

高市早苗妄言台海引发中日危机，美国 9 月非农就业超预期

——鑫元周观点（2025.11.17-2025.11.23）

一、核心观点

宏观方面，迟到的 9 月非农就业报告美国新增就业人数 11.9 万，显著高于预期，降息预期短期降温。尽管英伟达财报一度提振市场情绪，但受降息预期调整，科技股抛售潮蔓延。往前看，美联储在 12 月会议前已进入关键经济数据“真空期”；随着降息接近中性利率，美联储风险平衡态度从“预防式”降息转为“数据依赖”。10 月后关键数据（CPI、非农、零售）大面积推迟或取消，12 月 FOMC 前仅剩 9 月非农作为核心参考。联储内部观点分化明显，鸽派（威廉姆斯、沃勒、米兰）主张降息以对冲就业风险，鹰派（哈马克、洛根、古尔斯比）担忧通胀黏性与金融稳定，投票权成员支持与反对降息比例约 4:5。市场 12 月降息概率升至 70%，但鲍威尔能否凝聚共识仍为关键变量，政策倾向或倾向“技术性降息”或暂停，取决于其对数据真空期的风险权衡。

权益市场方面，10 月底的美联储会议纪要显示许多参会者认为下次会议应该维持利率不变，少数参与者认为应该再次降息 25 个基点（9 月非农数据反馈的也是分化走势）；纪要强调若要再次降息，数据需进一步验证劳动力市场的担忧。另外由于 10 月失业率和非农数据等部分重要数据的缺失，且 11 月非农就业数据（12 月 16 日公布）将在美联储议息会议（12 月 9-10 日）之后公布，市场开始认为 12 月不降息的概率增加。海外流动性偏弱是导致最近海外下跌的主要原因。我们认为在目前的数据下，美国的就业市场软而未崩，美联储目前看并没有落后于曲线。12 月降不降息不是最重要的；最重要的是市场需要 FED 表态现在讨论降息终止为时过早，未来还是会降息的。英伟达的财报超预期，但边际效用递减；AI 的景气还是要靠新的故事、新的逻辑和新的主角。权益策略建议：1、仓位：维持中性仓位。1）前期高波动的行业需要有一个均值回归的过程，预计调整时间会持续二周左右。策略上，市场需要一定时间的震荡整理，以消化今年以来的上涨。2）市场波动性短期集中释放后，将进入一个相对缓释的过程。出现类似上周五脉冲式加速下行的概率有限。3）AI 方向缺乏新的叙事逻辑，在分母不宽的背景下，估值需要有一个下修的过程。2、配置策略：哑铃策略。3、行业选择：1）上周提到“市场的热点继续缩圈，以储能放量驱动新能源上游和中游价格上涨，是

主要交易区域，短期已加速至后段”。相关区域完成最后的上冲之后，出现剧烈调整。短期不建议参与。2) 短期可配置的方向仍是：金融、工业金属、电力、煤炭等大市值红利类品种，以获取一定的相对收益。3) 黄金维持 4000 美元中枢震荡。

固收市场方面，上周债市仍处在低波行情中，仅超长端振幅较大，近期交易主线缺乏，沦为资金轮动的“配角”，在看股做债，中日地缘、地产、基金新规等消息影响中震荡磋磨，机构博弈利差挖掘行情，资金一度涌向超长端以及中短端部分券种。周五权益迎来大跌，债市相继走弱，上周股债双双迎来“黑色星期五”。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化 1bp、1bp、-1bp 收于 2.16%、1.82%、1.40%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 1bp、2bp 收于 34bp、42bp。上周处在宏观数据披露后的空窗期，近期公布的宏观数据都指向了国内偏弱的现实，值得关注的是近期地产再次出现了加速下行的情形，预计四季度金融数据承压概率较高，市场对基本面的担忧是当前支撑债市的关键。但在央行给定利率区间以及基金费率新规悬而未决的背景下，无论是股债跷跷板还是基本面数据，债市对短期扰动因素基本脱敏，我们认为在看到风偏彻底扭转或央行释放进一步宽松信号前，债市难见趋势性行情。下周关注延期披露的美国通胀数据以及中日地缘事件，这是影响短期风险偏好的重要因素。总体而言，远端依旧受美国降息周期+大美丽法案驱动全球总需求向上影响，债市上有顶，下有底状态或将延续。

二、宏观动态

(一) 国内宏观

日本首相高市早苗表示，希望构建建设性、稳定的中日关系，重申日方在台湾问题上的立场没有改变。外交部对此回应称，日方如果真心想发展中日战略互惠关系，构建契合新时代要求的建设性、稳定的中日关系，就应该立即收回错误言论，切实把对华承诺体现在实际行动上。

就中日两国领导人是否有可能在 G20 期间进行接触相关问题，外交部发言人毛宁在例行记者会上表示，李强总理没有会见日方领导人的安排。请日方自重。毛宁指出，日本应该记住，台湾是中国的台湾。台湾是否有事，根本不是日本的事。借台湾生事，只会给日本找事！

外交部亚洲司司长刘劲松同日本外务省亚大局局长金井正彰举行磋商。磋商结束后，刘劲松回应相关问题时表示对磋商结果不满意，并称双方会面时气氛严肃。外交部发言人毛宁在例行记者会上表示，中方维护核心利益、捍卫国际正义的立场没有丝毫改变。日方必须立即收回错误言论，深刻反省，改弦更张，给中国人民一个明确的交代。

中国向日方通报暂停进口日本水产品。外交部发言人毛宁在例行记者会上强调，当前形势下，即使日本水产品向中国出口也不会有市场。日本首相高市早苗涉台错误言论损害中日关系政治基础，如果日方拒不撤回、甚至一错再错，中方将不得不采取严厉、坚决的反制措施，由此产生的一切后果由日方承担。

文化和旅游部郑重提醒中国游客近期避免前往日本旅游，已在日中国游客密切关注当地治安形势，提高安全防范意识，加强自我保护，如遇紧急情况，请及时报警并联系驻日使领馆寻求协助。同日，教育部发布留学预警，提醒已在日和近期拟赴日留学人员密切关注当地治安形势，加强风险评估，切实增强防范意识。

