

美国通胀符合预期，日央行释放加息信号

一、重要信息点评

- 1、美国 11 月 ISM 制造业 PMI 指数下降 0.5 点至 48.2，连续九个月低于 50 的荣枯线，创下四个月来的最大萎缩。新订单指数降至自 7 月以来最快的收缩速度，积压订单则创七个月最大降幅。
- 2、美国 11 月“小非农”创两年半来最大降幅，美联储降息预期进一步升温。最新公布的 ADP 就业数据显示，11 月私营企业减少 3.2 万个工作岗位，为 2023 年 3 月以来最大降幅，远不及市场预期的增加 1 万个。
- 3、最新通胀数据为美联储 12 月降息再开绿灯。美国 9 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，环比上涨 0.2%，基本符合市场预期。同时，9 月实际个人消费支出环比意外持平，前值由上涨 0.4% 下修为 0.2%。另外，12 月密歇根大学一年期通胀预期降至 4.1%，创今年 1 月以来最低，5 年通胀预期也降至 3.2%。美国白宫国家经济委员会主任哈塞特表示，现在是美联储“谨慎降息”的好时机，并且他预计美联储将在下周采取行动。
- 4、美国 11 月份 ISM 服务业 PMI 指数升至 52.6，创九个月来新高，预期为 52.1。新订单增长从一年高位回落，支付价格指标则降至七个月低点。就业指数升至六个月高点，表明就业下降速度放缓。
- 5、美国上周初请失业金人数意外减少 2.7 万人至 19.1 万人，为 2022 年 9 月以来的最低水平。另据美国私人数据提供商 Revelio Labs，美国 11 月非农就业减少 9000 个，同时 10 月数据下修至减少 1.55 万个。另外，美国挑战者企业 11 月裁员 7.1 万人，同比增 24%，今年累计裁员人数攀升至 117 万。
- 6、中俄举行战略安全磋商，就涉及两国战略安全利益的重大问题全面、深入沟通，达成新的共识，增进了战略互信。双方就涉日本问题进行战略对表，达成高度共识，一致认为要坚定维护用生命和鲜血换来的二战胜利成果，坚决抵制任何为殖民侵略历史翻案的错误言行，坚决反击法西斯主义、日本军国主义卷土重来的图谋。双方就乌克兰危机深入交换意见。
- 7、我国自主研发的可重复使用运载火箭朱雀三号首飞成功将二级送入预定轨道，虽然火箭一级回收失败，但仍标志着中国商业航天取得新的里程碑进展。2025 中国商业航天论坛预测，到 2030 年我国商业航天产业规模可达到 7-10 万亿元。

未来我国将具备飞行器在轨维修、建造等能力，太空 4S 店、太空旅馆、低成本空间旅游将不再是梦想。

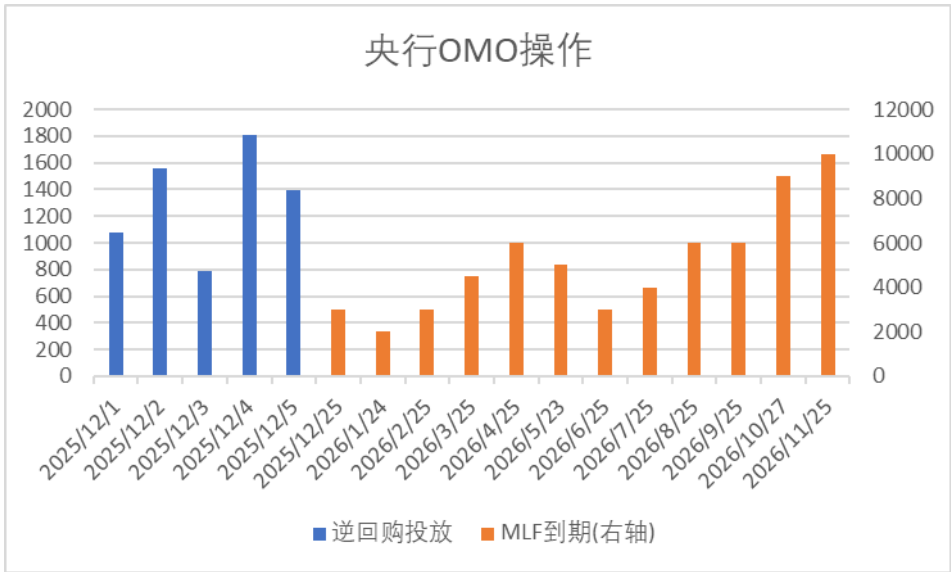
8、日本央行行长植田和男释放迄今最明确加息信号，表示将在本月货币政策会议上“权衡加息的利弊”。他表示，当前日本实际利率显著低于“自然利率”，任何加息都仅仅是对宽松程度的调整。

