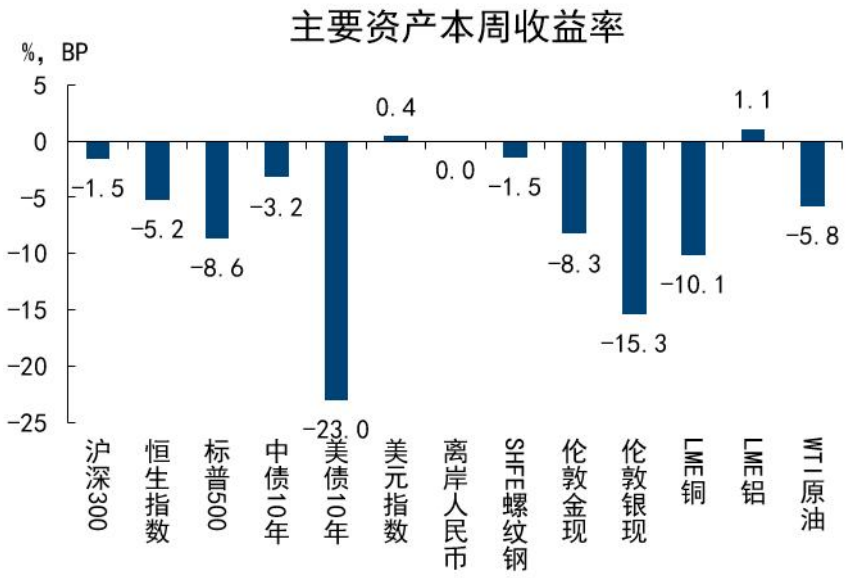
再紧缩故事如何收场自然要看看美联储何时释放温和信号。历史上金融稳定倒逼联储提前转向的先例并不少。1987 年黑色星期一，格林斯潘把当季仍在进行的加息迅速转为降息。1998 年长期资本事件，联储在通胀无虞的背景下三个月内连续三次降息。2001 年初科网泡沫破裂，联储在例会之外临时降息 50 个基点。但是，这几次历史与本轮的区别在于当前通胀仍在扩散。11 月 16 日沃什在其讲话中已经明确就 AI 展开预案研究，其中包括 AI 引发的股市泡沫和金融稳定问题，后续取决于通胀环比动能能否回落到让位于金融稳定的程度。

多资产图景

1、整体收益率

本周（11 月 14 日至 11 月 21 日），权益方面，沪深 300 下跌 1.54%，恒生指数下跌 5.2%，标普 500 下跌 8.62%；债券方面，中债 10 年下跌 3.21BP，美债 10 年下跌 23BP；汇率方面，美元指数上涨 0.42%，离岸人民币升值 0.01%；大宗商品方面，SHFE 螺纹钢下跌 1.49%，伦敦金现下跌 8.26%，伦敦银现下跌 15.35%，LME 铜下跌 10.14%，LME 铝上涨 1.08%，WTI 原油下跌 5.82%。

图1：大类资产整体（债券类为 BP，其余为%）

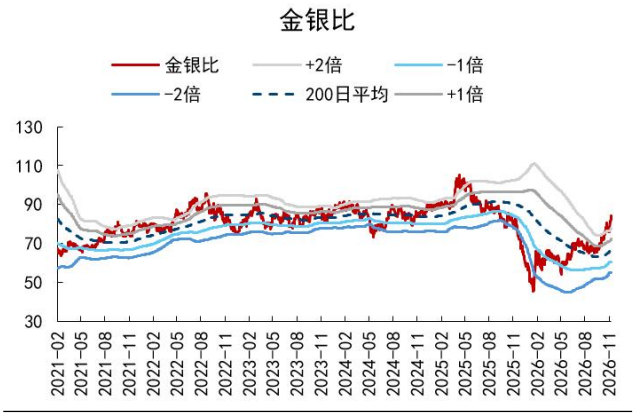


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2、资产比价

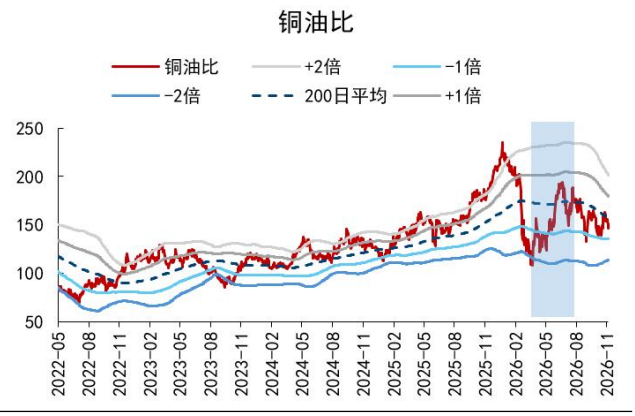
本周金银比数值为 84.27，较上周上升 6.52；铜油比数值为 146.64，较上周下降 7.06；铜螺比数值为 31.01，较上周下降 3；金铜比数值为 0.3，较上周上升 0.01；股债性价比数值为 5.14，较上周上升 0.13；AH 股溢价数值为 137.68，较上周上升 6.47。

