南华期货宏观周报

——美PCE数据超预期，关注11月非农数据

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28日

主要观点

本周海外定价围绕通胀粘性与AI链去杠杆展开。10月核心PCE升至3.3%、三季度GDP上修至4.3%，12月加息已被完全定价，我们认为加息落地本身不构成新的冲击，分歧转向2027年的路径。通胀与增长双双偏强时长端美债收益率反而下行，推动力来自AI资产信用担忧引发的避险买盘。这一因素与基本面方向相反，一旦科技股抛售退去，利率会重新回到通胀定价上。AI交易的定价从算力普涨转向资产负债表分化，黄仁勋复职修复的是治理折价，巨额资本开支能否兑现回报的疑问并未消除。国内工业利润的高增集中在AI链与上游资源品，结构性亮点突出，内需偏弱的格局没有改变。周五国常会把稳市机制提到国务院层面，明确中央汇金类平准基金功能，政策底进一步夯实，但托底工具能减缓下跌，难以逆转外部去杠杆的冲击。

本周风险资产和避险资产逻辑分化。A股短期仍是超跌反弹，以底部宽幅震荡看待；油价受地缘供应扰动反弹，但不建议追高；黄金在利率压制与流动性变现的双重冲击暂缓后迎来反弹，反转仍需等待。下周需要重点关注美国非农数据和国内PMI数据。

风险提示：中东局势明显升级，11月非农数据超预期，AI资产去杠杆引发流动性冲击

本期看点

1. 核心PCE创三年新高,长端美债收益率为何不升反降?
2. 工业企业利润大增，国常会夯实政策底，股市能迎来反转吗?

第一章 一周市场感悟

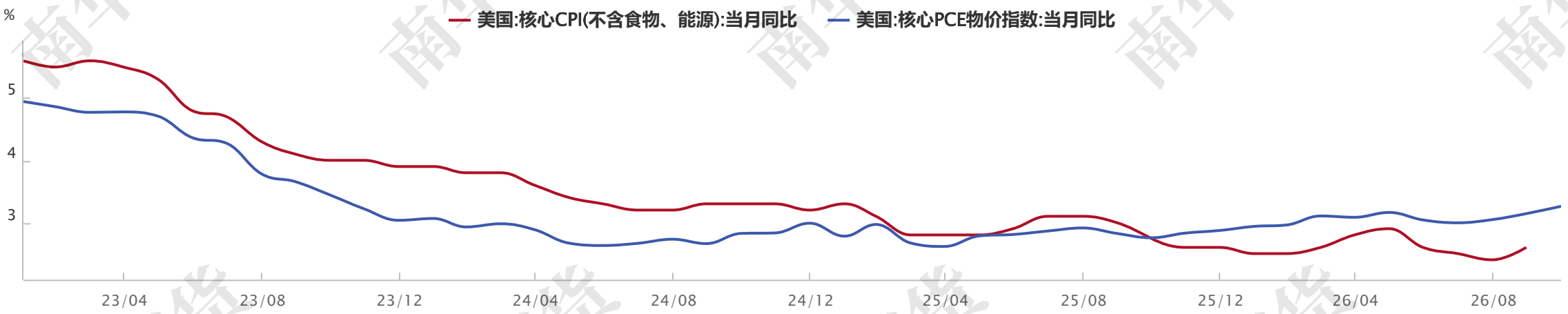
本周美国PCE与国内企业利润数据先后落地，海外科技板块去杠杆也加剧市场波动。海外方向，核心PCE创三年新高基本焊死12月加息，但美债收益率周内整体下行，AI资产的信用担忧引发的避险情绪是主因；国内方向，工业利润保持高增，新旧动能分化加剧，稳市政策密集落地，对股市有一定托底作用。下周需要重点关注美国非农数据和国内PMI数据。

