

中央经济工作会议召开，美联储降息 25BP

一、重要信息点评

1、海关总署发布数据显示，2025 年前 11 个月，我国货物贸易进出口总值 41.21 万亿元人民币，同比增长 3.6%。其中，出口 24.46 万亿元，增长 6.2%；进口 16.75 万亿元，增长 0.2%。11 月份，我国货物贸易增速回升，进出口总值 3.9 万亿元，增长 4.1%。其中，出口 2.35 万亿元，增长 5.7%；进口 1.55 万亿元，增长 1.7%。

2、美联储货币政策委员会 FOMC 会后公布，降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 3.50% - 3.75%。这是美联储继 9 月 17 日、10 月 29 日降息后年内的第三次降息，幅度均为 25 个基点。会议投票为 9 票赞成、3 票反对，部分委员主张维持利率不变或更大降幅。会议声明指出经济温和扩张，就业增长放缓、失业率小幅上升，通胀仍处高位，委员会关注双重使命的双向风险。为维持银行体系流动性充足，自 12 月 12 日起启动每月约 400 亿美元的短期国债购买计划。美联储点阵图预测显示在 2026 年和 2027 年各有一次 25 个基点的降息。

3、美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，货币政策无预设路径，将逐次会议依据数据决策。通胀仍偏高，但非关税驱动的核心通胀已显著改善，若无新关税，商品通胀预计 2026 年第一季度见顶。利率已处于中性区间上端，政策正从限制性向中性过渡。为缓解市场压力，短期国债购买规模将在未来数月维持高位，预计 2026 年 4 月 15 日前完成。经济前景稳健，政府停摆结束支撑 2026 年增长预期。美国总统特朗普重申对美联储主席鲍威尔的批评。特朗普表示，降息幅度太小，本可以更大一些；美联储降息幅度本可以加倍。

4、国家统计局公布数据显示，中国 11 月 CPI 同比上涨 0.7%，创 2024 年 3 月以来最高；核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅连续 3 个月保持在 1% 以上。CPI 环比下降 0.1%，主要受服务价格季节性下降影响。11 月 PPI 环比上涨 0.1%，连续两个月上涨，高基数下同比降幅扩大至 2.2%。

5、中央经济工作会议在北京举行，定调明年经济工作，强调要继续实施更加积极的财政政策，保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量，重视解决地方财政困难。要继续实施适度宽松的货币政策，灵活高效运用降准降息等多种政策工具。会议确定 8 方面重点任务，提出要优化“两新”政策实施，清理消费领域不合理限制措施。推动投资止跌回稳，适当增加中央预算内投资规模。坚持创新驱

动，深化拓展“人工智能 ”。深入整治“内卷式”竞争。加快新型能源体系建设，扩大绿电应用。倡导积极婚育观，努力稳定新出生人口规模。着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险。

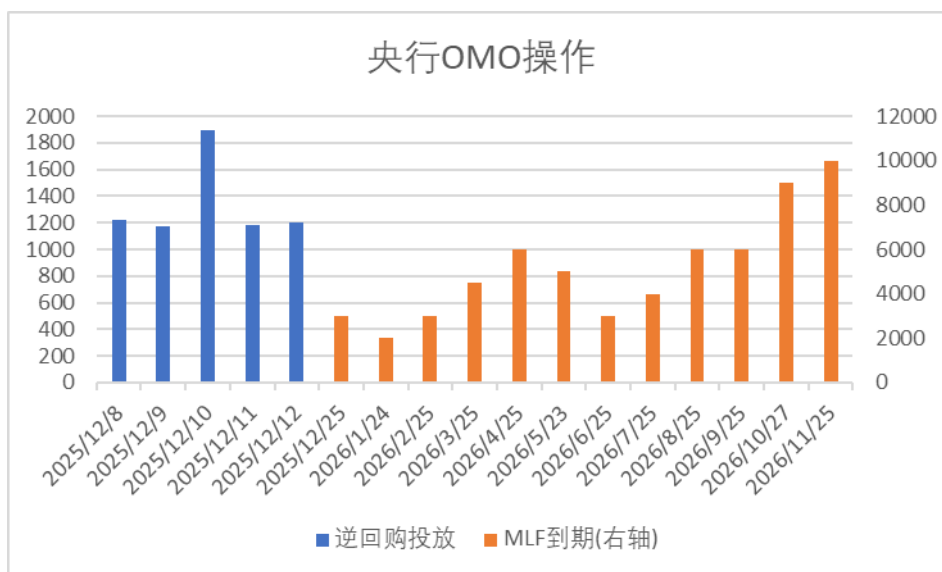
6、中共中央政治局召开会议，分析研究 2026 年经济工作。会议强调，明年经济工作要坚持稳中求进、提质增效，继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，切实提升宏观经济治理效能。要坚持内需主导，建设强大国内市场；坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能；坚持改革攻坚，增强高质量发展动力活力；坚持对外开放，推动多领域合作共赢；坚持协调发展，促进城乡融合和区域联动；坚持“双碳”引领，推动全面绿色转型；坚持民生为大，努力为人民群众多办实事；坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。

