

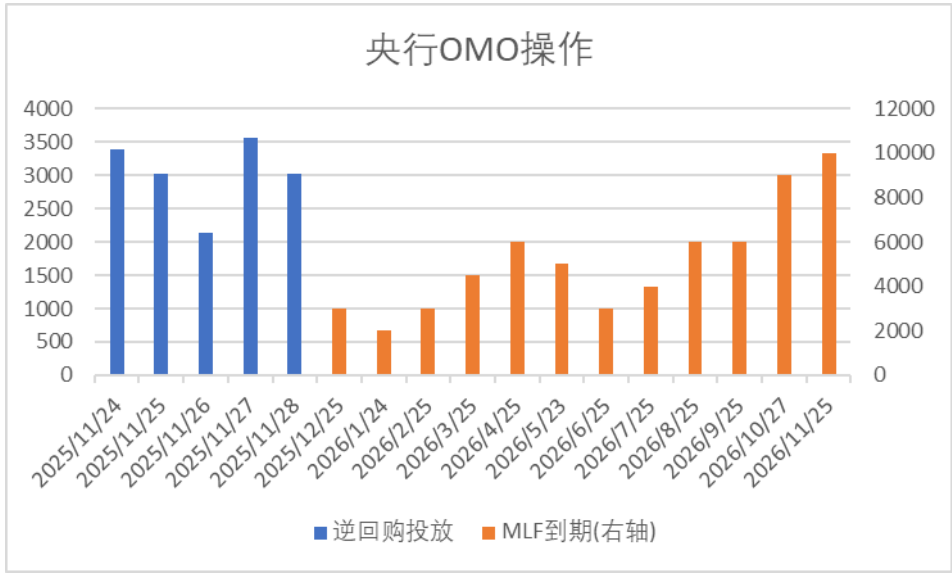
中美领导人通话，俄乌谈判取得进展

一、重要信息点评

- 1、央行将于 11 月 25 日开展 1 万亿元 MLF 操作。鉴于 11 月有 9000 亿元 MLF 到期，当月央行 MLF 净投放规模将达到 1000 亿元，为连续第九个月加量续作。11 月 MLF 与买断式逆回购释放中期流动性连续 4 个月达 6000 亿元，继续展现央行适度宽松的货币政策取向。
- 2、11 月 30 日，国家统计局公布数据显示，中国 11 月官方制造业 PMI 为 49.2，前值 49。非制造业商务活动指数为 49.5%，比上月下降 0.6 个百分点。
- 3、美国 9 月 PPI 环比上涨 0.3%，核心 PPI 环比上涨 0.1%，均较前值明显加速，显示美国通胀在 9 月重新升温。同时，美国 9 月零售销售环比增长 0.2%，连续四个月正增长但显著放缓，且低于市场预期，汽车销售四个月来首次下滑。
- 4、美国 9 月耐用品订单初值环比增 0.5%，较前值修正后的 3%明显放缓。扣除飞机的非国防资本耐用品订单（核心资本品订单）初值环比增长 0.9%，远超市场预期的 0.3%，前值由 0.4%上修至 0.9%。
- 5、11 月 24 日晚，国家主席习近平同美国总统特朗普通电话。习近平指出，釜山会晤以来，中美关系总体稳定向好，受到两国和国际社会普遍欢迎，事实再次说明，中美“合则两利、斗则俱伤”是经过实践反复验证的常识，中美“相互成就、共同繁荣”是看得见、摸得着的实景。双方要保持住这个势头，坚持正确方向，秉持平等、尊重、互惠态度，拉长合作清单、压缩问题清单，争取更多积极进展，为中美关系打开新的合作空间。习近平阐明了中方在台湾问题上的原则立场，强调台湾回归中国是战后国际秩序重要组成部分。中美曾并肩抗击法西斯和军国主义，当前更应该共同维护好二战胜利成果。
- 6、美国总统特朗普表示，过去一周，他的团队在结束俄乌冲突方面取得了巨大进展，最初由美国起草的 28 点和平计划已经经过完善，目前仅剩少数分歧。为了最终敲定这项和平计划，特朗普称其已经指示特使史蒂夫·威特科夫前往莫斯科与俄罗斯总统普京会面磋商。乌克兰国家安全与国防委员会秘书乌梅罗夫称，乌方期待乌总统泽连斯基能在 11 月尽早访美，以完成最后步骤并与美国总统特朗普达成协议。

