

多资产周报

PPI 企稳下的资产价格含义

核心观点

PPI 企稳下的资产价格含义。本周9月份通胀数据千呼万唤始出来。其中，PPI 价格环比连续第二个月为0。价格问题可能成为未来一段时间理解国内资产价格走势的一条重要线索。

目前看，尽管当前国际油价拖累石油相关行业价格，但全球普遍对美联储未来宽松存在较强预期，以黄金和铜为代表的海外定价大宗品种价格持续强势。在美联储宽松预期动摇前，海外输入性通胀仍是国内 PPI 的一个重要支撑。

其次，伴随近期反内卷的实施，在光伏、新能源等重点领域已经逐步显露价格治理的成效，诸如六福磷酸铁锂等品种在国庆后开始快速涨价，反映在政策不断加压下，部分微观产品价格已经开始出现显著变化。

未来看，我们仍然判断 PPI 同比可能在明年上半年转正，而在这一假定下，资产价格的含义是十分明确的。中期看，PPI 企稳直接冲击债市基本面，同时 PPI 触底后行业轮动指向基本面最清晰的板块。但短期从历史经验来看，权益市场往往倾向于在同比转正前即启动，但债券市场则往往要等到同比转正才会出现更加明确的定价和反馈。

多资产图景：

整体收益方面，本周（10月11日至10月18日），权益方面，沪深300下跌2.23%，恒生指数下跌3.97%，标普500上涨1.71%；债券方面，中债10年上涨0.41BP，美债10年下跌3.01BP；汇率方面，美元指数下跌0.27%，离岸人民币升值0.3%；大宗商品方面，SHFE 螺纹钢下跌2.02%，伦敦金现上涨6.3%，伦敦银现上涨6.58%，LME 铜下跌1.94%，LME 铝下跌0.36%，WTI 原油下跌2.31%。

资产比价方面，本周金银比数值为78.1，较上周下降0.21；铜油比数值为182.96，较上周上升0.71；铜螺比数值为27.72，较上周上升0.06；金铜比数值为0.41，较上周上升0.04；股债性价比数值为4.22，较上周上升0.17；AH 股溢价数值为119.74，较上周上升1.22。

库存方面，最新一周原油库存为44355万吨，较上周上升278万吨；螺纹钢库存为467万吨，较上周上升4万吨；阴极铜库存为109690吨，较上周上升14656吨；电解铝库存为62万吨，较上周上升2万吨。

资金行为方面，最新一周美元多头持仓14032张，较上周上升1541张，空头持仓24376张，较上周下降1009张；黄金ETF规模3366万盎司，较上周上升96万盎司。假期后，利率债市场配置盘力量仍为介入，7年以上利率债品种主要由基金公司承接，农村金融机构则大举买入中票短融等短期品种。

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

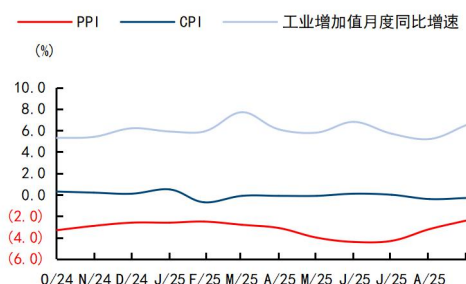
证券分析师：田地 0755-81982035
cntiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

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 | -0.50 |
| 社零总额当月同比 | 3.00 |
| 出口当月同比 | 8.30 |
| M2 | 8.40 |

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

- 《宏观经济宏观周报-价格回暖的热预期与冷现实》——2025-10-18
- 《宏观经济宏观周报-高频指标继续提示经济回暖》——2025-09-28
- 《政府债周报-四季度地方债发行计划已披露七千三百亿》——2025-09-25
- 《宏观经济宏观周报-高频指标出现回暖信号》——2025-09-21
- 《政府债周报-2万亿化债再融资债即将发完》——2025-09-19

内容目录

| | |
|---------------------------|---|
| 周度观察：PPI 企稳下的资产价格含义 | 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 | 9 |

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 | 8 |
| 图13: 黄金 ETF 规模变化 | 8 |
| 图14: 债券持仓变化 | 8 |

