

11 月经济数据走弱，美联储打压降息预期

一、重要信息点评

1、国家统计局公布数据显示,11 月份,全国规模以上工业增加值同比增长 4.8%,服务业生产指数同比增长 4.2%,社会消费品零售总额同比增长 1.3%。1-11 月份,全国固定资产投资同比下降 2.6%,其中,制造业投资增长 1.9%,房地产开发投资下降 15.9%。11 月全国城镇调查失业率持平于 5.1%。

2、美国劳工统计局公布数据显示,美国 11 月非农就业人口增加 6.4 万人,高于市场预期的 5 万人;但失业率却意外升至 4.6%,创下 2021 年 9 月以来的新高。另外,10 月非农就业大幅减少 10.5 万人,远超预期的下降 2.5 万人;8 月和 9 月也合计下修 3.3 万人。11 月平均时薪同比增长 3.5%,为 2021 年 5 月以来最低增速。

3、美国 10 月零售销售环比持平,略低于预期的 0.1%增长,主要是受汽车销售下降 1.6%拖累。核心零售销售环比增长 0.5%,略超出预期的增长 0.4%。

4、美国 12 月标普全球制造业 PMI 初值下滑至 51.8,创 5 个月新低。服务业 PMI 初值则从 54.1 下滑至 52.9,综合 PMI 初值下滑至 53,均录得 6 个月新低。

5、美国 11 月核心 CPI 同比上涨 2.6%,创下 2021 年初以来最慢增速,低于市场预期的 3%。整体 CPI 同比上涨 2.7%,低于预期的 3.1%。不过,由于数据采集受到联邦政府停摆的严重干扰,这份通胀报告的可靠性受到市场质疑。

6、商务部、央行、金融监管总局发布《关于加强商务和金融协同更大力度提振消费的通知》,针对深化商务和金融系统协作、加大消费重点领域金融支持、扩大政金企对接合作三个方面,提出 11 项具体举措。其中提到,鼓励有条件的地方运用数字人民币智能合约红包提升促消费政策实施质效,加快推动个人消费贷款业务发展,适当减免汽车以旧换新过程中提前结清贷款产生的违约金,用好用足服务消费与养老再贷款,积极探索金融支持首发经济、“人工智能+消费”、“IP+消费”等新业态新模式,鼓励商家、平台发放消费券,提供更多低息、免息分期等优惠。

7、《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《扩大内需是战略之举》。文章指出,扩大内需既关系经济稳定,也关系经济安全,不是权宜之计,而是战略之举。实施扩大内需战略,是保持我国经济长期持续健康发展的需要,也是满足人民日

益增长的美好生活的需要。要加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。

8、德国、法国、英国、意大利、波兰、芬兰、挪威、瑞典、荷兰及欧盟机构领导人发表联合声明称，将组建一支“多国部队”支持乌克兰。声明称“该部队将协助乌克兰重建武装力量、保障乌克兰领空安全，并提升海上安全，相关行动也将包括在乌克兰境内展开的军事行动”。

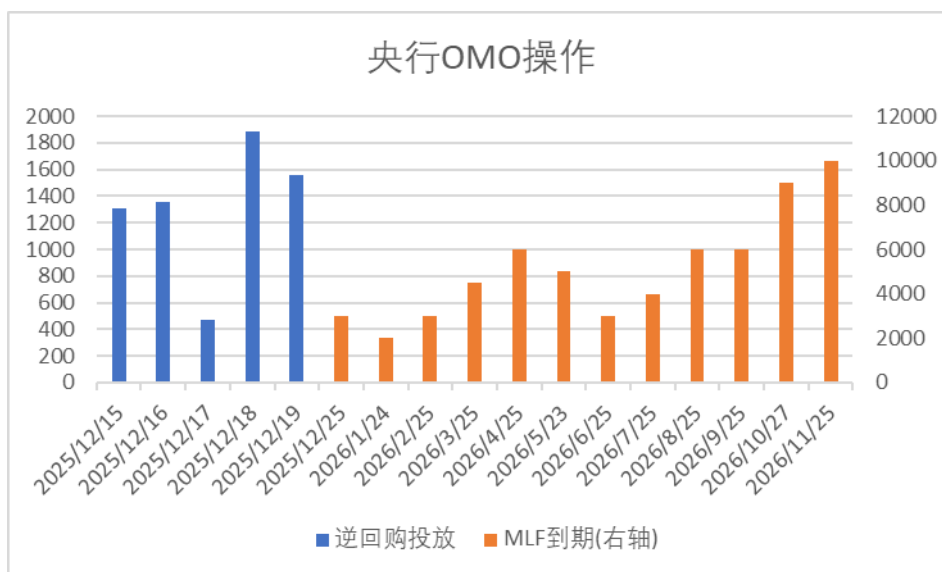
9、多位美联储官员发表讲话。美联储威廉姆斯表示，货币政策已为 2026 年做好充分准备。预计美国失业率将在 2025 年底降至 4.5%。劳动力市场风险已上升，而通胀风险已缓解。美联储的政策已从温紧缩转向中性。预计通胀率将在 2026 年升至 2.5%，2027 年降至 2%。预计会积极使用常备回购便利工具来管理流动性。纽约联储主席威廉姆斯明确表示，鉴于最近的就业和通胀数据，目前没有再次降息的紧迫性，这进一步强化了市场对短期内暂停降息的预期。美联储理事沃勒最新表示，随着就业市场趋弱且通胀受控，美联储仍有 50 至 100 个基点的降息空间。但基于当前的经济前景，美联储无需采取激烈的行动。

