

中日关系持续恶化，全球风险偏好回落

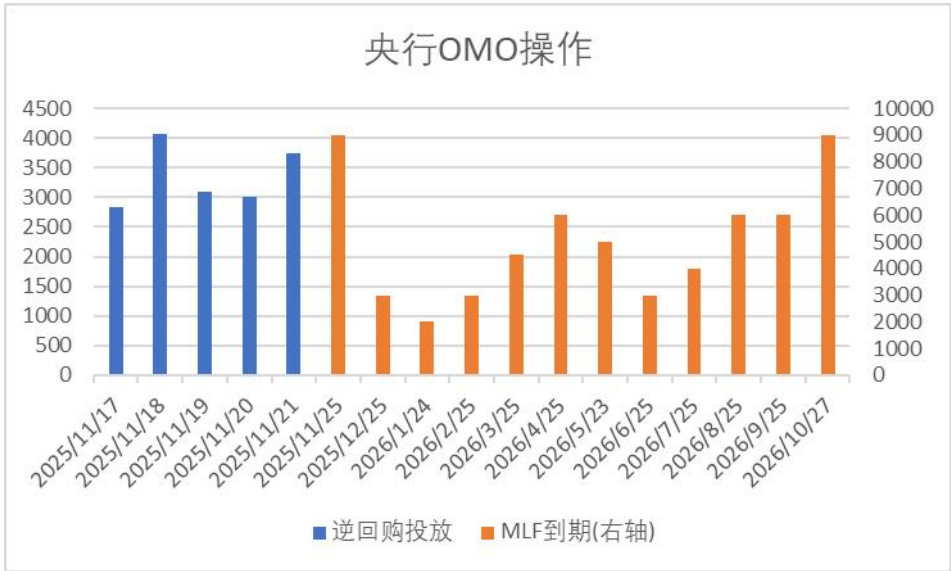
一、重要信息点评

- 1、中国新一期 LPR 出炉，1 年期及 5 年期以上 LPR 分别报 3.0%、3.5%，均连续第六个月保持稳定。
- 2、美国 9 月非农就业人口增长 11.9 万人，是预期的两倍多，但 7 月和 8 月非农就业人数合计下修 3.3 万人。9 月失业率意外升至 4.4%，为 2021 年 10 月以来最高。美国上周初请失业金人数下降 8000 人至 22 万人，续请失业金人数升至 4 年新高。数据公布后，互换合约继续显示美联储 12 月降息的可能性不大。
- 3、美国 11 月标普全球制造业 PMI 初值为 51.9，创 4 个月新低；服务业 PMI 初值为 55，综合 PMI 初值为 54.8，均创 4 个月新高。综合 PMI 新订单分项指数初值升至 55，创 2024 年 12 月以来新高、连续九个月扩张；就业指标环比下滑。
- 4、美国总统特朗普表示，他认为自己已经选定了下一任美联储主席的人选，同时声称有人阻止他开除现任美联储主席鲍威尔。贝森特表示，他已将候选范围缩小至以下人选：现任美联储理事沃勒和鲍曼，前美联储理事沃什，白宫国家经济委员会主任哈塞特，以及贝莱德公司高管里德。
- 5、外交部发言人毛宁在例行记者会上强调，针对日本首相高市早苗涉台错误言论，中方已经并将继续向日方提出严正交涉和强烈抗议，严肃要求日方立即反思纠错，收回错误言论，停止在涉华问题上制造事端。另外，在二十国集团领导人峰会期间，李强总理没有会见日方领导人的安排。
- 6、中国常驻联合国代表傅聪 21 日致函联合国秘书长古特雷斯，就日本首相高市早苗涉华错误言行阐明中国政府立场。傅聪在致函中表示，日本首相高市早苗在国会答辩时公然发表涉台露骨挑衅言论。有关言论极其错误、极为危险，性质影响极其恶劣。在中方多次严正交涉和强烈抗议后，日方仍不思悔改，拒不撤回错误言论。中方对此强烈不满、坚决反对。傅聪在致函中表示，台湾是中国的神圣领土，如何解决台湾问题是中国人自己的事，不容任何外来干涉。如日方胆敢武力介入台海局势，将构成侵略行为，中方将坚决行使《联合国宪章》和国际法赋予的自卫权，坚定捍卫国家主权和领土完整。
- 7、美联储公布的 10 月政策会议纪要显示，美联储决策层在上月降息时存在严重分歧。许多官员认为，在 2025 年剩余时间内维持利率不变“可能是合适之举”。

不过，也有若干位官员指出，若经济表现与预期一致，12月再次降息“很可能是合适的”。支持降息的一方并未在人数上占绝对优势，对于缩减资产负债表（缩表）的量化紧缩（QT）行动，则几乎完全一致认为应该停止。在金融稳定的风险方面，一些人担心股市无序下跌。