1.1 美国核心PCE升至3.3%，12月加息已基本定价

美国10月PCE核心同比从3.1%升到3.3%、创2023年11月以来最高，高于预期的3.2%，核心环比连续3个月0.3%，剔除能源后的通胀粘性没有松动，整体环比的回落靠的是能源退潮，压力并不集中在油价上。核心三个月年化约3.6%，剔除住房的核心服务价格三个月折合年率超过4%。 压力仍在加速，回落路径出现反复。短周期涨幅比同比读数更热，说明价格 按244个PCE细分项统计，同比涨幅超过3%的占比从9月的48.4%升到51.2%，2000年至2019年的均值是 32%；涨幅超过4%的占29.9%，为7月以来最高。过半分项涨幅超过3%，涨价已从少数项目扩展到普遍领 域。非周期性通胀高于周期性通胀， 价格压力正从需求敏感领域扩散到更难消退的部分。

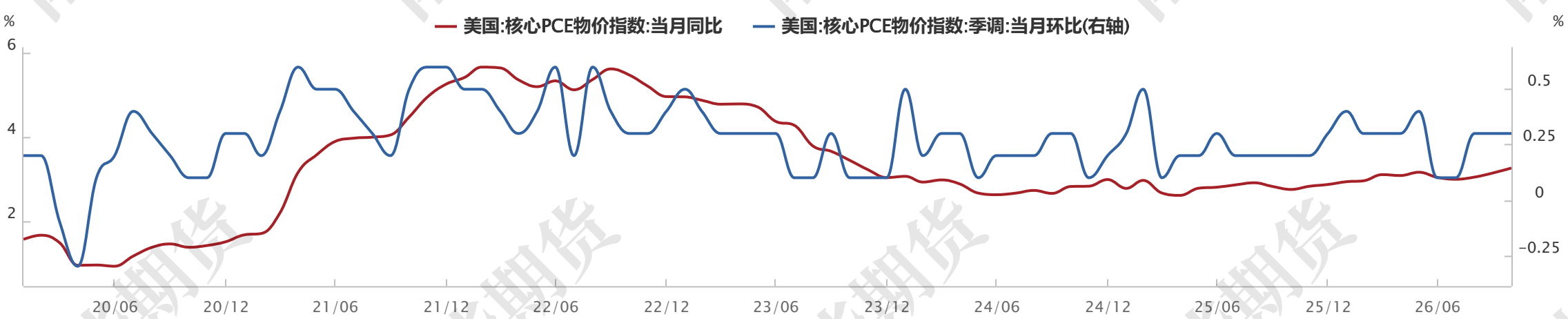
密歇根大学11月调查显示，1年期通胀预期从10月的4.7%降到3.7%，5至10年期从3.5%降到3.3%，全国汽油均价在调查期内从每加仑4美元上方回落到3.75美元附近。但白宫同时公布对十多个贸易伙伴加征新一轮关税，对华拟加征20%，最早明年生效。加征关税如果落地可能会推升本就高企的核心分项。 10月实际个人消费支出环比持平，低于预期的0.1%；名义个人收入增长0.7%，储蓄率从四年低点回升到 4.1%。收入增加而支出放缓，家庭在通胀压力下收紧开支。三季度GDP上修至4.3%，初请失业金降到18.9 万，增长和就业仍然强劲。 当下的金融条件收紧对于经济的冲击还没有明确数据验证，强劲的就业和增长并不对连续加息构成制约。