7、中国 11 月金融数据出炉。据央行初步统计，前 11 个月，人民币贷款增加 15.36 万亿元；社会融资规模增量累计为 33.39 万亿元，超去年全年，比上年同期多 3.99 万亿元。11 月末，M2 同比增长 8%，M1 同比增长 4.9%，社融存量同比增长 8.5%，人民币贷款余额同比增长 6.4%。普惠小微贷款、制造业中长期贷款、科技贷款增速持续高于全部贷款增速。

8、美国与日本、韩国、澳大利亚等 8 国签署一项协议，维护稀土供应链的安全，确保发展人工智能技术不依赖中国。外交部发言人郭嘉昆对此回应表示，各方应该遵守市场经济和公平竞争原则，共同维护全球产供应链稳定。

9、美国总统特朗普签署行政令，为人工智能制定美国联邦政府监管“单一规则”，限制各州监管人工智能的权力，并阻止各州现有相关法律的执行。这项行政令指示联邦政府对那些出台“被认为会损害美国全球人工智能领先地位”的州提起诉讼。

二、 市场影响因素



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

上周央行 OMO 投放 6685 亿, 同时到期 6638 亿, 共计净投放 47 亿。此外, 12 月 MLF 到期量为 3000 亿。

	2025/12/12	2025/12/5	2025/11/30	2025/9/30	2024/12/12	环比变化
高炉开工率	78.61	80.14	81.07	84.47	81.45	↓
	2025/12/10	2025/12/3	2025/11/30	2025/9/30	2024/12/10	环比变化
水泥沥青开工率	27.8	27.9	27.8	40.1	28.9	↓

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

	2025/12/7	2025/11/30	2025/10/31	2025/9/30	2024/12/7	环比变化
土地成交面积	2695.0992	2474.7701	2021.2466	2467.9398	3180.6096	↗
土地成交溢价率	2.01	2.79	4.02	1.88	6.28	↓
商品房成交面积	25.25241386	34.92736371	31.72692043	35.65336757	38.09345529	↓
一线商品房成交面积	6.311703429	9.045540714	7.905030571	10.15224586	9.370413286	↓
二线商品房成交面积	14.14112843	21.06484771	17.31336914	18.84443786	21.10015086	↓
三线商品房成交面积	4.799582	4.816975286	6.508520714	6.656683857	7.622891143	↓
二手房价格	148.17	148.66	149.65	150.87	157.91	↓
一线二手房价格	184.13	185.16	187.45	189.66	196.07	↓
二线二手房价格	135.83	136.62	137.99	139.56	148.62	↓
三线二手房价格	127.68	128.38	129.43	130.54	136.84	↓
四线二手房价格	112.63	112.76	113.66	113.92	115.49	↓

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

地产数据方面, 土拍面积增加背景下溢价率回落, 同时商品房成交面积下降, 二手房价格走弱, 地产数据表现不佳。

	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 12 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。

	2025/12/7	2025/11/30	2025/10/31	2025/9/30	2024/12/7	环比变化
集装箱吞吐量	664.8	677	590.3	607.2	579.7	↘
	2025/12/13	2025/12/6	2025/11/30	2025/9/30	2024/12/13	
CCFI指数	1118.07	1114.89	1121.8	1087.41	1486.06	↗
CICFI指数	628.3	637.04	636.84	647.3	731.26	↘
	2025/12/31	2025/11/30	2025/10/31	2025/9/30	2025/8/31	
韩国前十日出口	17.3	6.2	-15.4	3.7	-4.4	↗
韩国前二十日出口	#N/A	8.2	-8.2	13.3	7.5	----
韩国出口	#N/A	8.4	3.6	12.7	1.3	----