8、美联储“三把手”、纽约联储主席威廉姆斯称，随着劳动力市场降温，美联储在近期仍有进一步降息的空间。美联储理事米兰也表示，如果他的投票在下次议息中具有决定性作用，他将支持降息25个基点。波士顿联储主席柯林斯同样表示，预计未来还会进一步降息。不过，达拉斯联储主席洛根认为，12月会议上很可能有必要按兵不动，因为资产估值偏高。上述官员讲话后，市场押注美联储12月降息概率突破50%。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

上周央行 OMO 投放 16760 亿，同时到期 11220 亿，共计净回笼 5540 亿。此外，11 月 MLF 到期量为 9000 亿。

	2025/11/21	2025/11/14	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/21	环比变化
高炉开工率	82.17	82.79	81.73	84.47	82.06	↘
	2025/11/19	2025/11/12	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/19	环比变化
水泥沥青开工率	24.8	29	31.5	40.1	31	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

生产数据方面，上周高炉开工率走弱，同时水泥沥青开工率下行。

	2025/11/16	2025/11/9	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/16	环比变化
土地成交面积	1372.2573	664.9263	2018.0693	2467.9398	1151.395	↗
土地成交溢价率	0.52	10.05	4.03	1.88	5.25	↘
商品房成交面积	24.65082729	19.92982014	31.72692043	35.65336757	31.72859514	↗
一线商品房成交面积	6.303475571	5.617479857	7.905030571	10.15224586	10.72795571	↗
二线商品房成交面积	12.93163714	10.39101157	17.31336914	18.84443786	14.97096729	↗
三线商品房成交面积	5.415714571	3.921328714	6.508520714	6.656683857	6.029672143	↗
二手房价格	148.8	149.06	149.65	150.87	158.91	↘
一线二手房价格	185.49	185.87	187.45	189.66	197.07	↘
二线二手房价格	137.2	137.39	137.99	139.56	149.7	↘
三线二手房价格	128.76	129.01	129.43	130.54	137.84	↘
四线二手房价格	113.21	113.35	113.66	113.92	116	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

地产数据方面, 土拍面积上升背景下溢价率下行, 同时商品房成交面积增加, 二手房价格走弱, 地产数据表现一般。

	2025/10/31	2024/10/31	2023/10/31	2022/10/31	2021/10/31	同比
厂家批发: 当月累计值	2921535	2828538	2425313	2262371	1271732	3.29%
厂家零售: 当月累计值	2387290	2361316	2026235	1904833	1027698	1.10%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

汽车销量方面, 25 年 10 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 3.29%及 1.10%, 汽车销量维持较高水平。

	2025/11/16	2025/11/9	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/16	环比变化
集装箱吞吐量	644.1	680.9	590.3	607.2	639.3	↘
	2025/11/22	2025/11/15	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/22	
CCFI指数	1122.79	1094.03	1021.39	1087.41	1467.91	↗
CICFI指数	631.56	641.99	650.34	647.3	760.25	↘
	2025/11/30	2025/10/31	2025/9/30	2025/8/31	2025/7/31	
韩国前十日出口	6.4	-15.4	3.7	-4.4	9.3	↗
韩国前二十日出口	8.2	-8.2	13.3	7.5	-2.3	↗
韩国出口	#N/A	3.6	12.7	1.3	5.9	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

进出口数据方面, 上周出口运价回升, 同时韩国 11 月前二十日出口数据有所回升。

	2025/11/21	2025/11/14	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/21	环比变化
农产品价格	125.37	125.49	125.02	118.76	121.09	↘
猪肉价格	17.91	18.06	17.8	19.31	23.59	↘
粮油价格	112.95	113.04	113.08	113.45	114.4	↘
蔬菜价格	5.68	5.72	5.69	5.01	4.96	↘
水果价格	7.09	7.1	7.04	6.94	7.12	↘
PTA价格	4634	4565	4531	4585	4825	↗
涤纶长丝价格	6630	6600	6450	6550	6990	↗
聚酯切片价格	5565	5560	5565	5725	6140	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

价格数据方面，农产品价格上周有所走弱。其中，蔬菜水果价格下行，同时猪肉价格回落至 17.91 元，纤维价格大体走强。

	2025/11/21	2025/11/14	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/21	环比变化
煤炭价格	834	834	770	699	827	----
石油价格	62.56	64.39	65.07	67.02	74.23	↘
铜杆价格	86520	87830	88340	84160	75150	↘
铝价	21360	21890	21300	20730	20630	↘
钢材价格	91.51	91.16	92.34	93.63	97.71	↗
沥青价格	3030	3010	3230	3500	3470	↗
水泥价格	101.59	102.07	102.81	105.52	133.77	↘
MDI价格	14300	14500	14300	14700	18000	↘
浮法玻璃价格	1200.6	1200.6	1212.3	1254.6	1459.2	----
工业品指数	3456.21	3523.03	3556.67	3573.84	3795.04	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

