黄金“底”在哪里?

证券研究报告
2026 年 11 月 22 日

海外跟踪周报 20261122

作者

谭逸鸣 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525050005
tanyiming@tfzq.com

裴明楠 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525060004
peimingnan@tfzq.com

近期报告

1 《固定收益：2027，潮起四方，衡局新生-——2027 年海外非美市场年度展望》 2026-11-20

2 《固定收益：2027，信用再分化之路-2027 市场展望·信用策略篇》 2026-11-19

3 《固定收益：2027，博弈未休，暗流涌动-2027 年美国宏观经济展望》 2026-11-17

利率再定价主导短期踩踏，黄金中长期配置逻辑未变

近期伦敦现货黄金连续大跌，创 2025 年 10 月以来新低。底层锚定因素是美联储加息预期逆转、实际利率急升；跌幅之所以陡峭，我们认为在于 AI 板块存量资金博弈与产业链信任危机共振放大，强化了黄金作为高流动性资产被优先变现的被动抛售。短期仍处寻底阶段，但央行购金与去美元化底层逻辑未动摇。

核心驱动：实际利率重夺定价权

黄金避险叙事本轮暂时失效，我们认为根本在于定价锚回归美国实际利率。11 月 18 日美联储 10 月会议纪要释放鹰派信号：几乎所有官员认为后续仍可能需进一步加息，部分提出若通胀超预期，12 月不排除更大幅度加息；理事沃勒公开支持 12 月一次性加息 50bp。市场对 12 月加息 25bp 定价概率一度升至 96%以上，两年期美债收益率站上 4.83%，美元走强进一步压制金价。

放大器：AI 资金虹吸与产业链信任危机共振

其一，Anthropic 上市分流资金。11 月 19 日登陆纳斯达克，发行价 83 美元，盘中市值一度突破 2 万亿美元，收盘涨幅收窄至 17%。上市未带动 AI 板块整体走强，反而呈现新股抽血、老牌龙头失血的分化，黄金因流动性最佳成为优先变现对象。存量博弈实质是资金在 AI 内部从"普涨定价"转向"选择性集中"。

其二，Hunterbrook 做空 AMD，信任危机向信用层面渗透。11 月 18 日披露 AMD 空头头寸，质疑其与中国存在出口限制关联企业的业务关系隐藏被低估风险，AMD 当日跌约 7.7%。我们认为，这一事件的影响不仅在于 AMD 自身股价下跌，更在于市场开始重新审视 AI 芯片企业的中国业务敞口、出口管制风险以及产业链供应关系。

其三，英伟达管理层动荡，核心资产信心裂痕加深。黄仁勋 11 月上旬辞任 CEO，CFO 任临时 CEO，继任者目前仍不明。截至 11 月 19 日英伟达连续六个交易日下跌，累计跌幅约 16%，市值蒸发约 6690 亿美元；穆迪将评级展望从"正面"下调至"稳定"。作为 AI 算力产业链核心枢纽，英伟达是 AI 投资生态的信用锚点，管理层不确定性叠加对 AI 循环融资、资本开支回报率的担忧，推动交易逻辑从"追逐算力需求扩张"转向"审视真实盈利与现金流"，风险偏好收缩开始触及信用与治理层面。

我们认为，三者叠加意味着 AI 板块风险偏好收缩或已从估值压缩延伸至信用与治理层面，跨资产去杠杆压力上升，黄金作为高流动性资产首当其冲被优先变现，跌幅因此远超利率单一因素所能解释的幅度。

中长期逻辑与后市展望

世界黄金协会数据显示三季度全球央行净买入黄金 321 吨，同比增长 42%；中国央行 10 月增持约 83 万盎司，连续 24 个月增持。但我们认为，央行购金作用或在于托底而非扭转，在利率预期拐点未现、AI 资金博弈未找到新平衡前，配置型买盘难以对冲交易型资金集中撤离。

短期“底”在哪里，我们认为可能取决于三个条件的依次兑现。第一，加息预期被充分定价或出现边际松动。市场对 12 月加息 25bp 的定价概率一度升至 96%以上，意味着鹰派预期接近“打满”，进一步上修空间收窄，利空钝化本身即是企稳的前置信号。第二，AI 资金分流压力趋缓。Anthropic 上市对资金的影响、AMD 做空、英伟达管理层动荡三者叠加的冲击需要时间消化，当 AI 板块从“选择性集中”重新找到定价平衡，跨资产去杠杆的被动抛售才会退潮。第三，实际利率见顶回落。这可能是最根

本的拐点变量，我们认为只有名义利率预期不再上修、通胀预期企稳，实际利率才可能从急升转向回落，触发空头回补与黄金 ETF 资金回流。

演绎路径上，12 月 9 日 FOMC 会议及 11 月 CPI 数据或是关键窗口。基准情形是：加息落地后美联储释放“政策观察期”信号，实际利率高位钝化，金价进入震荡筑底而非 V 型反转；若 CPI 超预期强化再加息叙事，则不排除二次探底，但央行购金托底意味着下方空间受限。中期美国通胀韧性仍强，利率高位维持时间或超当前定价，金价或维持震荡寻底，真正的趋势性拐点需等待实际利率明确下行与 AI 资金博弈找到新平衡的共振。

海外市场复盘（11.16-11.20）

本周美股三大指数集体大跌，纳指领跌，AI 及芯片股遭抛售构成主要拖累。周一，英伟达管理层变动影响持续，美股三大指数低开低走，纳指下跌 2.49%；周二，三大指数继续收跌，芯片股尾盘反弹、跌幅收窄；周三，美股涨跌不一，纳指小幅上涨，道指、标普 500 收跌；周四，Anthropic 上市首日冲高回落，三大指数均跌超 2%；周五，AI 交易遭遇集中抛售，纳指下跌 5.28%，英伟达暴跌 14%，费城半导体指数重挫近 11%。

本周美元继续上涨，美债收益率明显回落。美元指数周一、周三及周四走强，周度继续收涨，欧元走弱，日元升值，人民币小幅下跌。美股下挫带动避险交易，美债收益率回落，周度短端收益率降幅略大于长端。

本周原油延续下跌，贵金属跌幅扩大。国际油价继续承压，周二布伦特原油下跌 3.55%，WTI 原油周度跌幅接近 6%。黄金周一下跌，周二小幅反弹，周三、周四分别下跌 3.69%、2.77%，金银周线均录得较大跌幅，白银跌幅超过 15%。

海外央行动态

本周多位美联储官员支持进一步加息，沃勒主张 12 月加息 50 个基点，穆萨莱姆呼吁尽快行动，但部分官员仍强调渐进调整。本周，沃勒表示若不释放 1 月加息的信号，应在 12 月加息 50 个基点；穆萨莱姆认为到春季可能还需数次加息，应尽快行动；古尔斯比表示，高通胀下所有选项均在考虑范围内，不排除大幅加息。哈玛克倾向稳步、缓慢地逐步加息，但指出若通胀心态形成，可能需要更大举措；戴利认为仍需加息，但应采取审慎、渐进的策略。我们认为，美联储进一步收紧政策的倾向仍较明显，但官员对加息幅度和节奏存在分歧，后续仍需关注通胀走势及经济表现。

本周，市场对美联储年内加息 50bp 的预期降温，加息 25bp 的概率小幅升至 88.6%，维持当前利率不变的概率回升至 11.4%。截至 11 月 20 日，CME 数据显示，市场预期年内 FOMC 加息 25bp 的概率为 88.6%（一周之前为 88.5%），加息 50bp 的概率降至 0%（一周之前为 11.5%），年内维持当前利率不变的概率为 11.4%（一周之前为 0%）。