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

进出口数据方面，上周出口运价回升，同时韩国 12 月前十日出口数据有所回升。

	2025/12/12	2025/12/5	2025/11/30	2025/9/30	2024/12/12	环比变化
农产品价格	130.02	128.78	126.77	118.76	121.01	↗
猪肉价格	17.5	17.68	17.83	19.31	23.14	↘
粮油价格	113.09	113.13	113.12	113.45	114.2	↘
蔬菜价格	5.95	5.93	5.79	5.01	5.02	↗
水果价格	7.56	7.41	7.22	6.94	7.15	↗
PTA价格	4865	4865	4616	4585	4710	----
涤纶长丝价格	6500	6500	6550	6550	6760	----
聚酯切片价格	5580	5580	5535	5725	5990	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 12 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 17.5 元，纤维价格与此前持平。

	2025/12/12	2025/12/5	2025/11/30	2025/9/30	2024/12/12	环比变化
煤炭价格	745	785	816	699	794	↘
石油价格	61.12	63.75	63.2	67.02	73.41	↘
铜杆价格	94500	92730	88270	84160	76020	↗
铝价	22070	22150	21430	20730	20440	↘
钢材价格	91.76	92.46	91.95	93.63	97.44	↘
沥青价格	2930	2930	2990	3500	3560	----
水泥价格	102.58	101.71	101.81	105.52	132.17	↗
MDI价格	14750	14600	14400	14700	18000	↗
浮法玻璃价格	1148.9	1148.9	1148.9	1254.6	1416.7	----
工业品指数	3427.15	3511.97	3499.25	3573.84	3839.5	↘

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

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

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	-3.97	-1.86	-7.93
COMEX黄金	2.05	1.76	55.43
LME铝	-0.78	0.24	12.68
LME铜	-0.59	3.25	31.76
CBOT玉米	-0.96	-1.62	-14.01
CBOT大豆	-2.62	-5.41	2.59
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-58.18	-103.79	-1008.80
美元兑离岸人民币	-156.00	-178.00	-2816.00
美元兑日元	49.20	-33.15	-143.85

	2025/12/12	2025/12/7	2025/11/30	2025/1/1
ICE布油	61.22	63.86	62.32	74.83
COMEX黄金	4329.8	4227.7	4256.4	2639.3
	2025/12/12	2025/12/7	2025/11/30	2025/1/1
美元指数	98.4012	98.983	99.4391	108.4892
美元兑离岸人民币	7.0535	7.0691	7.0713	7.3351
美元兑日元	155.836	155.344	156.1675	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 12 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下行, 其中原油跌幅最大, 黄金涨幅最大。ICE 布油收于 61.22 美元, 跌 3.97%, COMEX 黄金收于 4329.8 美元, 涨 2.05%。

上周美元指数下行 59.18BP, 美联储 12 月 FOMC 降息 25BP 并释放进一步宽松的信号使得美元下行。在此背景下人民币上周升值 156 个基点, 日元贬值 49.2 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	8	0	10	0	3	0	0	4	26
	发行规模(亿元)	72.69	38.33	0.00	45.38	0.00	21.52	0.00	0.00	24.29	163.88
上上周	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
本月以来	数量	17	13	1	25	1	10	1	0	9	63
	发行规模(亿元)	285.87	119.00	1.06	121.57	0.47	49.69	6.74	0.00	64.84	529.76
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	16	1	10	20	3	0	0	0	3	5	58
上上周	23	1	12	11	6	0	0	0	0	6	59

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

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 58 支, 其中普通混合型基金 16 支, 债券类基金 (3 支) 少于股票类基金 (34 支), FOF 基金申报 5 支。发行一边, 上周基金共计发行 165.99 亿, 其中股票型基金发行规模有所下降。

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	-0.25	0.84	11.54
沪深300	-0.08	1.20	16.42
万得全A	0.26	0.99	24.80
偏股混合型基金指数	0.71	1.63	31.34
中小板指	0.78	1.55	25.66
中证500	1.01	1.97	25.22
科创50	1.72	1.64	36.40
创业板指	2.74	4.64	49.16

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

A 股表现来看, 上周主要板块有所上行, 其中创业板涨 2.74%, 涨幅最大; 上证 50 跌 0.25%, 跌幅最大。我国召开中央经济工作会议带动市场风险偏好继续上行, 在此背景下 A 股出现了一定的回升。偏股基金指数涨 0.71%。