9、债券投资者们已向美国财政部表示，他们对凯文·哈塞特可能被任命为美联储主席感到担忧。投资者担心现任白宫国家经济委员会主任哈塞特会为了取悦美国总统特朗普而大幅降息

10、国家主席习近平同法国总统马克龙举行会谈。习近平强调，无论外部环境如何变化，中法两国都应当在彼此核心利益和重大关切问题上相互理解和支持，维护好中法关系的政治基础。马克龙表示，法方重视对华关系，坚定奉行一个中国政策，愿持续深化法中全面战略伙伴关系。两国元首就乌克兰危机交换意见，并共同见证签署核能、农食、教育、生态环境等领域多项合作文件。

11、财联社消息，《基金管理公司绩效考核管理指引》征求意见稿已下发。征求意见稿强化业绩考核，盈利比等指标，多处实现挂钩。监管要求高管、基金经理跟投比例均需提升，基金公司董事长、高管等当年全部绩效薪酬应不少于 30%购买本公司基金。基金经理绩效薪酬与基金业绩强挂钩，过去三年产品业绩低于业绩比较基准超过十个百分点且基金利润率为负的，其绩效薪酬应当较上一年明显下降，降幅不得少于 30%。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

上周央行 OMO 投放 6638 亿, 同时到期 15118 亿, 共计净回笼 8480 亿。此外, 12 月 MLF 到期量为 3000 亿。

	2025/12/5	2025/11/28	2025/10/31	2025/9/30	2024/12/5	环比变化
高炉开工率	81.07	81.07	81.73	84.47	81.6	----
	2025/12/3	2025/11/26	2025/10/31	2025/9/30	2024/12/3	环比变化
水泥沥青开工率	27.9	27.8	31.5	40.1	32.5	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

生产数据方面, 上周高炉开工率持平, 同时水泥沥青开工率上行。

	2025/11/30	2025/11/23	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/30	环比变化
土地成交面积	2413.0988	2575.1108	2021.2466	2467.9398	2491.3502	↘
土地成交溢价率	2.81	0.85	4.02	1.88	2.25	↗
商品房成交面积	34.92736371	29.22696543	31.72692043	35.65336757	52.53157	↗
一线商品房成交面积	9.045540714	6.213773857	7.905030571	10.15224586	13.21546171	↗
二线商品房成交面积	21.06484771	18.15293629	17.31336914	18.84443786	31.85152486	↗
三线商品房成交面积	4.816975286	4.860255286	6.508520714	6.656683857	7.464583429	↘
二手房价格	148.66	148.63	149.65	150.87	158.66	↗
一线二手房价格	185.16	185.16	187.45	189.66	196.64	----
二线二手房价格	136.62	137.14	137.99	139.56	149.52	↘
三线二手房价格	128.38	128.51	129.43	130.54	137.68	↘
四线二手房价格	112.76	113	113.66	113.92	115.87	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

地产数据方面, 土拍面积减少背景下溢价率回升, 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。

	2025/11/30	2024/11/30	2023/11/30	2022/11/30	2021/11/30	同比
厂家批发: 当月累计值	2992177	2942615	2572073	2006537	1511988	1.68%
厂家零售: 当月累计值	2262924	2445651	2061791	1699536	1236936	-7.47%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

汽车销量方面, 25 年 11 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 1.68%及 -7.47%, 汽车补贴退坡后销量有所走弱。

	2025/11/30	2025/11/23	2025/10/31	2025/9/30	2024/11/30	环比变化
集装箱吞吐量	677	678.8	590.3	607.2	601.7	↘
	2025/12/6	2025/11/29	2025/10/31	2025/9/30	2024/12/6	
CCFI指数	1114.89	1121.8	1021.39	1087.41	1465.16	↘
CICFI指数	637.04	636.84	650.34	647.3	755.95	↗
	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	8.4	3.6	12.7	1.3	5.9	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

进出口数据方面, 上周出口运价回落, 同时韩国 11 月出口数据有所回升。

	2025/12/5	2025/11/28	2025/10/31	2025/9/30	2024/12/5	环比变化
农产品价格	128.78	126.49	125.02	118.76	121.61	↗
猪肉价格	17.68	17.83	17.8	19.31	23.33	↘
粮油价格	113.13	112.99	113.08	113.45	113.88	↗
蔬菜价格	5.93	5.79	5.69	5.01	5.02	↗
水果价格	7.41	7.22	7.04	6.94	7.19	↗
PTA价格	4865	4616	4531	4585	4725	↗
涤纶长丝价格	6500	6550	6450	6550	6650	↘
聚酯切片价格	5580	5535	5565	5725	6020	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 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 17.68 元, 纤维价格大体走强。