海外基本面高频跟踪

总体经济预期：最近一周，美国经济增速预期持平。

就业：美国初请失业金人数、续请失业金人数均高于预期。

需求：美国零售增速下降。

生产：美国粗钢生产上涨、炼油厂产能利用率上涨。

价格：本周美国零售汽油价格下跌。

金融条件：本周企业债信用利差上涨。

下周（11 月 23 日~11 月 27 日）海外重点关注：当周初请失业金人数、美国 10 月核心 PCE 物价指数年率、美联储官员发言。

风险提示：海外经济基本面变化超预期，特朗普政府政策超预期，中东局势变化超预期。

内容目录

一、利率再定价主导短期踩踏，黄金中长期配置逻辑未变 5
二、海外市场一周复盘 7
三、海外政策与要闻 9
1、海外央行动态 9
2、海外政策跟踪 10
四、海外经济基本面高频跟踪 13
1、总体景气度 13
2、就业 13
3、需求 14
4、生产 14
5、价格 15
6、金融条件 15
五、下周海外重要事件提醒 17

图表目录

图 1：伦敦黄金现货价格走势 6
图 2：全球央行每季度购金规模 6
图 3：中国央行每月购金规模正在上行 6
图 4：本周市场表现汇总（各指标截至当地时间 2026 年 11 月 20 日） 7
图 5：本周美股波动率上升 8
图 6：本周标普 500 收跌，花旗美国经济意外指数下降 8
图 7：本周美债收益率下跌 8
图 8：本周人民币基本稳定 8
图 9：本周美元略涨，黄金暴跌 8
图 10：本周国际油价下跌，铜价下跌 8
图 11：截至 11 月 20 日，市场预期年内 FOMC 加息 25bp 的概率为 88.6%、加息 50bp 的概率为 0% 10
图 12：截至 11 月 20 日，彭博预期 2026 年美国经济增长 2.3% 13
图 13：截至 11 月 20 日，彭博预期 2026 年欧元区经济增长 1% 13
图 14：美国:当周初次申请失业金人数:季调:万人 13
图 15：美国:持续领取失业金人数:季调:万人 13
图 16：最新一周，美国红皮书零售增速下降 14
图 17：最新一周，美国机场安检人数高于 2025 年同期（单位：人） 14
图 18：美国抵押贷款利率上调，抵押贷款申请活动下降 14
图 19：美国:产能利用率:炼油厂（%） 15
图 20：美国:产量:粗钢:当周值（万短吨） 15
图 21：最近一周，美国零售汽油价格下降 15
图 22：最近一周，掉期市场显示，美国的通胀预期下降 15

图 23：最近一周，美国的信用利差上涨（单位：%）.....16
图 24：本周 SOFR-隔夜逆回购利率较一周上涨.....16
图 25：本周 SOFR 减 IORB 利差较一周之前上涨.....16

表 1：美联储重要表态梳理（11.16-11.20）.....9
表 2：最近一周海外新闻跟踪（中东和俄乌地缘局势）.....11
表 3：最近一周海外新闻跟踪（中东和俄乌地缘局势除外）.....12
表 4：日历：下周海外重要数据和事件（2026 年 11 月 23 日~11 月 27 日）.....17

一、利率再定价主导短期踩踏，黄金中长期配置逻辑未变

近期伦敦现货黄金连续大跌，创 2025 年 10 月以来新低。底层锚定因素是美联储加息预期逆转、实际利率急升；跌幅之所以陡峭，我们认为在于 AI 板块存量资金博弈与产业链信任危机共振放大，强化了黄金作为高流动性资产被优先变现的被动抛售。短期仍处寻底阶段，但央行购金与去美元化底层逻辑未动摇。

核心驱动：实际利率重夺定价权

黄金避险叙事本轮暂时失效，我们认为根本在于定价锚回归美国实际利率。11 月 18 日美联储 10 月会议纪要释放鹰派信号：几乎所有官员认为后续仍可能需进一步加息，部分提出若通胀超预期，12 月不排除更大幅度加息；理事沃勒公开支持 12 月一次性加息 50bp。市场对 12 月加息 25bp 定价概率一度升至 96%以上，两年期美债收益率站上 4.83%，美元走强进一步压制金价。

放大器：AI 资金虹吸与产业链信任危机共振

其一，Anthropic 上市分流资金。11 月 19 日登陆纳斯达克，发行价 83 美元，盘中市值一度突破 2 万亿美元，收盘涨幅收窄至 17%。上市未带动 AI 板块整体走强，反而呈现新股抽血、老牌龙头失血的分化，黄金因流动性最佳成为优先变现对象。存量博弈实质是资金在 AI 内部从"普涨定价"转向"选择性集中"。

其二，Hunterbrook 做空 AMD，信任危机向信用层面渗透。11 月 18 日披露 AMD 空头头寸，质疑其与中国存在出口限制关联企业的业务关系隐藏被低估风险，AMD 当日跌约 7.7%。我们认为，这一事件的影响不仅在于 AMD 自身股价下跌，更在于市场开始重新审视 AI 芯片企业的中国业务敞口、出口管制风险以及产业链供应关系。

其三，英伟达管理层动荡，核心资产信心裂痕加深。黄仁勋 11 月上旬辞任 CEO，CFO 任临时 CEO，继任者目前仍不明。截至 11 月 19 日英伟达连续六个交易日下跌，累计跌幅约 16%，市值蒸发约 6690 亿美元；穆迪将评级展望从"正面"下调至"稳定"。作为 AI 算力产业链核心枢纽，英伟达是 AI 投资生态的信用锚点，管理层不确定性叠加对 AI 循环融资、资本开支回报率的担忧，推动交易逻辑从"追逐算力需求扩张"转向"审视真实盈利与现金流"，风险偏好收缩开始触及信用与治理层面。

我们认为，三者叠加意味着 AI 板块风险偏好收缩或已从估值压缩延伸至信用与治理层面，跨资产去杠杆压力上升，黄金作为高流动性资产首当其冲被优先变现，跌幅因此远超利率单一因素所能解释的幅度。

中长期逻辑与后市展望

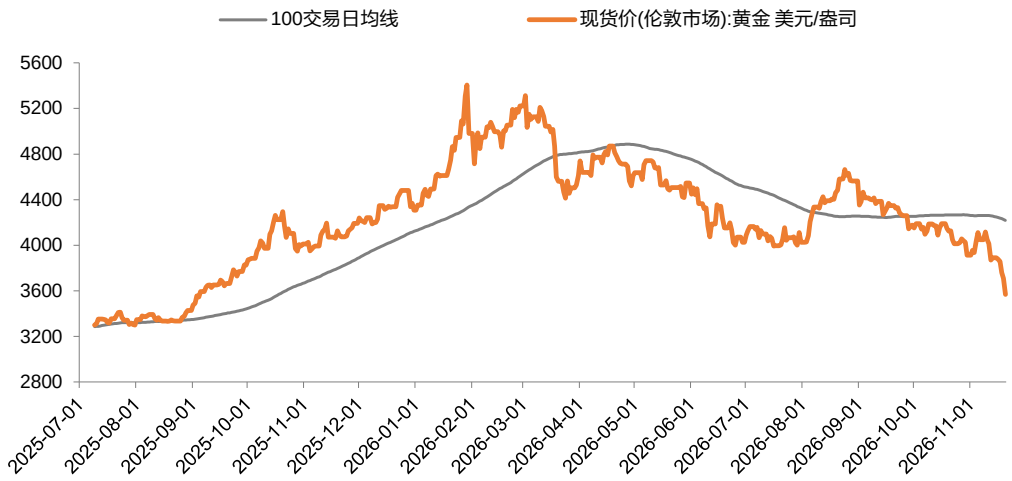
世界黄金协会数据显示三季度全球央行净买入黄金 321 吨，同比增长 42%；中国央行 10 月增持约 83 万盎司，连续 24 个月增持。但我们认为，央行购金作用或在于托底而非扭转，在利率预期拐点未现、AI 资金博弈未找到新平衡前，配置型买盘难以对冲交易型资金集中撤离。