	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	-1.67	-1.79	7.54
低市盈率指数	-1.03	1.15	16.26
茅指数	-0.44	0.42	19.98
大盘指数	0.07	1.27	17.12
小盘指数	0.76	0.91	25.51
高市盈率指数	1.62	1.94	24.44
绩优股指数	2.15	4.54	32.60
高市净率指数	2.46	3.30	31.35

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

A 股各风格指数中, 高 PB 指数涨 2.46%, 表现最好; 低 PB 指数跌 1.67%, 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
煤炭	-3.64	房地产	-4.72	食品饮料	-8.05
石油石化	-3.52	纺织服饰	-4.13	煤炭	-4.23
钢铁	-2.89	传媒	-3.61	美容护理	-1.55
房地产	-2.62	美容护理	-3.61	交通运输	-1.54
纺织服饰	-2.57	食品饮料	-3.50	房地产	1.05
电力设备	1.19	电子	3.75	电力设备	42.04
机械设备	1.88	机械设备	4.18	综合	43.46
电子	2.63	有色金属	4.85	电子	45.90
国防军工	2.80	国防军工	5.70	有色金属	79.60
通信	6.27	通信	10.19	通信	81.67

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 12 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 9 个上涨, 22 个下跌。其中, 市场风险偏好回升背景下价值板块中煤炭、石油石化及钢铁分别跌 3.64%、3.52%及

2.89%，跌幅最大。此外，11月社融数据中人民币贷款维持偏弱背景下地产表现不佳，跌2.62%，跌幅居前。另一方面，成长板块跟随风险偏好回升而上行，其中通信、军工、电子、机械设备及电力设备分别涨6.27%至1.19%不等，涨幅最大。

	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	-0.42	0.46	29.50
恒生科技指数	-0.43	0.70	26.18

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

港股方面，恒生指数跌0.42%，恒生科技指数跌0.43%。国内贷款数据表现不佳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
纳斯达克指数	-1.62	-0.73	20.12
标普500	-0.63	-0.32	16.08
道琼斯工业指数	1.05	1.55	13.90

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

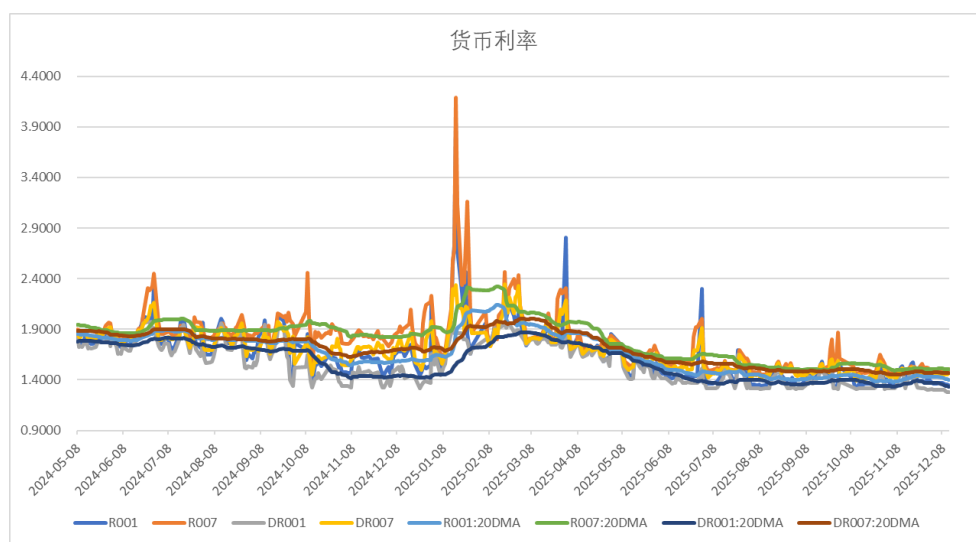
美股方面上周有所震荡，三大指数中纳斯达克指数跌1.62%，表现最差；道琼斯指数涨1.05%，表现最大。虽然美联储如期降息并释放温和信号，但美日套息交易逆转仍在持续并使得科技股出现了一定的调整，带动美股出现一定的震荡。需要注意的是，随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战，全球经济均会面临一定影响，关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
胡志明指数	-5.42	-2.61	30.01
法国CAC40	-0.57	-0.67	9.32
印度SENSEX30	-0.52	-0.51	9.12
英国富时100	-0.19	-0.74	18.06
德国DAX	0.56	1.47	21.48
日经225	0.68	1.16	27.43
台湾加权指数	0.78	2.07	22.41
韩国综合指数	1.64	6.13	73.67