	2025/12/5	2025/11/28	2025/10/31	2025/9/30	2024/12/5	环比变化
煤炭价格	785	816	770	699	812	↘
石油价格	63.75	63.2	65.07	67.02	72.09	↗
铜杆价格	92730	88270	88340	84160	75140	↗
铝价	22150	21430	21300	20730	20590	↗
钢材价格	91.95	91.95	92.34	93.63	96.58	----
沥青价格	2930	2990	3230	3500	3620	↘
水泥价格	101.71	101.81	102.81	105.52	133.52	↘
MDI价格	14600	14400	14300	14700	17900	↗
浮法玻璃价格	1148.9	1175.9	1212.3	1254.6	1432.7	↘
工业品指数	3511.97	3499.25	3556.67	3573.84	3755.06	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 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、铝价及 MDI 价格回升, 煤价、沥青价格、水泥价格及玻璃价格则有所回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	2.37	2.37	-3.96
COMEX黄金	-0.64	-0.64	51.76
LME铝	1.13	1.13	13.68
LME铜	4.25	4.25	33.04
CBOT玉米	-0.61	-0.61	-13.14
CBOT大豆	-2.86	-2.86	5.36
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-45.61	-45.61	-950.62
美元兑离岸人民币	-22.00	-22.00	-2660.00
美元兑日元	-82.35	-82.35	-193.05

	2025/12/5	2025/11/30	2025/11/30	2025/1/1
ICE布油	63.86	62.32	62.32	74.83
COMEX黄金	4227.7	4256.4	4256.4	2639.3
	2025/12/5	2025/11/30	2025/11/30	2025/1/1
美元指数	98.983	99.4391	99.4391	108.4892
美元兑离岸人民币	7.0691	7.0713	7.0713	7.3351
美元兑日元	155.344	156.1675	156.1675	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 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震荡，其中大豆跌幅最大，伦铜涨幅最大。ICE 布油收于 63.86 美元，涨 2.37%，COMEX 黄金收于 4227.7 美元，跌 0.64%。

上周美元指数下行 45.61BP，日本央行释放明确加息信号使得美元下行。在此背景下人民币上周升值 22 个基点，日元升值 82.35 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	8	5	1	15	1	7	1	0	5	37
	发行规模(亿元)	213.19	80.67	1.06	76.19	0.47	28.17	6.74	0.00	40.54	365.89
上上周	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
本月以来	数量	8	5	1	15	1	7	1	0	5	37
	发行规模(亿元)	213.19	80.67	1.06	76.19	0.47	28.17	6.74	0.00	40.54	365.89
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	23	1	12	11	6	0	0	0	0	6	59
上上周	21	3	7	43	10	0	0	0	1	3	88

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 59 支，其中普通混合型基金 23 支，债券类基金（0 支）少于股票类基金（30 支），FOF 基金申报 6 支。发行一边，上周基金共计发行 365.89 亿，其中股票型基金发行规模基本持平。

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
科创50	-0.08	-0.08	34.09
万得全A	0.72	0.72	24.47
中小板指	0.76	0.76	24.69
偏股混合型基金指数	0.92	0.92	30.41
中证500	0.94	0.94	23.96
上证50	1.09	1.09	11.82
沪深300	1.28	1.28	16.51
创业板指	1.86	1.86	45.19

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

A 股表现来看，上周主要板块有所上行，其中创业板涨 1.86%，涨幅最大；上证 50 跌 0.08%，跌幅最大。我国商业航天取得新进展背景下 A 股出现了一定的回升。偏股基金指数涨 0.92%。

	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	-0.12	-0.12	9.37
小盘指数	0.14	0.14	24.56
高市盈率指数	0.32	0.32	22.46
高市净率指数	0.32	0.32	28.20
茅指数	0.37	0.37	20.51
大盘指数	1.20	1.20	17.04
低市盈率指数	2.20	2.20	17.46
绩优股指数	2.34	2.34	29.81