美国核心CPI和美国核心PCE物价指数当月同比情况



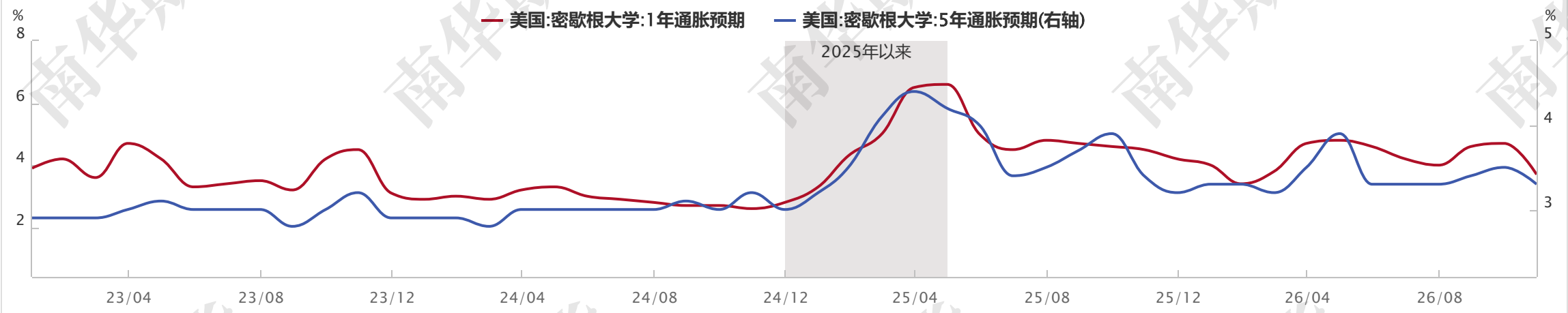
source：*同花顺,南华研究*

美国核心PCE同比和环比



source：*同花顺,南华研究*

美国密歇根大学1年和5年通胀预期

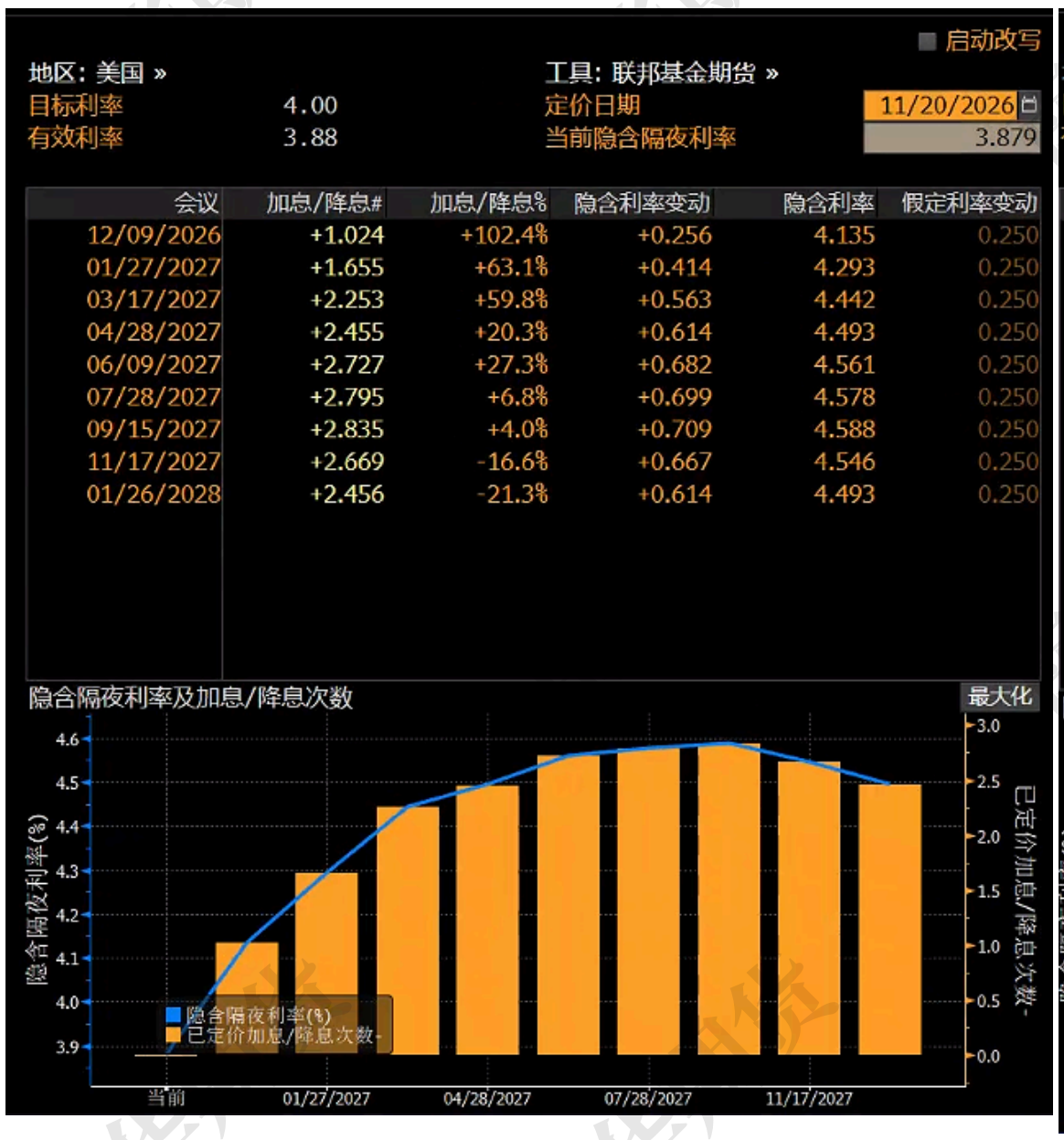


source：*同花顺,南华研究*

这份数据是12月决议前最后一份重磅通胀报告，核心超预期叠加三季度GDP上修至4.3%、初请失业金降至18.9万，经济强、通胀粘的组合下，12月加息25个基点的概率已基本打满，1月累计加息50个基点的概率超六成。后面关注油价和服务分项，中东若推高能源价格并渗进核心，加息路径会更陡，油价回落，核心粘性才有松动空间。目前12月加息基本没有悬念了，但路径长度更值得关注。

近期AI交易退潮引发的科技股下跌值得关注，11月23日英伟达董事会全票恢复黄仁勋总裁、首席执行官及董事职务，距离辞职仅11天。复职消息刺激股市大幅反弹，但反弹只维持了一个交易日。董事会独立调查仍在推进，白宫背书可能招致国会反弹，AI资本开支能否兑现回报也没有因为创始人回归而改变。定价从算力普涨转向资产负债表分化，后续看订单兑现和产能利用率，人事消息只能影响短期情绪。股市大幅回调带动融资成本抬升、财富效应回撤、企业估值下修都在压需求，风险资产的下跌本身就在替美联储完成紧缩。若美股继续调整，会继续收紧金融条件，效果上替代一部分加息，进而降低继续加息的必要性，可能会影响后续加息路径，但对12月议息影响不大。