美国商务部专利商标局近期发布备忘录，修改专利无效申请的透明度规则，重点审查有外国背景企业提出的申请。个别中国企业已收到美方通知，要求其陈述适用专利无效申请的理由。商务部对此回应称，美方做法违反其知识产权相关国际义务，是对中国企业合法权利的歧视性限制。中方将密切关注事态发展，并采取必要措施，坚决维护中国企业正当合法权益。

荷兰经济大臣卡雷曼斯发表声明，宣布暂停针对安世半导体的行政令。商务部新闻发言人表示，中方对荷方主动暂停行政令表示欢迎，认为这是向妥善解决问题的正确方向迈出的第一步，但距离解决全球半导体供应链动荡和混乱的根源“撤销行政令”还有差距。

美国芯片巨头英伟达想重回中国市场，为此竭力游说特朗普政府。11月21日外媒消息称，特朗普政府正在考虑批准英伟达 H200 人工智能（AI）芯片对中国的销售。英伟达一直被禁止对华出口用于 AI 应用的高端 GPU，包括 A100、H100 和 H200。

中国新一期 LPR 出炉，1 年期及 5 年期以上 LPR 分别报 3.0%、3.5%，均连续第六个月保持稳定。业内预计，着眼于稳定经济运行、促消费扩投资、对冲外需不确定性、稳定房地产市场等方面，后续仍存在 LPR 下行的可能性。

根据各地财政部门 11 月 21 日公开信息，广东省财政厅将在 11 月 28 日发行 100 亿元 30 年期地方政府专项债券，投向广东省政府投资基金。据测算，目前披露的地方政府专项债投向政府投资基金总规模将达到 825.2 亿元。

随着中金公司对东兴证券与信达证券的吸收合并逐步推进，又一个万亿级别券商将横空出世。据了解，目前中金吸收合并两家券商的相关事宜还没有到达旗下基金公司层面。

（二）海外宏观

多位美联储官员释放降息信号。美联储“三把手”、纽约联储主席威廉姆斯称，随着劳

动力市场降温，美联储在近期仍有进一步降息的空间。美联储理事米兰也表示，如果他的投票在下一次议息中具有决定性作用，他将支持降息 25 个基点。波士顿联储主席柯林斯同样表示，预计未来还会进一步降息。不过，达拉斯联储主席洛根认为，12 月会议上很可能有必要按兵不动，因为资产估值偏高。上述官员讲话后，市场押注美联储 12 月降息概率突破 50%。

美国 9 月非农就业人口增长 11.9 万人，是预期的两倍多，但 7 月和 8 月非农就业人数合计下修 3.3 万人。9 月失业率意外升至 4.4%，为 2021 年 10 月以来最高。美国上周初请失业金人数下降 8000 人至 22 万人，续请失业金人数升至 4 年新高。

美国总统特朗普表示，他认为 27 日是乌克兰接受美国支持的和平计划的最后期限。俄罗斯总统普京表示，已收到美国提出的乌克兰问题解决方案，但尚未进行公开讨论，目前仅就总体框架有所涉及。

美国官员透露，美国总统特朗普可能不会很快实施早就承诺要实施的半导体关税措施。特朗普在 8 月份曾表示，将对进口半导体征收约 100% 的关税。另有美国官员透露，特朗普计划下周签署一项行政命令，推出名为“创世使命”的计划，旨在推进美国在人工智能领域的发展。

美联储公布的 10 月政策会议纪要显示，美联储决策层在上月降息时存在严重分歧。许多官员认为，在 2025 年剩余时间内维持利率不变“可能是合适之举”。不过，也有若干位官员指出，若经济表现与预期一致，12 月再次降息“很可能是合适的”。

美国总统特朗普表示，他认为自己已经选定了下一任美联储主席的人选，同时声称有人阻止他开除现任美联储主席鲍威尔。贝森特表示，他已将候选范围缩小至以下人选：现任美联储理事沃勒和鲍曼，前美联储理事沃什，白宫国家经济委员会主任哈塞特，以及贝莱德公司高管里德。

美联储副主席杰斐逊表示，他认为就业面临的下行风险有所上升，而通胀的上行风险则可能最近略有下降。不过他也重申，随着利率接近中性水平，决策者需要更加谨慎、缓步推进。美联储理事沃勒重申，他认为美联储应该在 12 月会议上再次降息，理由是美国劳动力市场疲软以及货币政策在伤害中低收入消费者。

英伟达 2026 财年第三季度财报显示，其营收与每股收益均超出华尔街预期，同时对第四季度营收的指引也高于市场预期。英伟达第三季度营收 570.1 亿美元，预期 551.9 亿美元；数据中心营收 512 亿美元，预期 493.4 亿美元；游戏营收 43 亿美元，预期 44.2 亿美元；调整后每股收益 1.30 美元，预期为 1.25 美元；英伟达预计第四季度营收约为 650 亿美元，而

分析师此前预期该季度营收为 616.6 亿美元。

沙特阿拉伯王储兼首相穆罕默德·本·萨勒曼与特朗普在白宫会晤，他承诺，沙特对美国的投资将从 6000 亿美元提升至 1 万亿美元，这一数字与沙特全年的 GDP 相当。