10、海南省政府发布通告，自 2025 年 12 月 18 日起，海南自由贸易港正式启动全岛封关。封关后，加工增值免关税政策迎来优化调整；进口“零关税”商品税目由 1900 多个扩大到 6600 多个，占全部商品税目比例由 21%扩大至 74%。

11、时隔 16 年我国再次对钢铁实施出口许可证管理。商务部表示，此举主要目的是加强对钢铁产品出口的监测统计分析，跟踪出口产品质量。与此同时，商务部已批准部分稀土出口通用许可申请。商务部指出，欧委会近期密集对中国企业发起《外国补贴条例》（FSR）调查，中方对此强烈反对，将采取必要措施，坚决维护中国企业合法权益。

12、美国总统特朗普签署行政令，要求采取措施确保美国的“太空优势”。行政令要求美国人在 2028 年前重返月球，并到 2030 年建立“永久性月球前哨站的初步要素”；还要求 2030 年前在月球部署核反应堆，在太空中部署核武器等。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 日.

上周央行 OMO 投放 6575 亿, 同时到期 6685 亿, 共计净回笼 110 亿。此外, 12 月 MLF 到期量为 3000 亿。

	2025/12/19	2025/12/12	2025/11/30	2025/9/30	2024/12/19	环比变化
高炉开工率	78.45	78.61	81.07	84.47	80.53	↘
	2025/12/17	2025/12/10	2025/11/30	2025/9/30	2024/12/17	环比变化
水泥沥青开工率	27.6	27.8	27.8	40.1	29.7	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 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。

	2025/12/14	2025/12/7	2025/11/30	2025/9/30	2024/12/14	环比变化
土地成交面积	4603.0189	2821.733	2528.479	2467.9398	3003.6312	↗
土地成交溢价率	1.65	1.93	2.85	1.88	4.79	↘
商品房成交面积	29.70924014	25.25241386	34.92736371	35.65336757	44.966468	↗
一线商品房成交面积	7.214304571	6.311703429	9.045540714	10.15224586	13.57724043	↗
二线商品房成交面积	16.07763486	14.14112843	21.06484771	18.84443786	21.73065471	↗
三线商品房成交面积	6.417300714	4.799582	4.816975286	6.656683857	9.658572857	↗
二手房价格	148	148.17	148.66	150.87	157.76	↘
一线二手房价格	183.1	184.13	185.16	189.66	195.82	↘
二线二手房价格	135.94	135.83	136.62	139.56	148.5	↗
三线二手房价格	127.6	127.68	128.38	130.54	136.7	↘
四线二手房价格	112.39	112.63	112.76	113.92	115.33	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 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上行, 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 19 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。

	2025/12/14	2025/12/7	2025/11/30	2025/9/30	2024/12/14	环比变化
集装箱吞吐量	658.9	664.8	677	607.2	627.5	↘
	2025/12/20	2025/12/13	2025/11/30	2025/9/30	2024/12/20	
CCFI指数	1124.73	1118.07	1121.8	1087.41	1491.29	↗
CICFI指数	617.12	628.3	636.84	647.3	733.98	↘
	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 19 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。

	2025/12/19	2025/12/12	2025/11/30	2025/9/30	2024/12/19	环比变化
农产品价格	130.69	130.02	126.77	118.76	121.12	↗
猪肉价格	17.53	17.5	17.83	19.31	23.1	↗
粮油价格	113.18	113.09	113.12	113.45	114.08	↗
蔬菜价格	5.87	5.95	5.79	5.01	5.05	↘
水果价格	7.68	7.56	7.22	6.94	7.07	↗
PTA价格	4611	4611	4616	4585	4735	----
涤纶长丝价格	6350	6350	6550	6550	6790	----
聚酯切片价格	5510	5510	5535	5725	5995	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 日.