美联储加息预期保持高位





source：彭博 南华研究

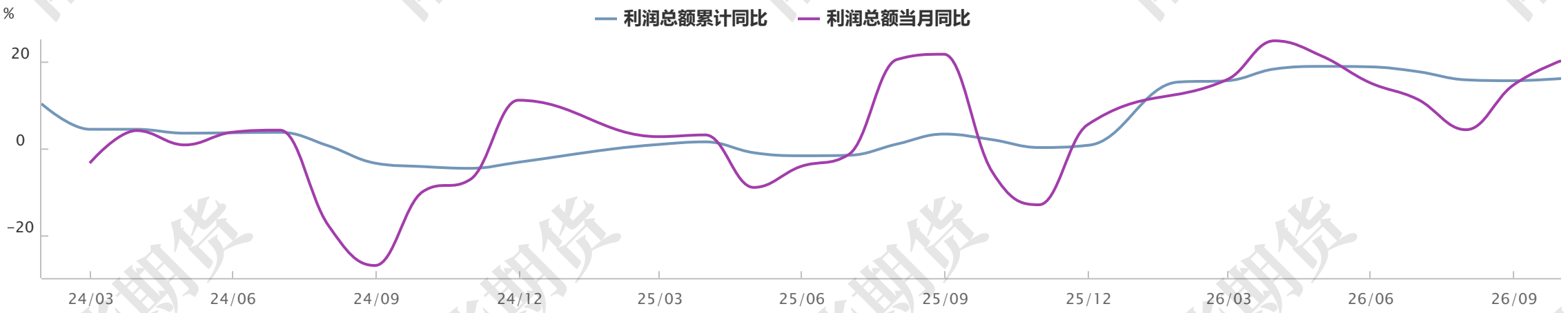
1.2 国内10月工业利润大增，稳市政策密集落地

1至10月规上工业企业利润6.74万亿元、同比增16.0%，增速较1至9月加快0.5个百分点，10月单月同比20.1%、较9月加快5.7个百分点，单月提速明显。其中，营收只增6.7%，利润增16%，营收利润率5.69%、提高0.45个百分点，每百元营收成本降0.42元，增长主要来自成本下降和价格上涨，营收本身贡献有限。行业分化加剧，采矿业增38.8%、制造业增17.5%、电力热力燃气及水供应降14.8%。电子行业利润翻倍，一家拉动全部工业利润9.7个百分点，计算机整机制造增4.1倍、光纤制造增6.7倍，高技术制造业整体增50.9%，AI算力链表现强势。有色增71.7%、煤炭增61.4%、化工增50.3%、油气增22.8%，上游资源品全面改善。外资企业利润只增0.2%，几乎没动。传统建材类的非金属矿物制品降46.7%、汽车降26%、黑色冶炼降14.2%、电力热力生产供应降18.4%，地产链、传统制造和下游电力还在持续收缩。新动能和旧动能的分化仍在加剧。

利润高增的持续性取决于以下两点：一是价格，10月PPI同比5.7%，上游利润的改善很大一块来自涨价，价格一旦见顶，采掘和原材料端的利润弹性会最先消失。二是需求，营收只增6.7%、库存和应收增速都高于营收，终端没跟上，10月工业社零固投全面不及预期，利润的亮眼和实体数据的疲弱并存，这轮改善是结构性的、高度集中的，离全面复苏还有距离。

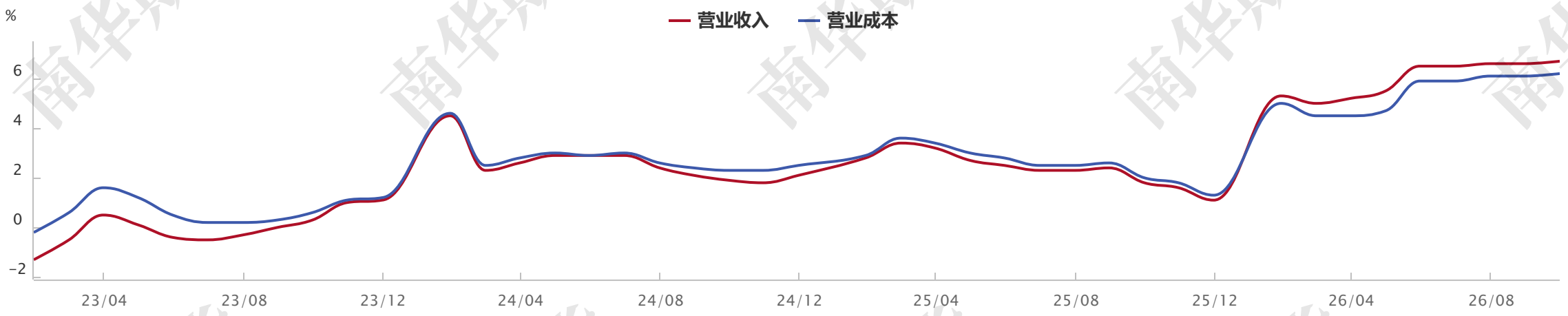
本周证监会继续推出稳市举措，融资保证金最低比例由100%降至80%、创业板做市商改革征求意见并配套降费。11月27日国务院常务会议提出资本市场事关经济发展大局，标明监管稳市决心，首次正式提出“国家队”，并明确 表示发挥类平准基金功能、提供充足流动性保障。消息公布后创业板指快速拉升，半导体与算力硬件领涨。稳市机制从部门工具上升到国务院定调，政策底进一步夯实，后续能否转向市场底需要看有多少增量资金跟进。我们认为，工业利润的改善主要集中在AI产业链和上游资源品，与稳市政策形成共振，内需偏弱的格局没有改变，年内降准降息的概率依然较低，后续重点看增量资金入市能否持续。