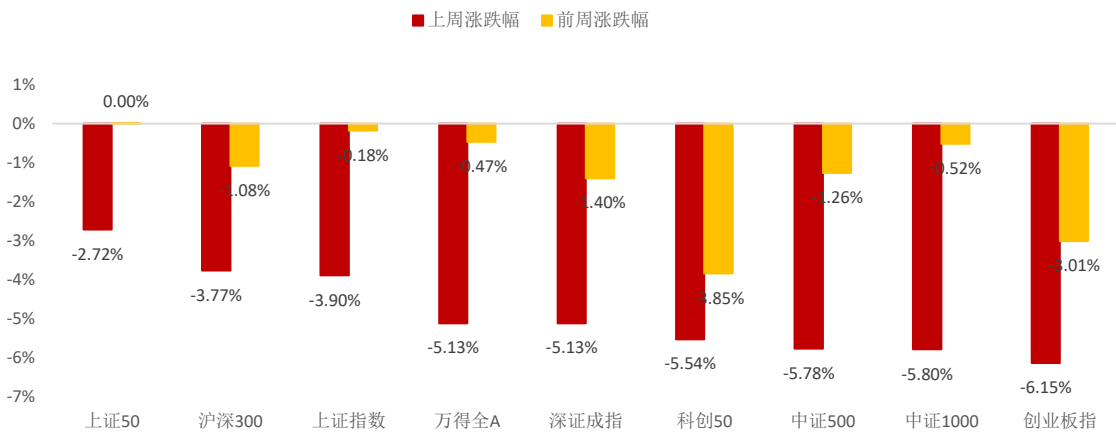
日本第三季度实际 GDP 环比萎缩 0.4%，折合年率萎缩 1.8%。这是自 2024 年第一季度以来，日本季度 GDP 增速首次呈现负增长，主要是受到美国高关税政策导致出口萎靡不振和住宅投资疲软的影响。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股宽基指数多数下跌。截至 11 月 21 日，创业板指下跌 6.15%、中证 1000 下跌 5.8%、中证 500 下跌 5.78%，跌幅居前。从行业板块看，上周电力设备、综合、基础化工领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2025/11/21	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	16.1	↓ 0.54	51.6	↓ 7.68	87.1%	94.5%	92.5%
深证成指	29.0	↓ 1.58	67.8	↓ 7.76	73.9%	83.0%	77.1%
上证 50	11.9	↓ 0.16	60.8	↓ 2.06	89.4%	88.5%	84.4%
沪深 300	13.9	↓ 0.37	60.7	↓ 5.98	80.2%	82.2%	76.3%
中证 500	31.1	↓ 1.92	56.5	↓ 5.57	68.2%	91.4%	88.4%

中证 1000	44.8	↓	2.77	63.6	↓	5.43	63.6%	86.9%	84.7%
创业板指	37.7	↓	2.57	26.9	↓	6.15	24.8%	40.1%	43.9%
科创 50	145.1	↓	7.92	94.9	↓	1.18	94.9%	94.9%	94.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	2025/11/21	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数		
农林牧渔(申万)	23.8	↓	0.85	17.13%	↓	1.69	17.1%	28.3%	38.1%
基础化工(申万)	28.1	↓	2.25	60.85%	↓	9.96	60.9%	85.5%	80.4%
钢铁(申万)	31.9	↓	2.40	69.27%	↓	5.60	69.3%	92.5%	89.8%
有色金属(申万)	24.1	↓	1.73	28.84%	↓	2.71	28.8%	47.7%	59.8%
电子(申万)	59.0	↓	3.61	79.53%	↓	4.87	79.5%	93.6%	91.3%
家用电器(申万)	14.4	↓	0.33	33.74%	↓	6.65	33.7%	37.3%	38.8%
食品饮料(申万)	22.0	↓	0.32	23.70%	↓	1.26	23.7%	17.0%	22.7%
纺织服饰(申万)	27.3	↓	1.37	60.55%	↓	3.04	60.5%	76.1%	70.4%
轻工制造(申万)	30.2	↓	1.73	56.12%	↓	6.54	56.1%	87.8%	83.6%
医药生物(申万)	36.7	↓	2.67	50.70%	↓	17.42	50.7%	71.6%	69.0%
公用事业(申万)	19.6	↓	0.88	39.03%	↓	10.89	39.0%	42.8%	47.3%
交通运输(申万)	17.8	↓	0.94	55.32%	↓	5.50	55.3%	71.5%	76.0%
房地产(申万)	61.5	↓	3.75	98.28%	↓	0.65	98.3%	97.2%	96.2%
商贸零售(申万)	47.3	↓	3.76	92.99%	↓	4.86	93.0%	99.2%	99.0%
社会服务(申万)	44.5	↓	2.45	42.93%	↓	5.56	42.9%	46.7%	28.0%
综合(申万)	46.7	↓	4.72	48.43%	↓	16.08	48.4%	61.9%	48.5%
建筑材料(申万)	27.4	↓	1.60	75.39%	↓	2.84	75.4%	94.8%	92.9%
建筑装饰(申万)	12.4	↓	0.80	68.98%	↓	3.13	69.0%	95.2%	98.3%
电力设备(申万)	37.6	↓	4.37	49.63%	↓	13.55	49.6%	70.7%	60.6%
国防军工(申万)	75.6	↓	1.31	66.04%	↓	1.42	66.0%	90.9%	88.1%
计算机(申万)	83.4	↓	2.27	90.43%	↓	1.15	90.4%	94.2%	92.1%
传媒(申万)	42.4	↓	0.62	57.40%	↓	1.25	57.4%	80.9%	77.3%
通信(申万)	40.5	↓	1.07	57.66%	↓	4.50	57.7%	78.4%	85.5%
银行(申万)	6.6	↓	0.06	61.15%	↓	2.75	61.1%	67.9%	78.6%
非银金融(申万)	12.4	↓	0.58	2.56%	↓	2.90	2.6%	1.2%	1.6%
汽车(申万)	27.3	↓	1.38	70.77%	↓	6.89	70.8%	55.4%	39.8%
机械设备(申万)	34.9	↓	1.68	67.49%	↓	1.67	67.5%	92.5%	93.5%
煤炭(申万)	18.4	↓	1.16	77.54%	↓	0.43	77.5%	99.2%	99.0%
石油石化(申万)	20.0	↓	0.62	64.69%	↓	3.63	64.7%	88.6%	92.9%
环保(申万)	28.5	↓	1.79	59.14%	↓	1.49	59.1%	96.8%	99.0%
美容护理(申万)	38.1	↓	1.87	51.82%	↓	5.45	51.8%	47.4%	31.8%