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

A 股各风格指数中, 绩优股指数涨 2.34%, 表现最好; 低 PB 指数跌 0.12%, 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
传媒	-3.86	传媒	-3.86	食品饮料	-6.53
房地产	-2.15	房地产	-2.15	煤炭	-0.61
美容护理	-2.00	美容护理	-2.00	交通运输	0.02
食品饮料	-1.90	食品饮料	-1.90	美容护理	0.09
计算机	-1.73	计算机	-1.73	商贸零售	3.18
非银金融	2.27	非银金融	2.27	电力设备	40.36
机械设备	2.77	机械设备	2.77	综合	41.80
国防军工	2.82	国防军工	2.82	电子	42.15
通信	3.69	通信	3.69	通信	70.95
有色金属	5.35	有色金属	5.35	有色金属	80.45

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 17 个上涨, 14 个下跌。其中, 地产消费板块维持偏弱, 其中房地产、美容护理及食品饮料行业分别跌 2.15%、2.00% 及 1.90%, 跌幅居前。另一方面, 制造及周期板块则相对表现较好, 其中有色金属、国防军工及机械设备行业分别涨 5.35%、2.82%及 2.77%, 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	0.87	0.87	30.04
恒生科技指数	1.13	1.13	26.73

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

港股方面, 恒生指数涨 0.87%, 恒生科技指数涨 1.13%。国内股市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
标普500	0.31	0.31	16.81
道琼斯工业指数	0.50	0.50	12.72
纳斯达克指数	0.91	0.91	22.10

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

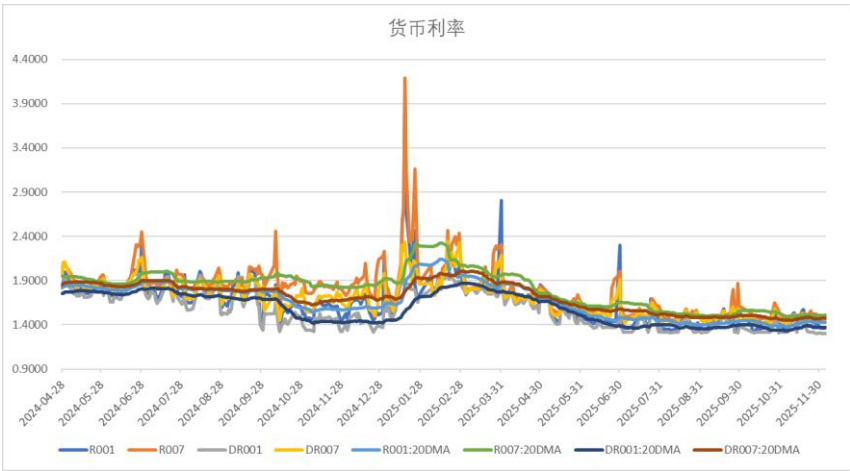
美股方面上周有所回升，三大指数中纳斯达克指数涨 0.91%，表现最好；标普 500 指数涨 0.31%，表现最差。美国 PCE 数据符合预期背景下美股继续回升。需要注意的是，随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战，全球经济均会面临一定影响，关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
英国富时100	-0.55	-0.55	18.28
法国CAC40	-0.10	-0.10	9.94
印度SENSEX30	0.01	0.01	9.59
日经225	0.47	0.47	26.56
德国DAX	0.80	0.80	20.69
台湾加权指数	1.28	1.28	21.47
胡志明指数	2.98	2.98	37.46
韩国综合指数	4.42	4.42	70.87