PPI 影响因素方面，工业品指数上周有所下行，其中钢材价格及沥青价格回升，油价、铜价、铝价、水泥价格及 MDI 价格则有所回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	-2.92	-2.89	-6.92
COMEX黄金	-0.77	1.17	47.22
LME铝	-1.77	-1.94	10.05
LME铜	-0.68	-1.27	22.92
CBOT玉米	-1.02	-1.02	-14.55
CBOT大豆	0.18	1.69	7.38
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	36.82	42.19	-833.65
美元兑离岸人民币	53.00	-170.00	-2297.00
美元兑日元	188.10	240.25	-86.25

	2025/11/21	2025/11/16	2025/10/31	2025/1/1
ICE布油	62.51	64.29	64.58	74.83
COMEX黄金	4062.8	4084.4	4013.4	2639.3
	2025/11/21	2025/11/16	2025/10/31	2025/1/1
美元指数	100.1527	99.2845	99.7308	108.4892
美元兑离岸人民币	7.1054	7.1001	7.1224	7.3351
美元兑日元	156.412	154.531	154.0095	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面，上周各类期货价格大体下行，其中石油跌幅最大，大豆涨幅最大。ICE 布油收于 62.51 美元，跌 2.92%，COMEX 黄金收于 4062.8 美元，跌 0.77%。

上周美元指数上行 86.82BP，中日关系恶化全球风险偏好下行叠加美联储会议纪要打压降息预期使得美元上行。在此背景下人民币上周贬值 53 个基点，日元贬值 188.10 个基点。

三、 市场表现回顾

a) 基金市场

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型基金	股票型基金	主动股票	偏股混合型基金	灵活配置型基金	平衡混合型基金	FOF基金	总计
上周	数量	7	5	3	16	0	8	0	1	3	38
	发行规模(亿元)	132.81	71.68	2.76	66.17	0.00	71.48	0.00	2.34	78.22	353.78
上上周	数量	3	3	0	14	0	4	0	0	4	25
	发行规模(亿元)	3.03	3.03	0.00	65.90	0.00	24.43	0.00	0.00	48.38	141.73
本月以来	数量	24	22	3	51	3	22	0	1	7	108
	发行规模(亿元)	176.47	115.34	2.76	226.40	10.86	219.94	0.00	2.34	126.59	754.51
基金申报情况											
	普通混合	股票型	股票指数	ETF	联接	定开债	中短债	债券指数	其他债券	FOF	总计
上周	14	4	3	19	6	0	0	1	3	3	53
上上周	20	4	7	15	6	0	0	0	3	0	55

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 53 支，其中普通混合型基金 14 支，债券类基金（4 支）少于股票类基金（32 支），FOF 基金申报 3 支。发行一边，上周基金共计发行 353.89 亿，其中股票型基金发行规模有所回升。

b) 股票市场

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
创业板指	-6.15	-8.39	36.35
中证500	-5.78	-7.01	19.07
科创50	-5.54	-9.16	30.02
万得全A	-5.13	-4.98	20.09
中小板指	-5.10	-7.27	19.29
偏股混合型基金指数	-4.99	-5.61	25.04
沪深300	-3.77	-4.03	13.18
上证50	-2.72	-1.85	10.10

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

A 股表现来看，上周主要板块有所下行，其中创业板跌 6.15%，跌幅最大；上证 50 跌 2.72%，跌幅最小。中日关系恶化叠加 FOMC 会议纪要打压降息预期带动风险偏好回落，在此背景下 A 股出现了一定的下行。偏股基金指数跌 4.99%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
小盘指数	-5.44	-5.69	20.12
低市盈率指数	-4.12	-1.70	13.72
高市盈率指数	-4.05	-7.74	16.66
高市净率指数	-3.85	-7.97	21.82
低市净率指数	-3.70	0.04	9.36
茅指数	-3.63	-4.88	17.26
绩优股指数	-3.54	-5.03	21.75
大盘指数	-3.51	-3.93	13.71

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

A 股各风格指数中, 大盘指数跌 3.51%, 表现最好; 小盘指数跌 5.44%, 表现最差。市场风格大盘占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
电力设备	-10.54	电子	-10.46	食品饮料	-4.79
综合	-9.18	计算机	-8.09	煤炭	-1.28
基础化工	-7.47	汽车	-8.06	交通运输	-0.73
商贸零售	-7.24	机械设备	-7.03	商贸零售	0.58
钢铁	-6.98	电力设备	-6.83	美容护理	1.63
家用电器	-2.30	农林牧渔	-0.06	电子	32.61
国防军工	-1.72	纺织服饰	0.19	电力设备	35.21
食品饮料	-1.44	食品饮料	0.17	综合	37.18
传媒	-1.25	银行	3.60	通信	51.67
银行	-0.89	石油石化	3.65	有色金属	65.71