图2：伦敦现货黄金白银比价



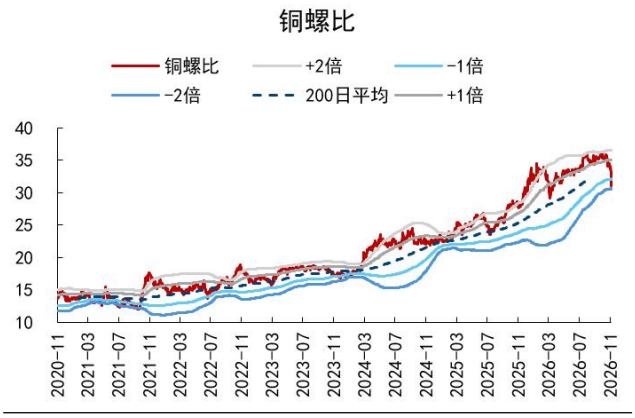
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：LME 铜与 WTI 原油比价



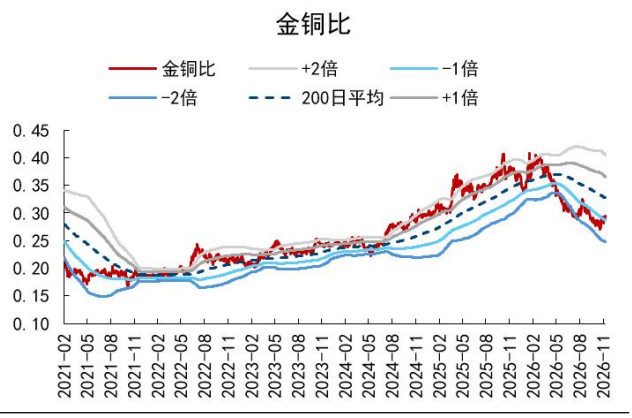
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：沪铜与螺纹钢比价



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：伦敦现货黄金与 LME 铜比价



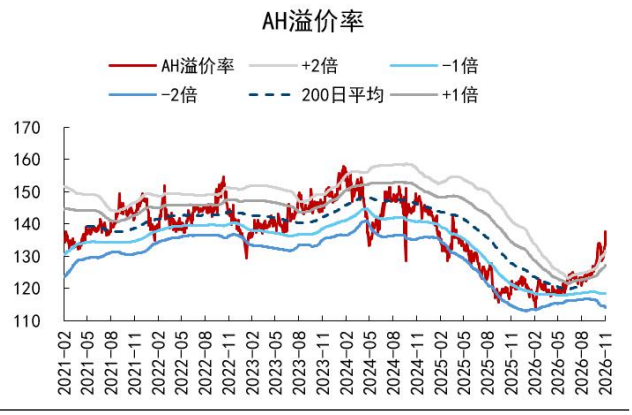
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：沪深 300 与 10 年国债比价



