

美国CPI粘性超预期，鹰派言论重塑加息节奏

——招商期货大类资产配置周报

（2026年11月9日-2026年11月13日）

招商期货 赵嘉瑜（Z0016776） 马芸（Z0018708）
徐世伟（Z0001836） 游洋（Z0019846）
吕杰（Z0012822） 安婧（Z0014623）
马幼元（Z0018356）

- 联系电话：(+86)13686866941
- 邮箱：zhaojiayu@cmschina.com.cn

CMF 招商期货

2026年11月15日

目录
contents

01 核心观点

02 量化分析

03 宏观概览

04 中观数据

05 板块观点

01 核心观点

市场逻辑

一、10月美国CPI环比录得0.4%，前值约0.6%，高于市场一致预期0.3%；核心CPI环比0.3%，与前值持平、也高于0.2%的预期，并已连续3个月卡在0.3%。受2025年10月政府停摆导致基期缺失影响，官方未公布本次同比数据，市场只能盯环比，单月数据的定价权重因此被放大。结构上，能源项对整体通胀的推动显著减弱，住房与核心服务接棒成为主要支撑；成本端压力向更多消费分项传导的迹象已经显现，但尚未形成全面的需求拉动型通胀。数据公布后，纳指、道指、标普同步小幅下行；10年期美债收益率从4.8%快速反弹至5.1%附近；纽约黄金从周初4100美元/盎司回落至3880美元/盎司；美元指数同步走强、突破103。10月读数不是能源二次推升，而是核心粘性的延续，目前看不到趋势性降温的信号。

二、沃勒在CPI公布前便释放鹰派表态：若10月核心CPI环比达到0.3%或更高，12月议息会议应考虑单次加息50bp。超预期数据落地后，这一表态被市场快速定价，打破了此前“渐进缓慢加息”的一致预期，加速收紧的尾部风险被显著计入各类资产价格。但50bp的实际概率仍偏低：非农平稳、工资通胀压力有限、需求端没有过热信号；长端利率上行已带动金融条件自发收紧，大幅加息可能引发不必要的流动性冲击、伤及实体。更关键的是，本轮通胀核心驱动仍是能源供给，10月能源对通胀的拉动已明显放缓，缺乏持续大幅反弹的基础。我们的基准情形是12月仍为25bp、明年一季度再评估，若核心环比连续两个月站上0.3%，才需要重新定价。后续重点跟踪PPI与PCE。

三、国内10月通胀呈现上下游显著分化：PPI同比+5.7%，较前值回升0.7个百分点、高于预期，创2022年7月以来近四年新高；环比+0.7%，涨幅较前值收窄0.5个百分点。CPI同比+0.7%，较前值回落0.2个百分点、低于预期，环比持平。剪刀差扩大至5.0个百分点，为2022年5月以来最阔。结构上，PPI上涨高度集中于能源产业链，输入性通胀是核心驱动；建材、汽车价格跌幅收窄，更多来自低利润下的主动产能调整，而非终端需求回暖，修复基础并不牢固。CPI有能源涨价与AI相关电子产品价格支撑，但食品价格反季节下行、生活用品普遍走弱，核心通胀整体偏弱，终端内需修复动能不足。价格涨幅集中在上游少数行业、向终端传导明显受阻，上游偏强与终端温和的分化难以长期维持，当前仍处价格传导不畅的僵持阶段。往后看，随着能源脉冲与基数效应消退，PPI大概率已站上或逼近本轮高点；AI提价节奏偏慢、涉及行业有限，接不住能源退潮的缺口，不宜作全面再通胀交易。

四、10月外贸延续高景气，出口同比增长35.2%，较前值小幅回落但好于预期；顺差1052.8亿美元，环比9月收窄约282亿美元。1—10月出口累计同比增长22.7%，创2022年2月以来新高。结构上增长高度集中于AI产业链，非AI品类也边际回升；进口端能源产品金额大幅上行，量减价升，价格上涨对实际需求形成压制。顺差收窄主要来自进口端能源价格上行，而非出口失速，这一区别对判断后续外需成色很关键。出口同比高点已过，但韧性仍强，继续对宏观经济形成支撑。

五、10月金融数据呈现公共部门托底、内生融资需求偏弱的格局。M1同比4.4%（较9月升1.2个百分点），M2同比7.1%（回落0.1个百分点），增速差收至2.7个百分点，M1回升多受低基数扰动、活化仍待验证。社融存量同比7.2%，增量全靠政府债，剔除后新增社融转负、同比少增约3600亿元。人民币贷款-1000亿元，居民信贷加速减少、连续4个月负增长，房贷贴息尚未带动按揭修复；企业端受票据拖累，中长期贷款同比多增1300亿元但低于9月增量。居民端去杠杆与政府端加杠杆并存，是当前信用扩张的主要特征。三季度货政报告延续适度宽松，重心从总量降息转向利率定价框架改革与金融风险防控，推动贷款利率定价基准多元化、完善非银流动性支持工具体系，后续降成本更多依托负债端调整与结构性工具，财政实效预计在四季度末至明年初逐步释放。

六、我们上周提示，美股已具备技术性熊市的必要条件。历次大跌的必要条件都有金融条件收紧，此外互联网泡沫时亦有标志性并购与法规监管。不过这不是充分条件，目前从trailing PE、P/FCF、Shiller PE等多个维度来看，离互联网泡沫依然有一定距离，而从Forward PE角度则有相当长的距离。