- 7、美国旧金山联储主席、2027 年 FOMC 票委戴利表示，她支持在下个月降息，因为她认为就业市场突然恶化的可能性比通胀骤然上升更大，也更难以控制。
- 8、日本在野党党首就高市早苗参与党首辩论时所作表态评论称，高市不再提及具体事例，实际上撤回了此前的答辩。外交部发言人郭嘉昆回应表示，“不再提及”和“撤回”错误言论是两码事，性质完全不同。日方妄想通过“不再提及”淡化、搪塞、掩盖高市首相的严重错误言论，是掩耳盗铃、自说自话，中方绝不接受。
- 9、中国、马来西亚就“马美对等贸易协议”有关议题进行双边沟通。商务部表示，任何协议不应影响全球贸易发展和区域合作，不得损害中方利益。中方对“马美对等贸易协议”中的部分内容有严正关切。希望马方从本国长远利益出发，充分考虑并妥善处理。
- 10、国家航天局已于近期设立商业航天司，相关业务正在逐步开展，标志着我国商业航天产业迎来专职监管机构，未来将持续推动我国商业航天高质量发展，产业链有望全线受益。国家航天局相关负责人介绍，当前我国商业航天企业数量超 600 家，在确保安全的前提下逐步释放商业航天发展潜力。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日.

上周央行 OMO 投放 15118 亿，同时到期 16760 亿，共计净回笼 1642 亿。此外，11 月 MLF 到期 9000 亿后续作 10000 亿，净投放 1000 亿。

	2025/11/28	2025/11/21	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/28	环比变化
高炉开工率	81.07	82.17	81.73	84.47	81.91	↘
	2025/11/26	2025/11/19	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/26	环比变化
水泥沥青开工率	27.8	24.8	31.5	40.1	31.8	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 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上行。

	2025/11/23	2025/11/16	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/23	环比变化
土地成交面积	2533.1137	1407.225	2021.2466	2467.9398	2506.1063	↗
土地成交溢价率	0.88	1.01	4.02	1.88	5.26	↘
商品房成交面积	29.22696543	24.65082729	31.72692043	35.65336757	39.39597157	↗
一线商品房成交面积	6.213773857	6.303475571	7.905030571	10.15224586	12.38033229	↘
二线商品房成交面积	18.15293629	12.93163714	17.31336914	18.84443786	20.76374186	↗
三线商品房成交面积	4.860255286	5.415714571	6.508520714	6.656683857	6.251897429	↘
二手房价格	148.63	148.8	149.65	150.87	158.88	↘
一线二手房价格	185.16	185.49	187.45	189.66	197.13	↘
二线二手房价格	137.14	137.2	137.99	139.56	149.56	↘
三线二手房价格	128.51	128.76	129.43	130.54	137.93	↘
四线二手房价格	113	113.21	113.66	113.92	115.98	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日.

地产数据方面, 土拍面积增加背景下溢价率下行, 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 28 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。

	2025/11/23	2025/11/16	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/23	环比变化
集装箱吞吐量	678.8	644.1	590.3	607.2	624.5	↗
	2025/11/29	2025/11/22	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/29	
CCFI指数	1121.8	1122.79	1021.39	1087.41	1474	↘
CICFI指数	636.84	631.56	650.34	647.3	762.57	↗
	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 28 日.

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

	2025/11/28	2025/11/21	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/28	环比变化
农产品价格	126.49	125.37	125.02	118.76	121.52	↗
猪肉价格	17.83	17.91	17.8	19.31	23.5	↘
粮油价格	112.99	112.95	113.08	113.45	114.22	↗
蔬菜价格	5.79	5.68	5.69	5.01	4.97	↗
水果价格	7.22	7.09	7.04	6.94	7.07	↗
PTA价格	4616	4634	4531	4585	4820	↘
涤纶长丝价格	6550	6630	6450	6550	6865	↘
聚酯切片价格	5535	5565	5565	5725	6075	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日.