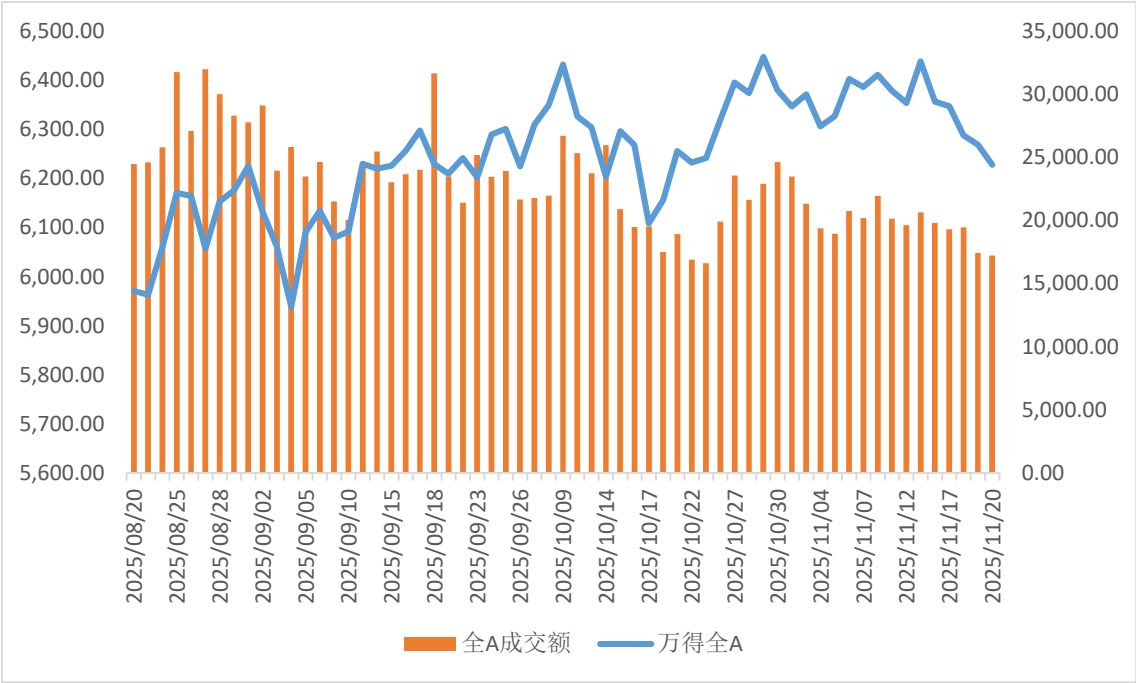
数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数和各行业估值分化。当前各宽基指数多数估值水平超过 50%。从行业板块看，上周**银行**、**食品饮料**、**家用电器**估值下行较少，**综合**、**电力设备**、**商贸零售**下行最多。当前**房地产**、**商贸零售**、**计算机**、**电子**、**煤炭**板块估值处于历史较高水平；**非银金融**、**农林**

牧渔、食品饮料、有色金属、家用电器板块估值处于历史较低水平。

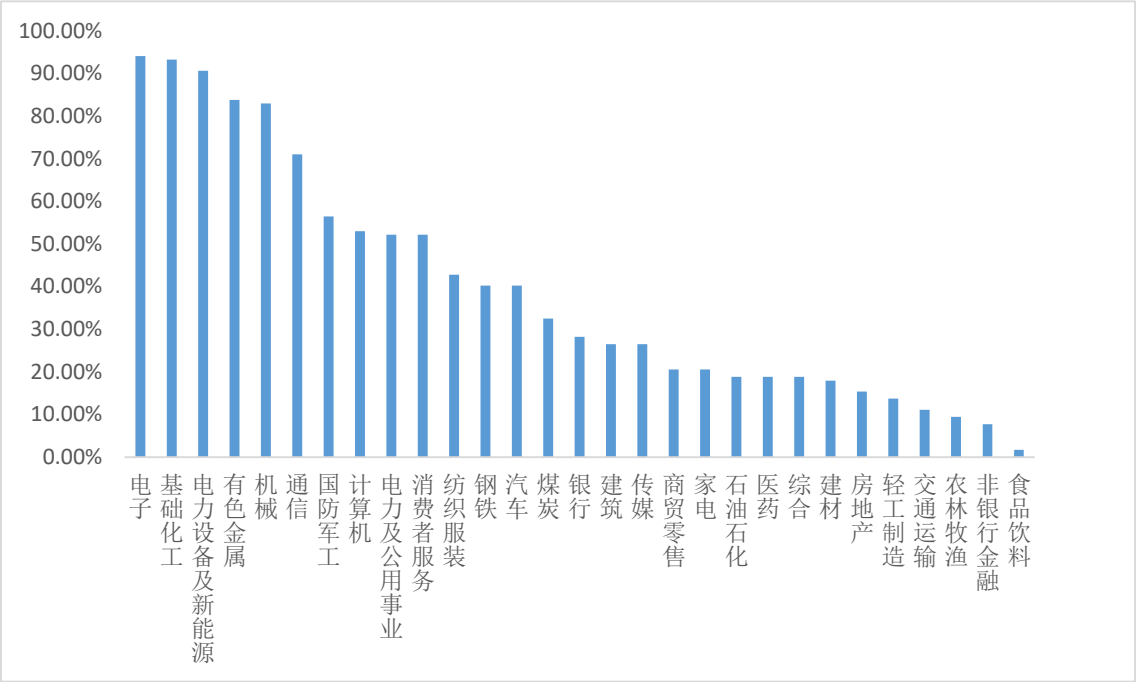
3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