风险提示：美国通胀粘性超预期、美联储重启加息、地缘冲突升级、国内政策不及预期。

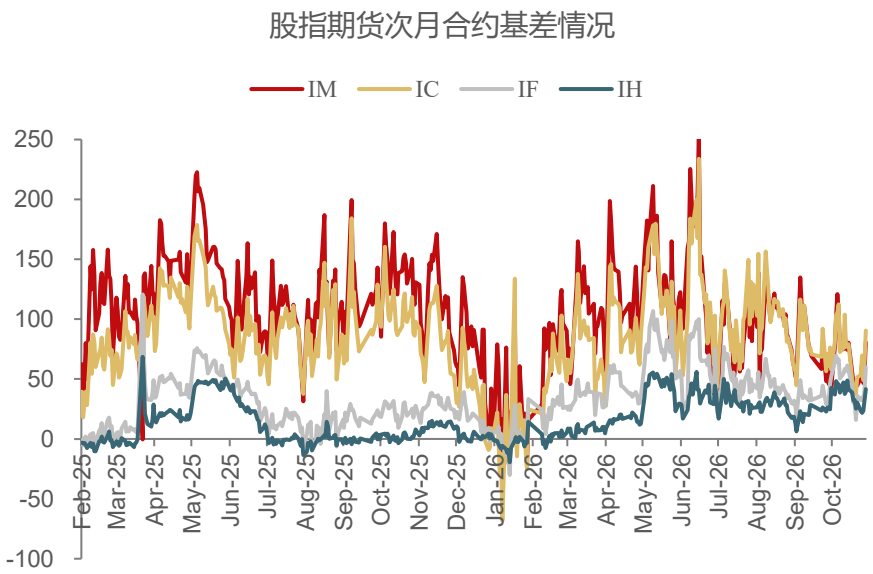
大类资产逻辑

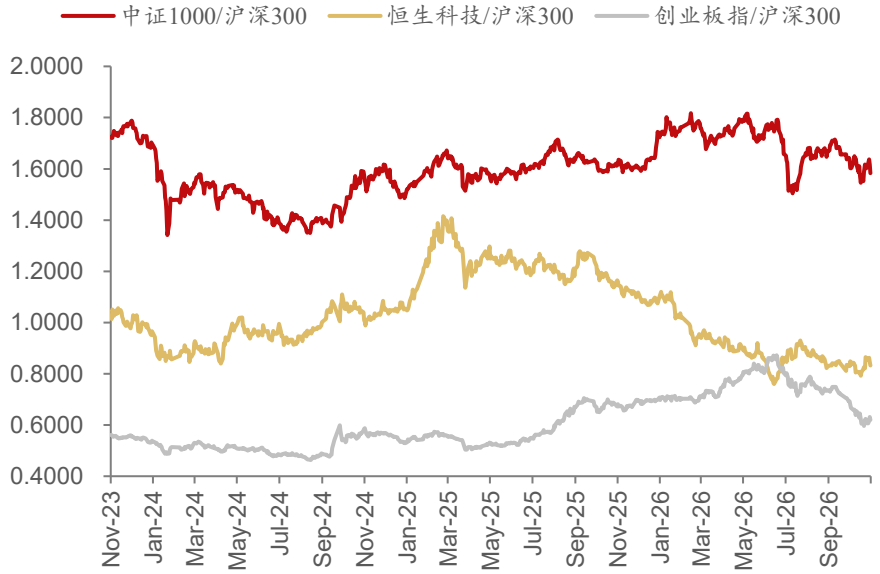
大类资产	逻辑	风险点	配置建议
股票	中长逻辑：全球AI资本开支与科技趋势延续，新质生产力推进、PPI回升带动利润修复，中长期资金入市。 短期逻辑：1）海外加息定价上修压制风险偏好，A股相对抗跌，风格由成长切向价值，大盘价值跑赢小盘成长；2）IF/IH基差压至1%-3%极低分位，对冲拥挤、空头成本高企，更像底部特征而非趋势性看空。 本周变化：盈利验证取代估值扩张，指数靠政策底与估值底支撑；小盘成长降温、大盘价值占优。	美国通胀粘性超预期、加息重启、美股 AI 高估值回调、国内需求修复不及预期	**增配大盘价值** （沪深300、上证50） 小盘成长降为标配
债券	中长逻辑：供强需弱、通胀温和，货币政策适度宽松；高顺差带来流动性与资产荒，但10Y国债已在1.6%下方。 短期逻辑：1）10Y国债在1.6%下方窄幅震荡；2）10月PPI同比+5.7%创四年新高、CPI同比+0.7%偏弱，剪刀差扩至5.0个百分点，价格传导不畅，长端下行空间受限。 本周变化：美债长端快速上行、中美利差重新走阔，国内降息空间被外部约束牵制；中债短端稳、长端震荡。	政府债供给超预期、稳增长发力、利率超跌后反弹、海外利率高企	**平配** 久期中性偏短 等中美利差收敛再加
商品	中长逻辑：央行持续购金支撑贵金属长期配置，铜上游资本开支不足、供应偏紧。 短期逻辑：1）美债利率高企压制贵金属；2）美伊冲突反复可能性较大，能化空头谨慎对待；3）AI叙事降温引发有色板块回调。 本周变化：油价—通胀—加息链条重新主导，贵金属与能化同跌、农产品逆势领涨，商品内部剧烈分化。	地缘局势双向波动、全球需求走弱、美元反弹	**减配有色** 黄金回调分批、不追高

股指——本周中证1000、恒生科技创业板全部走弱

M、IC、IF、IH次月合约基差分别为80.46、90.48、59.69与41.62点，基差年化收益率分别为-12.17%、-13.46%、-14.29%与-14.42%，三年期历史分位数分别为37.2%、13.1%、1%及3.1%。

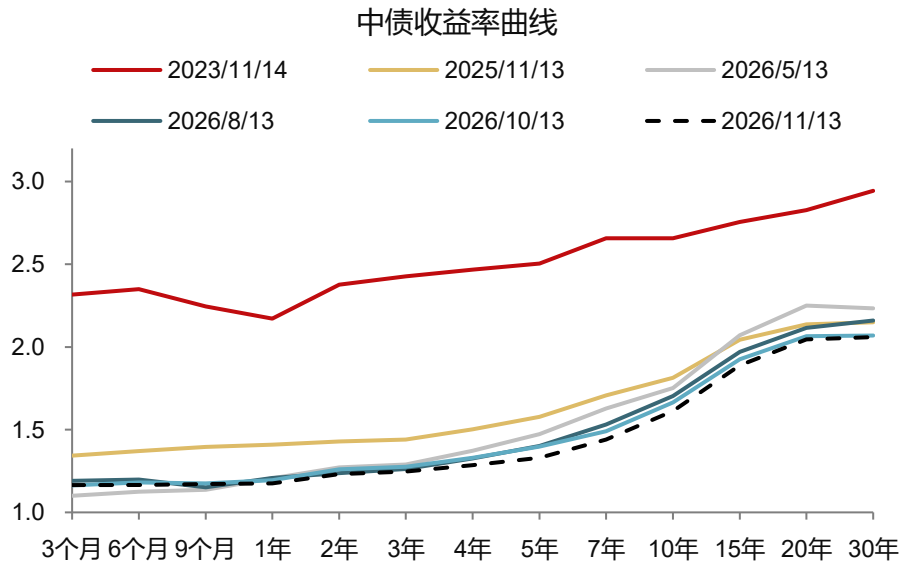
中证1000，恒生科技，创业板较沪深300分别走弱1.34%，走弱5.68%，走弱0.65%，比值的三年期历史分位数分别为49.9%，9.9%，59.9%。





数据来源：WIND，招商期货

利率——利率曲线略微走平





数据来源：WIND，招商期货

商品—中枢上移

	一周领涨▲			一周领跌▼	
1	集运指数（欧线）	9.4	1	LPG	-5.8
2	生猪	8.1	2	黄金	-3.5
3	鸡蛋	6.5	3	白银	-3.4
4	20号胶	6.4	4	燃油	-3.0
5	橡胶	5.5	5	沥青	-3.0
6	乙二醇	4.5	6	铝	-2.9
7	菜粕	4.0	7	纯苯	-2.7
8	苹果	4.0	8	铁矿石	-2.6
9	玻璃	3.9	9	碳酸锂	-2.5
10	纯碱	3.1	10	塑料	-2.4

数据为当周和前一周最后一个工作日日盘结算价的差值

一、贵金属：本周10Y美债由4.8%反弹至5.1%，实际利率上行直接压制金价——纽约金由周初4100美元回落至3880，沪金周跌3.5%、白银跌3.4%。高盛将2026年底目标价由4650下调至4150，但央行购金与货币信用对冲的长逻辑未变。短期承压，3800－4000 区间分批配置，不追高。

二、工业品：

1）能化：地缘溢价继续回吐，能化板块表现分化，成本端与供给端支撑明显分化。美伊冲突仍有反复可能，但在明年年初结束的预期显著提升，原油系偏空但等反弹再空，不追空。

2）基本金属：铜铝锡中长期供应偏紧，但AI行情的降温仍在逐级传导，板块反弹逢高空。

3）黑色：弱需求弱供给格局未改，10月建筑业商务活动48.0%、新订单40.0%，12月施工强度继续下行。

三、农产品：

1）油脂端，阶段处于弱现实，强预期。单边建议观望，YP扩驱动仍在，关注产区产量及生柴政策。蛋白粕，短期弱现实，弱预期。阶段偏空延续，关注产区及国内抛储。玉米供应充裕，新作上市，震荡偏弱。

2）生猪供应充足，震荡运行；鸡蛋供需双弱，震荡运行。白糖现实与预期博弈。短期国内交易政策和厄尔尼诺天气预期，偏强震荡，中长期仍处于增产周期，价格在磨底阶段，尚未反转。

3）棉花方面，美棉ICE价格略强于郑棉期价。自9月进入收购季以来棉价持续下跌，但本周已现企稳迹象。本周核心变量在于印度棉花协会首次将26/27年度棉花产量预估下调14%，导致全球供需结构进一步向偏紧转化。尽管短期受季节性收购压力影响维持偏空观点，但中长期上涨的大趋势依然被确认存在。

数据来源：WIND，招商期货

02 量化分析

招商期货大类资产指数



收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普	卡玛
19.25%	8.19%	2.45%	1.53%	3.35	5.36