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

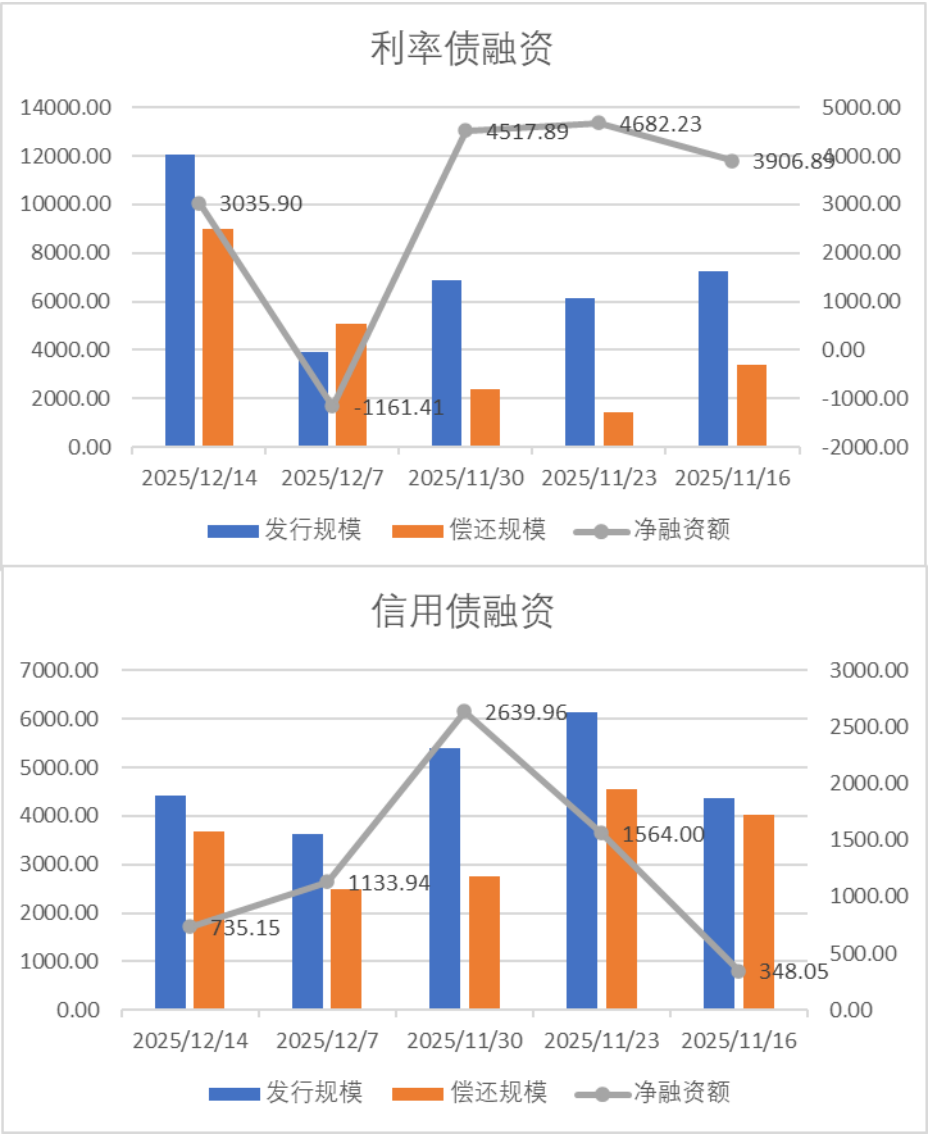
其他海外市场方面，越南市场跌5.42%，表现最差；韩国市场涨1.64%，表现最好。新兴市场较发达市场表现占优。

c) 债券市场



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

上周货币市场利率有所震荡，DR007 二十日均值降至 1.46%，资金面较上上周更为宽松。



债券融资方面，上周利率债净融资额 3035.90 亿，恢复大额净发行；信用债净融资额 735.15，较此前有所减少。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	1.39	1.42	1.63	1.84	国债	2.82	21.18	21.17	国债	-	-	-
国开债	1.61	1.73	1.83	1.99	国开债	12.51	9.13	16.26	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.74	1.88	2.02	-	AAA信用债	14.75	13.8	-	AAA信用债	12.73	14.97	19.64
AA+信用债	1.80	1.96	2.13	-	AA+信用债	16.75	16.8	-	AA+信用债	18.73	22.97	30.64
AA信用债	1.86	2.10	2.37	-	AA信用债	24.75	26.8	-	AA信用债	24.73	36.97	54.64
AA-信用债	2.22	2.75	3.06	-	AA-信用债	53.75	30.8	-	AA-信用债	60.73	101.97	123.64