周度观察：PPI 企稳下的资产价格含义

本周 9 月份通胀数据千呼万唤始出来。其中，PPI 价格环比连续第二个月为 0。价格问题可能成为未来一段时间理解国内资产价格走势的一条重要线索。

目前看，尽管当前国际油价拖累石油相关行业价格，但全球普遍对美联储未来宽松存在较强预期，以黄金和铜为代表的海外定价大宗品种价格持续强势。在美联储宽松预期动摇前，海外输入性通胀仍是国内 PPI 的一个重要支撑。

其次，伴随近期反内卷的实施，在光伏、新能源等重点领域已经逐步显露价格治理的成效，诸如六氟磷酸铁锂等品种在国庆后开始快速涨价，反映在政策不断加压下，部分微观产品价格已经开始出现显著变化。

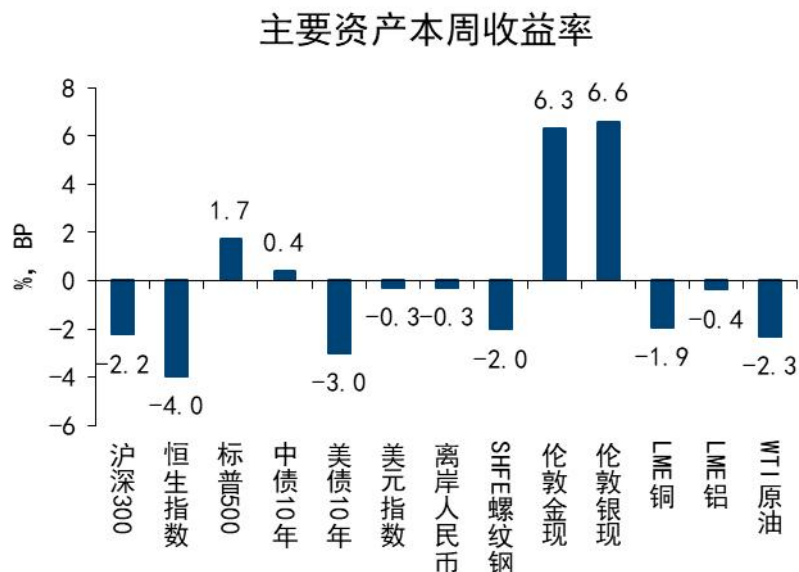
未来看，我们仍然判断 PPI 同比可能在明年上半年转正，而在这一假定下，资产价格的含义是十分明确的。中期看，PPI 企稳直接冲击债市基本面，同时 PPI 触底后行业轮动指向基本面最清晰的板块。但短期从历史经验来看，权益市场往往倾向于在同比转正前即启动，但债券市场则往往要等到同比转正才会出现更加明确的定价和反馈。

多资产图景

1、整体收益率

本周（10 月 11 日至 10 月 18 日），权益方面，沪深 300 下跌 2.23%，恒生指数下跌 3.97%，标普 500 上涨 1.71%；债券方面，中债 10 年上涨 0.41BP，美债 10 年下跌 3.01BP；汇率方面，美元指数下跌 0.27%，离岸人民币升值 0.3%；大宗商品方面，SHFE 螺纹钢下跌 2.02%，伦敦金现上涨 6.3%，伦敦银现上涨 6.58%，LME 铜下跌 1.94%，LME 铝下跌 0.36%，WTI 原油下跌 2.31%。