短期“底”在哪里，我们认为可能取决于三个条件的依次兑现。第一，加息预期被充分定价或出现边际松动。市场对 12 月加息 25bp 的定价概率一度升至 96%以上，意味着鹰派预期接近“打满”，进一步上修空间收窄，利空钝化本身即是企稳的前置信号。第二，AI 资金分流压力趋缓。Anthropic 上市对资金的影响、AMD 做空、英伟达管理层动荡三者叠加的冲击需要时间消化，当 AI 板块从“选择性集中”重新找到定价平衡，跨资产去杠杆的被动抛售才会退潮。第三，实际利率见顶回落。这可能是最根本的拐点变量，我们认为只有名义利率预期不再上修、通胀预期企稳，实际利率才可能从急升转向回落，触发空头回补与黄金 ETF 资金回流。

演绎路径上，12 月 9 日 FOMC 会议及 11 月 CPI 数据或是关键窗口。基准情形是：加息落地后美联储释放“政策观察期”信号，实际利率高位钝化，金价进入震荡筑底而非 V 型反转；若 CPI 超预期强化再加息叙事，则不排除二次探底，但央行购金托底意味着下方空间受限。中期美国通胀韧性仍强，利率高位维持时间或超当前定价，金价或维持震荡寻底，

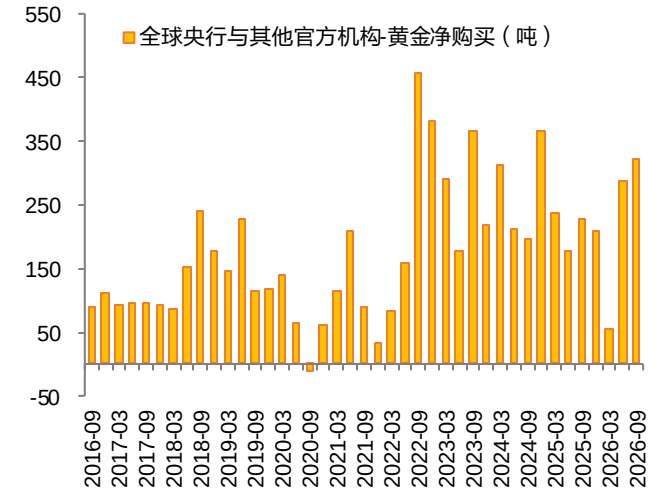
真正的趋势性拐点需等待实际利率明确下行与 AI 资金博弈找到新平衡的共振。

图 1：伦敦黄金现货价格走势



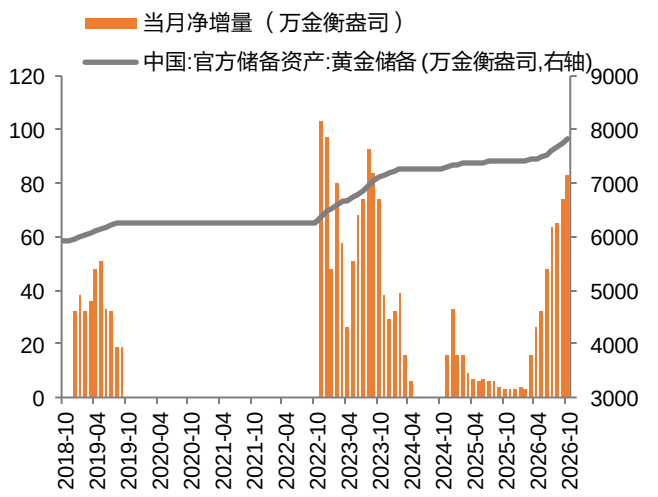
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：全球央行每季度购金规模



资料来源：世界黄金协会，天风证券研究所

图 3：中国央行每月购金规模正在上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

二、海外市场一周复盘

本周美股三大指数集体大跌，纳指领跌，AI 及芯片股遭抛售构成主要拖累。周一，英伟达管理层变动影响持续，美股三大指数低开低走，纳指下跌 2.49%；周二，三大指数继续收跌，芯片股尾盘反弹、跌幅收窄；周三，美股涨跌不一，纳指小幅上涨，道指、标普 500 收跌；周四，Anthropic 上市首日冲高回落，三大指数均跌超 2%；周五，AI 交易遭遇集中抛售，纳指下跌 5.28%，英伟达暴跌 14%，费城半导体指数重挫近 11%。

截至 11 月 20 日当周，标普 500、道指、纳指分别下跌 8.61%、8.02%、10.02%。欧洲方面，伦敦富时 100 指数、德国 DAX 指数、欧元区 STOXX50 指数分别下跌 5.10%、7.28%、6.97%；亚洲方面，日经 225 指数、韩国综指分别下跌 7.70%、7.95%。

本周美元继续上涨，美债收益率明显回落。美元指数周一、周三及周四走强，周度继续收涨，欧元走弱，日元升值，人民币小幅下跌。美股下挫带动避险交易，美债收益率回落，周度短端收益率降幅略大于长端。

截至 11 月 20 日当周，美元指数上涨 0.42%至 103.84，欧元下跌 0.49%，日元上涨 0.73%，人民币下跌 0.04%;2Y 美债收益率下行 25bp 至 4.63%,10Y 美债收益率下行 23bp 至 4.92%。

本周原油延续下跌，贵金属跌幅扩大。国际油价继续承压，周二布伦特原油下跌 3.55%，WTI 原油周度跌幅接近 6%。黄金周一下跌，周二小幅反弹，周三、周四分别下跌 3.69%、2.77%，金银周线均录得较大跌幅，白银跌幅超过 15%。

截至 11 月 20 日当周，COMEX 黄金下跌 9.07%，COMEX 白银下跌 15.71%，COMEX 铜下跌 9.85%，WTI 原油下跌 5.94%。