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 0 个上涨, 31 个下跌。其中, 此前受到反内卷政策催化的电力设备、化工及钢铁分别跌 10.54%、7.47%及 6.98%, 跌幅最大。另一方面, 市场风险偏好回落背景下银行跌 0.89%, 跌幅最小。此外, 中日关系恶化背景下市场预期国防开支可能增加, 国防军工跌 1.72%, 表现较好。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
恒生指数	-5.09	-2.65	25.72
恒生科技指数	-7.18	-8.68	20.76

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

港股方面, 恒生指数跌 5.09%, 恒生科技指数跌 7.18%。全球风险偏好下行叠加美元走强背景下港股有所下行。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普500	-1.95	-3.47	12.26
道琼斯工业指数	-1.91	-2.77	8.70
纳斯达克指数	-2.74	-6.12	15.34

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

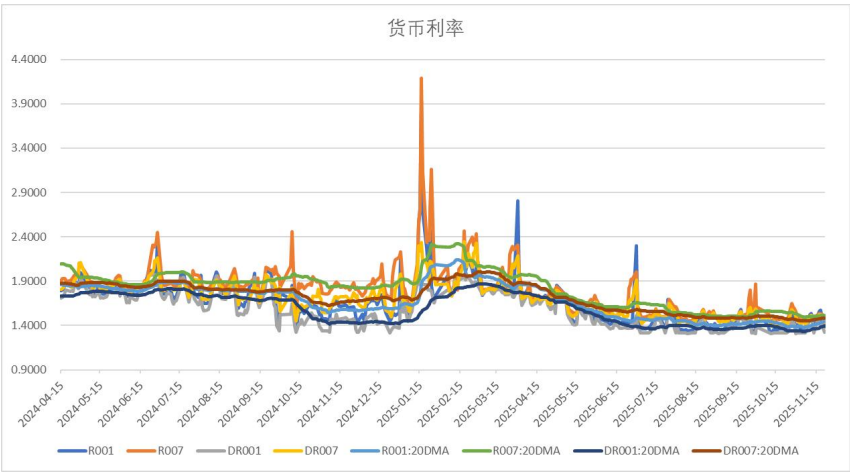
美股方面上周有所下行，三大指数中纳斯达克指数跌 2.74%，表现最差；标普 500 跌 1.95%，表现最好。中日关系恶化使得全球风险偏好走弱，同时市场担忧 AI 泡沫风险使得科技板块调整，美股有所回落。需要注意的是，随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战，全球经济均会面临一定影响，关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
韩国综合指数	-3.95	-6.19	60.59
台湾加权指数	-3.51	-6.37	14.76
日经225	-3.48	-7.22	21.89
德国DAX	-3.29	-3.62	15.99
法国CAC40	-2.29	-1.70	8.16
英国富时100	-1.64	-1.83	16.72
印度SENSEX30	0.79	1.54	9.08
胡志明指数	1.19	0.93	30.64

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

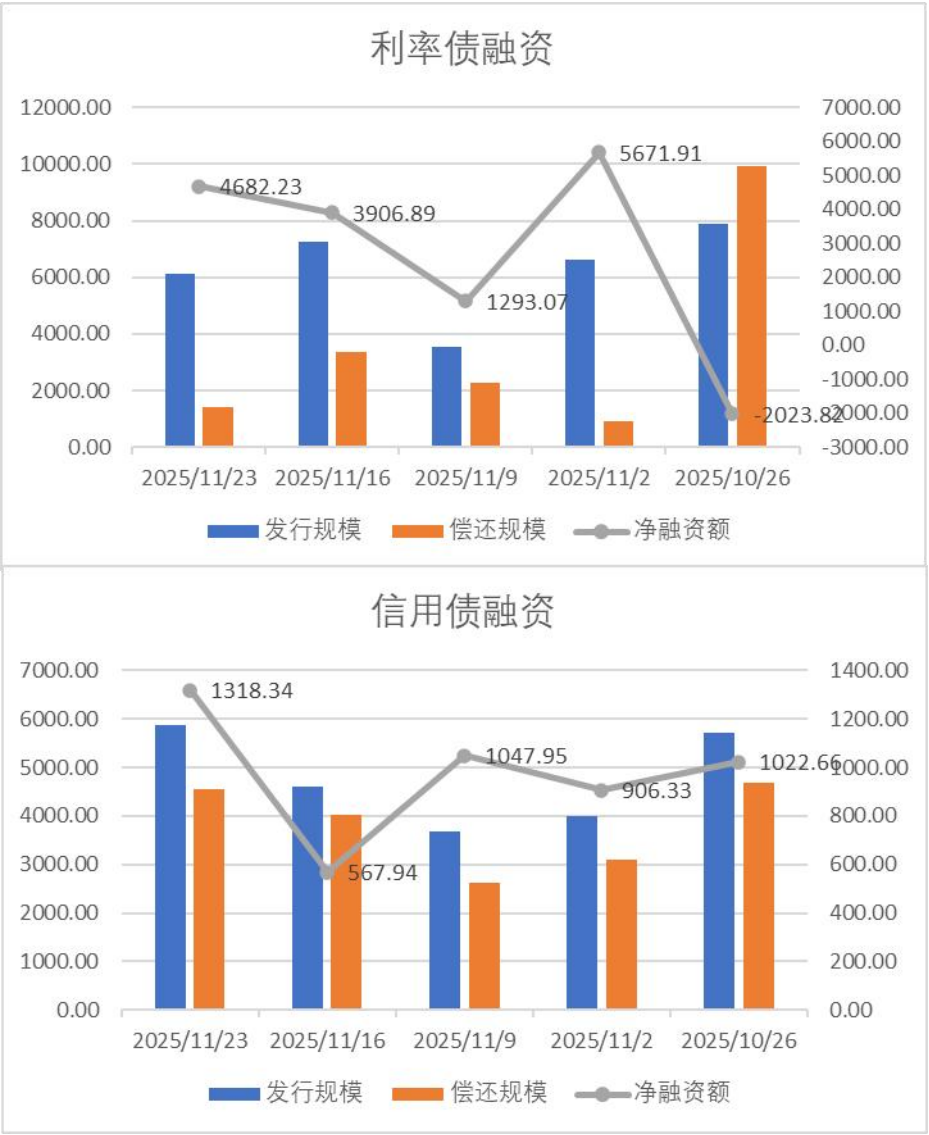
其他海外市场方面，韩国市场跌 3.95%，表现最差；越南市场涨 1.19%，表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