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	0	-1	国债	-1	-2	1	0	国债	30	23	21	16
国开债	-2	-3	-1	-2	国开债	-1	2	2	1	国开债	41	31	36	26
AAA信用债	-1	-4	-2	-	AAA信用债	2	-1	1	-	AAA信用债	6	13	15	-
AA+信用债	1	-2	-2	-	AA+信用债	4	3	4	-	AA+信用债	1	6	9	-
AA信用债	-2	-2	-1	-	AA信用债	4	1	3	-	AA信用债	-2	4	9	-
AA-信用债	-2	-2	-2	-	AA-信用债	0	0	1	-	AA-信用债	-49	-35	-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	0.11	0.07	0.18	0.16	国债	0.03	0.88	0.68	国债	-	-	-
国开债	0.15	0.16	0.20	0.17	国开债	0.19	0.36	0.27	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.13	0.14	0.14	-	AAA信用债	0.25	0.29	-	AAA信用债	0.06	0.06	0.02
AA+信用债	0.11	0.12	0.14	-	AA+信用债	0.27	0.28	-	AA+信用债	0.06	0.06	0.05
AA信用债	0.12	0.11	0.14	-	AA信用债	0.25	0.31	-	AA信用债	0.07	0.11	0.08
AA-信用债	0.04	0.02	0.01	-	AA-信用债	0.33	0.12	-	AA-信用债	0.02	0.02	0.00

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 12 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，信用债有所下行，其中 3YAAA 下行 4BP，下行幅度最大。利率债短端下行大于长端，其中 3Y 国开债下行 3BP，下行幅度最大。12 月政治局会议及中央经济工作会议维持货币政策适度宽松的表述带动债市情绪回暖，利率有所下行。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	0	0	国债	-1	3	-1	国债	-7	-2	-5
国开债	-1	2	0	国开债	3	1	-1	国开债	-10	5	-10
AAA信用债	-3	2	-	AAA信用债	-3	2	-	AAA信用债	8	2	-
AA+信用债	-4	0	-	AA+信用债	-1	1	-	AA+信用债	5	3	-
AA信用债	-1	1	-	AA信用债	-3	2	-	AA信用债	6	4	-
AA-信用债	0	0	-	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 12 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 年国债利率降至 2.25，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	0	-1	-1	AAA信用债	3	-3	-1	AAA信用债	-35	-17	-21
AA+信用债	3	1	-1	AA+信用债	5	1	2	AA+信用债	-40	-24	-27
AA信用债	0	1	0	AA信用债	5	-1	1	AA信用债	-42	-26	-28
AA-信用债	-1	1	-1	AA-信用债	1	-2	-1	AA-信用债	-90	-65	-71

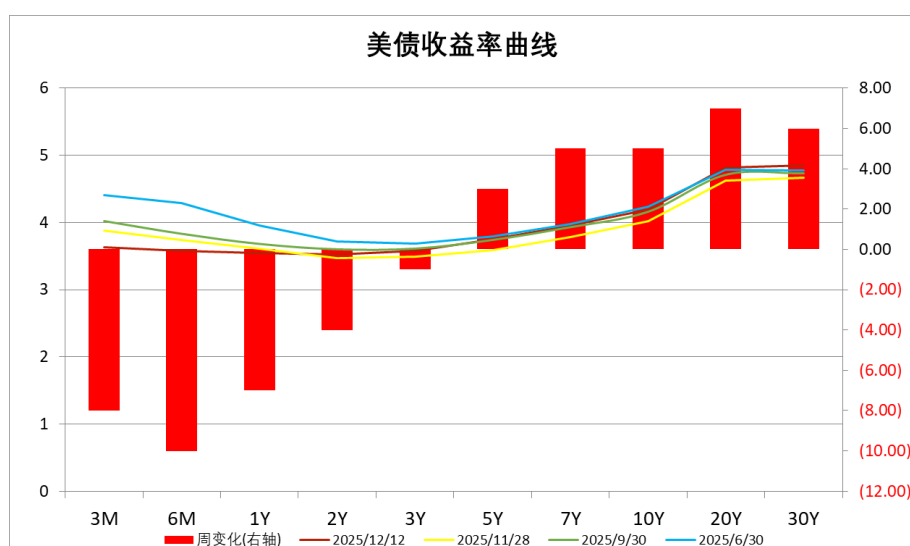
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 12 日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面，上周信用债与利率债下行幅度相近，利差窄幅震荡。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	1.65	1.69	1.69	--	--
国有银行	1.62	1.61	1.65	1.65	1.66
股份银行	1.65	1.61	1.65	1.67	1.65
城商行	1.65	1.67	1.71	1.71	1.78
农商行	1.66	1.73	1.66	1.68	1.76
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	3	4	1	--	--
国有银行	2	1	2	2	2
股份银行	3	2	2	2	0
城商行	2	-3	-2	0	-2
农商行	-4	8	0	1	0
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	837.2	2548.2	4006.1	588.7	1374.9
国有银行	350	484	1161	79	373
股份银行	39	834	1083	22	744
城商行	399	1131	1498	379	215
农商行	50	99	264	108	43