价格数据方面, 农产品价格上周有所回升。其中, 水果蔬菜价格上行, 同时猪肉价格回落至 17.83 元, 纤维价格大体走弱。

	2025/11/28	2025/11/21	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/28	环比变化
煤炭价格	816	834	770	699	820	↘
石油价格	63.2	62.56	65.07	67.02	73.28	↗
铜杆价格	88270	86520	88340	84160	74780	↗
铝价	21430	21360	21300	20730	20380	↗
钢材价格	91.95	91.51	92.34	93.63	97.08	↗
沥青价格	3010	3030	3230	3500	3490	↘
水泥价格	101.81	101.59	102.81	105.52	133.56	↗
MDI价格	14300	14400	14300	14700	17900	↘
浮法玻璃价格	1175.9	1175.9	1212.3	1254.6	1459.2	----
工业品指数	3499.25	3456.21	3556.67	3573.84	3763.95	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所上行, 其中油价、铜价、铝价、钢材价格及水泥价格回升, 煤价、沥青价格及 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	0.61	-2.21	-6.28
COMEX黄金	3.36	5.00	52.79
LME铝	2.84	0.05	12.29
LME铜	3.69	2.37	27.46
CBOT玉米	2.34	1.24	-12.60
CBOT大豆	1.09	2.66	8.41
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-71.36	-29.17	-905.01
美元兑离岸人民币	-341.00	-511.00	-2638.00
美元兑日元	-24.45	215.80	-110.70

	2025/11/28	2025/11/23	2025/10/31	2025/1/1
ICE布油	62.32	62.51	64.58	74.83
COMEX黄金	4256.4	4062.8	4013.4	2639.3
	2025/11/28	2025/11/23	2025/10/31	2025/1/1
美元指数	99.4391	100.1527	99.7308	108.4892
美元兑离岸人民币	7.0713	7.1054	7.1224	7.3351
美元兑日元	156.1675	156.412	154.0095	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面，上周各类期货价格有所上行，其中石油涨幅最小，伦铜涨幅最大。ICE 布油收于 62.32 美元，涨 0.61%，COMEX 黄金收于 4256.4 美元，涨 3.36%。

上周美元指数下 71.36BP，美联储官员继续发声支持 12 月降息使得美元继续下行。在此背景下人民币上周升值 341 个基点，日元升值 24.45 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	9	9	1	18	1	14	0	0	4	46
	发行规模(亿元)	40.19	40.19	0.00	80.29	6.91	14.95	0.00	0.00	43.16	178.59
上上周	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
本月以来	数量	33	31	4	69	4	36	0	1	11	154
	发行规模(亿元)	216.66	155.53	2.76	306.69	17.77	234.89	0.00	2.34	169.75	933.10
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	21	3	7	43	10	0	0	0	1	3	88
上上周	14	4	3	19	6	0	0	1	3	3	53

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 88 支，其中普通混合型基金 21 支，债券类基金（1 支）少于股票类基金（63 支），FOF 基金申报 3 支。发行一边，上周基金共计发行 178.59 亿，其中股票型基金发行规模有所回落。

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
上证50	0.47	-1.39	10.61
沪深300	1.64	-2.46	15.04
万得全A	2.90	-2.22	23.57
中证500	3.14	-4.08	22.81
科创50	3.21	-6.24	34.20
偏股混合型基金指数	3.35	-2.45	29.23
中小板指	3.74	-3.81	23.75
创业板指	4.54	-4.23	42.54

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日.

A 股表现来看，上周主要板块有所上行，其中创业板涨 4.54%，涨幅最大；上证 50 涨 0.47%，涨幅最小。中美领导人通话带动风险偏好回升，同时美联储官员发表公开言论增强降息预期，在此背景下 A 股出现了一定的回升。偏股基金指数涨 3.35%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市净率指数	0.13	0.17	9.50
低市盈率指数	1.06	-0.65	14.93
大盘指数	1.70	-2.30	15.65
茅指数	1.89	-3.08	19.47
小盘指数	3.55	-2.34	24.38
绩优股指数	4.19	-1.05	26.84
高市净率指数	4.38	-3.93	27.15
高市盈率指数	4.64	-3.46	22.07

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日.