图 4：本周市场表现汇总（各指标截至当地时间 2026 年 11 月 20 日）

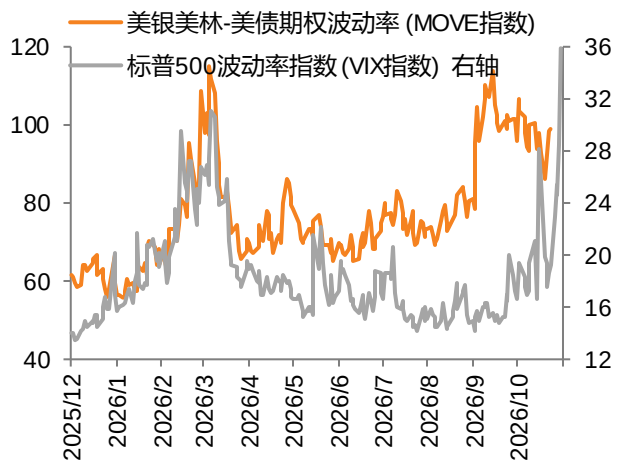
		当前点位	本周涨幅(%)	近一个月(%)
发达市场权益	标普500	6,910.39	-8.61	-10.40
	道琼斯工业指数	48,147.33	-8.02	-8.28
	纳斯达克综指	22,617.73	-10.02	-14.41
	欧元区STOXX50	5,941.95	-6.97	-2.94
	伦敦富时100指数	10,346.34	-5.10	-3.60
	德国DAX指数	24,802.78	-7.28	-1.98
	日经225指数	56,436.65	-7.70	-11.92
	韩国综合指数	4,869.96	-7.95	-12.30
新兴市场权益	印度Sensex30	83,919.71	+2.85	+13.63
	越南VN30指数	1,786.84	-3.15	-3.18
	中国恒生指数	22,410.80	-5.19	-6.10
	中国恒生科技指数	3,511.14	-7.92	-13.22
	中国台湾加权指数	38,426.89	-4.40	-16.99
	上证综合指数	3,533.79	-2.77	-5.40
	深证成份指数	10,256.39	-6.49	-13.09

		当前点位	本周涨幅(%)	近一个月(%)
外汇	美元指数	103.8404	+0.42	+2.10
	欧元	1.0968	-0.49	-2.40
	日元	158.5450	+0.73	-0.23
	人民币	6.6735	-0.04	+0.08
商品	COMEX黄金	3,526.60	-9.07	-15.11
	COMEX白银	40.95	-15.71	-27.83
	COMEX铜	546.25	-9.85	-16.92
	WTI原油	83.64	-5.94	-17.26

		当前点位	本周变动(bp)	近一个月(bp)
利率	2Y美债	4.63%	-25.00	-16.00
	10Y美债	4.92%	-23.00	-20.00
	10Y德债	3.32%	-5.00	-10.00
	10Y日债	2.77%	-9.40	-12.90
	10Y中债	1.58%	-3.31	-4.80

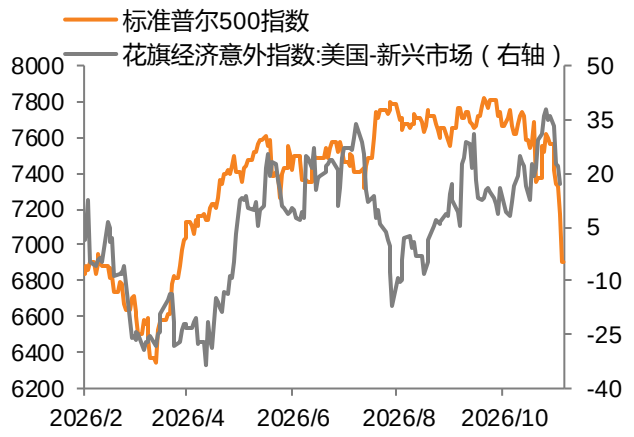
资料来源：Wind，ifind，天风证券研究所（注：外汇的涨跌幅为该货币兑美元的涨跌幅，正数代表该货币相对于美元升值）

图 5：本周美股波动率上升



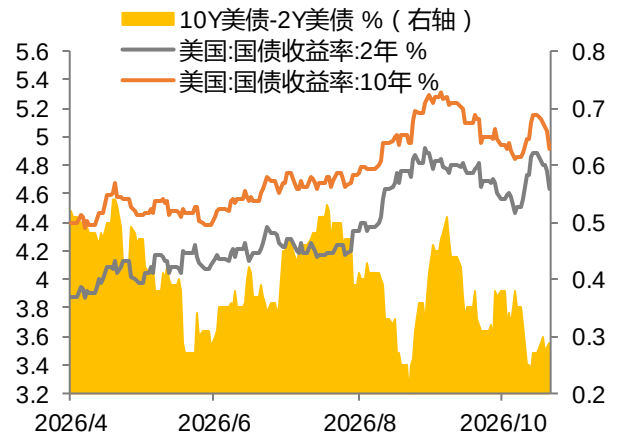
资料来源：Wind，彭博，天风证券研究所（截至 2026 年 11 月 20 日）

图 6：本周标普 500 收跌，花旗美国经济意外指数下降



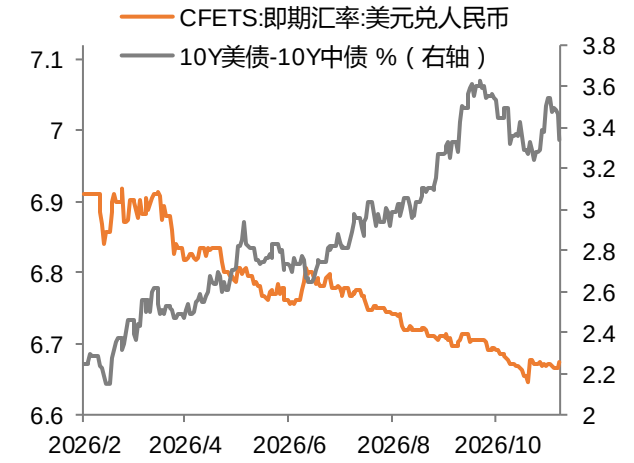
资料来源：ifind，天风证券研究所（截至 2026 年 11 月 20 日）

图 7：本周美债收益率下跌



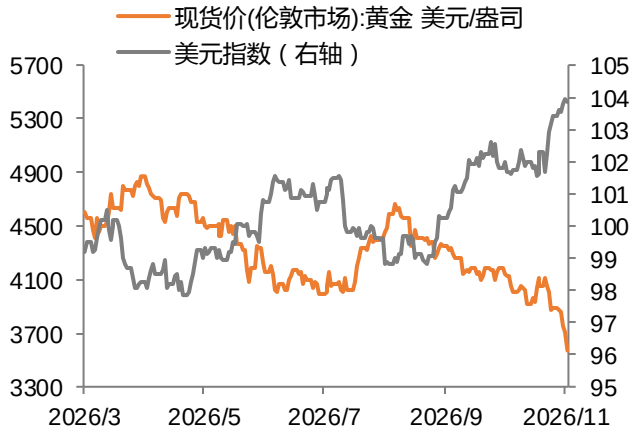
资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2026 年 11 月 20 日）

图 8：本周人民币基本稳定



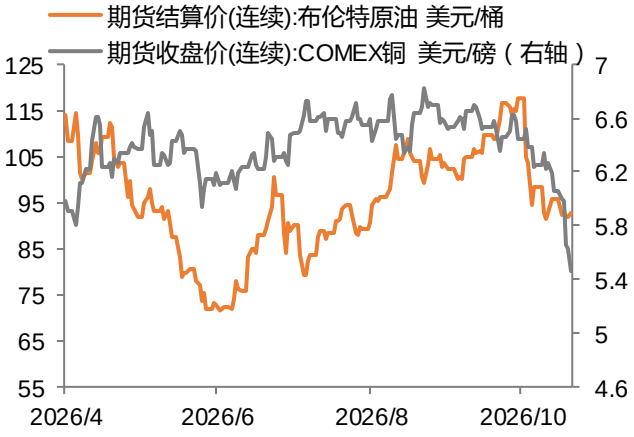
资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2026 年 11 月 20 日）