c) 债券市场



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

上周货币市场利率有所上行，DR007 二十日均值升至 1.48%，资金面较上上周更加紧张。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

债券融资方面，上周利率债净融资额 4682.23 亿，维持大额净发行；信用债净融资额 1318.34 亿，较此前有所增加。上周债券净发行量有所上行。

收益率					期限利差				信用利差			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	1.40	1.43	1.59	1.82	国债	3.4	15.59	22.59	国债	-	-	-
国开债	1.62	1.72	1.77	1.94	国开债	9.68	5.41	17.15	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.70	1.84	1.99	-	AAA信用债	14.63	14.73	-	AAA信用债	7.9	12.85	22.17
AA+信用债	1.75	1.89	2.08	-	AA+信用债	14.63	18.73	-	AA+信用债	12.9	17.85	31.17
AA信用债	1.78	2.06	2.33	-	AA信用债	28.63	26.73	-	AA信用债	15.9	34.85	56.17
AA-信用债	2.20	2.74	3.06	-	AA-信用债	54.63	31.73	-	AA-信用债	57.9	102.85	129.17

上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-1	0	1	0	国债	2	2	2	2	国债	32	25	18	14
国开债	1	-1	0	0	国开债	3	0	2	2	国开债	42	29	31	22
AAA信用债	0	2	1	-	AAA信用债	3	2	4	-	AAA信用债	2	9	12	-
AA+信用债	1	1	0	-	AA+信用债	1	-2	-1	-	AA+信用债	-4	-1	4	-
AA信用债	0	2	1	-	AA信用债	0	3	-2	-	AA信用债	-9	0	5	-
AA-信用债	0	2	1	-	AA-信用债	0	-4	-8	-	AA-信用债	-51	-36	-35	-

收益率分位数					期限利差分位数				信用利差分位数			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	0.13	0.08	0.13	0.14	国债	0.04	0.50	0.77	国债	-	-	-
国开债	0.16	0.14	0.15	0.16	国开债	0.10	0.21	0.31	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.07	0.09	0.12	-	AAA信用债	0.25	0.32	-	AAA信用债	0.02	0.03	0.06
AA+信用债	0.05	0.05	0.09	-	AA+信用债	0.20	0.33	-	AA+信用债	0.00	0.01	0.06
AA信用债	0.03	0.06	0.09	-	AA信用债	0.35	0.30	-	AA信用债	0.00	0.09	0.09
AA-信用债	0.01	0.01	0.00	-	AA-信用债	0.36	0.14	-	AA-信用债	0.00	0.02	0.02

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日. 分位数为过去 5 年分位数。

债券市场方面，上周主要债券中，信用债有所上行，其中 3YAAA、AA 及 AA- 上行 2BP，上行幅度最大。同时利率债小幅震荡下行，大部分券种波动幅度在 1BP 以内。虽然上周风险偏好回落股票市场有所回调，但债券基金销售新规尚未落地仍在压制债市情绪，叠加货币利率小幅上行使得债券市场上周呈现一定的窄幅震荡。往后看，虽然美国关税政策对国内出口形成一定压制，但国内反内卷政策近期明显推升通胀预期，后续关注通胀回升的持续时间及力度。