A 股各风格指数中, 高 PE 指数涨 4.64%, 表现最好; 低 PB 指数涨 0.13%, 表现最差。市场风格小盘成长占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
石油石化	-0.73	计算机	-5.26	食品饮料	-4.72
银行	-0.59	汽车	-5.08	煤炭	-1.78
煤炭	-0.51	电子	-5.04	交通运输	-1.19
交通运输	-0.47	非银金融	-3.80	美容护理	2.13
食品饮料	0.07	医药生物	-3.62	非银金融	3.53
轻工制造	4.57	轻工制造	2.32	电力设备	40.06
传媒	4.23	石油石化	2.90	电子	40.63
综合	4.43	纺织服饰	2.95	综合	43.25
电子	6.05	银行	2.99	通信	64.87
通信	8.70	综合	4.07	有色金属	71.30

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 28 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 27 个上涨, 4 个下跌。其中, 市场风险偏好回升背景下偏防御的红利价值板块表现较差, 其中石油石化、银行、煤炭及交通运输分别跌 0.73%至 0.47%不等, 跌幅最大。另一方面, TMT 板块随着美股 AI 泡沫担忧缓解回升幅度较大, 其中通信、电子及传媒分别涨 8.70%、6.05%及 4.23%, 涨幅居前。

	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	2.53	-0.18	28.91
恒生科技指数	3.77	-5.23	25.31

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日.

港股方面, 恒生指数涨 2.53%, 恒生科技指数涨 3.77%。国内风险偏好回升叠加美元走弱背景下港股有所上行。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
道琼斯工业指数	3.18	0.32	12.16
标普500	3.73	0.13	16.45
纳斯达克指数	4.91	-1.51	21.00

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日.

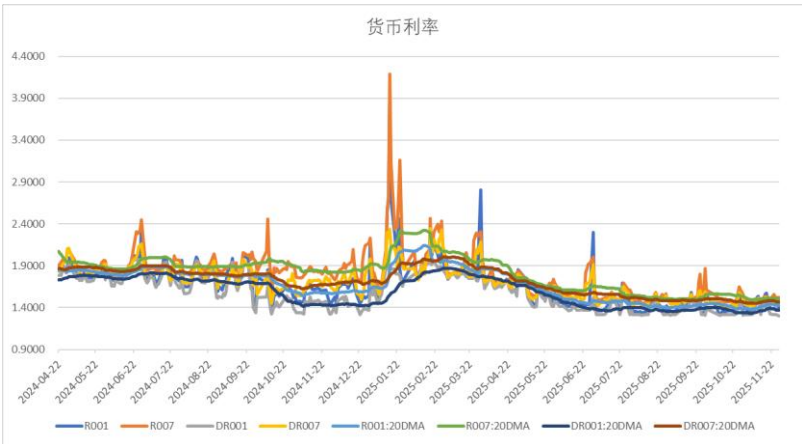
美股方面上周有所回升，三大指数中纳斯达克指数涨 4.91%，表现最好；道琼斯指数涨 3.14%，表现最差。俄乌冲突出现结束迹象叠加降息预期增加背景下美股走强。需要注意的是，随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战，全球经济均会面临一定影响，关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
印度SENSEX30	0.56	2.11	9.58
法国CAC40	1.75	0.02	10.05
英国富时100	1.90	0.03	18.93
韩国综合指数	1.90	-4.40	63.64
胡志明指数	2.18	3.13	33.49
德国DAX	3.23	-0.51	19.73
日经225	3.35	-4.12	25.97
台湾加权指数	4.51	-2.15	19.93

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日.

其他海外市场方面，印度市场涨 0.56%，表现最差；台湾市场涨 4.51%，表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