数据来源：WIND，招商期货

大类资产近期表现

		近一周收益	近一月收益	年初至今收益	近三个月收益
股指	上证50	-1.53%	-1.04%	-9.64%	-5.42%
	沪深300	-2.81%	-6.19%	-13.98%	-14.37%
	中证500	-3.10%	-8.43%	-13.42%	-18.91%
	中证1000	-2.97%	-9.06%	-15.59%	-17.95%
国债	国债2年期	-0.07%	0.01%	0.18%	0.00%
	国债5年期	-0.11%	0.12%	0.95%	0.14%
	国债10年期	-0.09%	0.35%	2.03%	0.46%
	国债30年期	-0.75%	-0.29%	5.42%	0.91%
商品	贵金属	-3.28%	-11.34%	-17.97%	-15.61%
	有色	-1.39%	-3.06%	9.32%	-2.51%
	黑色	2.65%	-1.26%	1.12%	-1.24%
	能化	-8.39%	-12.57%	42.79%	14.76%
	农产品	0.25%	-5.13%	1.77%	-5.20%

数据来源：WIND，招商期货

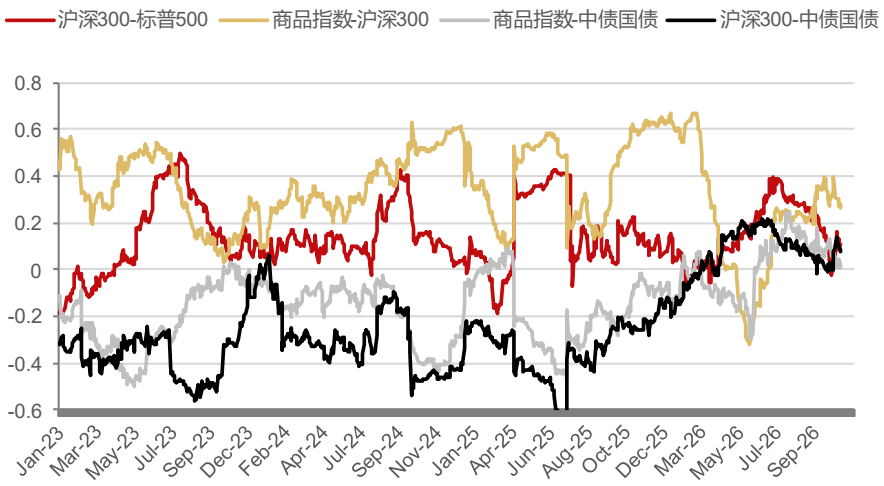
大类资产相关指标

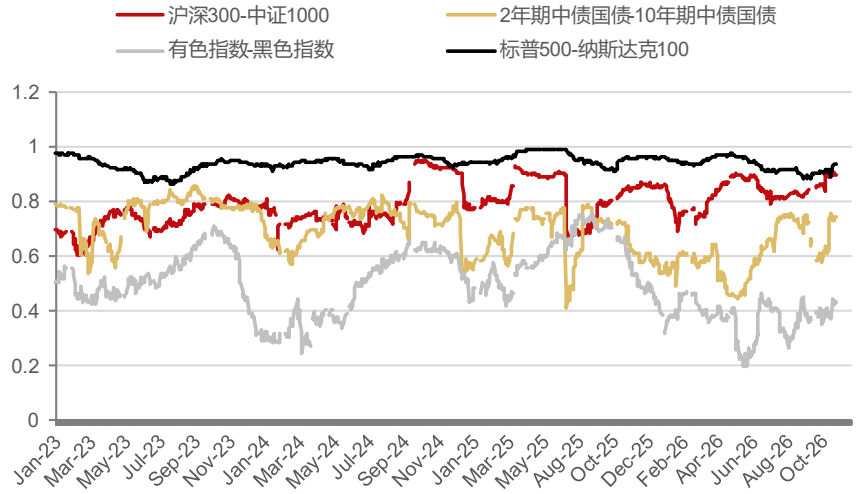
CMF 招商期货

		估值（股票指PE，国债指利率，商品指价格）			波动率			趋势流畅度		
		原始值	一年分位数	三年分位数	原始值	一年分位数	三年分位数	原始值	一年分位数	三年分位数
股指	上证50	11.71	94.80%	79.20%	11.73	21.00%	32.40%	-0.63	1.20%	12.80%
	沪深300	13.42	17.90%	44.30%	19.51	74.20%	78.00%	-0.85	0.00%	13.20%
	中证500	27.43	2.40%	13.00%	37.84	88.10%	88.00%	-0.33	0.40%	30.60%
	中证1000	37.89	4.00%	13.50%	40.01	93.70%	88.50%	-0.42	0.40%	28.60%
国债	2年期	1.23	7.10%	5.60%	0.32	32.90%	11.00%	0.23	46.40%	26.30%
	5年期	1.33	3.20%	1.10%	1.05	63.50%	25.90%	0.66	75.00%	37.80%
	10年期	1.61	2.80%	2.00%	1.62	81.00%	33.70%	0.94	83.70%	41.30%
	30年期	2.06	4.80%	23.80%	6.15	87.70%	56.30%	0.25	80.60%	35.20%
商品	贵金属	2746	33.70%	64.60%	28.05	36.10%	74.60%	0.06	2.00%	0.70%
	有色	2067	59.50%	83.10%	10.54	0.00%	7.70%	0.73	35.70%	74.20%
	黑色	613	58.70%	78.40%	19.18	44.00%	36.60%	-0.09	11.90%	40.60%
	能化	2173	71.80%	90.60%	54.44	79.40%	93.10%	0.96	72.60%	89.80%
	农产品	2584	35.30%	46.20%	29.09	88.10%	91.40%	-1.33	4.80%	3.80%

数据来源：WIND，招商期货

近期大类资产间相关性有所提升，板块内相关性有所下降





数据来源：WIND，招商期货

股期联动

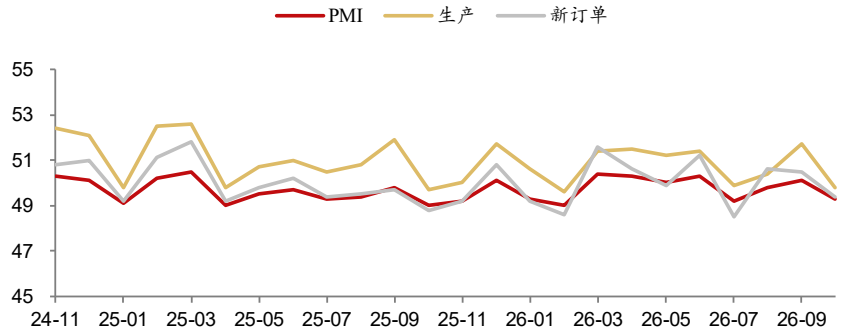
商品端	周涨幅（%）	月涨幅（%）	年初至今（%）	股票端	周涨幅（%）	月涨幅（%）	年初至今（%）
南华贵金属指数	-3.46	-1.55	-18.51	贵金属指数	-6.76	-0.95	-17.68
南华有色指数	-0.80	-1.83	-2.98	有色金属指数	-4.13	0.73	-23.18
南华黑色指数	-0.47	0.55	-2.87	申万钢铁指数	-3.00	0.22	-26.70
南华能化指数	0.27	-6.14	28.88	化工指数	-4.15	0.53	-18.70
南华农产品指数	2.66	-0.03	-5.98	农产品指数	-1.40	4.35	-18.45