价格数据方面，农产品价格上周有所回升。其中，水果价格上行，同时猪肉价格回升至 17.53 元，纤维价格与此前持平。

	2025/12/19	2025/12/12	2025/11/30	2025/9/30	2024/12/19	环比变化
煤炭价格	703	745	816	699	770	↘
石油价格	60.47	61.12	63.2	67.02	72.88	↘
铜杆价格	93230	94500	88270	84160	74610	↘
铝价	21840	22070	21430	20730	19620	↘
钢材价格	92	91.76	91.95	93.63	98.63	↗
沥青价格	2910	2930	2990	3500	3565	↘
水泥价格	102.94	102.58	101.81	105.52	132.3	↗
MDI价格	14700	14750	14400	14700	18100	↘
浮法玻璃价格	1165.8	1165.8	1148.9	1254.6	1416.7	----
工业品指数	3460.46	3427.15	3499.25	3573.84	3742.59	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 日.

PPI 影响因素方面，工业品指数上周有所上行，其中钢材价格及水泥价格回升，煤价、油价、铜价、铝价、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	-1.14	-3.14	-9.13
COMEX黄金	0.93	2.67	56.83
LME铝	2.67	2.68	15.42
LME铜	3.18	6.19	35.51
CBOT玉米	0.57	-1.01	-13.48
CBOT大豆	-2.58	-7.80	-0.01
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	31.13	-72.66	-977.67
美元兑离岸人民币	-199.00	-377.00	-3015.00
美元兑日元	189.30	156.15	45.45

	2025/12/19	2025/12/14	2025/11/30	2025/1/1
ICE布油	60.12	61.22	62.32	74.83
COMEX黄金	4368.7	4329.8	4256.4	2639.3
	2025/12/19	2025/12/14	2025/11/30	2025/1/1
美元指数	98.7125	98.4012	99.4391	108.4892
美元兑离岸人民币	7.0336	7.0535	7.0713	7.3351
美元兑日元	157.729	155.836	156.1675	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 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, 其中大豆跌幅最大, 伦铜涨幅最大。ICE 布油收于 60.12 美元, 跌 1.14%, COMEX 黄金收于 4368.7 美元, 涨 0.93%。

上周美元指数上行 31.13BP, 美联储官员打压降息预期使得美元上行。在此背景下人民币上周升值 199 个基点, 日元贬值 189.3 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	股票型基金	主动股票	偏股混合型	灵活配置型基金	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	8	8	4	14	1	7	0	0	3	36
	发行规模(亿元)	88.45	88.45	15.94	61.61	6.13	6.88	0.00	0.00	10.33	183.21
上上周	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
本月以来	数量	25	21	5	39	2	17	1	0	12	99
	发行规模(亿元)	374.32	207.45	16.99	183.18	6.60	56.57	6.74	0.00	75.17	712.97
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	2	5	11	4	0	0	0	2	2	40
上上周	16	1	10	20	3	0	0	0	3	5	58

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 日。

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 40 支, 其中普通混合型基金 14 支, 债券类基金 (2 支) 少于股票类基金 (22 支), FOF 基金申报 2 支。发行一边, 上周基金共计发行 183.21 亿, 其中股票型基金发行规模有所上升。

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
科创50	-2.99	-1.40	32.32
创业板指	-2.26	2.28	45.79
中小板指	-0.80	0.74	24.66
偏股混合型基金指数	-0.61	1.01	30.54
沪深300	-0.28	0.92	16.09
万得全A	-0.15	0.84	24.61
中证500	0.00	1.96	25.22
上证50	0.32	1.17	11.90

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 日.