图 9：本周美元略涨，黄金暴跌



资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2026 年 11 月 20 日）

图 10：本周国际油价下跌，铜价下跌



资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2026 年 11 月 20 日）

三、海外政策与要闻

1、海外央行动态

本周多位美联储官员支持进一步加息，沃勒主张 12 月加息 50 个基点，穆萨莱姆呼吁尽快行动，但部分官员仍强调渐进调整。本周，沃勒表示若不释放 1 月加息的信号，应在 12 月加息 50 个基点；穆萨莱姆认为到春季可能还需数次加息，应尽快行动；古尔斯比表示，高通胀下所有选项均在考虑范围内，不排除大幅加息。哈玛克倾向稳步、缓慢地逐步加息，但指出若通胀心态形成，可能需要更大举措；戴利认为仍需加息，但应采取审慎、渐进的策略。我们认为，美联储进一步收紧政策的倾向仍较明显，但官员对加息幅度和节奏存在分歧，后续仍需关注通胀走势及经济表现。

表 1：美联储重要表态梳理（11.16-11.20）

当地日期	官员	表态内容	发言倾向
11/16	沃什	•美联储已开始模拟 AI 对经济的三种影响情景。	
11/16	巴尔	•AI 智能体可能加剧未来的银行挤兑。	
11/16	哈玛克	•**倾向于稳步、缓慢地逐步加息。**如果通胀心态形成，可能需要更大的举措。	鹰
11/17	威廉姆斯	•通胀仍顽固高企 但无需采取激进政策行动。 •美联储需要加息多少次以及加息速度将取决于人工智能的发展状况。	偏鹰
11/17	穆萨莱姆	•到春季可能需要数次加息，要尽快行动。 •到明年春季，**实际政策利率应达到 2%至 2.5%的区间。**	鹰
11/17	哈玛克	•美联储的干预措施应该内置退出策略。 •美联储应更清楚地说明，资产购买究竟是为了改善市场流动性，还是为了支持经济。	
11/18	沃勒	•若不释放 1 月加息的信号，应在 12 月加息 50 个基点。 •**为降低通胀，美联储可能不得不采取比逆转去年降息更多的措施。**	鹰
11/18	戴利	•仍需加息，但应采取审慎、渐进策略。	偏鹰
11/18	巴尔	•支持进一步加息。 •通胀“过高”，正给许多家庭带来压力，称若经济表现符合预期，支持进一步加息。	偏鹰
11/18	卡什卡利	•人工智能大规模投资带来集中度风险。 •美联储目前面临多项经济难题，**目前显然未能在其稳定通胀的政策目标方面达标。**	偏鹰
11/19	古尔斯比	•高通胀下所有选项均在考虑范围内，不排除大幅加息。 •人工智能数据中心建设加剧通胀。 •关税对通胀的影响现在应已消退。 •美国就业市场稳定，但通胀“远高于”美联储 2%的目标。	鹰
11/19	杰斐逊	•对改变通胀目标不感兴趣。 •目前，**AI 建设正在给需求和通胀带来上行压力。**	
11/19	保尔森	•在正常经济环境下，美联储不一定需要明确预测未来几次会议的利率调整方向。	
11/20	库克	•9 月加息不足以抑制高通胀。 •当前金融条件过于宽松，而通胀水平"令人高度担忧"。	鹰
11/20	保尔森	•还需进一步收紧政策，对考虑连续加息持开放态度。 •我并没有认定必须每隔一次会议加息，或者每次会议都加息。	偏鹰

资料来源：金十数据，财联社，新浪财经，天风证券研究所

本周，市场对美联储年内加息 50bp 的预期降温，加息 25bp 的概率小幅升至 88.6%，维持当前利率不变的概率回升至 11.4%。截至 11 月 20 日，CME 数据显示，市场预期年内 FOMC

加息 25bp 的概率为 88.6%（一周之前为 88.5%），加息 50bp 的概率降至 0%（一周之前为 11.5%），年内维持当前利率不变的概率为 11.4%（一周之前为 0%）。

图 11：截至 11 月 20 日，市场预期年内 FOMC 加息 25bp 的概率为 88.6%、加息 50bp 的概率为 0%

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/12/9	0.0%	11.4%	88.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	4.9%	44.3%	50.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	2.6%	25.8%	47.8%	23.8%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	2.1%	21.8%	44.0%	27.9%	4.1%	0.0%
2027/6/9	0.0%	1.7%	17.9%	39.6%	31.1%	8.8%	0.8%
2027/7/28	0.0%	1.7%	17.6%	39.1%	31.3%	9.3%	1.0%
2027/9/15	0.0%	1.6%	17.3%	38.7%	31.5%	9.7%	1.2%
2027/11/17	0.3%	4.5%	21.2%	37.4%	27.5%	8.2%	0.9%

资料来源：CME 美联储观察，天风证券研究所（数据为 2026 年 11 月 20 日的市场预期）

2、海外政策跟踪

本周，美伊外交调解持续，伊朗表示愿与美讨论停战方案，但美国对伊军事打击风险仍存。

1）周一，巴基斯坦陆军参谋长会见伊朗外长阿拉格齐；伊朗外长离开巴基斯坦后，抵达阿曼首都马斯喀特，地区外交接触持续。

2）周二，卡塔尔方面表示，美国与伊朗之间的调解工作仍在进行。伊朗否认有关其可能在华盛顿引爆脏弹的报道；特朗普表示，美方正在调查相关威胁，希望情况并非如此。

3）周三，伊朗外长表示，伊朗与阿曼讨论了防止战争重燃及建立独立地区安全框架。周四，特朗普表示，不会在新年前“仓促”决定对伊朗采取行动。

4）周五，据美国哥伦比亚广播公司（CBS）报道，美以考虑短期内对伊朗发动新一轮袭击。同日，伊朗外长表示，“两日计划”依然摆在桌面上，愿与美方进行讨论。

表 2：最近一周海外新闻跟踪（中东和俄乌地缘局势）

领域	当地时间	相关事件
俄乌局势	11/19	普京：将对克里米亚大桥遭袭进行报复，不再讨论海上停火。
美伊局势	11/16	巴基斯坦陆军总参谋长会见伊朗外长阿拉格齐。
	11/16	伊朗外长离开巴基斯坦，在北京时间凌晨抵达阿曼首都马斯喀特。
	11/17	卡塔尔方面表示，有关美国与伊朗之间的调解工作仍在进行中。
	11/17	伊朗：CNN 关于伊朗可能在华盛顿引爆脏弹的报道是“毫无根据的指控”。特朗普：美国正在调查伊朗的脏弹威胁，我希望情况并非如此。
	11/18	伊朗外长：伊朗与阿曼讨论防止战争重燃及建立独立地区安全框架。
	11/19	特朗普表示不会在新年前“仓促”决定对伊朗行动。
	11/20	美国哥伦比亚广播公司（CBS）：美以考虑短期内对伊朗发动新一轮袭击。
	11/20	伊朗外长：“两日计划”依然摆在桌面上，愿与美进行讨论。

资料来源：金十数据，天风证券研究所

除了伊朗局势以外，关注 AI、美国经济及贸易政策等：

1）英伟达第三季度营收同比翻倍至 1158 亿美元，数据中心业务收入强劲，第四季度营收展望超预期；微软与英特尔深化芯片合作，涵盖先进封装及下一代处理器供应。

2）美国 10 月零售销售增长显著放缓，消费韧性与隐忧并存；美联储会议纪要显示，绝大多数官员认为通胀仍存在上行风险，一些官员认为 12 月加息超过 25 个基点是合理的。