数据来源：WIND，招商期货

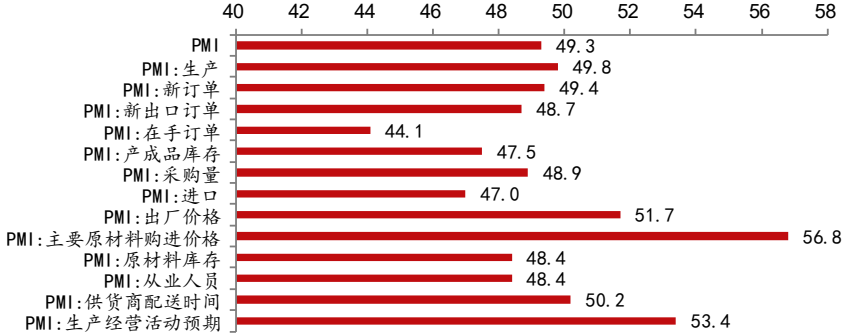
03 宏观概览

国内-10月PMI整体回调，跌至枯荣线下，出口价格坚挺

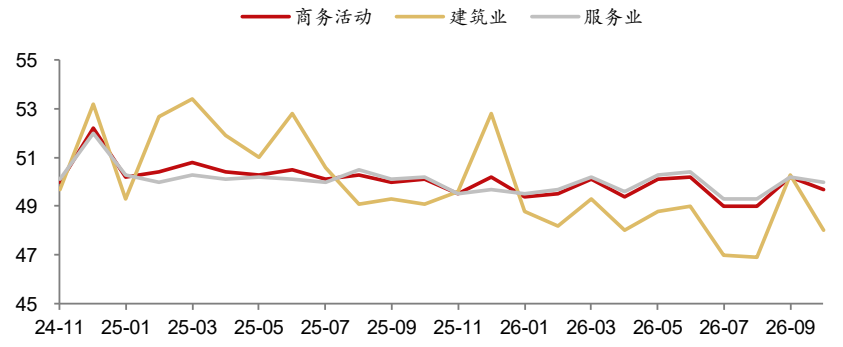
10月PMI再次回调至枯荣线下



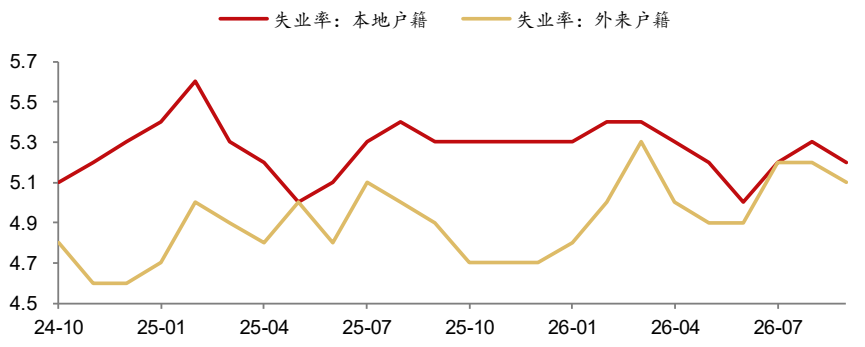
10月制造业PMI细项



10月非制造业PMI：整体回调，仅服务业在枯荣线徘徊

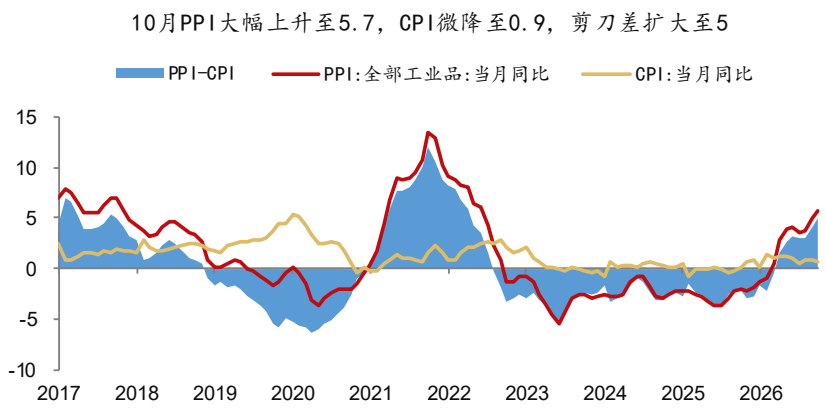


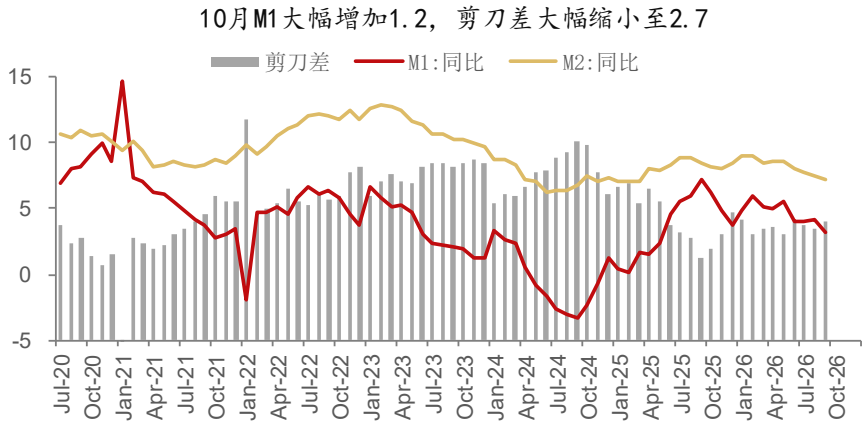
9月失业率整体有所降低

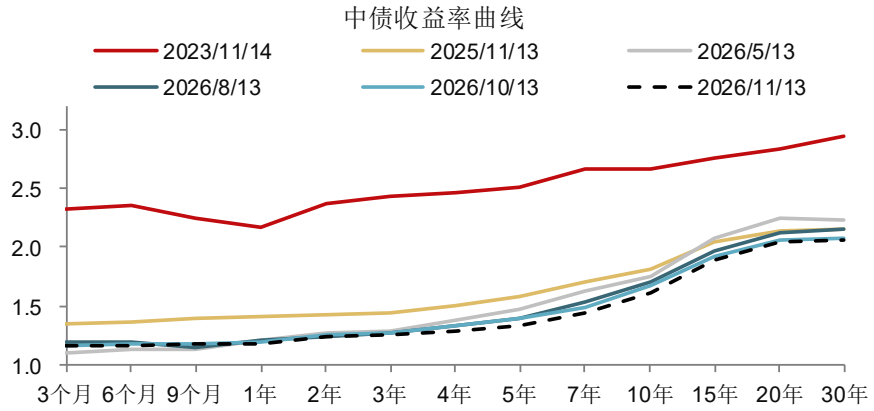


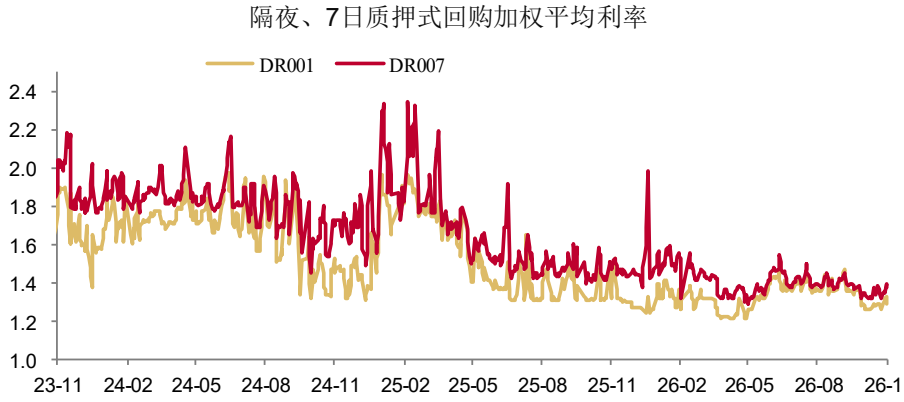
数据来源：WIND，招商期货