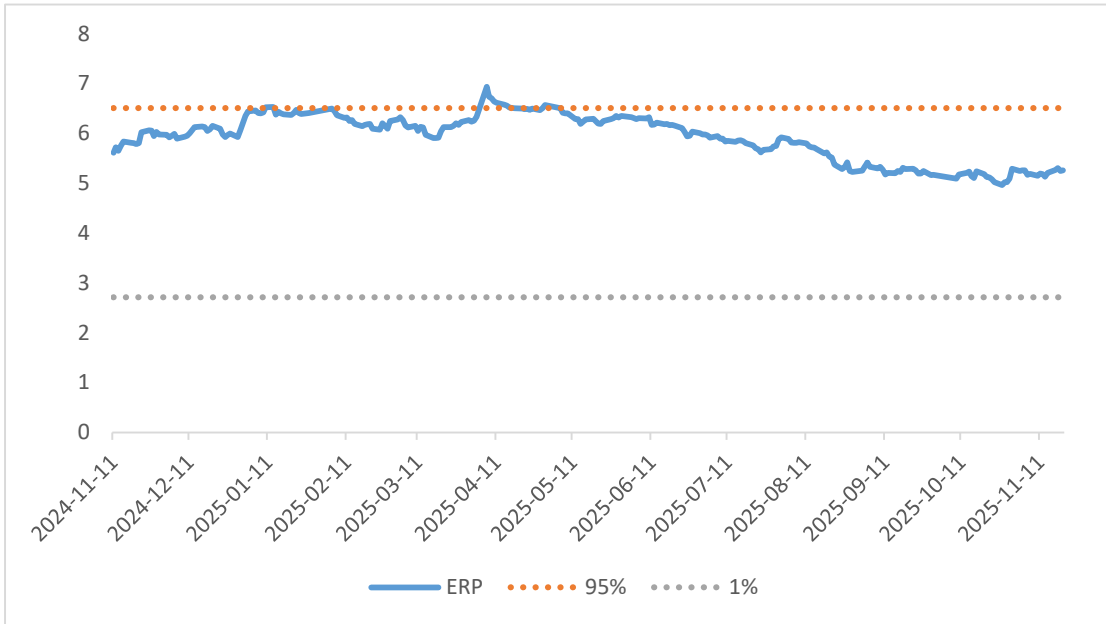
数据来源：Wind

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind

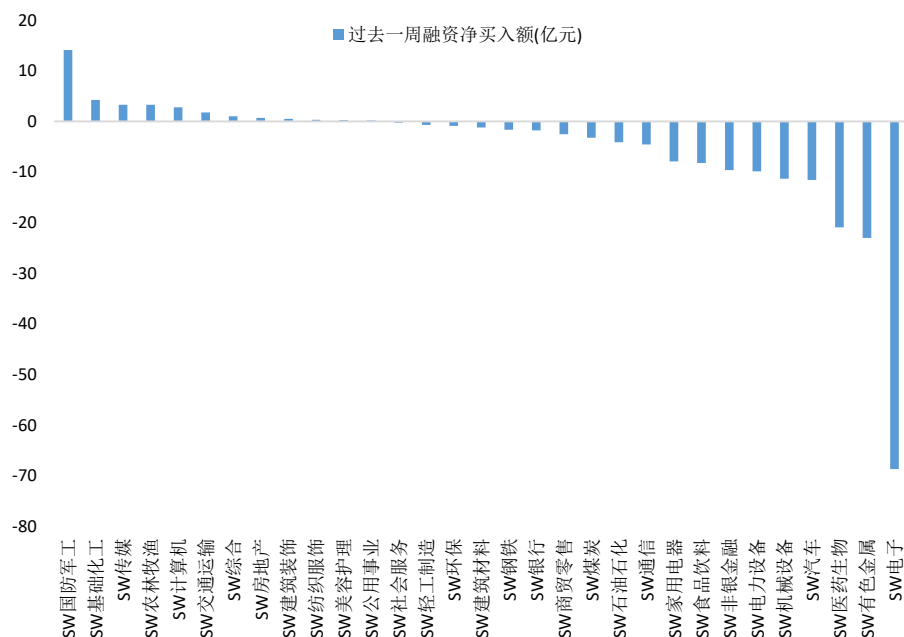
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场震荡下行。从行业拥挤度的角度，电子，基础化工，电力设备及新能源的拥挤度较高。

从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.26%，处于历史 49.81% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

4、权益市场资金

11 月 20 日，两融资金占比为 10.06%，11 月 14 日为 10.02%，反映出杠杆资金加仓意愿略有提升。截至 11 月 21 日，本周融资净买入的前三行业为国防军工、基础化工、传媒。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

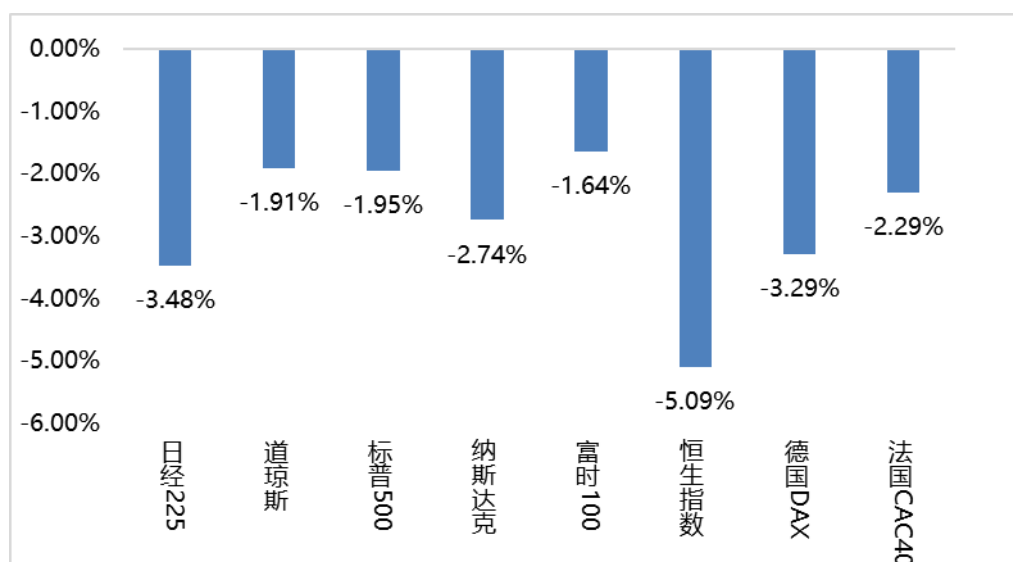


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市集体下跌。美国股市方面，道指下跌 1.91%，标普 500 下跌 1.95%，纳指下跌 2.74%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 1.64%，德国下跌 3.29%，法国下跌 2.29%；亚太股市方面，日经指数下跌 3.48%，恒生指数下跌 5.09%。