c) 债券市场



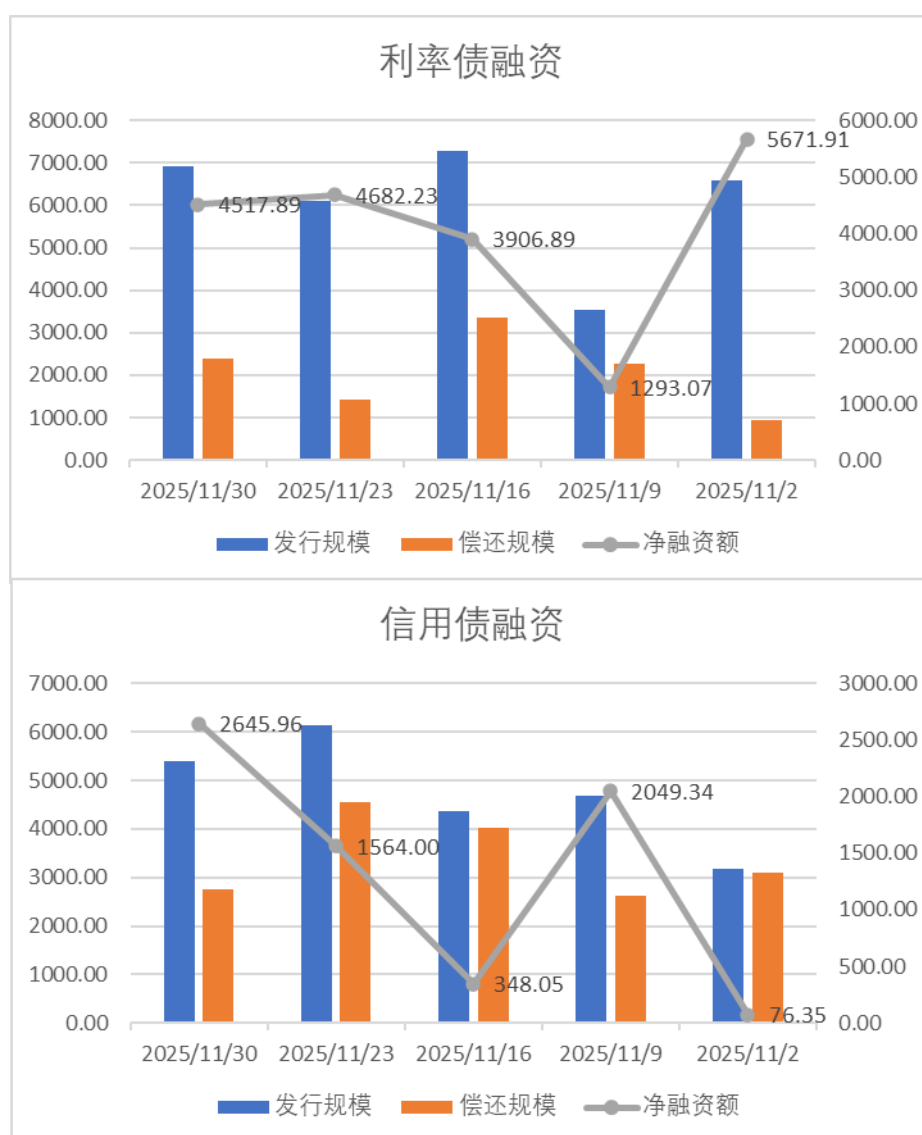
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日.

上周货币市场利率有所下行，DR007 二十日均值降至 1.47%，资金面较上上周更加宽松。

	2025/10/31	2025/11/21	2025/11/28
6M	0.2	0.77	0.73
3M	0.01	0.58	0.37
	2024/10/31	2024/11/21	2024/11/27
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2023/10/31	2023/11/22	2023/11/28
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2022/10/31	2022/11/22	2022/11/28
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日.

国股银票方面, 11 月末 6M、3M 转贴现利率分别为 0.73%、0.37%, 仍位于低位, 预计 11 月贷款发放情况维持偏低。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日.

债券融资方面, 上周利率债净融资额 4517.89 亿, 维持大额净发行; 信用债净融资额 2645.96 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	1.44	1.62	1.84	国债	3.34	18.32	22.29	国债	-	-	-
国开债	1.62	1.72	1.80	1.97	国开债	9.43	8.54	16.97	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.72	1.90	2.01	-	AAA信用债	17.75	11.49	-	AAA信用债	9.47	17.79	20.74
AA+信用债	1.76	1.94	2.09	-	AA+信用债	17.75	15.49	-	AA+信用债	13.47	21.79	28.74
AA信用债	1.82	2.10	2.34	-	AA信用债	27.75	24.49	-	AA信用债	19.47	37.79	53.74
AA-信用债	2.22	2.76	3.05	-	AA-信用债	53.75	29.49	-	AA-信用债	59.47	103.79	124.74