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

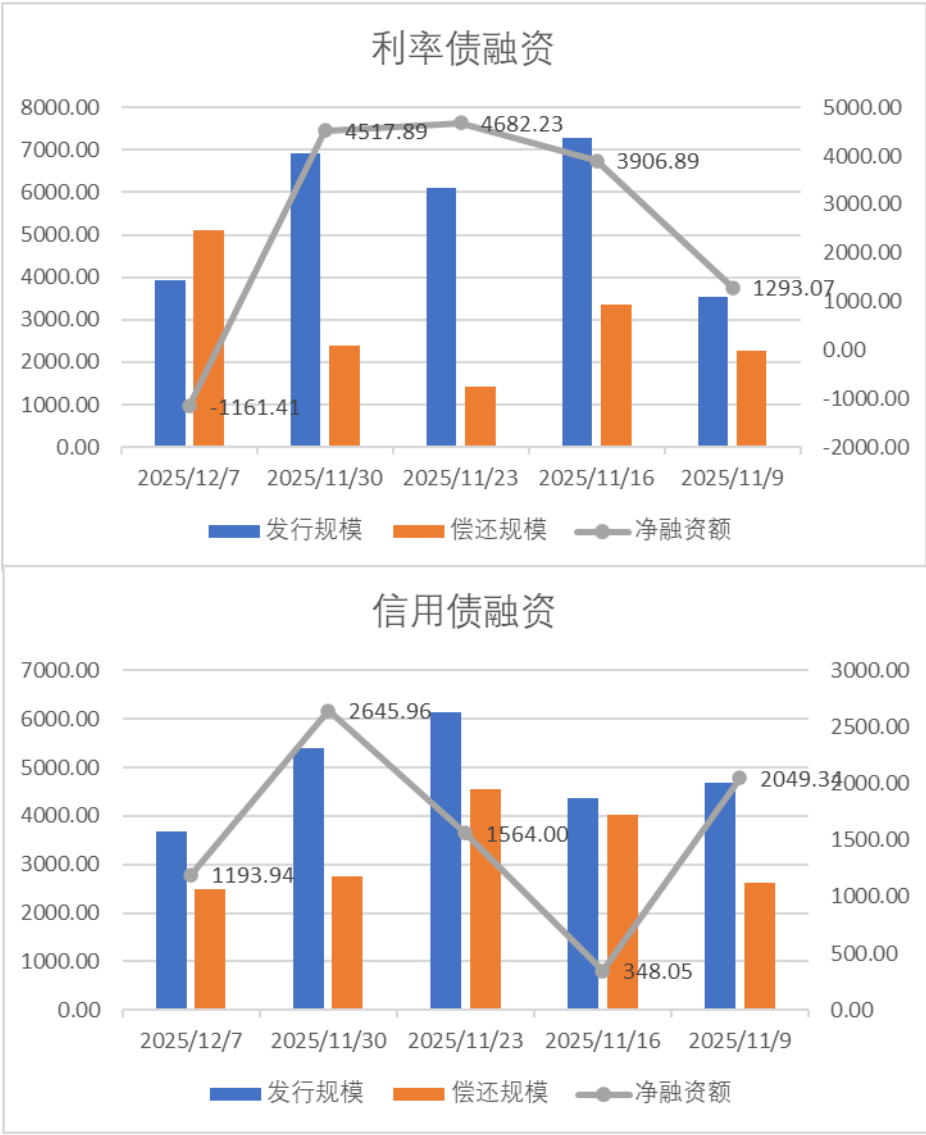
其他海外市场方面，英国市场跌 0.55%，表现最差；韩国市场涨 4.42%，表现最好。新兴市场较发达市场表现占优。

c) 债券市场



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

上周货币市场利率有所震荡，DR007 二十日均值维持 1.47%，资金面较上上周变化不大。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

债券融资方面，上周利率债净融资额-1161.41 亿，暂停大额净发行；信用债净融资额 1193.94，较此前有所减少。上周债券净发行量有所下行。

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	1.42	1.63	1.85	国债	1.89	21.17	21.58	国债	-	-	-
国开债	1.63	1.76	1.84	2.01	国开债	13.46	7.59	16.61	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.75	1.93	2.05	-	AAA信用债	17.67	11.77	-	AAA信用债	12.24	16.45	20.63
AA+信用债	1.78	1.99	2.16	-	AA+信用债	20.67	16.77	-	AA+信用债	15.24	22.45	31.63
AA信用债	1.87	2.13	2.39	-	AA信用债	25.67	25.77	-	AA信用债	24.24	36.45	54.63
AA-信用债	2.24	2.78	3.09	-	AA-信用债	53.67	30.77	-	AA-信用债	61.24	101.45	124.63

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	-1	1	1	国债	0	-1	1	1	国债	32	23	22	17
国开债	0	5	4	3	国开债	0	5	4	3	国开债	43	34	38	28
AAA信用债	3	3	3	-	AAA信用债	3	3	3	-	AAA信用债	7	18	17	-
AA+信用债	2	5	6	-	AA+信用债	2	5	6	-	AA+信用债	0	9	12	-
AA信用债	5	3	4	-	AA信用债	5	3	4	-	AA信用债	0	7	10	-
AA-信用债	2	2	3	-	AA-信用债	2	2	3	-	AA-信用债	-46	-32	-33	-

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	0.07	0.18	0.17	国债	0.01	0.88	0.71	国债	-	-	-
国开债	0.17	0.18	0.21	0.18	国开债	0.21	0.28	0.28	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.13	0.16	0.15	-	AAA信用债	0.35	0.17	-	AAA信用债	0.05	0.08	0.03
AA+信用债	0.09	0.14	0.15	-	AA+信用债	0.36	0.28	-	AA+信用债	0.03	0.06	0.07
AA信用债	0.12	0.14	0.15	-	AA信用债	0.27	0.28	-	AA信用债	0.06	0.10	0.08
AA-信用债	0.06	0.04	0.01	-	AA-信用债	0.33	0.12	-	AA-信用债	0.02	0.01	0.01