图：上周海外主要指数涨跌



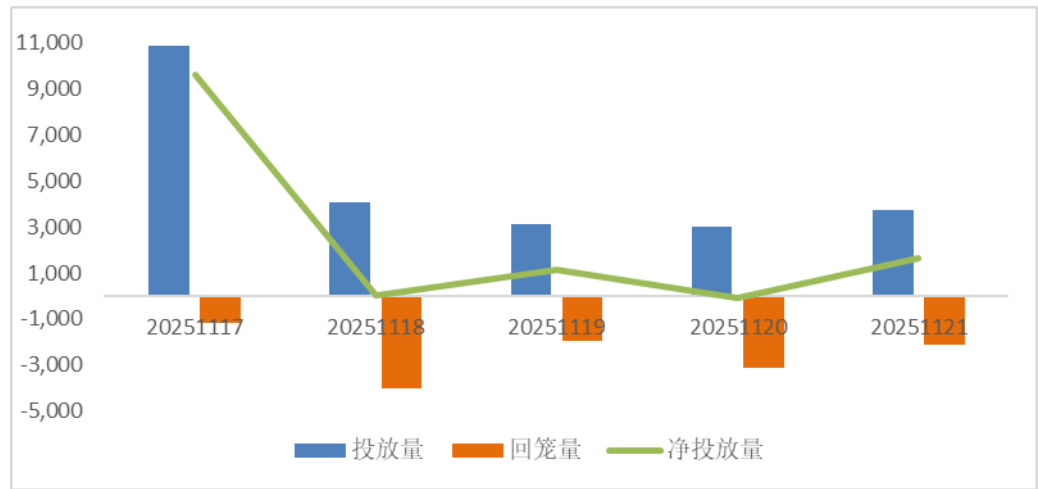
数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 16760 亿元逆回购和 8000 亿元买断式逆回购操作，因有

11220 亿元逆回购及 1200 亿元国库现金定存到期，整体上实现净投放 12340 亿元。

图：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

政府债发行：本周国债计划发行 1570 亿元，地方政府债计划发行 3296 亿元，整体净缴款 2337 亿元。

图：11 月 24 日-11 月 28 日政府债发行缴款

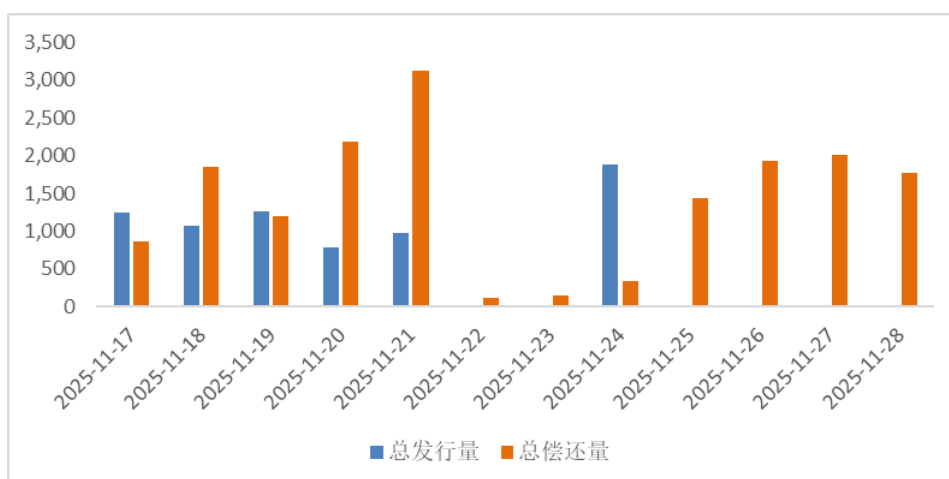
单位：亿元

	11 月 24 日		11 月 25 日		11 月 26 日		11 月 27 日		11 月 28 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	1570	186	0	587	0	767	0	876	0	881
到期	0	237.02	2131.2	0	0	25.17	0	90.4	0	1
缴款	0	844	1570	186	0	587	0	767	0	868
净缴款	607		-375		562		676		867	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：本周（11 月 24-28 日）存单到期 7752 亿元，较上周的 9209 亿元有所回落。

图：同业存单到期与发行



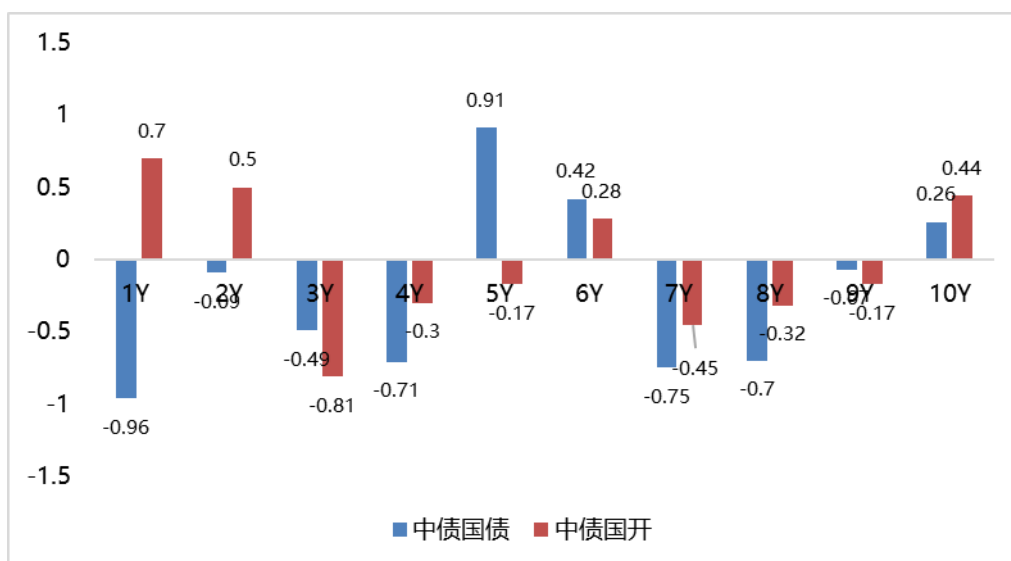
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场： 上周资金面整体由均衡转为宽松。上周一为纳税申报截止日，且政府债净缴款规模较大接近 2000 亿，资金承压，价格上行；上周二为税期走款日，加上北交所新股精创电气申购，资金压力仍存，隔夜价格继续上行。上周三开始，税期影响即将结束，且其他扰动因素影响较小，资金利率开始下行。截至上周五，R001 收于 1.39%，较前一周下行 4.19BP，R007 收于 1.5%，较前一周上基本持平。