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：A 股与 H 股比价

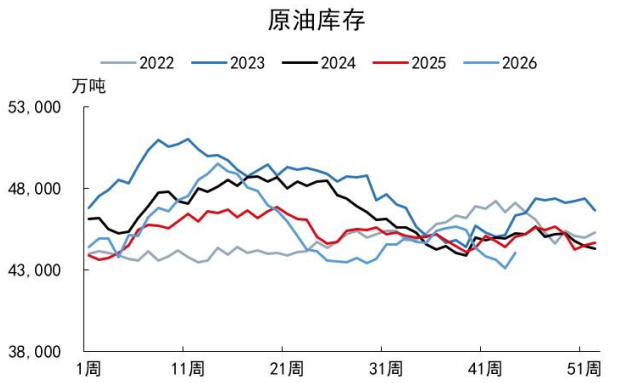


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3、库存

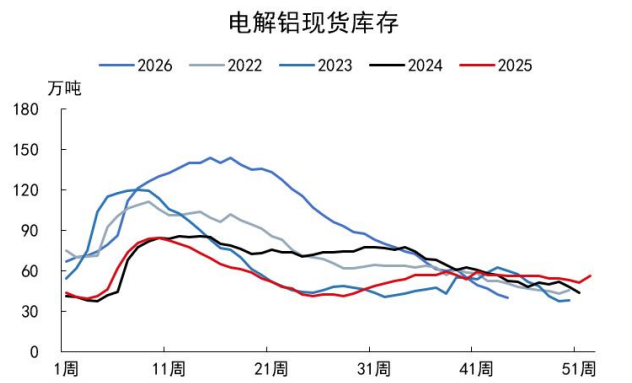
最新一周原油库存为 43127 万吨，较上周下降 526 万吨；螺纹钢库存为 335 万吨，较上周下降 15 万吨；阴极铜库存为 33848 吨，较上周下降 10764 吨；电解铝库存为 42 万吨，较上周下降 4 万吨。

图8：美国原油库存



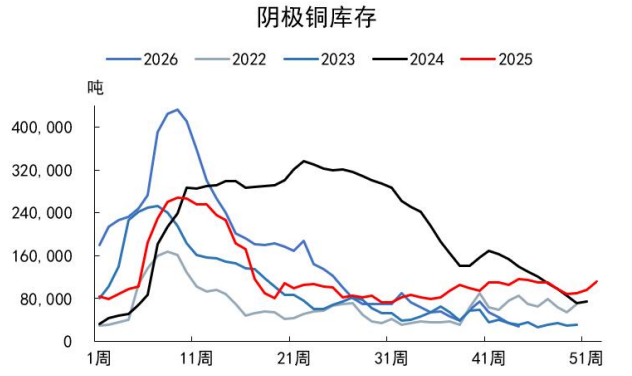
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：电解铝库存



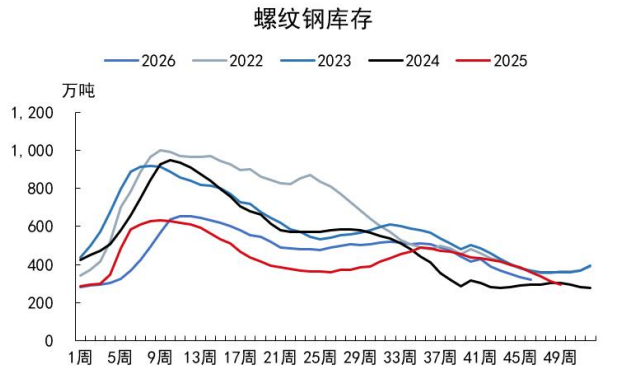
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：上海阴极铜库存



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：螺纹钢库存

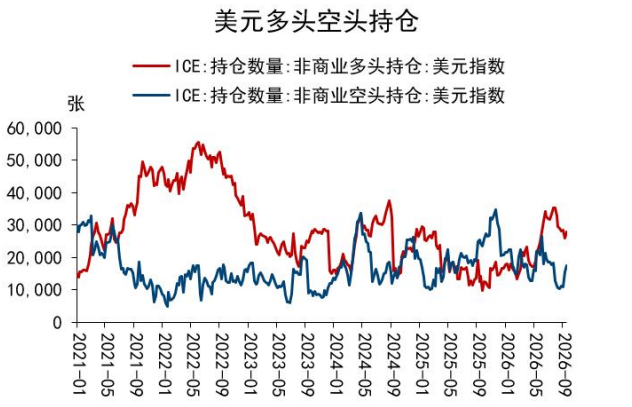


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4、资金行为

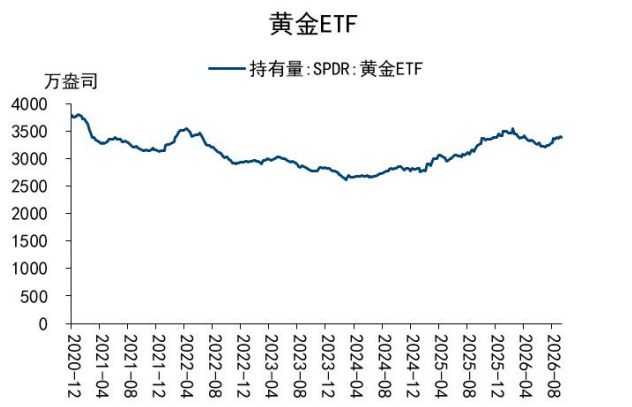
最新一周美元多头持仓 36596 张，较上周上升 1820 张，空头持仓 23251 张，较上周上升 2288 张；黄金 ETF 规模 3325 万盎司，较上周下降 32 万盎司。

图12：美元多空持仓



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：黄金 ETF 规模变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032