图1: 大类资产整体（债券类为BP，其余为%）

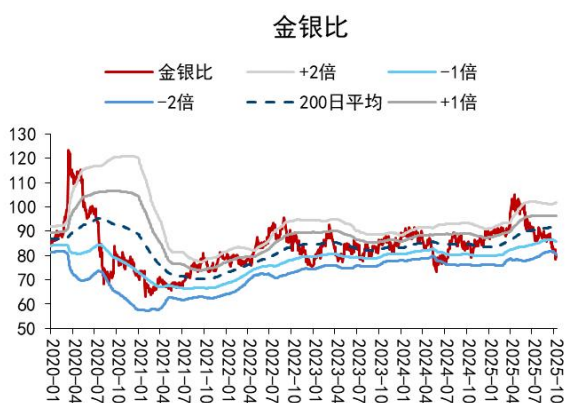


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2、资产比价

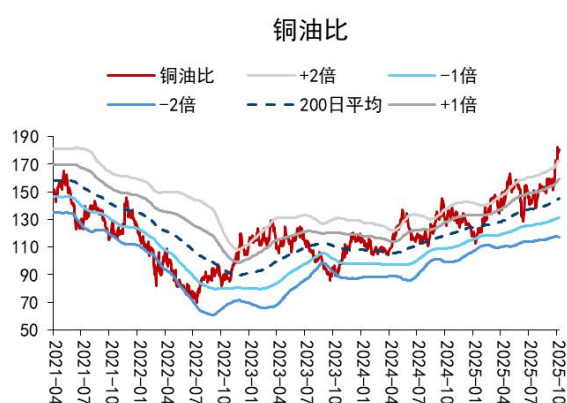
本周金银比数值为 78.1，较上周下降 0.21；铜油比数值为 182.96，较上周上升 0.71；铜螺比数值为 27.72，较上周上升 0.06；金铜比数值为 0.41，较上周上升 0.04；股债性价比数值为 4.22，较上周上升 0.17；AH 股溢价数值为 119.74，较上周上升 1.22。

图2: 伦敦现货黄金白银比价



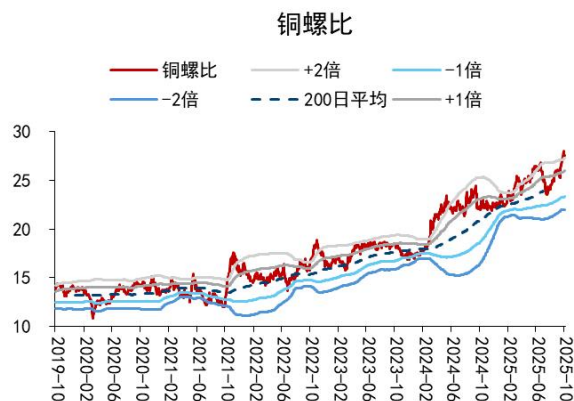
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: LME 铜与 WTI 原油比价



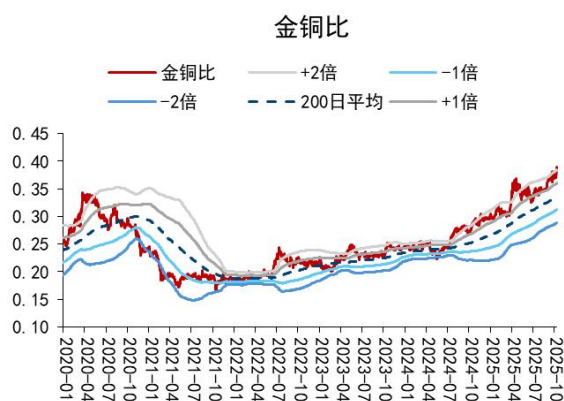
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