国内-10月PPI持续大幅增长，与CPI剪刀持续差扩大





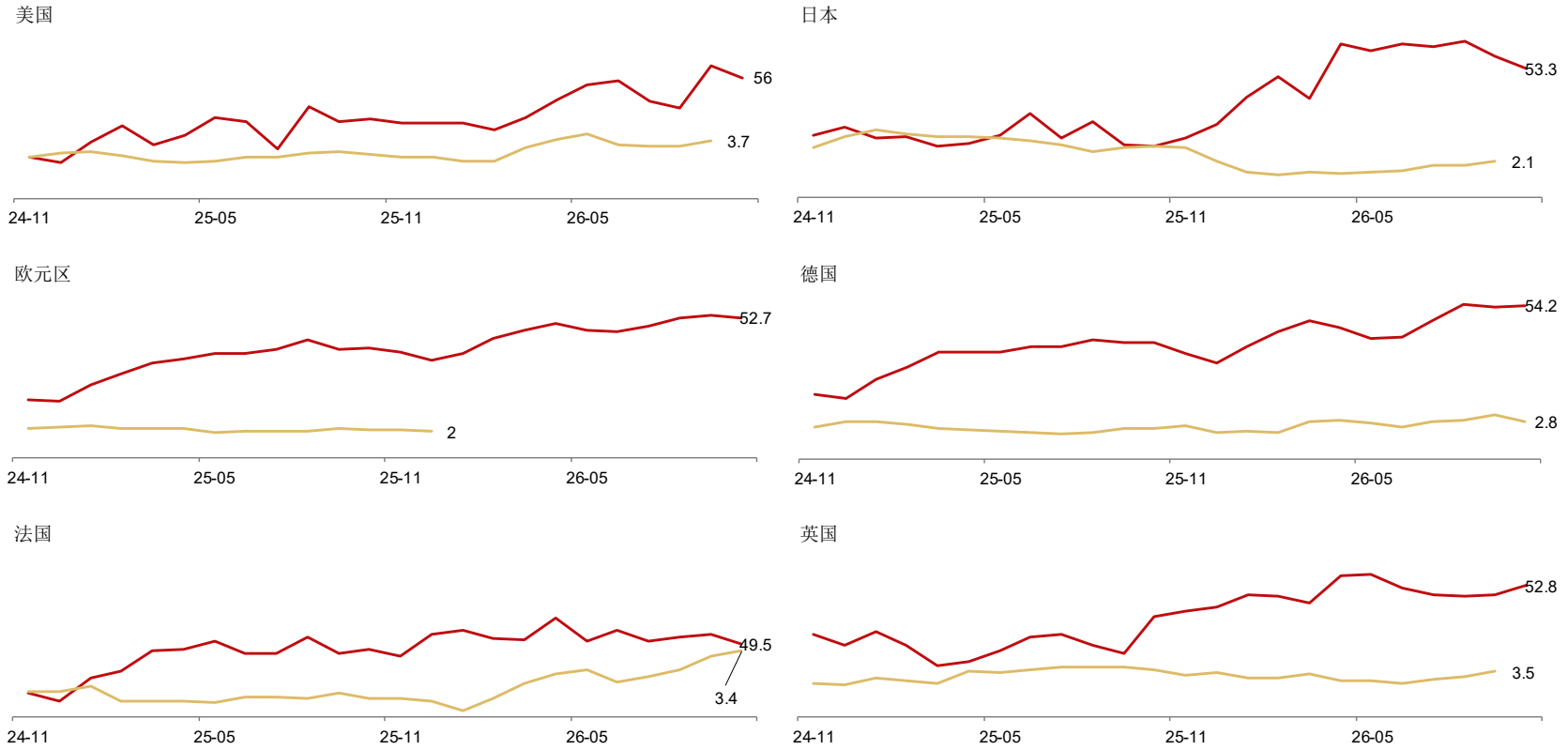




数据来源：WIND，招商期货

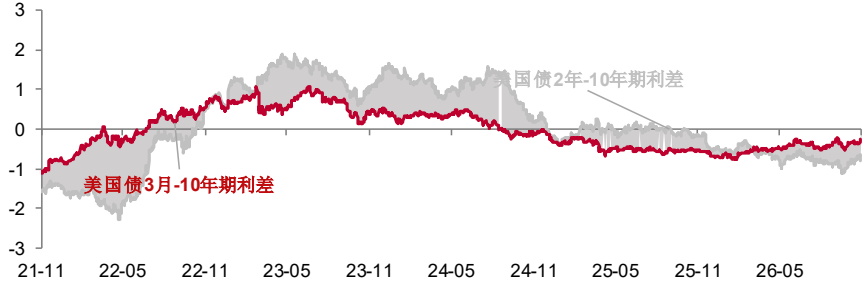
海外宏观：10月美国PMI初值显著降低至56

CPI与PMI

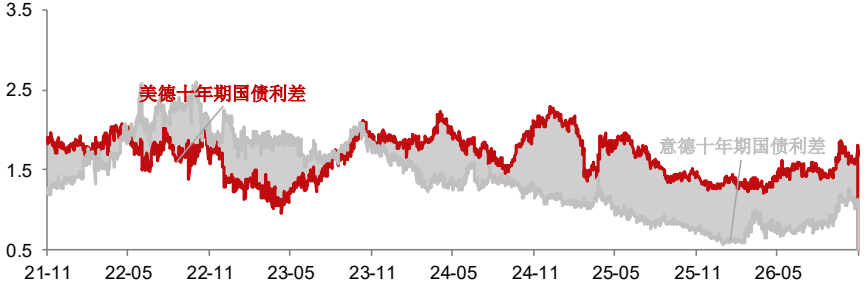


数据来源：WIND，招商期货

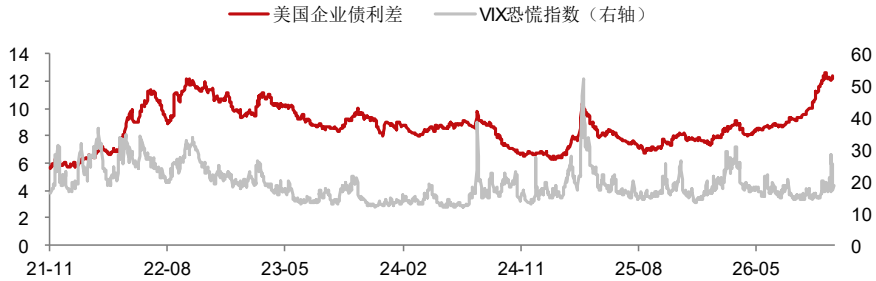
美国债利差



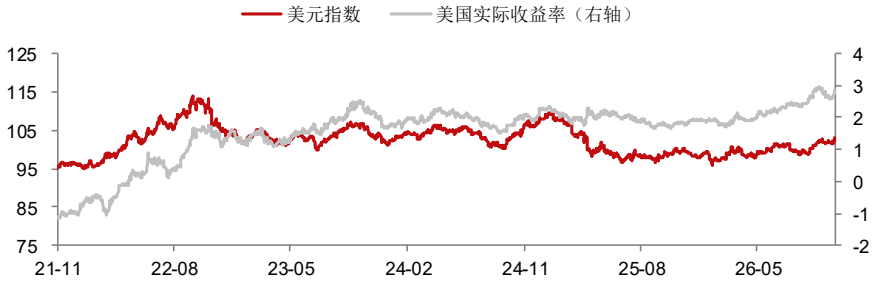
美德与意德十年期国债利差



美国企业债利差与VIX指数



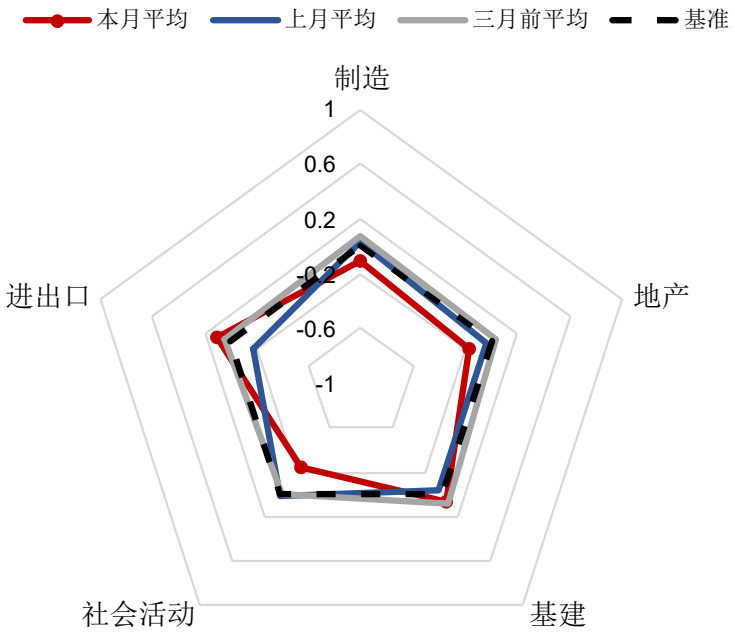
美元指数与美10年期真实利率



数据来源：WIND，招商期货

04 中观数据

国内中观经济跟踪