A 股表现来看, 上周主要板块有所下行, 其中上证 50 涨 0.32%, 涨幅最大; 科创 50 跌 2.99%, 跌幅最大。11 月经济数据有所走弱背景下 A 股出现了一定的下行。偏股基金指数跌 0.61%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
高市净率指数	-2.01	1.23	28.72
高市盈率指数	-1.58	0.13	22.48
绩优股指数	-0.91	3.59	31.40
茅指数	-0.59	-0.17	19.28
小盘指数	-0.57	0.34	24.80
大盘指数	-0.39	0.88	16.67
低市净率指数	0.99	-0.82	8.61
低市盈率指数	1.41	2.58	17.90

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 日.

A 股各风格指数中, 低 PE 指数涨 1.41%, 表现最好; 高 PB 指数跌 2.01%, 表现最差。市场风格价值占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
电子	-3.28	房地产	-5.11	食品饮料	-7.09
电力设备	-3.12	传媒	-3.78	煤炭	-3.91
机械设备	-1.56	计算机	-3.52	交通运输	0.47
综合	-1.53	食品饮料	-2.49	房地产	0.63
通信	-0.89	煤炭	-2.17	美容护理	1.27
基础化工	2.58	商贸零售	5.55	电力设备	37.60
社会服务	2.66	非银金融	6.08	电子	41.11
美容护理	2.87	有色金属	6.38	综合	41.26
非银金融	2.90	国防军工	7.31	通信	80.06
商贸零售	6.66	通信	9.21	有色金属	82.23

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 19 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 19 个上涨, 12 个下跌。其中, 中央强调着力扩大内需背景下消费板块表现较好, 其中商贸零售、美容护理及社会服务涨 6.66%、2.87%及 2.66%, 涨幅居前。另一方面, 美联储打压降息预期背景下成

长板块表现一般，其中电子、电力设备、机械设备及通信分别跌 3.28%至 0.89%不等，跌幅居前。

	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	-1.10	-0.65	28.07
恒生科技指数	-2.82	-2.14	22.63

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 日.

港股方面，恒生指数跌 1.10%，恒生科技指数跌 2.82%。国内经济数据走弱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
纳斯达克指数	0.48	-0.25	20.70
标普500	0.10	-0.21	16.20
道琼斯工业指数	-0.67	0.88	13.14

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 日.

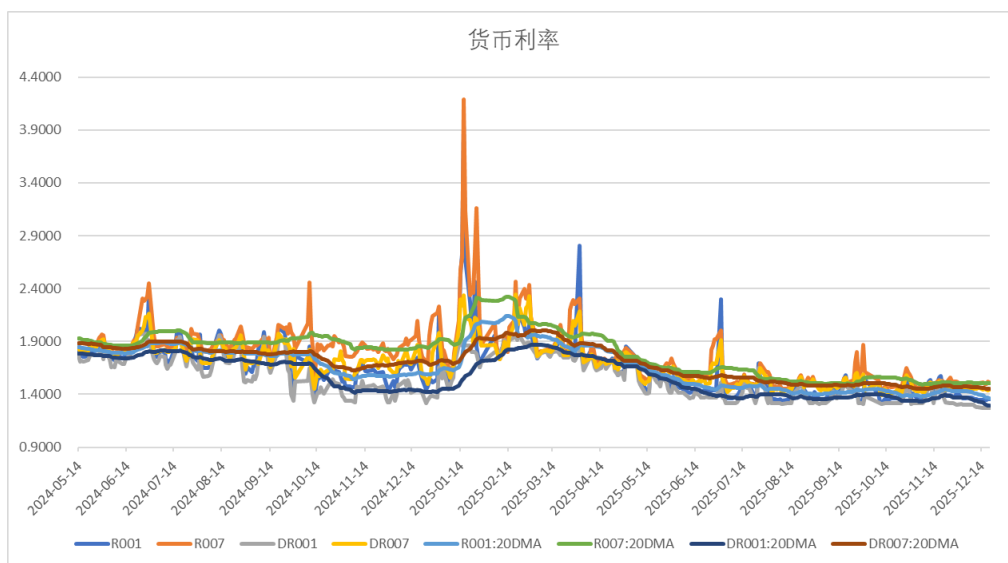
美股方面上周有所震荡，三大指数中纳斯达克指数涨 0.48%，表现最好；道琼斯指数跌 0.67%，表现最差。虽然美国通胀及就业数据走弱，但美联储官员表示降息并不紧迫，在此背景下美股出现一定的震荡。需要注意的是，随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战，全球经济均会面临一定影响，关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
韩国综合指数	-3.52	2.39	67.56
日经225	-2.61	-1.49	24.10
台湾加权指数	-1.78	0.25	20.24
印度SENSEX30	-0.40	-0.91	8.69
德国DAX	0.12	1.89	22.00
法国CAC40	1.03	0.35	10.44
英国富时100	2.57	1.82	21.10
胡志明指数	3.49	0.79	34.54

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 日.