3）特朗普表示，泰国将取消对美国商品的所有关税，并消除大量非关税壁垒；特朗普政府拟对在海外建设数据中心的美国公司征税，并重申美国应拥有全球最低利率。

表 3：最近一周海外新闻跟踪（中东和俄乌地缘局势除外）

领域	当地时间	相关事件
科技	11/16	英伟达推出面向高性能计算的 Vera CPU 机架级平台，能效比 x86 CPU 提升一倍。完整的 Vera CPU 平台将由戴尔科技、HPE、联想和 Supermicro 提供。
	11/17	SpaceX 首席财务官表示，Anthropic 将需要“多得多”的算力，SpaceX 明年或成为最大的 AI 基础设施参与者。最快可能于本周启动 400 亿美元债务融资的部分发行，约 40 亿美元债券可能在数日内发售。这笔融资旨在为其采购 AI 芯片提供资金。
	11/17	英伟达 Q3 营收同比翻倍至 1158 亿美元、数据中心业务收入强劲，Q4 营收展望超预期，盘后股价涨超 4%；英伟达临时 CEO 上调 2028 财年营收增长预期至 75%，云业务积压订单达 2.5 万亿美元。
	11/18	微软拟在 Azure 云自研芯片中采用英特尔 EMIB 先进封装，双方同时确认涵盖下一代至强处理器的多年供应安排。协议还涉及内存效率、数据库备份及数据安全。
	11/18	欧洲央行行长拉加德：人工智能估值终将面临回调。
	11/18	AI 算力租赁商 CoreWeave 淡化黄仁勋离任影响，称英伟达仍是关键合作伙伴。
	11/19	明晟与富时罗素均将 Anthropic 纳入相关指数。
	11/19	英伟达表示，正在与微软扩展全栈合作。Vera Rubin NVL72 系统现已在微软 Azure 数据中心运行，使企业能够在云端和本地 Windows PC 上定制 AI 模型并部署应用。
	11/19	美国行业协会发出警告称，全球印刷电路板（PCB）短缺危机正在蔓延，供应紧张局面或持续至 2028 年年中。
经济数据	11/17	美国 10 月零售销售增长显著放缓，消费韧性与隐忧并存。
美联储	11/18	美联储会议纪要显示，绝大多数官员认为通胀前景存在上行风险，一些官员称 12 月加息超过 25 个基点或是合理的，几乎所有官员都认为采取进一步行动或是合适的。
	11/20	交易员已不再完全消化美联储 12 月加息的预期。
	11/20	美国财长贝森特：美联储应向前看，而非向后看。
美元美债	11/16	美元指数继续近期走强，欧元兑美元跌破 1.10，为 2025 年 4 月以来首次。
	11/17	美国 10 年期国债收益率位于 5%以上的时间正在接近 2007 年以来的最长。交易员目前已完全计入美联储在 12 月 9 日会议上加息 25 个基点的可能性，并预计到 2027 年 9 月累计收紧幅度将超过 80 个基点。
	11/18	中日英在 9 月均减持美债。
	11/20	避险交易推动美债收益率走低。美国 30 年期国债收益率当日下跌 10 个基点至 5.30%，5 年期国债收益率日内下跌 15 个基点至 4.70%。
贸易关税	11/17	特朗普：泰国将取消对美国商品的所有关税，并消除大量非关税壁垒。
	11/20	特朗普威胁将对在海外建设数据中心的美国公司征税，并重申美国应拥有全球最低的利率。
能源	11/19	美国能源部长：美国正考虑增加对欧洲的柴油和石油出口。
其他	11/16	特朗普：不介意看到黄仁勋重掌英伟达；无意更换商务部长卢特尼克。
	11/20	英国与欧盟达成一揽子协议，深化脱欧后关系。

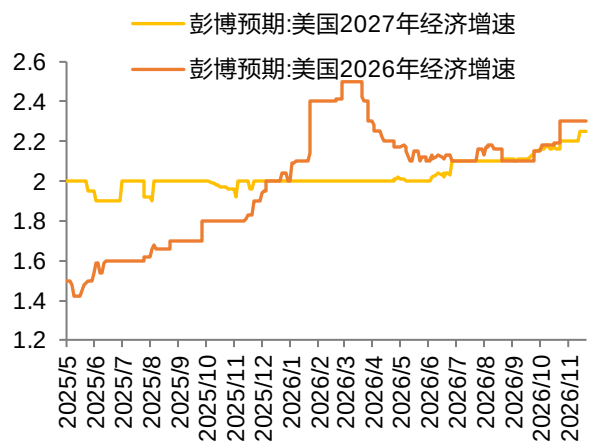
资料来源：财联社，金十数据，天风证券研究所

四、海外经济基本面高频跟踪

1、总体景气度

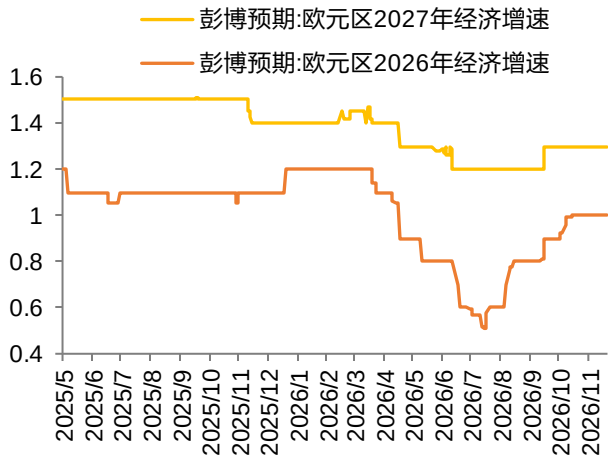
最近一周，美国经济增速预期持平。截至 11 月 20 日，彭博一致预期 2026 年、2027 年美国经济增速分别为 2.3%、2.25%，一周之前的预期分别为 2.3%和 2.25%。预期 2026 年、2027 年欧元区经济增速分别为 1%、1.30%，与一周前持平。