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	0	0	3	2	国债	2	2	5	5	国债	32	25	20	17
国开债	1	0	3	3	国开债	4	0	6	5	国开债	42	29	34	25
AAA信用债	2	5	2	-	AAA信用债	5	8	6	-	AAA信用债	4	15	14	-
AA+信用债	1	4	1	-	AA+信用债	2	3	0	-	AA+信用债	-3	4	5	-
AA信用债	4	3	1	-	AA信用债	4	7	-1	-	AA信用债	-5	4	6	-
AA-信用债	2	1	-1	-	AA-信用债	2	-2	-9	-	AA-信用债	-49	-34	-36	-

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	0.16	0.16	国债	0.04	0.72	0.76	国债	-	-	-
国开债	0.16	0.14	0.19	0.17	国开债	0.10	0.33	0.29	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.11	0.14	0.13	-	AAA信用债	0.35	0.16	-	AAA信用债	0.04	0.10	0.04
AA+信用债	0.06	0.08	0.10	-	AA+信用债	0.29	0.25	-	AA+信用债	0.02	0.05	0.02
AA信用债	0.07	0.09	0.10	-	AA信用债	0.33	0.26	-	AA信用债	0.02	0.12	0.07
AA-信用债	0.04	0.02	0.00	-	AA-信用债	0.34	0.09	-	AA-信用债	0.01	0.02	0.01

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 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 上行 5BP, 上行幅度最大。长端上行大于短端, 其中 5Y 国债、5Y 国开债及 10Y 国开债上行 3BP, 上行幅度最大。股市回暖叠加地产债展期背景下债券利率整体上行。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	3	0	国债	0	3	-1	国债	-7	-4	-4
国开债	0	3	0	国开债	-4	6	-1	国开债	-13	5	-9
AAA信用债	3	-3	-	AAA信用债	3	-2	-	AAA信用债	11	-1	-
AA+信用债	3	-3	-	AA+信用债	1	-3	-	AA+信用债	6	2	-
AA信用债	-1	-2	-	AA信用债	3	-8	-	AA信用债	9	2	-
AA-信用债	-1	-2	-	AA-信用债	-4	-7	-	AA-信用债	14	-2	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 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 2.19, 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	2	5	-1	AAA信用债	1	8	0	AAA信用债	-39	-14	-20
AA+信用债	1	4	-2	AA+信用债	-2	3	-6	AA+信用债	-45	-26	-29
AA信用债	4	3	-2	AA信用债	0	7	-7	AA信用债	-48	-26	-28
AA-信用债	2	1	-4	AA-信用债	-2	-2	-15	AA-信用债	-91	-63	-70

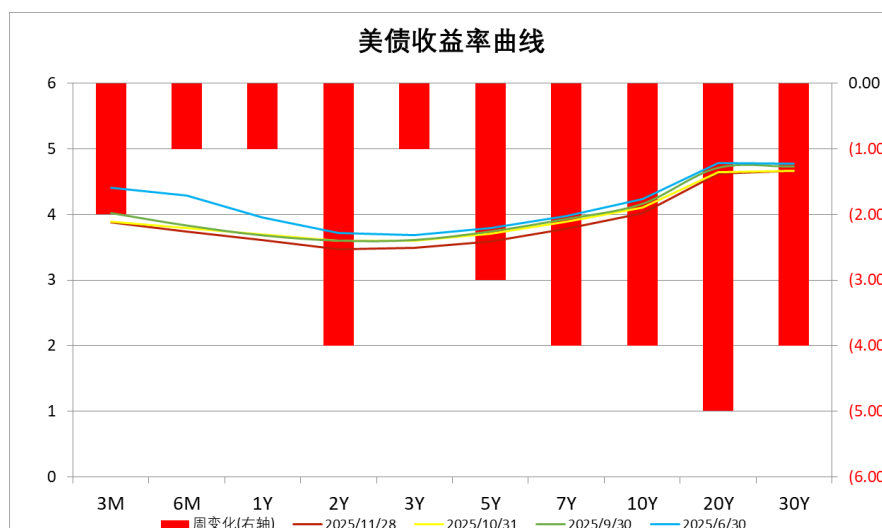
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面，上周信用债上行幅度更大使得利差走阔。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	1.57	1.65	1.66	--	--
国有银行	1.48	1.60	1.60	1.65	1.65
股份银行	1.45	1.59	1.63	1.64	1.65
城商行	1.49	1.65	1.68	1.69	1.75
农商行	1.50	1.70	1.76	1.69	1.83
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	5	1	-3	--	--
国有银行	-1	0	-2	0	0
股份银行	0	1	2	-1	1
城商行	-5	0	2	-2	-1
农商行	0	-2	-2	2	2
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	421	1053.3	1428	1537.2	1042.5
国有银行	40	118	82	729	183
股份银行	0	509	313	473	628
城商行	379	323	849	217	177
农商行	2	104	184	119	55