票据利率： 上周为中下旬时点，供给方面，一级市场签发量较前一周增加 600 亿至两千三百多亿左右，日均签发量在两千亿元附近，企业贴现需求同样明显提振，日均贴现金额在一千八百多亿元。需求方面，受供给支撑和转贴市场价格上涨的共同影响，直贴行上调报价，买盘情绪谨慎。供需相互博弈，票据利率震荡上涨。

（三）债券市场

图 14：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源: Wind、中债估值、鑫元基金

表: 中债国债期限利差 (2025 年)

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	3.4	15.59	22.59	32.14
环比	0.47	1.40	-0.65	0.19
年初以来	-17.58	4.52	7.07	1.74
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	24.97	15.22	18.52	46.61
2016 年以来分位数	4.20%	54.00%	77.08%	31.41%

数据来源: Wind, 最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表: 中债中短期票据信用利差 (2025 年 11 月 21 日)

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	7.61	14.92	14.29	23.94	24.07
环比	-1.10	-0.56	-1.52	0.69	3.03
年初以来	-24.73	-20.31	-22.97	-9.7	-21.05
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	43.51	35.14	37.54	41.76	43.24
2016 年以来分位数	0.28%	1.21%	0.44%	6.39%	6.63%

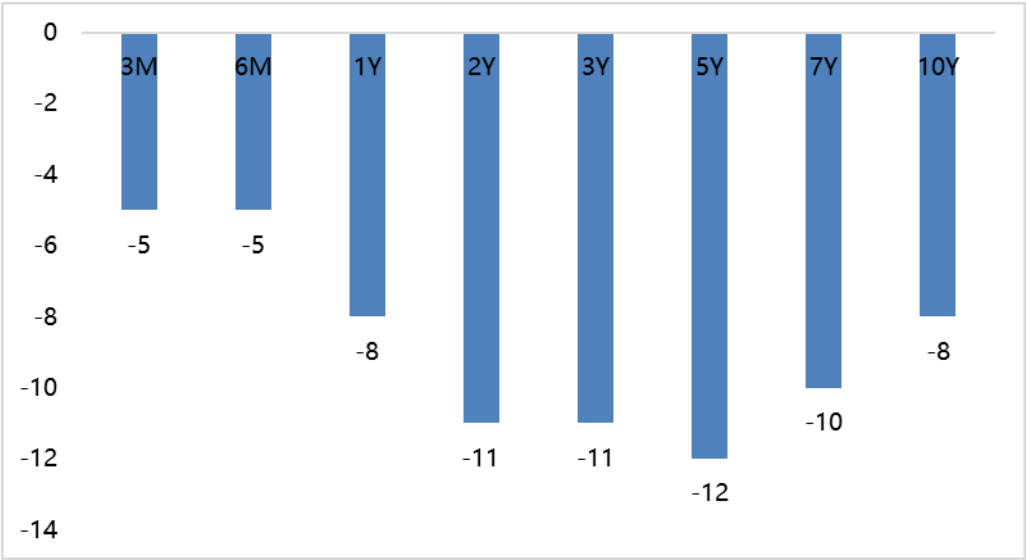
数据来源: Wind、鑫元基金, 最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率涨跌不一。其中, 中债国债 1 年期收益率下行 0.96BP 至 1.4008, 3 年期下行 0.09BP 至 1.4348, 5 年期上行 0.91BP 至 1.5907, 10 年期上行 0.26BP 至 1.8166。

长期限高等级票据信用利差收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.10BP, 中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.56BP; 中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差