上周以来期限利差变动				本月以来期限利差变动				今年以来期限利差变动			
	3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y
国债	0	1	-1	国债	0	0	0	国债	-7	-7	-3
国开债	-2	1	1	国开债	-4	3	-1	国开债	-13	2	-9
AAA信用债	3	-2	-	AAA信用债	-1	1	-	AAA信用债	8	2	-
AA+信用债	1	-2	-	AA+信用债	-3	0	-	AA+信用债	3	5	-
AA信用债	3	-2	-	AA信用债	3	-6	-	AA信用债	10	4	-
AA-信用债	3	-2	-	AA-信用债	-4	-5	-	AA-信用债	15	1	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面，上周利差大体震荡，30 年国债利率升至 2.16，大部分券种期限利差维持中性分位数区间。

上周以来信用利差变动				本月以来信用利差变动				今年以来信用利差变动			
	1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y
AAA信用债	-1	3	1	AAA信用债	0	3	1	AAA信用债	-40	-19	-19
AA+信用债	0	2	0	AA+信用债	-2	-1	-4	AA+信用债	-45	-30	-26
AA信用债	-1	3	1	AA信用债	-3	4	-5	AA信用债	-51	-28	-26
AA-信用债	-1	3	1	AA-信用债	-3	-3	-11	AA-信用债	-92	-64	-66

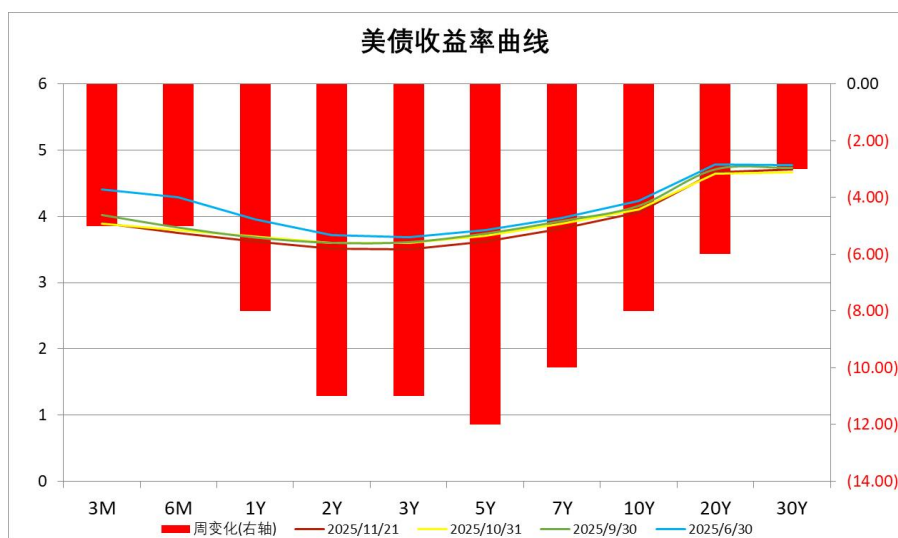
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面，上周利率债震荡信用债上行使得利差大体走阔。历史来看，信用债利差分位数维持历史极低区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1.52	1.65	1.70	--	--
国有银行	1.49	1.59	1.62	1.65	1.65
股份银行	1.45	1.58	1.61	1.65	1.64
城商行	1.54	1.65	1.69	1.72	1.76
农商行	1.50	1.72	1.78	1.67	1.81
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-3	-5	1	--	--
国有银行	3	0	1	2	0
股份银行	0	1	-1	1	1
城商行	0	4	0	3	-1
农商行	-5	-3	9	0	7
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	407.2	167	1744.4	817.1	2070
国有银行	230	23	26	186	352
股份银行	0	49	411	57	1217
城商行	119	83	1095	435	449
农商行	59	12	212	139	52

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

同业存单方面, 上周发行利率有所上行, 其中发行规模最多的 1Y 股份银行上行 1BP, 为 1.64%; 6M 城商行维持不变, 为 1.69%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

美债方面, 上周利率大体下行, 5Y 下行 12BP, 下行幅度最大。虽然 9 月非农就业数据走高叠加 10 月 FOMC 会议纪要打压降息预期, 但失业率超预期上行以

及美联储官员集体发声支持 12 月降息仍使得美债利率有所下行。同时，随着关税政策大面积落地，后续关注国际政治环境扰动下美国经济能否平稳落地。

四、 资产配置观点

4.1.1 11 月 LPR 维持不变, 美国失业率持续上行

上周，11 月 LPR 出炉，1 年期及 5 年期以上 LPR 分别报 3.0%、3.5%，均连续第六个月保持稳定，目前市场对于 LPR 调降没有太高预期。往后看，近期中美贸易摩擦有所缓和，但逆全球化趋势短时间内难以逆转。内需方面，随着地产政策继续放松，同时生育补贴有所加码，对经济增速能够形成一定支撑，海外不确定性较大背景下经济基本面预计将出现一定的震荡回升。海外方面，美国发布 9 月非农就业报告，其中非农就业人数有所增加但失业率超预期上行，显示美国经济虽然有所回落但目前没有出现明显的衰退风险。降息预期方面，虽然 10 月 FOMC 会议纪要显示票委对于后续降息有所分歧，但随后多位官员发声支撑 12 月降息使得市场降息预期有所走强，目前中性预期 12 月降息的概率由此前的 44%增加至 71%。