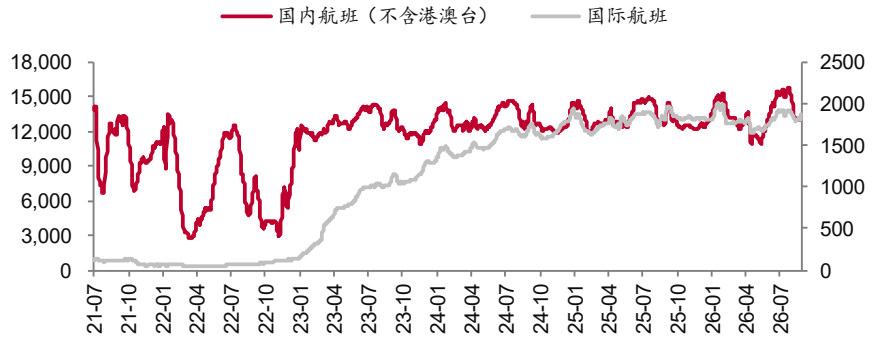


注：基于各模块中观数据与过去五年同期相比的变动（同比的环比），按变动的程度进行打分（-2到+2），正分代表景气度转好，负分代表景气度转弱，零分代表景气度变化不大（以黑色虚线“基准”在图中标出）；绝对值越高，景气度变动的程度越大。

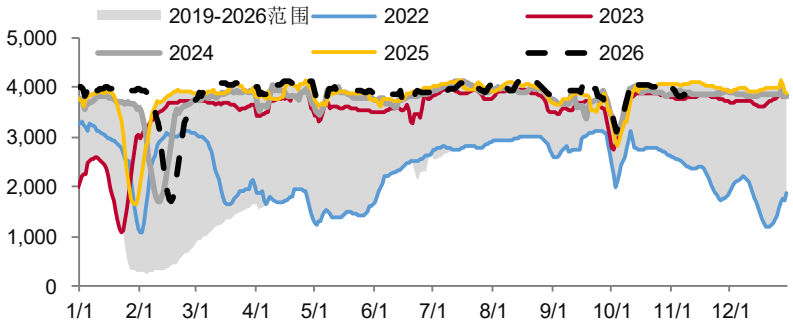
数据来源：WIND，SMM，钢联，百川盈孚，招商期货

经济活动：9月规模以上工业增加值持续回升

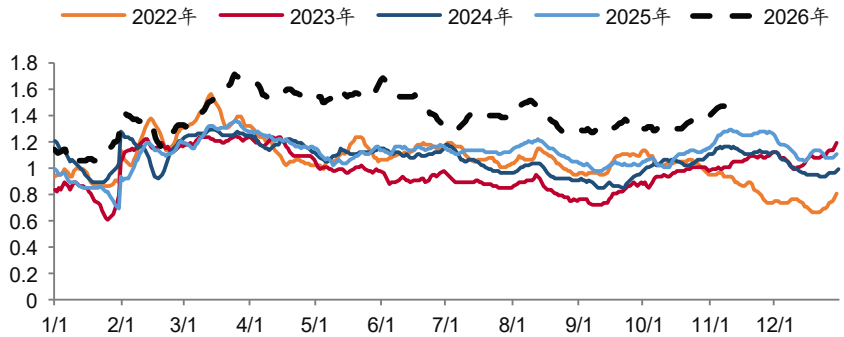
全国执飞航班数量（架次，MA7）



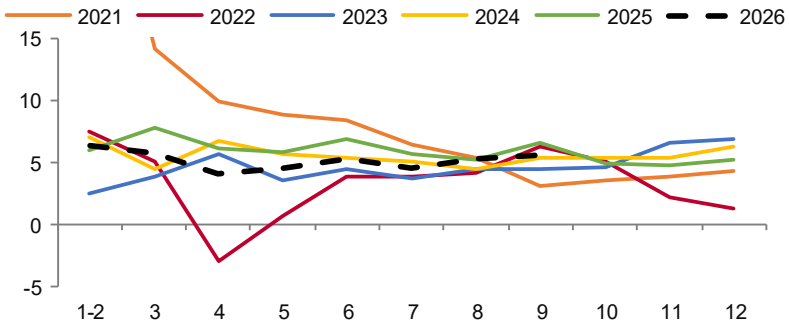
一线城市地铁客运量（万人，MA7）



中国高频经济活动指数



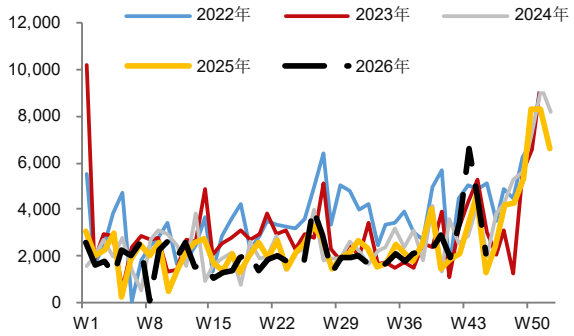
中国:规模以上工业增加值:当月同比(1-2月合并，%)



