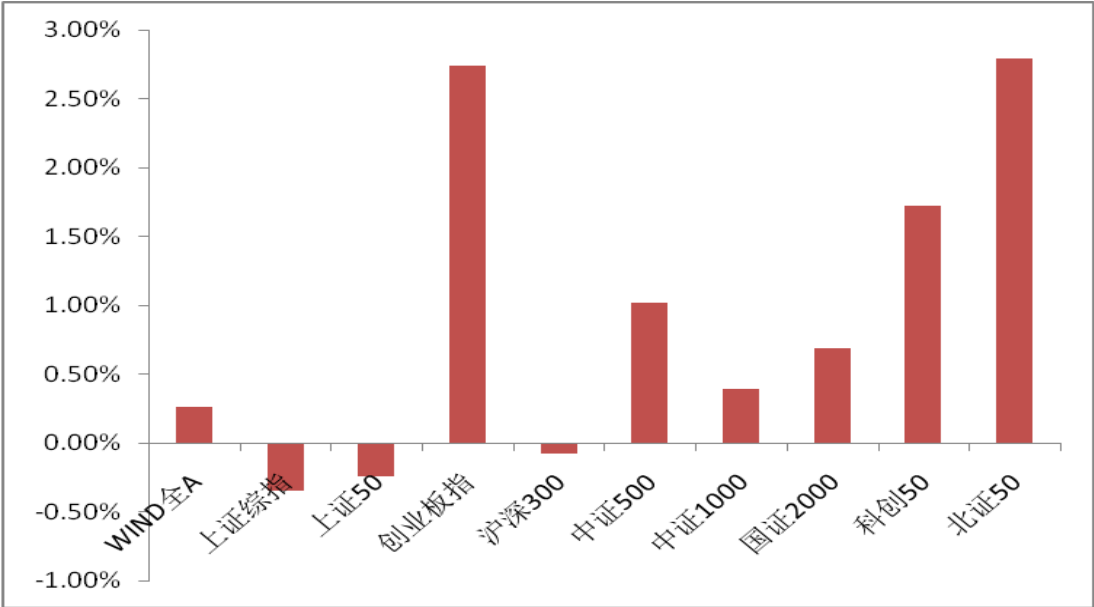


为春季躁动积极准备

1、市场回顾与分析

(1)、主要指数情况：上周 A 股主要指数涨跌不一，量能小幅提升。

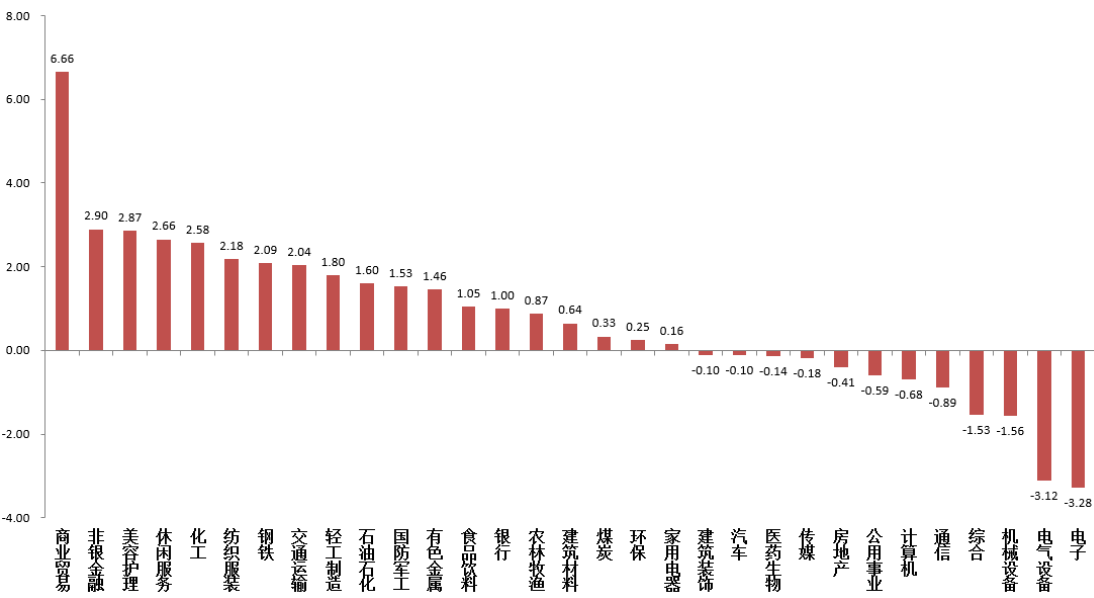
图 1：主要指数涨跌幅



(资料来源：wind，统计区间：2025/12/15-2025/12/19)

(2)、申万一级行业情况

图 2：各申万一级行业涨跌幅



(资料来源：wind，统计区间：2025/12/15-2025/12/19)

2. 宏观事件与数据

(1)、11 月工业增加值同比 4.8%（预期 5.0%），社零同比 1.3%（预期 2.9%），服务零售额累计同比 5.4%，固定资产投资累计同比-2.6%（预期-