指标(2025/10/31)	预测值	实际值		2025/9/30
PMI	49.43	49	↘	49.80
工业增加值:当月同比	5.52	4.9	↘	6.50
GDP:当季同比	----	----	----	4.80
固定资产投资:累计同比	-0.71	-1.7	↘	-0.50
制造业投资:累计同比	3.44	2.7	↘	4.00
基建投资:累计同比	2.8	1.51	↘	3.34
地产投资:累计同比	-14.48	-14.7	↘	-13.90
社会消费品零售总额:当月同比	2.73	2.9	↗	3.00
出口金额:当月同比	3.12	-1.1	↘	8.30
进口金额:当月同比	3.86	1	↘	7.40
社会融资规模:当月值	15284	8161	↘	35,299.00
社融规模:同比	8.61	8.5	↘	8.70
人民币贷款:当月值	4599.82	2200	↘	12,900.00
人民币贷款:同比	6.57	6.3	↘	6.40
M1:同比	6.55	6.2	↘	7.20
M2:同比	8.04	8.2	↗	8.40
CPI:当月同比	-0.04	0.2	↗	-0.30
PPI:当月同比	-2.28	-2.1	↗	-2.30
1年存款利率(央行)	----	----	----	----
1年贷款利率(央行)	----	----	----	----
美元兑人民币汇率	7.09	7.1200941	↗	7.12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

美国经济指标	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	趋势
实际GDP(同比)	----	----	----	----	----	3.80	----	----	-0.60	----	----	拐头向上
PMI	----	48.70	49.10	48.70	48.00	49.00	48.50	48.70	49.00	50.30	50.90	震荡下行
消费者信心	51.00	53.60	55.10	58.20	61.70	60.70	52.20	52.20	57.00	64.70	71.70	震荡下行
零售	----	----	----	3.50	4.43	4.15	3.15	5.19	4.76	-0.14	5.07	震荡下行
房地产	38.00	37.00	32.00	32.00	33.00	32.00	34.00	40.00	39.00	42.00	47.00	拐头向上
耐用品订单	----	----	----	2.88	-2.80	-9.39	16.54	-6.64	7.56	0.96	0.22	震荡下行
CPI	----	----	3.00	2.90	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	3.00	↗
核心CPI	----	----	3.00	3.10	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10	3.30	拐头向下
PCE	----	----	----	2.74	2.60	2.59	2.46	2.28	2.36	2.71	2.61	↗
核心PCE	----	----	----	2.91	2.85	2.81	2.78	2.61	2.67	2.97	2.78	↗
非农就业	----	----	119.00	-4.00	72.00	-13.00	19.00	158.00	120.00	102.00	111.00	震荡下行
失业率	----	----	4.40	4.30	4.20	4.10	4.20	4.20	4.20	4.10	4.00	震荡上行
职位空缺率	----	----	----	4.30	4.30	4.40	4.60	4.40	4.30	4.50	4.70	震荡下行
时薪增速	----	----	0.25	0.41	0.33	0.22	0.42	0.17	0.33	0.20	0.42	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

4.2 股票市场观点

4.2.1 五年分位数角度，目前 A 股估值处于偏低水平。

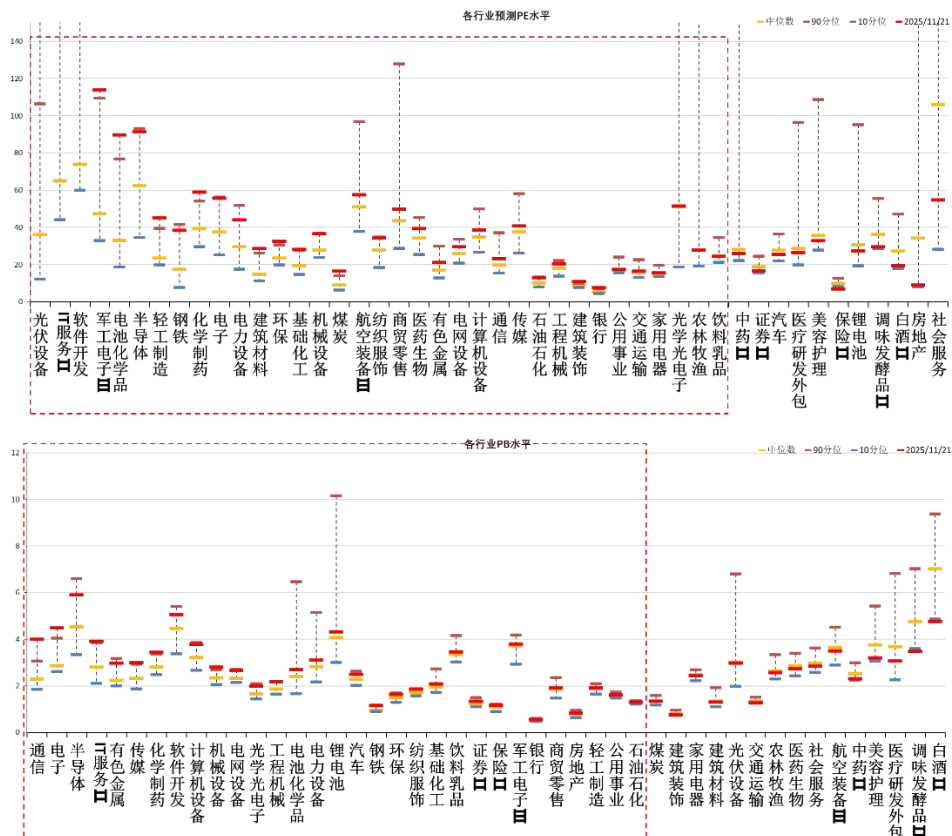
近期万得全 A 预测 PE16.64 倍，处于 75%分位水平，股权溢价率 2.76%，处于 43%分位水平。市场估值分位数位于偏高区间。