图 12：截至 11 月 20 日，彭博预期 2026 年美国经济增长 2.3%



资料来源：彭博，天风证券研究所（数据截至 2026 年 11 月 20 日）

图 13：截至 11 月 20 日，彭博预期 2026 年欧元区经济增长 1%

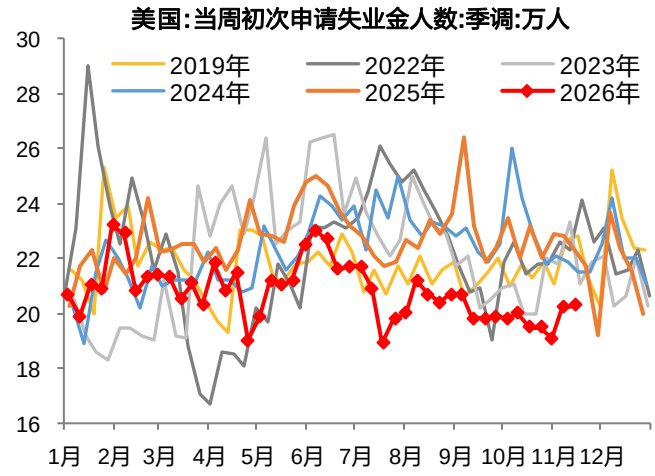


资料来源：彭博，天风证券研究所（数据截至 2026 年 11 月 20 日）

2、就业

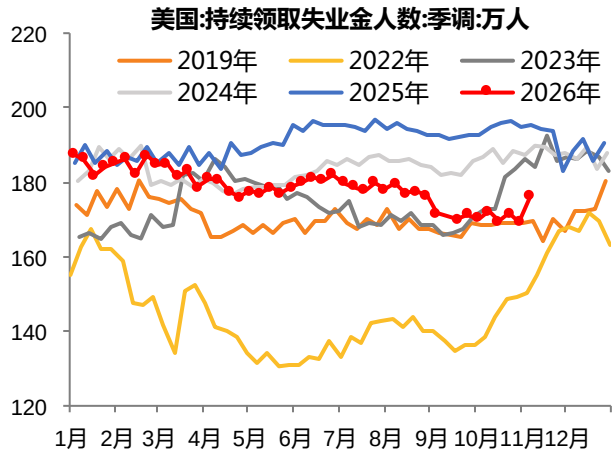
美国初请失业金人数、续请失业金人数均高于预期。美国至 11 月 14 日当周初请失业金人数 20.3 万人，预期 19.7 万人。美国至 11 月 7 日当周续请失业金人数 176.3 万人，预期 171 万人。

图 14：美国:当周初次申请失业金人数:季调:万人



资料来源：Wind，天风证券研究所（数据截至 2026 年 11 月 14 日当周）

图 15：美国:持续领取失业金人数:季调:万人



资料来源：Wind，天风证券研究所（数据截至 2026 年 11 月 7 日当周）

3、需求

美国零售增速下降，机场安检人数下降。美国截至 11 月 14 日当周的红皮书商业零售销售年率 9.5%，前值 10.1%。美国至 11 月 18 日的一周安检人数 1616.54 万人，低于前一周的 1667.99 万人，较 2025 年同期高 3.4%。

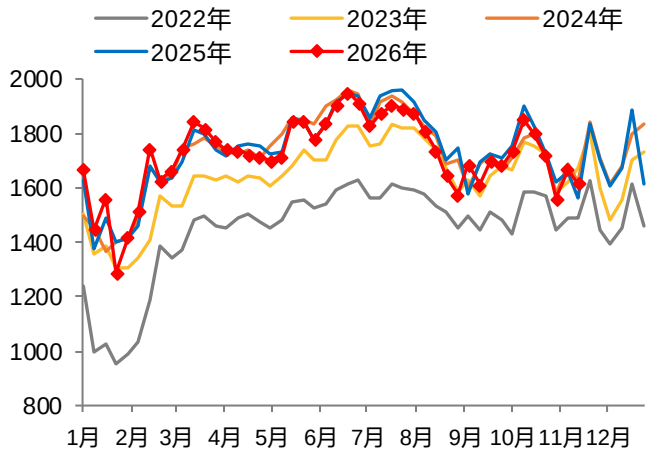
抵押贷款利率上调，房地产市场活动下降。截至 11 月 20 日，美国 30 年期抵押贷款固定利率 7.28%，本周较上周上涨 17bp；截至 11 月 13 日当周，MBA 抵押贷款申请活动指数为 199.8，环比下降 2.35%。

图 16：最新一周，美国红皮书零售增速下降



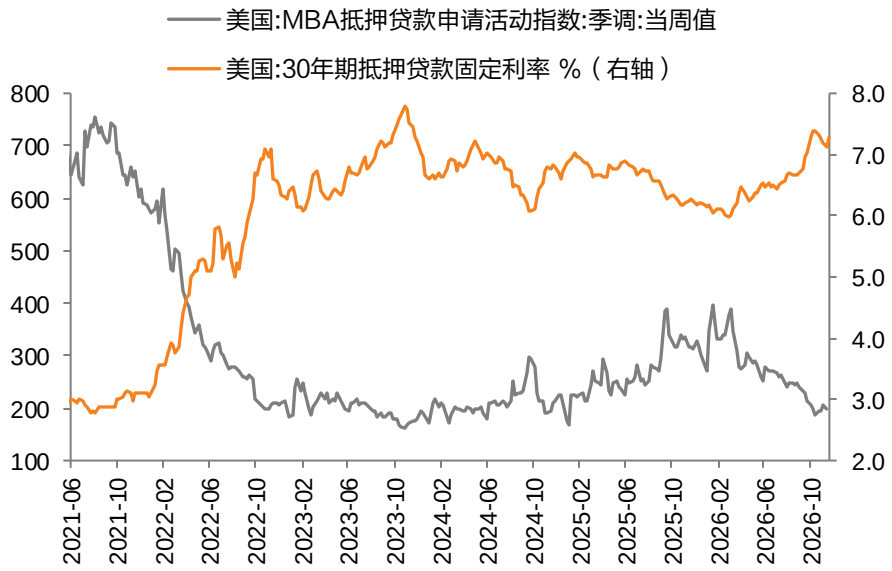
资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2026 年 11 月 14 日）

图 17：最新一周，美国机场安检人数高于 2025 年同期（单位：万人）



资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2026 年 11 月 18 日）

图 18：美国抵押贷款利率上调，抵押贷款申请活动下降



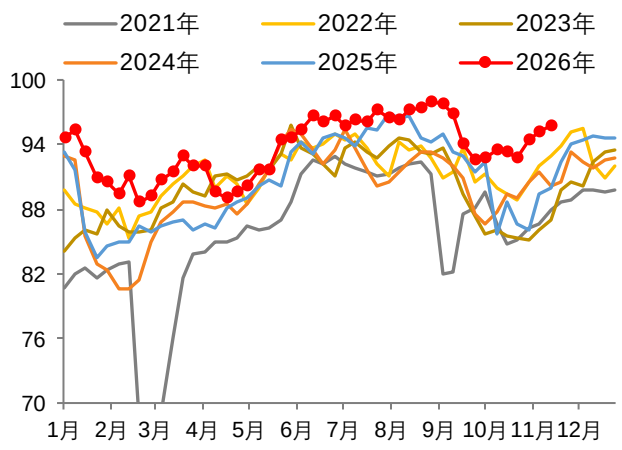
资料来源：ifind，天风证券研究所（抵押贷款利率截至 11 月 20 日当周，MBA 抵押贷款申请活动指数截至 11 月 13 日当周）

4、生产

美国炼油厂产能利用率上涨，粗钢生产上涨。截至 11 月 13 日当周，粗钢当周产量 188.6

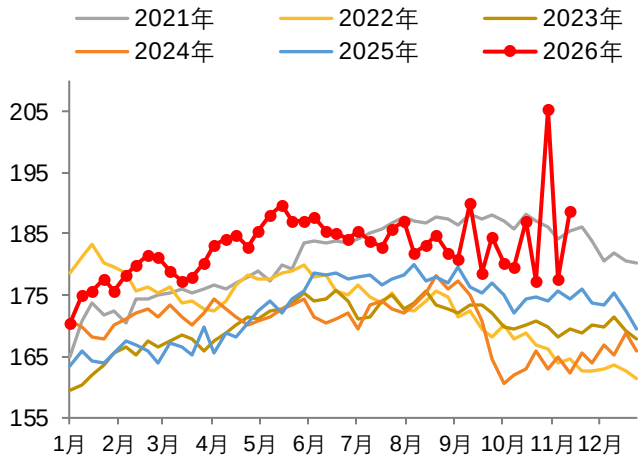
万短吨，较前一周上涨 6.07%，较去年同期上升 8.08%；炼油厂产能利用率 95.7%，高于前一周的 95.2%、高于去年同期的 90%。