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 12 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 城商行下行 2BP, 为 1.71%; 6M 国有银行上行 2BP, 为 1.65%。



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

美债方面, 上周利率短端下行长端上行, 其中 6M 下行 10BP, 下行幅度最大。一方面美联储降息 25BP 并释放宽松信号带动短端利率下行, 另一方面美日套息

交易逆转仍在继续带动长端美债上行。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 国内数据显示经济筑底, 美联储如期降息 25BP

上周，国内公布进出口、通胀及金融数据。其中，11月通胀及出口数据有所回暖，CPI由10月的0.2%大幅回升至0.7%，出口也由-1.1%恢复至5.9%；此外，社融方面虽然人民币贷款维持偏弱，但整体规模保持8.5%的增速，并未出现进一步下滑，整体看我国经济呈现一定的企稳迹象。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，美联储如期降息25BP，并且美联储主席在会后的新闻发布会上释放一定的宽松信号，目前中性预期26年1月降息的概率为24%。

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	4.96	----	----	4.90
GDP:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	-2.16	----	----	-1.70
制造业投资:累计同比	0.6	----	----	2.70
基建投资:累计同比	1.45	----	----	1.51
地产投资:累计同比	-15.35	----	----	-14.70
社会消费品零售总额:当月同比	2.93	----	----	2.90
出口金额:当月同比	3.19	5.9	↗	-1.10
进口金额:当月同比	2.79	1.9	↘	1.00
社会融资规模:当月值	20191.25	24885	↗	8,161.00
社融规模:同比	8.45	8.5	↗	8.50
人民币贷款:当月值	5042.5	3900	↘	2,200.00
人民币贷款:同比	6.44	6.3	↘	6.30
M1:同比	5	4.9	↘	6.20
M2:同比	8.2	8	↘	8.20
CPI:当月同比	0.67	0.7	↗	0.20
PPI:当月同比	-2.03	-2.2	↘	-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 12 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	----	----	4.60	4.60	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 12 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。