中国规上工业企业利润同比



source：同花顺,南华研究

中国规上工业企业营收和营业成本累计同比



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美国通胀创新高与AI链去杠杆展开。风险资产和避险资产逻辑分化，A股先下后上，中债窄幅波动，油价受地缘供应扰动反弹，黄金在利率压制与流动性变现的双重冲击暂缓后迎来反弹。各板块驱动不同，需要分开定价。

权益方面，本周A股先跌后涨走出了V型反转，大跌系海外科技股回调带动，反弹则主要是国内稳市托底政策发力，周五国常会明确持续完善稳市机制、优化中央汇金类平准基金功能，引爆多头情绪。短期靠政策托底与超跌修复，中长期仍受AI资本开支回报存疑与内需偏弱约束，两段逻辑方向相反。目前海外成长板块仍在出清，以区间震荡对待，政策底已现，市场底还在磨。目前不建议追高，以底部宽幅震荡对待，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，利率先下后上、周内整体回落，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。短期避险情绪的利多压过了基本面的利空，但受低赔率特征约束，进一步向下突破的空间有限。若科技板块迅速企稳或通胀二次反弹触发激进加息，美债利率可能快速反弹。中期美债收益率仍面临极强的基本面与供需约束，目前美国通胀粘性很强、增长也保持韧性，加上财政压力仍存，基本面暂不支持美债利率中枢持续下移。

中债方面，周内利率小幅走升，跨月资金价格小幅上行压制情绪。但内需仍弱、工业利润集中在少数行业，弱信用环境继续支撑债市。短期资金面与供给扰动推升长端利率，中长期弱信用环境仍在支撑债市，预计价格下行空间不大，目前低位震荡为主。

大宗商品方面，本周黄金底部震荡，能化明显反弹。能化的主线是中东供应扰动，胡塞武装袭击沙特最大炼油厂、霍尔木兹多艘油轮触雷，风险溢价快速回补，但供应并未实质中断，油价以区间震荡对待、不追多。黄金在利率压制与流动性变现的双重冲击暂缓后迎来反弹，科技股去杠杆引发流动性冲击，卖黄金补保证金导致周三金价急挫；PCE超预期后黄金先下后上V型反转，此前过度计价的加息预期略有回吐。我们认为通胀高位与加息定价下，贵金属上行环境尚不具备，向上突破需要紧缩预期见顶或美元转弱。

.....

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 11-30 / 12-06 下周

日期	重要数据公布	事件与假期
11/30 周一	中国制造业PMI	日本央行行长讲话
	英央行抵押贷款许可	欧央行行长拉加德讲话
	德国CPI初	
	加拿大GDP	
	达拉斯商业活动指数	
12/01 周二	美国制造业PMI	澳洲联储主席活动
	日本失业率	黄仁勋国会听证
	欧元区CPI初	
	欧元区CPI终	
12/02 周三	美国ADP就业	欧央行拉加德讲话
	EIA原油周报	
	澳洲GDP	
	瑞士CPI	
12/03 周四	美国初请	欧央行行长拉加德活动
	中国PMI	特斯拉股东大会
	法国PMI	
	德国PMI	
	欧元区PMI	
	英国PMI	
	欧元区PPI	
	美国服务业PMI终	
	美国非制造业PMI	
	美国工厂订单	
12/04 周五	美国非农	
	法国工业产出	
	欧元区零售销售	
	加拿大就业	
	美国消费者信心初	
12/05 周六	美国石油钻井	沙特公布原油官方售价
12/06 周日		