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 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 6M 城商行上行 2BP，为 1.68%；9M 国有银行维持不变，为 1.65%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日.

美债方面，上周利率大体下行，其中 20Y 下行 5BP，下行幅度最大。美联储官员支持 12 月降息，在此背景下美债利率有所下行。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 月国内 PMI 维持震荡, 美联储降息预期增加

上周，国内公布 11 月 PMI 数据，其中制造业 PMI 由上月的 49 小幅回升至 49.2，但是服务业 PMI 则由 50.2 下滑至 49.5，整体看我国经济仍呈现一定的底部震荡状态。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，由于美国政府此前停摆导致推迟发布的 PCE 数据将于 12 月 5 日进行发布，关注对后续美联储政策的影响。降息预期方面，随着近期多位美联储官员发声支持 12 月降息，降息预期再度走强，目前中性预期 12 月降息的概率由此前的 71% 上升至 86%。

指标(2025/11/30)	预测值	实际值		2025/10/31
PMI	49.2	49.2	----	49.00
工业增加值:当月同比	5.15	----	----	4.90
GDP:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	-0.05	----	----	-1.70
制造业投资:累计同比	4	----	----	2.70
基建投资:累计同比	1.5	----	----	1.51
地产投资:累计同比	-14.5	----	----	-14.70
社会消费品零售总额:当月同比	3.15	----	----	2.90
出口金额:当月同比	5.6	----	----	-1.10
进口金额:当月同比	2.25	----	----	1.00
社会融资规模:当月值	22600	----	----	8,161.00
社融规模:同比	8.7	----	----	8.50
人民币贷款:当月值	6750	----	----	2,200.00
人民币贷款:同比	6.7	----	----	6.30
M1:同比	7	----	----	6.20
M2:同比	8.35	----	----	8.20
CPI:当月同比	0.63	----	----	0.20
PPI:当月同比	-2.23	----	----	-2.10
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	7.108015	↗	7.12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 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	----	----	5.68	3.49	4.52	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	----	----	0.48	3.01	-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 28 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。