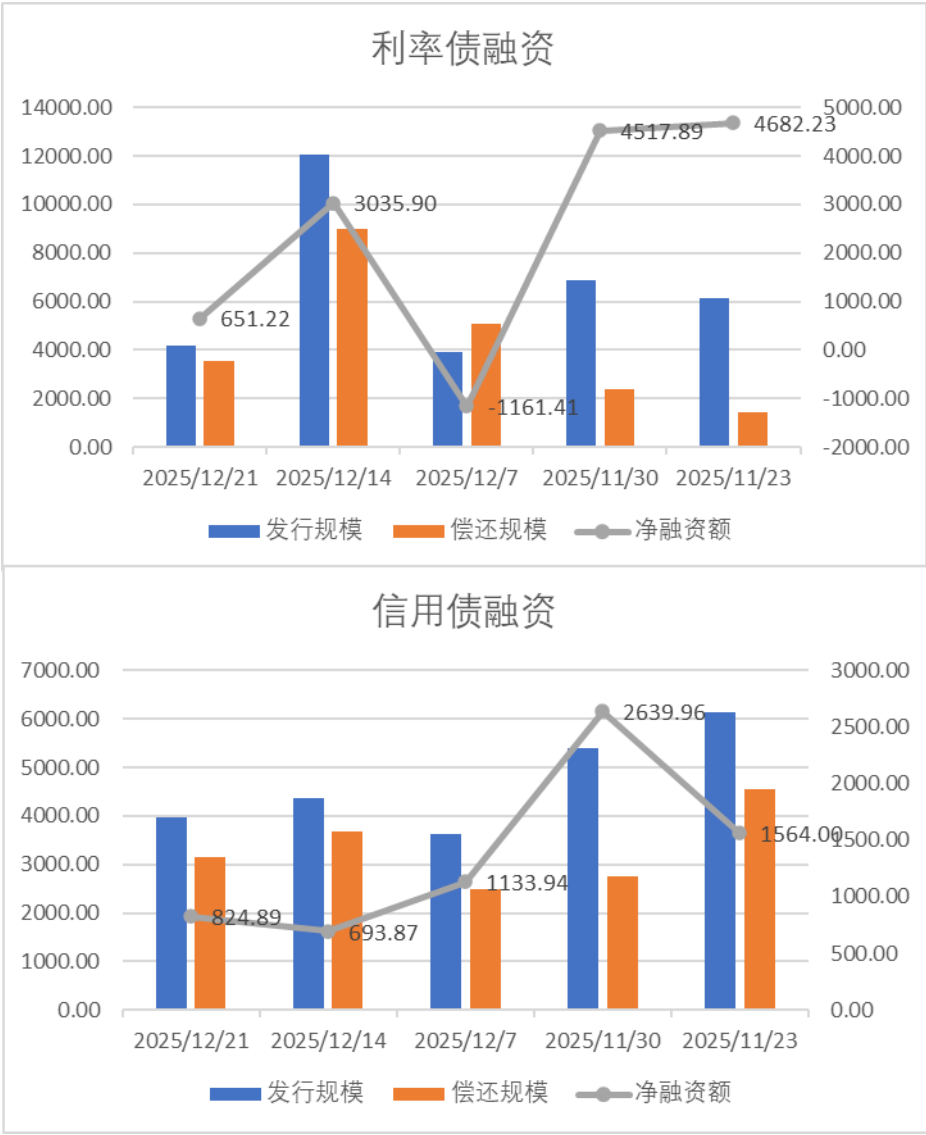
其他海外市场方面，韩国市场跌 3.52%，表现最差；越南市场涨 3.49%，表现最好。新兴市场较发达市场表现占优。

c) 债券市场



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 日.

上周货币市场利率有所下行，DR007 二十日均值降至 1.45%，资金面较上上周更为宽松。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 日.