指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	11.88	11.19	1.30	6.48	0.85	0.84	0.66	0.30
沪深300	13.87	12.17	1.44	5.27	0.80	0.77	0.63	0.39
中小板指	26.52	18.43	2.76	1.83	0.53	0.55	0.35	0.58
创业板指	37.72	25.35	4.87	0.71	0.50	0.54	0.48	0.64
中证500	31.11	22.08	2.12	1.27	0.95	0.91	0.92	0.29
万得全A	21.27	16.64	1.75	2.76	0.87	0.75	0.65	0.43

指数	指标值				5年分位数			
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率		
恒生指数	11.48	1.19	4.65	0.80	0.81	0.08		
标普500	28.09	5.31	-0.50	0.72	0.96	0.26		
纳斯达克指	39.93	7.05	-1.56	0.39	0.96	0.43		
德国DAX	18.30	1.96	----	0.72	0.85	----		
法国CAC40	17.99	2.05	----	0.71	0.95	----		
英国富时100	19.70	2.08	----	0.78	0.98	----		
韩国综合指	17.80	1.29	----	0.64	0.93	----		
台湾加权指	20.17	1.84	----	0.68	0.05	----		
日经225	20.01	2.27	----	0.63	0.97	----		
胡志明指数	14.56	1.86	----	0.66	0.58	----		
印度SENSEX	23.25	3.76	----	0.37	0.78	----		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

分行业看，预测 PE 约 76%行业高于过去 5 年估值中位数，PB 方面约 67%行业高于过去 5 年估值中位数，电子、计算机、军工估值相对较高

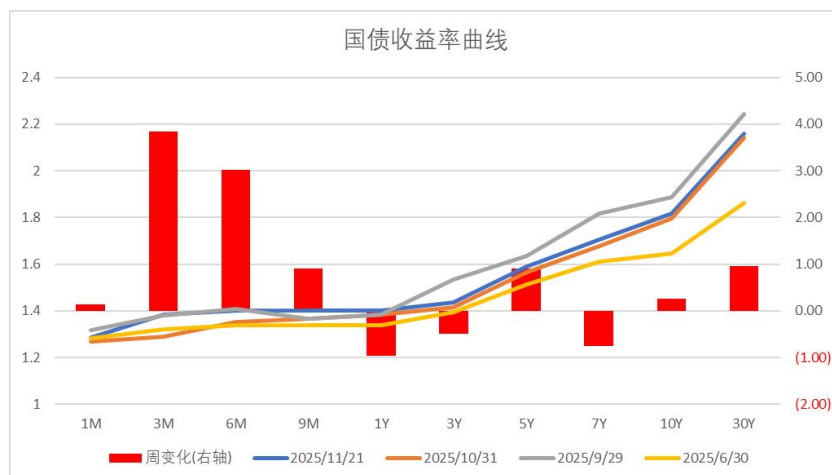


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.3 往后看，配置方向上关注：

- 1、经济总量弹性不大使得债券利率维持历史低位，关注现金流较为稳定的银行、家电等行业。
- 2、贸易战升级利好的自主可控及供应链安全方向。

4.3 债券市场观点



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 21 日.

中短期看, 由于地产政策仍以托底为主, 内需大幅企稳回升仍然面临一定的难度; 另一方面, 我国在全球贸易冲突中逐步占据主动, 因此出口下行的压力有所减弱, 在此背景下反内卷政策的效果近期明显加大。往后看, 低利率环境下机构行为对债市波动起到了一定的放大作用, 使得债券收益率短期出现了较大幅度的波动, 而债券基金销售新规落地前预期债市情绪仍将面临压制。

风险提示: 本材料的信息均来源于已公开的资料, 对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点, 在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果, 也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。