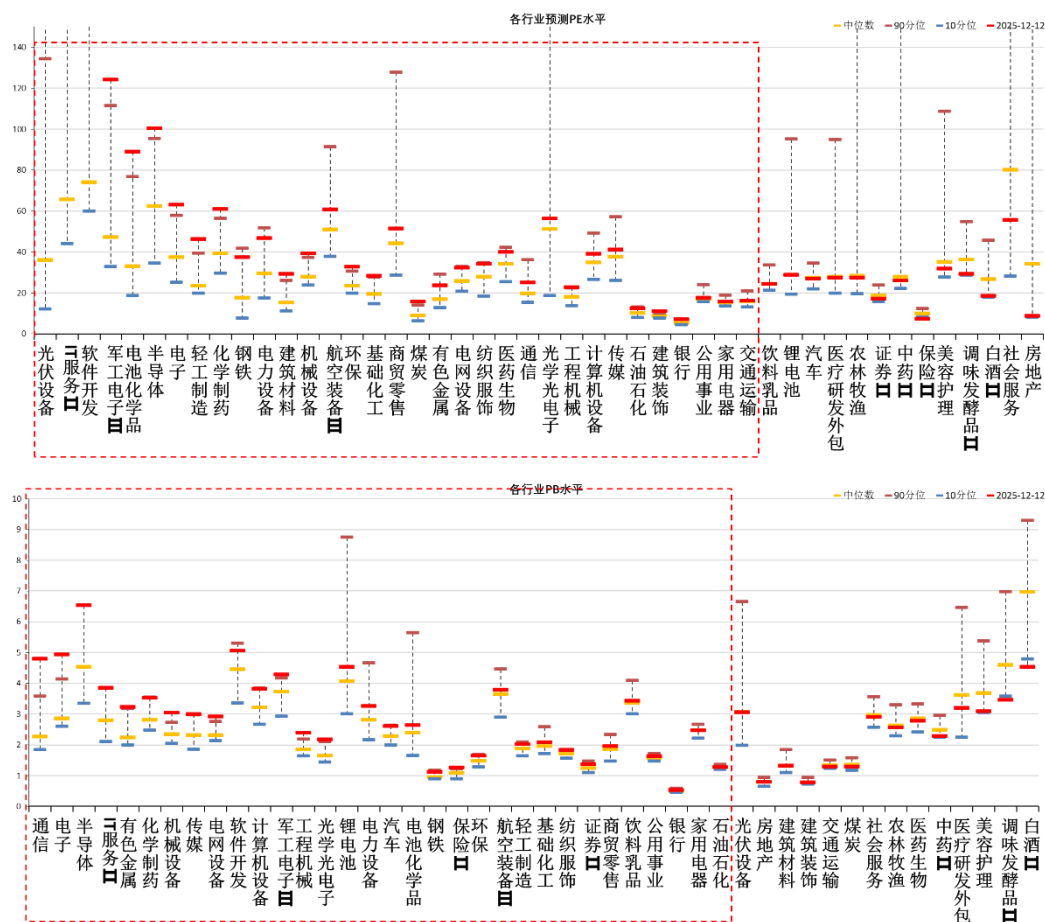
近期万得全 A 预测 PE17.00 倍，处于 80%分位水平，股权溢价率 2.61%，处于 36%分位水平。市场估值分位数位于偏高区间。

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	11.73	11.05	1.28	6.54	0.82	0.80	0.61	0.31
沪深300	13.91	12.21	1.45	5.20	0.81	0.78	0.64	0.37
中小板指	27.78	19.31	2.89	1.61	0.59	0.59	0.41	0.52
创业板指	40.74	27.29	5.25	0.47	0.57	0.61	0.60	0.56
中证500	32.66	23.20	2.23	1.07	0.95	0.96	0.96	0.17
万得全A	21.73	17.00	1.79	2.61	0.88	0.80	0.70	0.36

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	11.93	1.21	4.19	0.84	0.84	0.01
标普500	29.04	5.49	-0.75	0.82	0.98	0.11
纳斯达克指	41.34	7.34	-1.77	0.54	0.98	0.32
德国DAX	18.90	2.05	----	0.80	0.97	----
法国CAC4	18.15	2.11	----	0.73	0.98	----
英国富时1	19.45	2.04	----	0.78	0.96	----
韩国综合指	19.21	1.39	----	0.83	1.00	----
台湾加权指	21.53	1.84	----	0.77	0.05	----
日经225	20.86	2.37	----	0.69	0.98	----
胡志明指数	14.41	1.70	----	0.65	0.51	----
印度SENSE	23.26	3.75	----	0.38	0.77	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 12 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

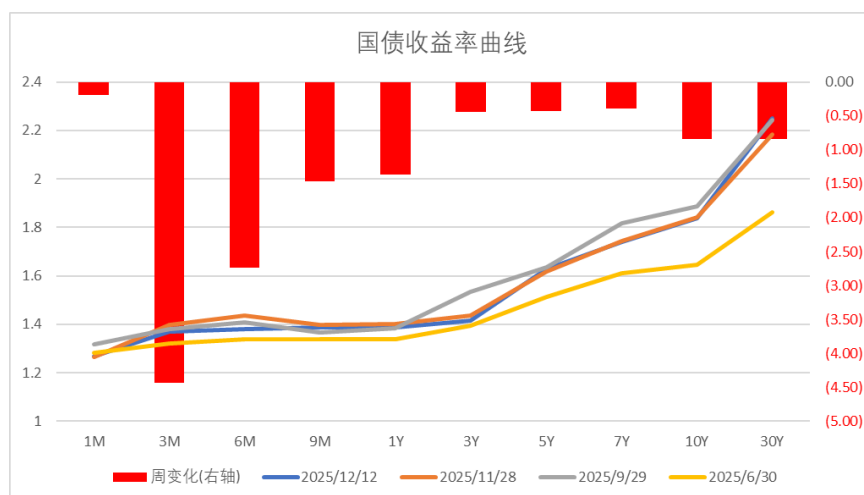


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 12 日. 分位数为过去 5 年。

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 12 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。