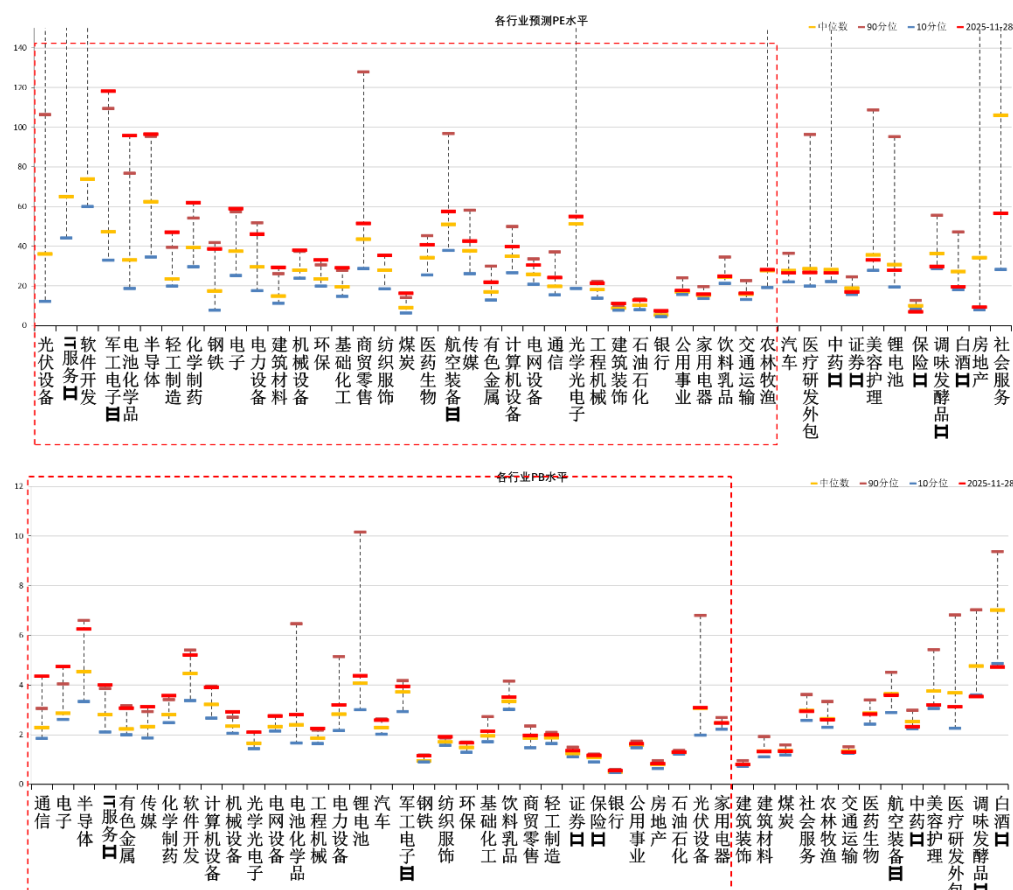
近期万得全 A 预测 PE16.96 倍，处于 79%分位水平，股权溢价率 2.64%，处于 38%分位水平。市场估值分位数位于偏高区间。

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	11.83	11.14	1.29	6.48	0.83	0.82	0.64	0.30
沪深300	13.94	12.23	1.45	5.20	0.81	0.78	0.64	0.37
中小板指	27.40	19.02	2.85	1.68	0.57	0.57	0.39	0.54
创业板指	39.20	26.26	5.06	0.58	0.53	0.58	0.55	0.59
中证500	32.03	22.73	2.19	1.15	0.95	0.94	0.95	0.21
万得全A	21.69	16.96	1.78	2.64	0.88	0.79	0.69	0.38

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	11.89	1.21	4.39	0.84	0.83	0.04
标普500	29.24	5.53	-0.60	0.84	0.99	0.22
纳斯达克指	42.04	7.40	-1.64	0.60	0.99	0.39
德国DAX	18.64	2.02	----	0.75	0.94	----
法国CAC40	18.24	2.11	----	0.73	0.98	----
英国富时100	20.04	2.12	----	0.83	0.99	----
韩国综合指数	18.12	1.32	----	0.69	0.98	----
台湾加权指数	21.03	1.84	----	0.72	0.05	----
日经225	20.63	2.35	----	0.68	0.98	----
胡志明指数	14.85	1.89	----	0.68	0.60	----
印度SENSEX	23.38	3.77	----	0.42	0.81	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 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 72%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

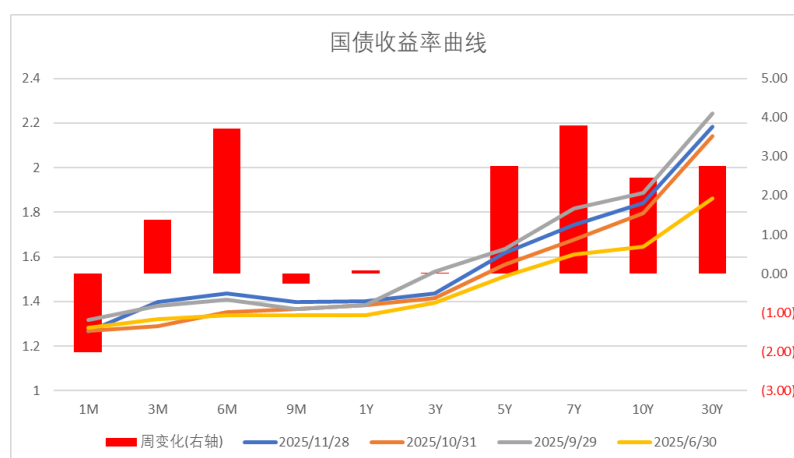


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 11 月 28 日. 分位数为过去 5 年。

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 28 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。