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年12月5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5YAA+上行6BP，上行幅度最大。利率债长端上行大于短端，其中3Y国开债上行5BP，上行幅度最大。股市继续回暖叠加地产债展期背景下债券利率继续上行。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	-1	3	-1	国债	-1	3	-1	国债	-8	-2	-4
国开债	4	-1	0	国开债	4	-1	0	国开债	-9	4	-10
AAA信用债	0	0	-	AAA信用债	0	0	-	AAA信用债	11	0	-
AA+信用债	3	1	-	AA+信用债	3	1	-	AA+信用债	9	3	-
AA信用债	-2	1	-	AA信用债	-2	1	-	AA信用债	7	3	-
AA-信用债	0	1	-	AA-信用债	0	1	-	AA-信用债	14	0	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年12月5日. 分位数为过去5年分位数。

期限利差方面，上周利差大体走阔，30年国债利率升至2.26，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	3	-1	0	AAA信用债	3	-1	0	AAA信用债	-36	-16	-20
AA+信用债	2	1	3	AA+信用债	2	1	3	AA+信用债	-43	-25	-26
AA信用债	5	-1	1	AA信用债	5	-1	1	AA信用债	-43	-27	-28
AA-信用债	2	-2	0	AA-信用债	2	-2	0	AA-信用债	-89	-66	-70

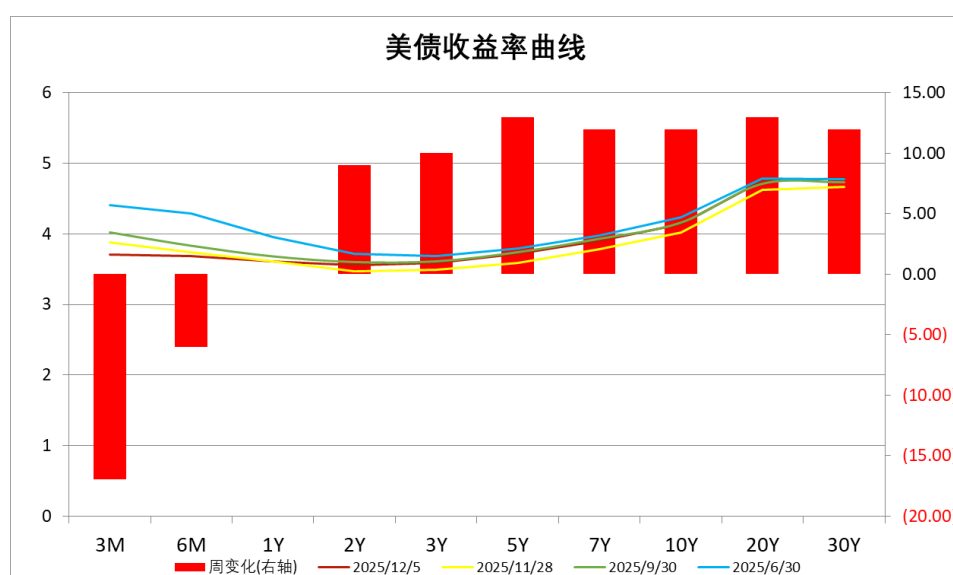
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年12月5日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去5年分位数。

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	1.63	1.67	1.70	--	--
国有银行	1.60	1.60	1.63	1.63	1.64
股份银行	1.62	1.60	1.62	1.65	1.66
城商行	1.63	1.70	1.74	1.72	1.79
农商行	1.70	1.65	1.66	1.67	1.76
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	6	4	4	--	--
国有银行	12	1	3	-2	-1
股份银行	17	1	0	0	0
城商行	14	5	5	4	5
农商行	20	-5	-11	-2	-8
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	658.3	596.2	2168.6	421.4	1060.5
国有银行	455	19	885	28	269
股份银行	11	201	230	6	545
城商行	182	310	882	354	237
农商行	11	67	172	33	10

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 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 国有银行上行 3BP, 为 1.63%; 6M 城商行上行 5BP, 为 1.74%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

美债方面，上周利率大体上行，其中 5Y 及 20Y 上行 13BP，上行幅度最大。日本央行释放加息信号使得美日套息交易有所逆转，在此背景下美债利率有所上行。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 美国通胀符合预期, 就业数据有所走弱