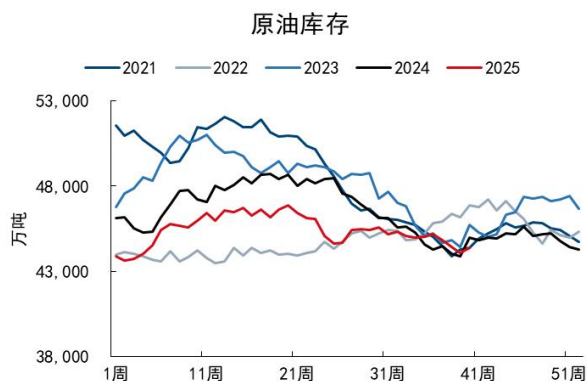


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3、库存

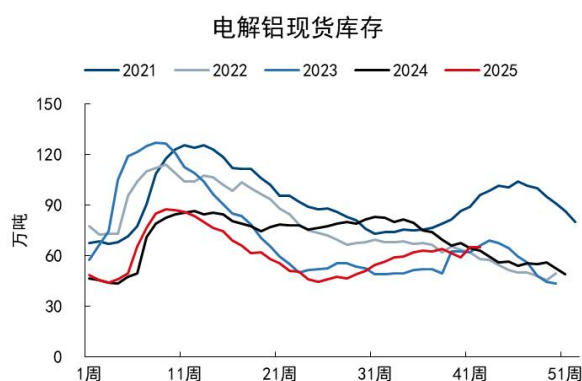
最新一周原油库存为 44355 万吨，较上周上升 278 万吨；螺纹钢库存为 467 万吨，较上周上升 4 万吨；阴极铜库存为 109690 吨，较上周上升 14656 吨；电解铝库存为 62 万吨，较上周上升 2 万吨。

图8: 美国原油库存



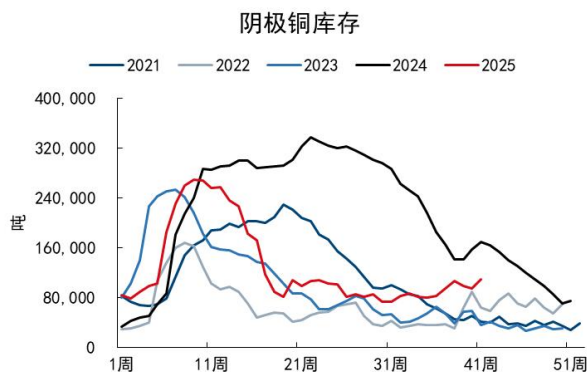
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 电解铝库存



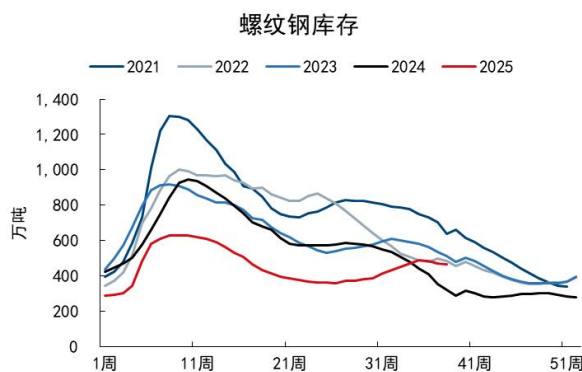
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

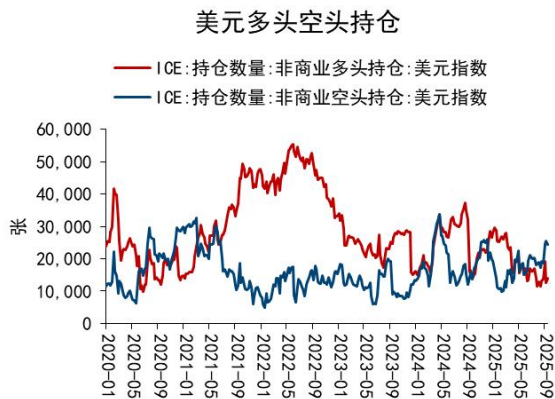


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4、资金行为

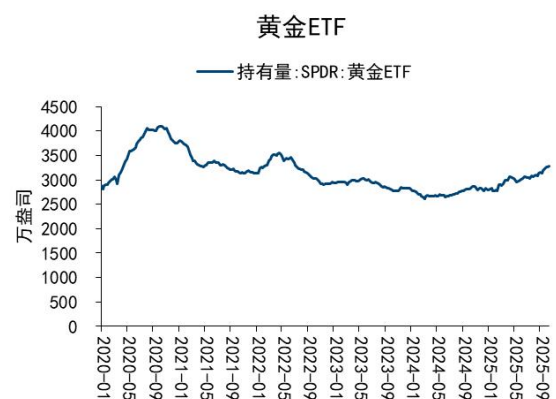
最新一周美元多头持仓 14032 张，较上周上升 1541 张，空头持仓 24376 张，较上周下降 1009 张；黄金 ETF 规模 3366 万盎司，较上周上升 96 万盎司。假期后，利率债市场配置盘力量仍为介入，7 年以上利率债品种主要由基金公司承接，农村金融机构则大举买入中票短融等短期品种。