③ 中加基金

2.2%)。其中，广义基建、制造业、房地产投资分别为 0.1%、1.9%、-15.9%，投资端，制造业累计同比下降了 0.8 个百分点至 1.9%，当月同比则回升了 2.2 个百分点至-4.5%，仍处负增区间。行业看，食品制造、纺织、汽车下滑幅度较大。基建端，广义基建当月同比改善了 0.2 个百分点至 11.9%，狭义基建下滑了 0.8 个百分点至-9.7%，广义基建降幅有收敛。而地产数据则继续加速下行，房价同样承压。消费端，服务消费好于商品消费。11 月两者累计同比的剪刀差扩大至 1.3%，服务消费受益于消费贷贴息、扩大服务消费等政策，而商品零售受以旧换新乘数下降以及 2024 年同期高基数拖累。且未来政策导向依旧偏向服务消费，其将继续成为拉动消费的主要力量。

图 3：70 城二手房价与 10 城库销比



(2)、11 月美国 CPI 通胀数据低于市场预期。CPI 同比增速降至 2.7%（市场预期 3.1%），核心 CPI 同比增长 2.6%（市场预期 3.0%），为 2021 年 3 月以来的最低水平。商品通胀明显回落。4-9 月商品 CPI 通胀上行 2.1pct 至 1.9%，10-11 月回落 0.1pct 至 1.8%。环比增速亦大幅放缓，10-11 月合计仅涨 0.1%，相比之下 8-9 月合计涨幅达到 1.0%。原因可能在于财富效应对消费的支撑边际回落和关税影响消退。四季度美股陷入震荡行情，结束了第三季度的单边上涨，财富效应开始拖累居民消费，10-11 月商品价格合计仅增 0.1%，企业部门针对关税的调价应该在中美贸易新框架下已经结束。这份通胀数据参考意义实际上比较有限。在美国政府停摆期间，数据收集停止，劳工局使用非调查数据源进行计算，这使得数据的可比性存疑。降息预期在数字公布后有所提升，但明年 1 月不降息的概率仍然高达 72.3%，明年 3 月降息的概率维持在 50%以下，美国政府对于降低国债付息压力的诉求等原因是决定降息节奏的主要因素。

3. 市场展望

(1) 上周综述：市场上周震荡反弹，资金面层面，市场量能小幅回升，科技板块仍为核心。

(2) 短期观点：年底临近，机构资金活跃度仍低，量化等资金定价权增强，科技方向依然是资金集聚的中心，在美国市场对 AI 经济性的怀疑和国内层出不穷的新催化对立下继续产生主题机会，短期预计市场继续维持以科技为核心的高位震荡行情。年底临近，叠加日加息利空落地（鸽派加息），对资本市场短期影响有限，最近两周可积极为春季躁动做准备，在短期资金不活跃，上下赔率均低的市场中寻找产业和政策主题顺风的方向。

中期看，科技成长仍是优势方向。当前经济基本面和科技叙事层面并未发生根本性变化，美国也仍在降息周期中，科技板块中长期逻辑依旧，依然是优先增配方向。而在高切低的另一端，多数红利避险板块和顺周期板块均有基本面层面的问题或缺乏长期叙事，行情进一步深化乃至成为市场主线需要足够强力的催化出现（如出口承压下的投资消费政策对冲或在美国降息周期下的宽松跟进，这是市场风格能否改变的决定性因素）。在偏宽松的货币政策支持 and 低利率环境下，市场流动性充足，依旧支持主题性机会不断产生。

(3) 长期观点：长期维度，中美长期斗争的基调已经确定，随着美国政策的底线逐渐清晰与持续增加赤字，国际资本市场已经开始质疑美国政府的治理能力与制度信誉。但美元信用目前仍未被实质撼动，美债暂时也不存在大风险。观察美国资本市场变化与我国是否会迎来战略机遇。当前在美国经济前景不确定+美联储降息区间中，人民币对美元汇率出现提升，如有外资持续流入对我国权益市场也会形成支撑。其二，在监管多重政策推动下，公募产品被动化、险资和券商自营等资金长期化趋势可能进一步强化（五家 A 股上市大型险企持有股票 1.8 万亿，同增 28.7%，股票和基金配置比例均在 10%以上，后续如下调险资持股风险因子等政策应会持续），且从居民角度来看，权益市场赚钱效应增加有利于居民超额存款流入股市（超额存款 55 万亿左右，目前仅有 22%的家庭金融资产配置在基金和股票上）中长期维度看市场仍可能迎来配置资金流入。

(4) 行业观点：

行业上，对于偏防御的红利类行业，配置比例建议保持，险资入市资金增加和重要会议稳经济预期均形成利好。关注有催化的红利标的（部分反内卷相关行业和地产链低位标的）和稳定避险属性强的港股红利、金融、农业、贵金属等价值红利。

进攻性行业方面，我们继续重点关注科技（AI 竞赛持续，在当前市场与宏观环境下仍是短期业绩与长期叙事结合最好的方向。虽然美国市场对 AI 经济性的怀疑持续，但泛科技板块的正向催化仍然不断，中期看好，观察节奏和催化。关注短期有催化的国产算力、商业航天、机器人，产业景气度高及调整幅度较大的港股互联网、NV 链等方向催化）。内需与高景气方向（内需板块问题在于宏观基本面。此类方向行情启动需要自身强力催化出现或科技行情结束，低估值内需和高景气方向如一些电新细分方向、部分机械、化工等在科技调整、市场缺乏主线背景下优势凸显）。弱美元交易（黄金有色等，已经结束调

整，中长期逻辑仍在）。出海类（在美国制造业资本开支提高预期和美国关税谈判时期短期在情绪压力中寻找错杀品种或受益于后续政策更大的品种，自下而上择股更加重要）相关标的。

4. 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。