南华期货

G8 浏览 13:15:41 11/30/26 - 12/06/26

中央银行 全部 中央银行 视图 议程 每周

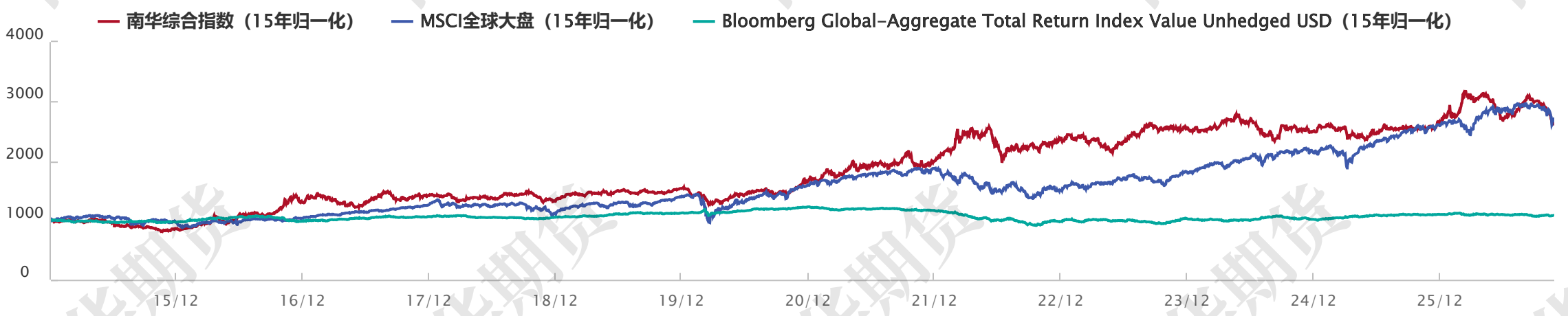
	日期时间	C	A	M	R	事件
	MM/DD/YY					
21)	11/28-12/11	US				Fed's External Communications Blackout
22)	11/30 15:30	EC				ECB's Kocher Speaks in Vienna
23)	11/30 20:20	EC				ECB's Zigman Speaks in Zagreb
24)	11/30 22:30	EC				ECB's Lagarde Speaks in Brussels
25)	11/30	JN				BOJ Governor Ueda Speaks in Nagoya
26)	12/01 00:30	EC				ECB's Lagarde Speaks in Brussels
27)	12/01 16:55	UK				BOE Chief Economist Huw Pill in discussion
28)	12/01 21:00	UK				BOE Deputy Governor Sarah Breeden speaks at SPE conference
29)	12/01 23:45	EC				ECB's Lane Moderates Panel
30)	12/02 02:00	EC				ECB's Lane Speaks in Frankfurt
31)	12/02 16:00	EC				ECB's Kocher Speaks in Vienna
32)	12/02 16:40	EC				ECB's Lagarde Speaks in Amsterdam
33)	12/02 20:00	EC				ECB's Stournaras Speaks
34)	12/02 23:00	EC				ECB's Lane Speaks in Frankfurt
35)	12/03 00:30	EC				ECB's Moulin Speaks in Paris
36)	12/03 01:30	EC				ECB's Vujcic Speaks in Frankfurt
37)	12/03 17:00	EC				ECB's Lagarde Speaks in Berlin
38)	12/03 17:30	EC				ECB's Kocher Speaks in Vienna
39)	12/04 16:20	EC				ECB's Vujcic Speaks in Paris
40)	12/04 21:00	EC				ECB's Lane Speaks in Brussels
41)	12/04 23:30	EC				ECB's Nagel, Moulin Speak in Paris
42)	12/06 00:00	EC				ECB's Lane Speaks in Paris

资料来源：彭博、金十、南华研究

.....