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

图14: 债券持仓变化

| 期限 | 机构 | <=1Y | 1-3Y | 3-5Y | 5-7Y | 7-10Y | 10-15Y | 15-20Y | 20-30Y | >30Y | 合计 |
|--------------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 国债、政金债及地方政府债 | 大型商业银行 | | | 15.61 | 12.3 | 29.61 | -8.23 | -9.76 | -60.61 | 0.38 | 203.81 |
| | 股份制商业银行 | -151.21 | -182.5 | -181.63 | -32.92 | -186.34 | 3.02 | -6.41 | -41.38 | -27.83 | -807.24 |
| | 城市商业银行 | -99.28 | -94.7 | 28.5 | -23 | -149.43 | 0.17 | -8.04 | -17.04 | 2.19 | -360.62 |
| | 农村金融机构 | 80.63 | 10.1 | -14.2 | -39.42 | -147.17 | 10.66 | 45.15 | 60.04 | 3.46 | 9.28 |
| | 外资银行 | 16.35 | 32.54 | 44.81 | 3.86 | 15.98 | -0.04 | -2.36 | 15.15 | -1.19 | 125.12 |
| | 证券公司 | -9.94 | 22.91 | 40.34 | 49.96 | 33.41 | 4.62 | -51.66 | -54.62 | -2.42 | 32.57 |
| | 保险公司 | 4.69 | -20.81 | -5.28 | -8.5 | -4.7 | 3.04 | 35.03 | -51.48 | 12.52 | -35.48 |
| | 基金公司及产品 | -131.1 | -17.17 | 38.63 | 15.39 | 256.14 | -6.99 | -2.97 | 131.88 | 8.45 | 292.32 |
| | 货币市场基金 | 158.9 | 11.01 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 169.91 |
| | 理财 | 12.94 | -1.31 | 11.62 | -0.25 | 21.04 | -0.55 | -12.02 | 1.38 | 0.37 | 33.21 |
| | 其他产品类 | -13.19 | 14.2 | 22.97 | 13.46 | 87.07 | -6.12 | 11.81 | 3.63 | 1.04 | 134.88 |
| | 其他 | 129.69 | 2.69 | -1.34 | 9.12 | 44.38 | 0.38 | 1.21 | 13.05 | 2.99 | 202.2 |
| 中票、短融及同业存单 | 大型商业银行 | | | -7.03 | 0 | 0 | -0.1 | 0 | 0 | 0 | -190.54 |
| | 股份制商业银行 | -287.6 | -38.19 | -9.85 | 0 | 3.84 | 0 | 0 | 0 | 0 | -331.79 |
| | 城市商业银行 | -47.3 | -31.82 | 1.12 | 0 | 0.5 | 0 | 0 | 0 | 0 | -77.5 |
| | 农村金融机构 | 497.11 | 2.26 | -0.49 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1.52 | 500.4 |
| | 外资银行 | 22.25 | -0.21 | -0.1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 21.94 |
| | 证券公司 | -110.37 | 0.56 | -16.17 | 0.14 | -3.4 | 0.3 | 0 | 0 | 9.05 | -119.89 |
| | 保险公司 | 37.04 | 2.63 | 4.41 | -0.33 | 4.51 | 0.3 | 0.26 | 0.78 | 4.49 | 54.08 |
| | 基金公司及产品 | 1.69 | 71.59 | 4.69 | -0.89 | -9.1 | -0.59 | -1.22 | -0.78 | -8.05 | 57.33 |
| | 货币市场基金 | -6.1 | 0.22 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -5.88 |
| | 理财 | 114.01 | 15.22 | 16.96 | -0.44 | 4.84 | 0.29 | 0.29 | 0 | 10.2 | 161.39 |
| | 其他产品类 | 29.55 | 2.94 | 1.88 | 1.02 | -1.2 | -0.2 | 0.66 | 0 | -18.85 | 15.82 |
| | 其他 | -94.36 | 2.29 | 4.58 | 0.5 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1.63 | -85.35 |

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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