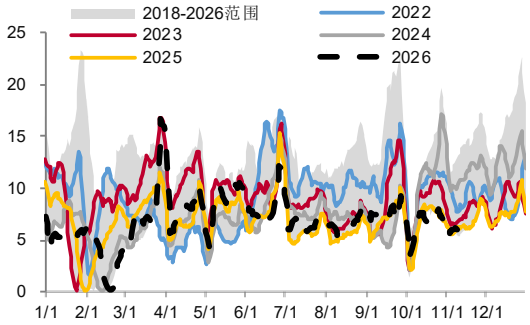
数据来源：WIND，招商期货

地产：地产相关数据低位运行

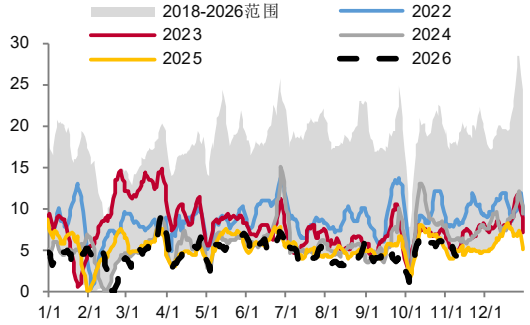
100城成交土地规划建筑面积（万㎡）



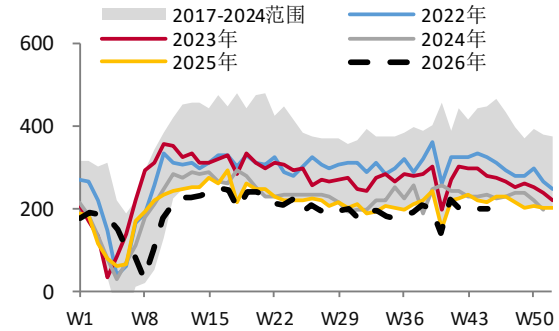
30城商品房成交面积-一线城市（万㎡）



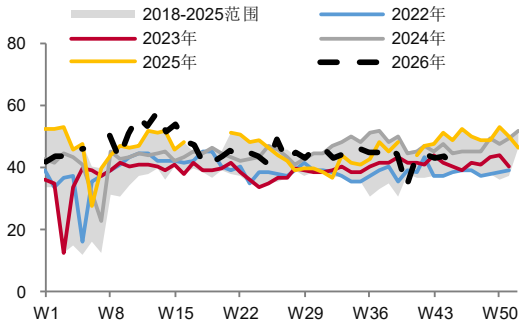
30城商品房成交面积-三线城市（万㎡）



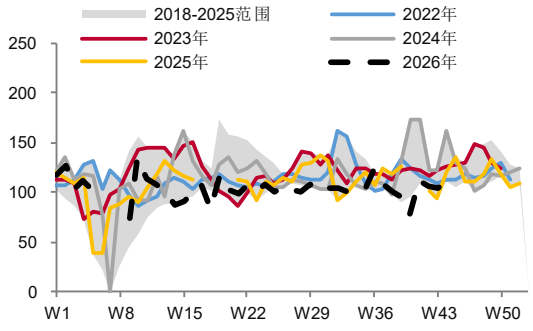
螺纹表需（万吨）



PVC周度需求（万吨）



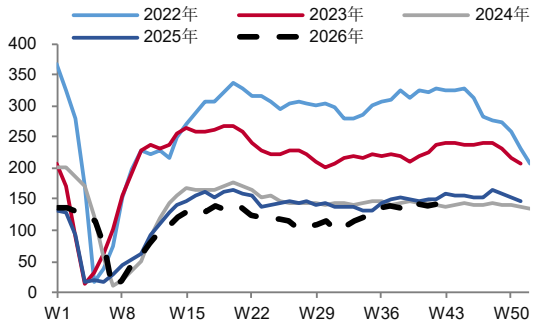
玻璃周度需求（万吨）



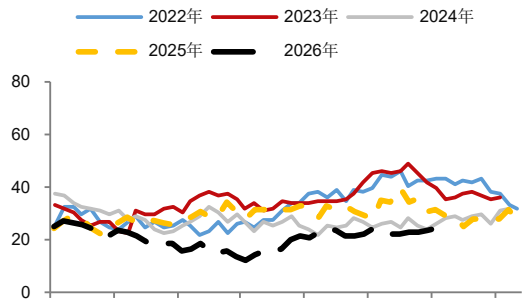
数据来源：WIND，招商期货

基建：多项指标处于低位

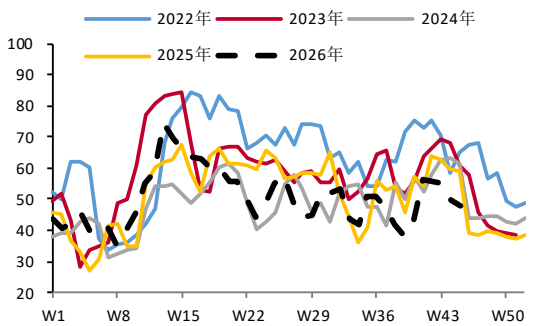
混凝土周产量（万m³）



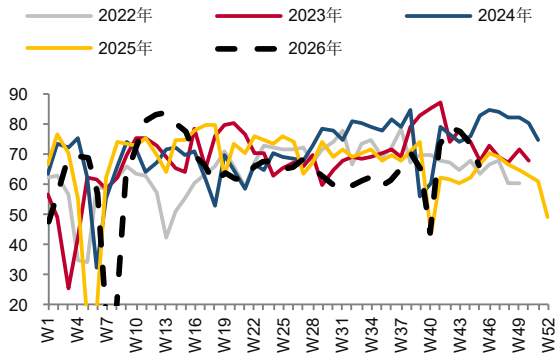
石油沥青开工率（%）



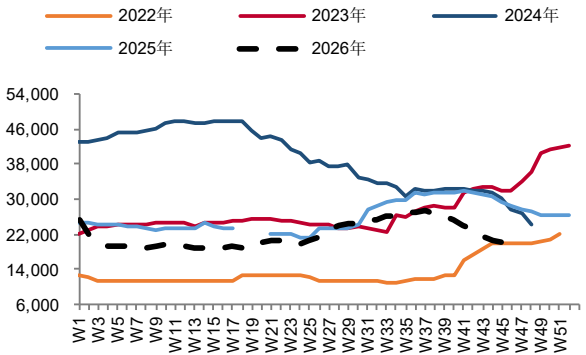
水泥熟料周度产能利用率



精制铜杆周度开工率（%）



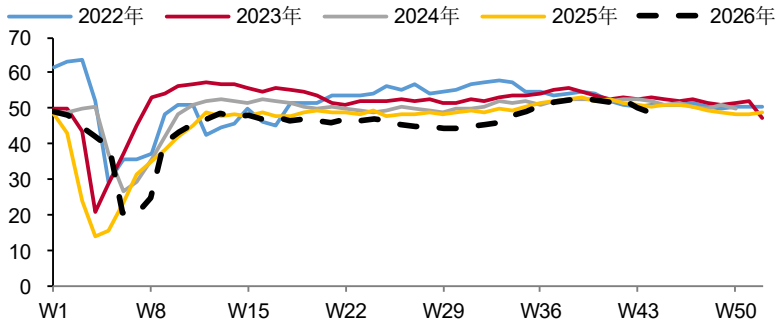
多晶硅周度产量（吨）



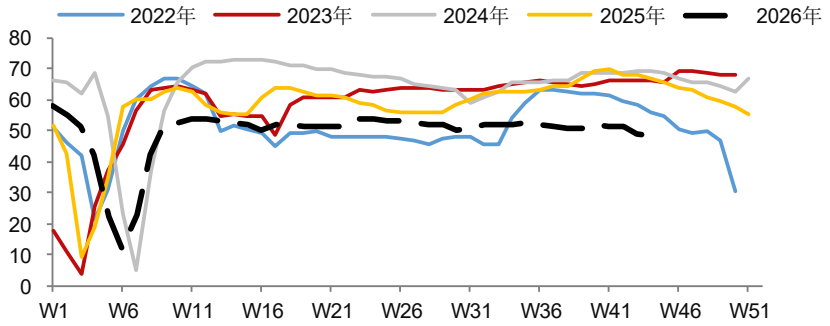
数据来源：WIND，钢联，招商期货

其他：开工均处于低位

PE包装膜开工率（%）

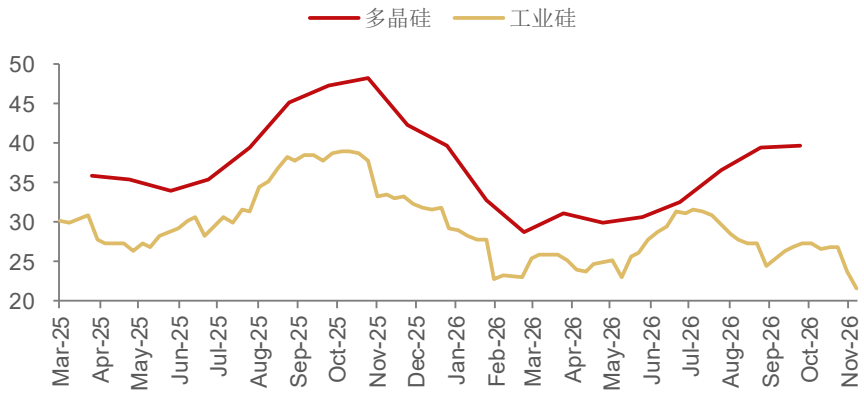


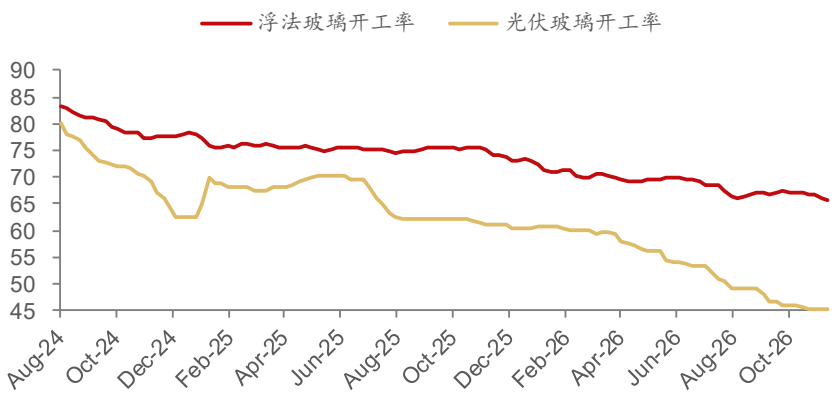
江浙织机开工率（%）

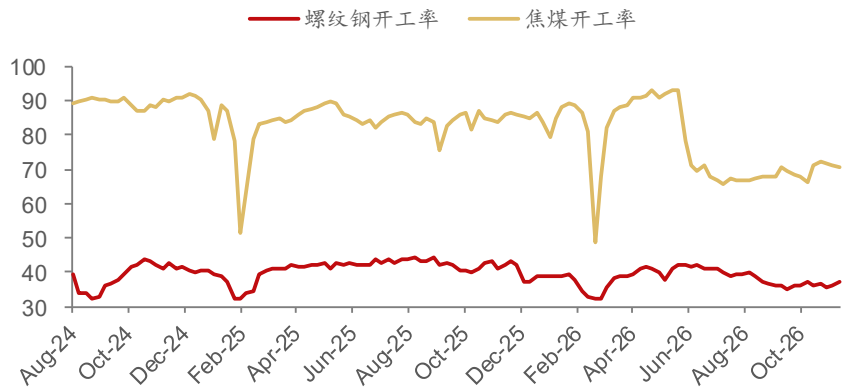


数据来源：WIND，招商期货

反内卷重点产品开工率





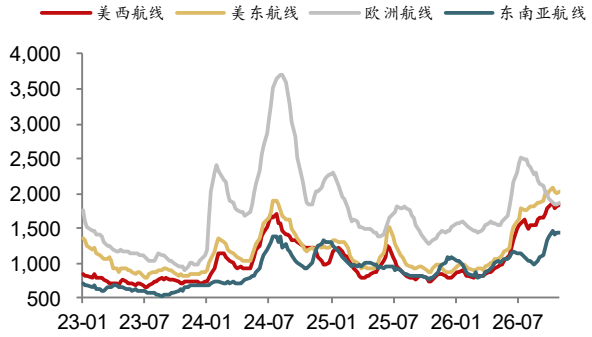


数据来源：WIND，招商期货

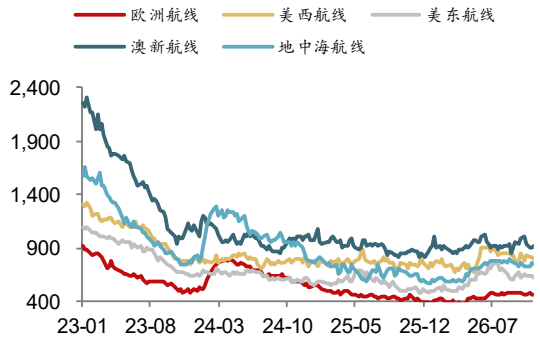
进出口：韩国出口金额快速上涨

CMF 招商期货

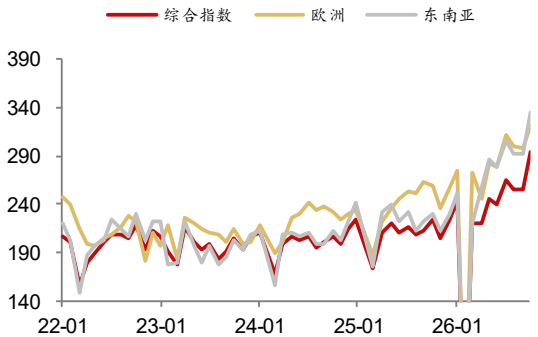
CCFI



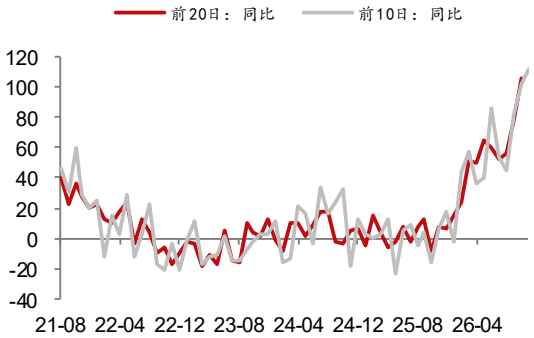
CICFI



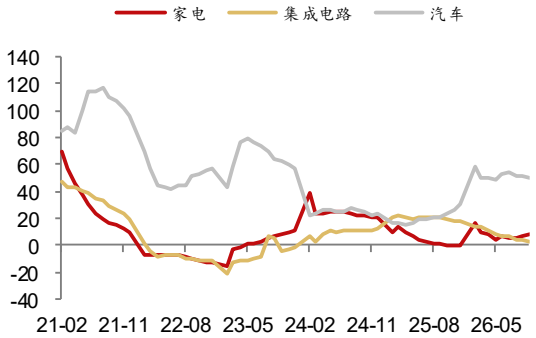
一带一路贸易额指数



韩国出口金额同比（%）



部分重点商品出口累计同比增速（%）



数据来源：WIND，招商期货

研究员简介