图 19：美国:产能利用率:炼油厂（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所（数据截至 2026 年 11 月 13 日）

图 20：美国:产量:粗钢:当周值（万短吨）



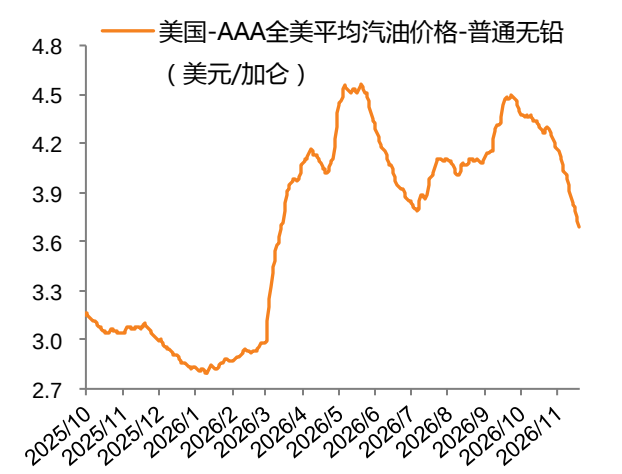
资料来源：Wind，天风证券研究所（数据截至 2026 年 11 月 14 日）

5、价格

本周美国零售汽油价格下跌。截至 11 月 19 日，美国 AAA 级汽油均价 3.69 美元/加仑，较一周之前下降 4.7%，较一个月前下跌 13.77%。

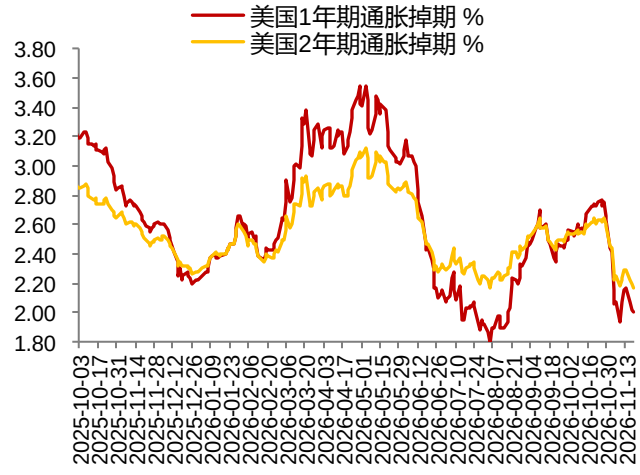
掉期市场显示，美国的通胀预期本周下降。截至 11 月 19 日，美国 1 年期通胀掉期 1.997%，2 年期通胀掉期 2.171%，分别较一周之前下跌 15.8bp、下跌 12.03bp，较 1 个月之前累计下降 72.43bp、下降 45.02bp。

图 21：最近一周，美国零售汽油价格下降



资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2026 年 11 月 19 日）

图 22：最近一周，掉期市场显示，美国的通胀预期下降



资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2026 年 11 月 19 日）

6、金融条件

本周美国信用利差上涨。CCC 企业债信用利差本周四为 13.61%，最近一周上涨 47bp。流

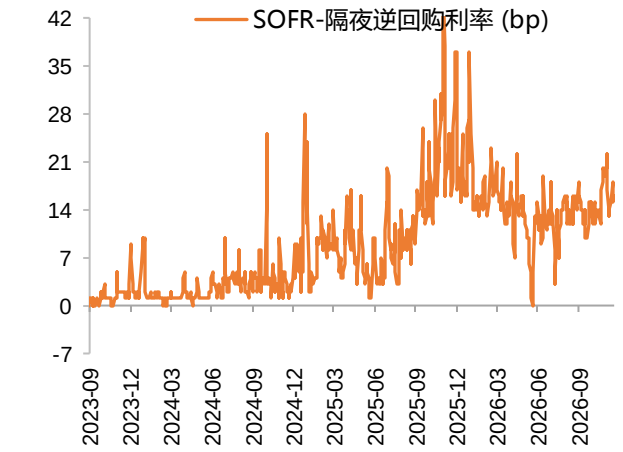
动性方面，SOFR 和隔夜逆回购协议的利差本周均值为 16.2bp，高于前一周的 14.6bp。

图 23：最近一周，美国的信用利差上涨（单位：%）



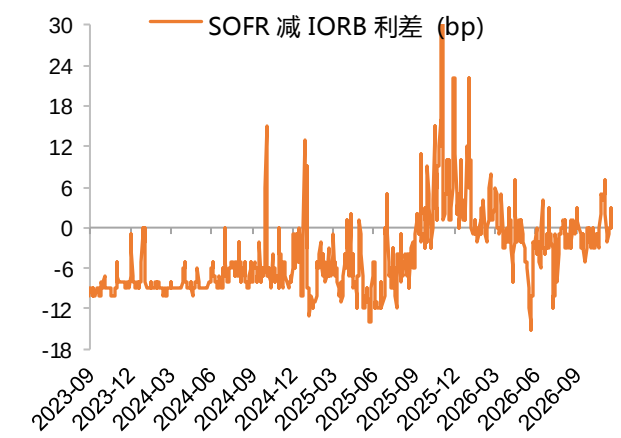
资料来源：iFind，天风证券研究所（数据截至 11 月 19 日）

图 24：本周 SOFR-隔夜逆回购利率较一周上涨



资料来源：iFind，天风证券研究所（数据截至 11 月 19 日）

图 25：本周 SOFR 减 IORB 利差较一周之前上涨



资料来源：Wind，天风证券研究所（数据截至 11 月 19 日）

五、下周海外重要事件提醒

下周（11 月 23 日~11 月 27 日）海外重点关注：当周初请失业金人数、美国 10 月核心 PCE 物价指数年率、美联储官员发言。

表 4：日历：下周海外重要数据和事件（2026 年 11 月 23 日~11 月 27 日）

海外重要数据和事件提醒			
11 月 23 日（周一）		市场预期	前值
22:45	美国 11 月标普全球制造业 PMI 初值	54.5	54.9
22:45	美国 11 月标普全球服务业 PMI 初值	55.5	56.1
11 月 24 日（周二）		市场预期	前值
5:00	FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话		
21:15	美国至 11 月 7 日当周 ADP 就业人数周度变动(万人)		2.375
22:00	美国 9 月 FHFA 房价指数月率	0.20%	0.30%
23:00	美国 11 月谘商会消费者信心指数	92.2	91.7
23:00	美国 11 月里奇蒙德联储制造业指数	-2	-2
11 月 25 日（周三）		市场预期	前值
21:30	**美国至 11 月 21 日当周初请失业金人数(万人)**	**20**	**20.3**
21:30	**美国 10 月核心 PCE 物价指数年率**	**3.20%**	**3.10%**
21:30	美国 10 月个人支出月率	0.40%	0.50%
23:30	**美国至 11 月 20 日当周 EIA 原油库存(万桶)**		**338**
11 月 26 日（周四）		市场预期	前值
3:00	美联储公布经济状况褐皮书		
15:00	德国 12 月 Gfk 消费者信心指数		-30.8
11 月 27 日（周五）		市场预期	前值
15:45	法国第三季度 GDP 年率终值		-0.10%
16:55	德国 11 月季调后失业率		6.40%
18:00	欧元区 11 月经济景气指数		96.9

资料来源：彭博，金十数据，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 22 层
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518028
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com