上周，国内进入数据真空期，未来一周关注即将公布的进出口、通胀及金融数据。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，延迟发布的 9 月 PCE 数据出炉，其中核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，环比上涨 0.2%，符合市场预期。另一方面，11 月 ADP 就业数据大幅走弱，私营企业减少 3.2 万个工作岗位，显示美国就业仍面临一定压力。降息预期方面，虽然日本央行释放加息信号带动美债利率有所上行，但美联储降息预期维持稳定，目前中性预期 12 月降息的概率维持至 86%不变。

指标(2025/11/30)	预测值	实际值		2025/10/31
PMI	49.3	49.2	↘	49.00
工业增加值:当月同比	5.01	----	----	4.90
GDP:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	-2.19	----	----	-1.70
制造业投资:累计同比	0	----	----	2.70
基建投资:累计同比	1	----	----	1.51
地产投资:累计同比	-15.4	----	----	-14.70
社会消费品零售总额:当月同比	2.94	----	----	2.90
出口金额:当月同比	2.99	----	----	-1.10
进口金额:当月同比	2.85	----	----	1.00
社会融资规模:当月值	19850.77	----	----	8,161.00
社融规模:同比	8.44	----	----	8.50
人民币贷款:当月值	5071.54	----	----	2,200.00
人民币贷款:同比	6.46	----	----	6.30
M1:同比	5	----	----	6.20
M2:同比	8.21	----	----	8.20
CPI:当月同比	0.69	----	----	0.20
PPI:当月同比	-2.04	----	----	-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	7.07	7.108015	↗	7.12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

美国经济指标	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	趋势
实际GDP(同比)	----	----	----	----	----	----	3.80	----	----	-0.60	----	拐头向上
PMI	----	48.20	48.70	49.10	48.70	48.00	49.00	48.50	48.70	49.00	50.30	震荡下行
消费者信心	53.30	51.00	53.60	55.10	58.20	61.70	60.70	52.20	52.20	57.00	64.70	震荡下行
零售	----	----	----	5.68	3.49	4.52	4.15	3.15	5.19	4.76	-0.14	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	拐头向上
耐用品订单	----	----	----	0.51	3.00	-2.80	-9.39	16.54	-6.64	7.56	0.96	震荡下行
CPI	----	----	----	3.00	2.90	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	↗
核心CPI	----	----	----	3.00	3.10	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10	拐头向下
PCE	----	----	----	2.79	2.74	2.60	2.59	2.46	2.28	2.36	2.71	↗
核心PCE	----	----	----	2.83	2.90	2.86	2.81	2.78	2.61	2.67	2.97	↗
非农就业	----	----	----	119.00	-4.00	72.00	-13.00	19.00	158.00	120.00	102.00	震荡下行
失业率	----	----	----	4.40	4.30	4.20	4.10	4.20	4.20	4.20	4.10	震荡上行
职位空缺率	----	----	----	----	4.30	4.30	4.40	4.60	4.40	4.30	4.50	震荡下行
时薪增速	----	----	----	0.25	0.41	0.33	0.22	0.42	0.17	0.33	0.20	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 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。