收窄 1.52BP。

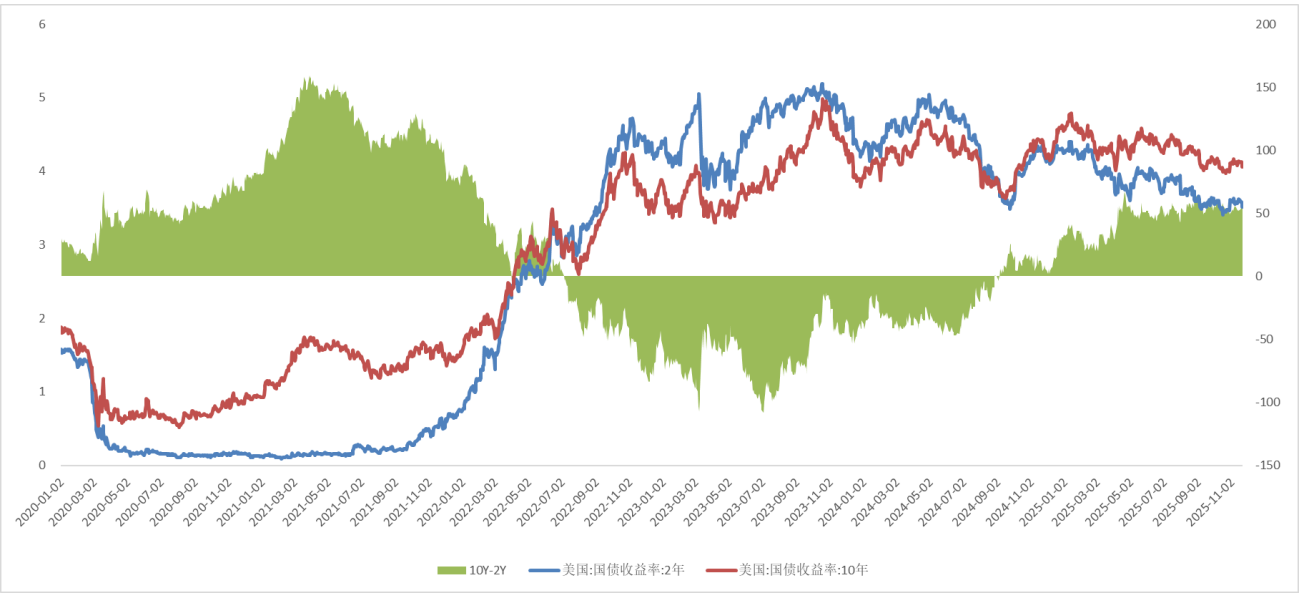
图：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体下行。1 年期美债收益率下行 8BP，3 年期美债收益率下行 11BP，10 年期美债收益率下行 8BP。

图：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（四）外汇市场

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数上涨 0.87%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.07%，即期汇率贬值 0.14%，离岸人民币汇率贬值

0.07%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币： 中间价	美元兑人民币：即期 汇率	美元兑人民币： 离岸
选定日期	100.1527	7.0875	7.1103	7.1054
对照日期	99.2845	7.0825	7.1007	7.1001
涨跌	0.87%	-0.07%	-0.14%	-0.07%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，往前看，美联储在 12 月会议前已进入关键经济数据“真空期”；随着降息接近中性利率，美联储风险平衡态度从“预防式”降息转为“数据依赖”。10 月后关键数据（CPI、非农、零售）大面积推迟或取消，12 月 FOMC 前仅剩 9 月非农作为核心参考。联储内部观点分化明显，鸽派（威廉姆斯、沃勒、米兰）主张降息以对冲就业风险，鹰派（哈马克、洛根、古尔斯比）担忧通胀黏性与金融稳定，投票权成员支持与反对降息比例约 4:5。市场 12 月降息概率升至 70%，但鲍威尔能否凝聚共识仍为关键变量，政策倾向或倾向“技术性降息”或暂停，取决于其对数据真空期的风险权衡。

（二）权益市场展望和策略

10 月底的美联储会议纪要显示许多参会者认为下次会议应该维持利率不变，少数参与者认为应该再次降息 25 个基点（9 月非农数据反馈的也是分化走势）；纪要强调若要再次降息，数据需进一步验证劳动力市场的担忧。另外由于 10 月失业率和非农数据等部分重要数据的缺失，且 11 月非农就业数据（12 月 16 日公布）将在美联储议息会议（12 月 9-10 日）之后公布，市场开始认为 12 月不降息的概率增加。海外流动性偏弱是导致最近海外下跌的主要原因。我们认为在目前的数据下，美国的就业市场软而未崩，美联储目前看并没有落后于曲线。12 月降不降息不是最重要的；最重要的是市场需要 FED 表态现在讨论降息终止为时过早，未来还是会降息的。英伟达的财报超预期，但边际效用递减；AI 的景气还是要靠新的故事、新的逻辑和新的主角。权益策略建议：1、仓位：维持中性仓位。1）前期高波动的行业需要有一个均值回归的过程，预计调整时间会持续二周左右。策略上，市场需要一定时间的震荡整理，

以消化今年以来的上涨。2) 市场波动性短期集中释放后, 将进入一个相对缓释的过程。出现类似上周五脉冲式加速下行的概率有限。3) AI 方向缺乏新的叙事逻辑, 在分母不宽的背景下, 估值需要有一个下修的过程。2、配置策略: 哑铃策略。3、行业选择: 1) 上周提到“市场的热点继续缩圈, 以储能放量驱动新能源上游和中游价格上涨, 是主要交易区域, 短期已加速至后段”。相关区域完成最后的上冲之后, 出现剧烈调整。短期不建议参与。2) 短期可配置的方向仍是: 金融、工业金属、电力、煤炭等大市值红利类品种, 以获取一定的相对收益。3) 黄金维持 4000 美元中枢震荡。

(三) 债券市场展望和策略

上周债市仍处在低波行情中, 仅超长端振幅较大, 近期交易主线缺乏, 沦为资金轮动的“配角”, 在看股做债, 中日地缘、地产、基金新规等消息影响中震荡磋磨, 机构博弈利差挖掘行情, 资金一度涌向超长端以及中短端部分券种。周五权益迎来大跌, 债市相继走弱, 上周股债双双迎来“黑色星期五”。全周来看, 30y、10y、1y 国债收益率分别变化 1bp、1bp、-1bp 收于 2.16%、1.82%、1.40%。期限利差方面, 30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 1bp、2bp 收于 34bp、42bp。上周处在宏观数据披露后的空窗期, 近期公布的宏观数据都指向了国内偏弱的现实, 值得关注的是近期地产再次出现了加速下行的情形, 预计四季度金融数据承压概率较高, 市场对基本面的担忧是当前支撑债市的关键。但在央行给定利率区间以及基金费率新规悬而未决的背景下, 无论是股债跷跷板还是基本面数据, 债市对短期扰动因素基本脱敏, 我们认为在看到风偏彻底扭转或央行释放进一步宽松信号前, 债市难见趋势性行情。下周关注延期披露的美国通胀数据以及中日地缘事件, 这是影响短期风险偏好的重要因素。总体而言, 远端依旧受美国降息周期+大美丽法案驱动全球总需求向上影响, 债市上有顶, 下有底状态或将延续。

风险提示: 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议, 仅供参考, 使用前务请核实, 风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有, 未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。