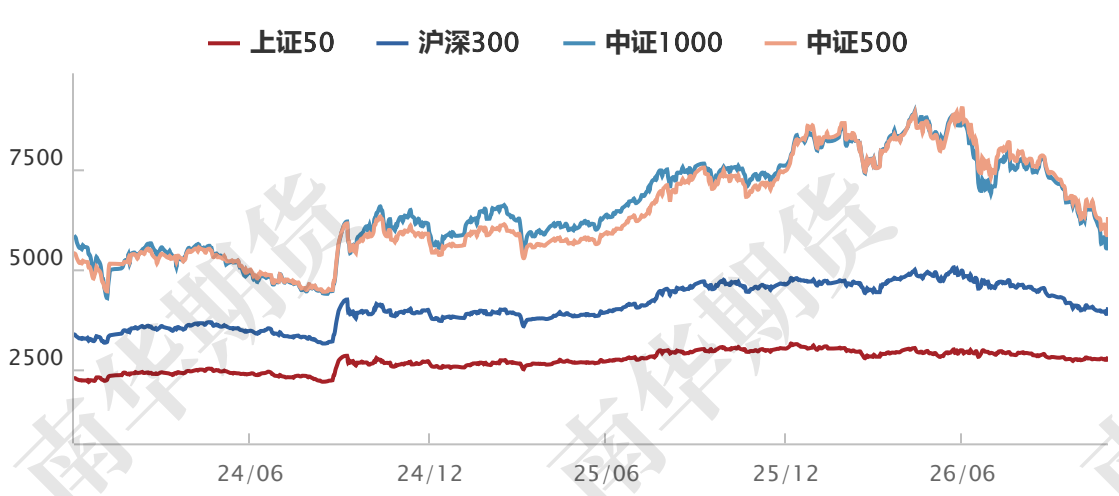
第四章 大类资产

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



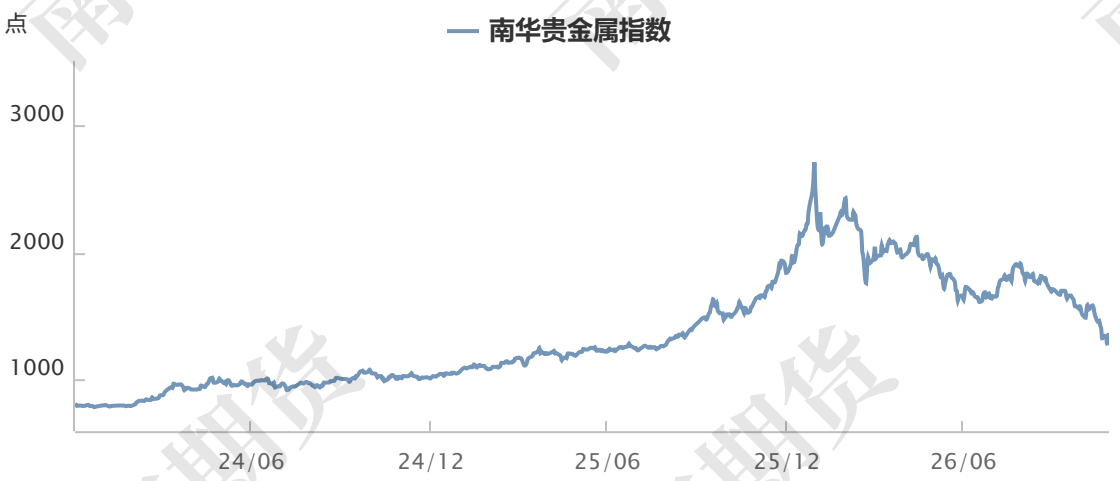
source：*wind,南华研究*

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