债券融资方面，上周利率债净融资额 651.22 亿，维持大额净发行；信用债净融资额 824.89，较此前有所增加。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	1.35	1.39	1.60	1.83	国债	3.94	20.8	22.87	国债	-	-	-
国开债	1.57	1.68	1.80	1.97	国开债	10.77	11.55	17.05	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.74	1.85	2.02	-	AAA信用债	10.09	17.7	-	AAA信用债	17.21	16.53	22.68
AA+信用债	1.80	1.97	2.15	-	AA+信用债	16.09	18.7	-	AA+信用债	23.21	28.53	35.68
AA信用债	1.84	2.11	2.39	-	AA信用债	26.09	28.7	-	AA信用债	27.21	42.53	59.68
AA-信用债	2.20	2.76	3.07	-	AA-信用债	55.09	31.7	-	AA-信用债	63.21	107.53	127.68

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	-3	-2	-3	-1	国债	-5	-4	-2	-1	国债	27	21	19	16
国开债	-4	-5	-3	-2	国开债	-5	-4	-1	-1	国开债	37	25	33	24
AAA信用债	1	-4	0	-	AAA信用债	3	-5	1	-	AAA信用债	6	10	15	-
AA+信用债	1	0	2	-	AA+信用债	5	3	6	-	AA+信用债	2	6	11	-
AA信用债	-1	0	2	-	AA信用债	3	1	5	-	AA信用债	-3	4	11	-
AA-信用债	-1	0	1	-	AA-信用债	-1	0	2	-	AA-信用债	-50	-34	-34	-

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	0.05	0.05	0.14	0.16	国债	0.07	0.87	0.78	国债	-	-	-
国开债	0.12	0.12	0.18	0.16	国开债	0.14	0.45	0.31	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.13	0.09	0.14	-	AAA信用债	0.12	0.45	-	AAA信用债	0.10	0.09	0.09
AA+信用债	0.12	0.12	0.15	-	AA+信用债	0.25	0.34	-	AA+信用债	0.09	0.14	0.11
AA信用债	0.11	0.11	0.17	-	AA信用债	0.29	0.35	-	AA信用债	0.09	0.16	0.13
AA-信用债	0.02	0.02	0.01	-	AA-信用债	0.37	0.16	-	AA-信用债	0.04	0.04	0.02

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 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，信用债短端下行长端上行，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 5BP，下行幅度最大。国内经济数据走弱但中央强调扩大内需，在此背景下利率震荡下行。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	2	国债	1	2	1	国债	-6	-2	-3
国开债	-2	2	1	国开债	1	3	0	国开债	-12	8	-9
AAA信用债	-5	4	-	AAA信用债	-8	6	-	AAA信用债	3	5	-
AA+信用债	-1	2	-	AA+信用债	-2	3	-	AA+信用债	4	5	-
AA信用债	1	2	-	AA信用债	-2	4	-	AA信用债	7	6	-
AA-信用债	1	1	-	AA-信用债	1	2	-	AA-信用债	16	1	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 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 2.23，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	4	2	3	AAA信用债	8	-1	2	AAA信用债	-31	-16	-18
AA+信用债	4	6	5	AA+信用债	10	7	7	AA+信用债	-35	-19	-22
AA信用债	2	6	5	AA信用债	8	5	6	AA信用债	-40	-21	-23
AA-信用债	2	6	4	AA-信用债	4	4	3	AA-信用债	-87	-60	-67

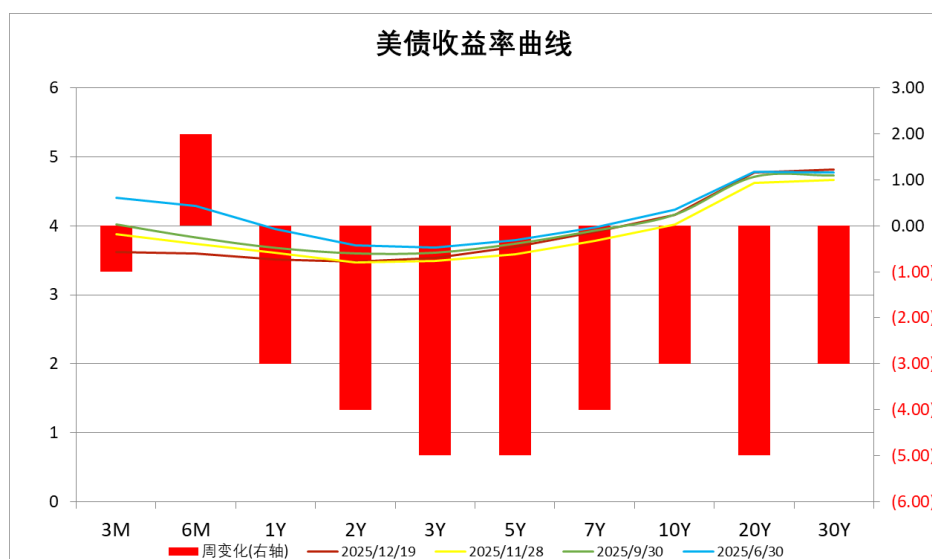
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面，上周利率债下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	1.64	1.72	1.67	--	--
国有银行	1.61	1.63	1.64	1.65	1.66
股份银行	1.55	1.59	1.63	1.64	1.66
城商行	1.64	1.68	1.68	1.73	1.81
农商行	1.65	1.70	1.67	1.70	1.78
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-1	3	-1	--	--
国有银行	-1	1	-1	0	0
股份银行	-10	-2	-2	-3	1
城商行	-1	1	-2	3	3
农商行	-1	-3	1	1	2
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	428.6	3294.6	3228.5	1157.8	1663.4
国有银行	50	1184	1417	544	290
股份银行	71	821	695	173	1041
城商行	290	1199	889	310	252
农商行	18	91	227	131	81