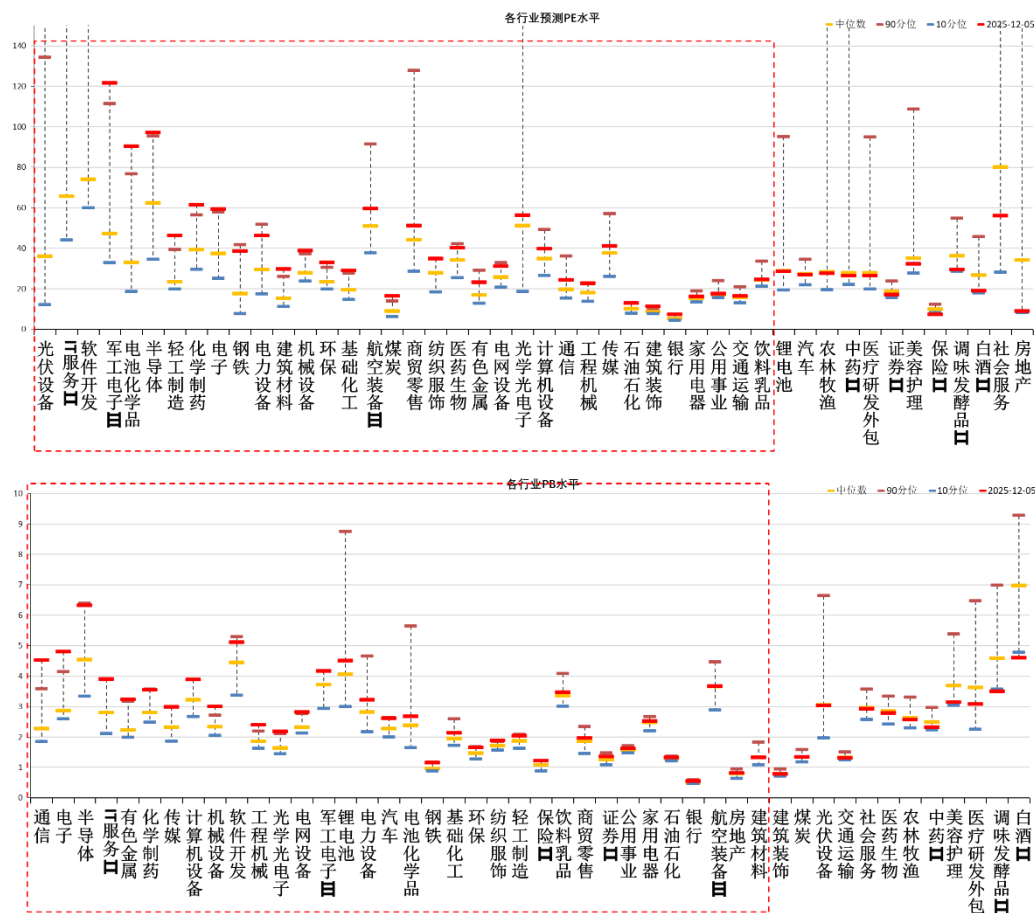
近期万得全 A 预测 PE17.04 倍，处于 81%分位水平，股权溢价率 2.58%，处于 34%分位水平。市场估值分位数位于偏高区间。

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	11.86	11.16	1.29	6.43	0.84	0.83	0.64	0.28
沪深300	14.02	12.30	1.46	5.13	0.83	0.80	0.65	0.33
中小板指	27.63	19.20	2.88	1.61	0.59	0.58	0.40	0.52
创业板指	39.82	26.66	5.13	0.51	0.55	0.59	0.57	0.57
中证500	32.35	22.97	2.21	1.08	0.95	0.95	0.95	0.18
万得全A	21.79	17.04	1.79	2.58	0.89	0.81	0.70	0.34

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	12.02	1.22	4.18	0.85	0.85	0.01
标普500	29.38	5.55	-0.74	0.85	1.00	0.11
纳斯达克指	42.30	7.46	-1.78	0.63	0.99	0.32
德国DAX	18.81	2.04	----	0.78	0.96	----
法国CAC40	18.24	2.15	----	0.74	1.00	----
英国富时100	19.96	2.11	----	0.82	0.98	----
韩国综合指	18.58	1.35	----	0.76	0.99	----
台湾加权指	21.28	1.84	----	0.74	0.05	----
日经225	20.72	2.36	----	0.69	0.98	----
胡志明指数	15.29	1.80	----	0.71	0.57	----
印度SENSEX	23.38	3.77	----	0.43	0.81	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日.

分行业看，预测 PE 约 74%行业高于过去 5 年估值中位数，PB 方面约 78%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

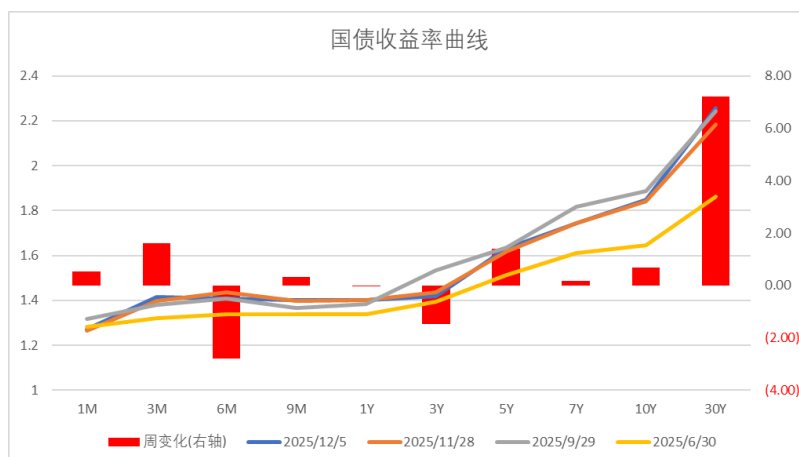


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 5 日. 分位数为过去 5 年。

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 12 月 5 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。