赵嘉瑜：招商期货首席策略分析师，金融与金工团队主管，负责宏观策略、资产配置及基本面量化，带领团队获得中金所优秀分析师团队称号。具有期货从业资格（证书编号：F3065666）和交易咨询从业资格（证书编号：Z0016776），美国纽约大学国际政治与国际经济硕士，上海交大经济学与法语双学士，曾在ManGroup工作。在《中美聚焦》、《中国能源报》、《澎湃新闻》、《上海证券报》、《期货日报》等媒体发文，多次担任人大及哈工大（深圳）的客座讲师。

马芸：招商期货产研业务总部金属矿产团队负责人，负责铜、锡等品种研究。有色金属行业从业十余年，具有丰富的产业工作经验和私募投研策略经验，注重把握宏微观边际变化中的交易机会，对基本金属有深刻理解。具有期货从业资格（证书编号：F3084759）及交易咨询资格（证书编号：Z0018708）。

徐世伟：招商期货产研业务总部金融主管，金融风险管理师（FRM），中金所国债优秀分析师团队第二名，中长期资金服务团队第五名，上期所（期权）优秀讲师，有10年以上期货及衍生品投资研究经历，获第十五届最佳期权分析师，获第二、三、四届中金所研究征文大赛二等奖、优胜奖，曾借调交易所参与期权产品设计。目前专注于金融衍生品与利率相关品种研究。期货从业资格（证书编号：F0307617）及交易咨询资格（证书编号：Z0001836）。

游洋：CFA，交易咨询资格证号:Z0019846，招商期货产研业务总部金属矿产团队黑色研究员。从事大宗商品研究8年，具有境内外产业、券商从业经验，擅长通过梳理宏观、微观数据发现矛盾，发掘交易机会。

吕杰:招商期货产研业务总部能化航运团队研究员，历任某500强采购部，某大型国企期货部经理，招商期货策略研究员。对化工品品种有套期保值，对冲交易、期货点价经验，在市场历练中对产业结构、景气周期，库存周期有认识。拥有期货从业资格（证书编号：F3021174）和交易咨询资格（证书编号：Z0012822）。

安婧：英国华威大学金融硕士，招商期货产研业务总部能化航运团队原油研究员，长期扎根能源基本面研究，善于从国际供需矛盾及数据分析中对行情走势进行判断。荣获第十五届《期货日报》《证券时报》最佳工业品期货分析师。研究报告曾刊登于《期货日报》、《证券时报》、《资本市场前沿》。（从业资格号：F3035271）及交易咨询资格（证书编号：Z0014623）。

马幼元：招商期货产研业务总部农产品团队研究员，中国农业大学农学硕士。从业至今一直从事饲料养殖产业链研究及投资策略开发，多次组织产业链深度调研，在业内权威期刊发表多篇文章，对饲料养殖产业链投研有独到见解。拥有期货从业人员资格（证书编号：F03106620）及交易咨询资格（证书编号：Z0018356）。

招商期货有限公司
总部地址：深圳市福田区福华一路111号招商证券大厦16、17楼

CMF 招商期货

重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。



招商期货有限公司
总部地址：深圳市福田区福华一路111号招商证券大厦16、17楼

CMF 招商期货