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 日.

同业存单方面, 上周发行利率有所下行, 其中发行规模最多的 6M 国有银行下行 1BP, 为 1.7164; 3M 城商行上行 1BP, 为 1.68%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 日.

美债方面，上周利率震荡下行，其中 3Y、5Y 及 20Y 下行 5BP，下行幅度最大。美国通胀及就业数据走弱但美联储官员发声表示降息并不紧迫，在此背景下美债利率震荡下行。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. 国内经济数据走弱，美国通胀就业下行

上周，国内公布 11 月经济数据。其中，社零、地产投资及工业增加值均有所走弱，仅制造业投资维持一定韧性，整体看内需仍维持偏弱。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，11 月 CPI 及核心 CPI 走弱显示通胀降温，同时失业率也由 9 月的 4.4% 上升至 4.6%，美国经济开始出现一定的转弱迹象。降息预期方面，虽然通胀及就业有所下行，但美联储官员发声表示降息并不紧迫使得预期有所降温，目前中性预期 26 年 1 月降息的概率由此前的 24% 降至 22%。

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	4.8	↘	4.90
GDP:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	-2.16	-2.6	↘	-1.70
制造业投资:累计同比	0.6	1.9	↗	2.70
基建投资:累计同比	1.45	0.13	↘	1.51
地产投资:累计同比	-15.35	-15.9	↘	-14.70
社会消费品零售总额:当月同比	2.93	1.3	↘	2.90
出口金额:当月同比	3.19	5.9	↗	-1.20
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	24888	↗	8,178.00
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 19 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	52.90	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	----	----	3.76	5.61	3.47	4.52	4.15	3.15	5.19	4.76	-0.14	震荡下行
房地产	39.00	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	----	2.70	----	3.00	2.90	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	↗
核心CPI	----	2.60	----	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	----	64.00	-105.00	108.00	-26.00	72.00	-13.00	19.00	158.00	120.00	102.00	震荡下行
失业率	----	4.60	----	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	----	0.14	0.44	0.19	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 19 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。

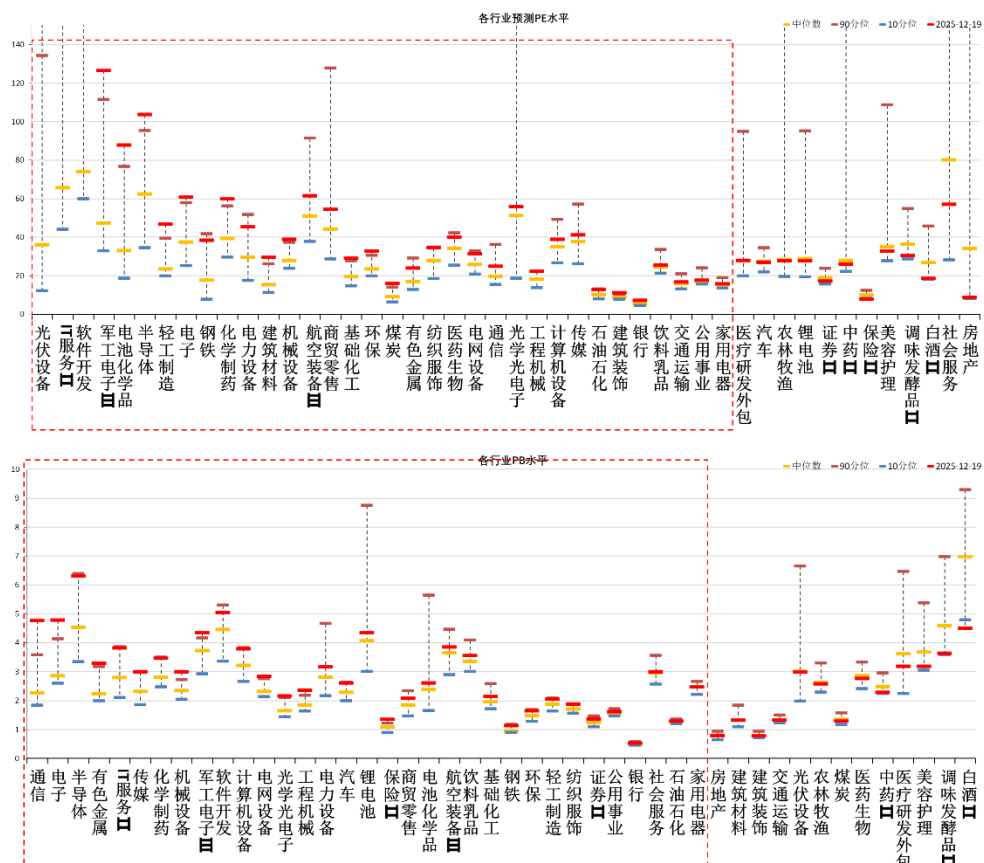
近期万得全 A 预测 PE17.04 倍，处于 81%分位水平，股权溢价率 2.62%，处于 36%分位水平。市场估值分位数位于偏高区间。

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	11.70	10.98	1.28	6.58	0.82	0.79	0.60	0.32
沪深300	13.97	12.31	1.47	5.19	0.82	0.81	0.68	0.36
中小板指	27.96	19.42	2.92	1.61	0.61	0.60	0.42	0.51
创业板指	39.87	26.96	5.36	0.54	0.55	0.60	0.63	0.58
中证500	32.58	22.62	2.24	1.10	0.95	0.92	0.97	0.19
万得全A	21.79	17.04	1.79	2.62	0.89	0.81	0.71	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	11.78	1.20	4.33	0.83	0.82	0.03
标普500	29.06	5.49	-0.72	0.82	0.98	0.13
纳斯达克指	41.38	7.35	-1.74	0.55	0.98	0.34
德国DAX	18.99	2.06	----	0.82	0.98	----
法国CAC4	18.34	2.16	----	0.75	1.00	----
英国富时1	20.08	2.09	----	0.85	0.98	----
韩国综合指	16.75	1.29	----	0.62	0.92	----
台湾加权指	21.06	1.84	----	0.73	0.05	----
日经225	20.32	2.31	----	0.66	0.96	----
胡志明指数	14.92	1.73	----	0.69	0.55	----
印度SENSE	23.17	3.77	----	0.34	0.81	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 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 76%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

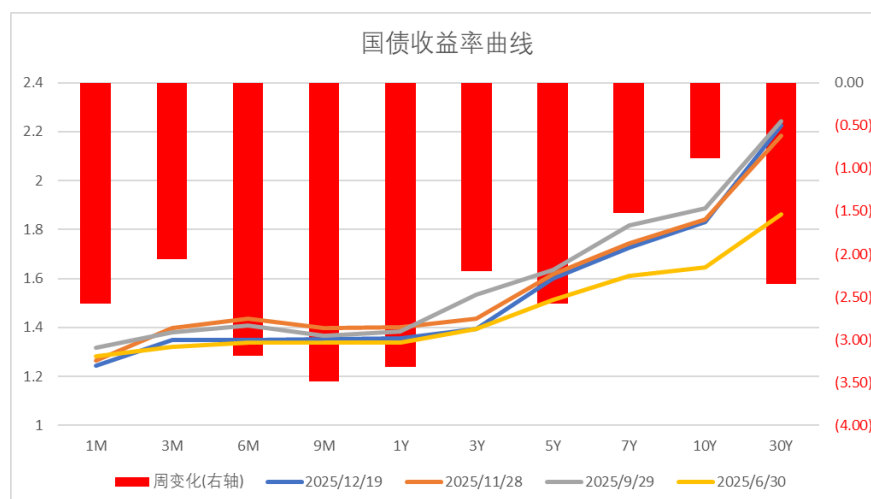


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 12 月 19 日. 分位数为过去 5 年。

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 19 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。