



# 宏观环境步入转折前夜，内外风险与政策转向交织

——鑫元周观点（2025. 11. 24-2025. 11. 28）

## 一、核心观点

**宏观方面**，上周中美元首通话在釜山会晤基础上再次确认“合则两利、斗则俱伤”，在台湾等核心议题上重申底线的同时，为经贸与科技沟通留出空间。国内 10 月工业企业利润当月同比由高增转为负增、营收转弱、利润率回落来看，企业盈利修复斜率明显放缓，“价升量弱+被动补库”格局下内需仍偏弱，中长期仍需财政与产业政策协同发力；万科股债大幅下挫且中票寻求展期，凸显房地产尾部风险与信用分化仍在演绎。海外方面，俄乌在多份和平方案间反复博弈、美方准备在关税权被限制时启用贸易法“B 计划”，叠加美联储褐皮书对经济“整体持平、局部放缓”的判断以及内部更鸽派声音抬头、日本以近年来较大规模的补充预算和潜在 12 月加息组合调整政策路径，全球宏观环境整体仍处在温和放缓，政策转向的前夜。

**权益市场方面**，海外市场纠结的问题依然在于 12 月份降不降息。上周纽约联储主席的鸽派言论缓解了市场的担忧，引发海外反弹。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；12 月不降息，1 月也会降；12 月降了，1 月未必会降。美联储托底市场的 FED PUT 才是最重要。海外关于 AI 泡沫化的问题反馈了市场对于新叙事逻辑的强烈需求；谷歌自身的循环，部分验证 AI 的商业价值。两者对冲之后，AI 的估值暂时稳住，海外整体基本面趋于平缓。权益策略建议：1、仓位：维持中性仓位。1) 市场如期展开超跌反弹，预计本周仍将以轮动反弹为主，但科技成长方向的调整幅度和时间并不充分；需警惕市场再度向下的波动风险。2) 操作上仍建议逢高减持科技成长方向，向大市值红利资产进行切换。3) AI 方向缺乏新的叙事逻辑，在分母不宽的背景下，估值的提升仍是较为困难的。2、配置策略：哑铃策略。3、行业选择：1) 短期反弹幅度相对较大的方向，建议卖出为主，包括 AI 硬件、新能源产业链等。2) 短期仍建议继续将科技成长的弹性仓位向大市值红利资产进行切换，以守住今年来之不易的投资收益。大市值红利资产方向包括：金融、工业金属、电力、石油石化、煤炭等。3) 黄金或维持 4000 美元中枢震荡。

**固收市场方面**，上周债市收益率整体上行，主要受公募费率新规正式落地预期博弈、市

场风险偏好变化、央行购债规模及 LPR 降息等因素影响。经过 10 月对政策预期及央行重启买债等主线的充分交易后，年末债市天然呈现出“落袋为安”心态占主导的局面，“抄底”意愿相对减弱。多数机构保持观望，静待增量信息的明确指引。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化 3bp、2bp、0bp 收于 2.19%、1.84%、1.40%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 0bp、2bp 收于 34bp、44bp。上周债市受机构行为以及情绪面因素影响较多，临近年底受到公募基金费率调整传闻反复影响，在缺少增量资金的情况下波动增大，国债收益率一度上行至央行指导区间上沿。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，我们认为在看到风险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。12 月份重回宏观预期定价，重点关注美联储议息会议、中央经济工作会议及中央政治局会议，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

11 月 24 日晚，国家主席习近平同美国总统特朗普通电话。习近平指出，釜山会晤以来，中美关系总体稳定向好，受到两国和国际社会普遍欢迎，事实再次说明，中美“合则两利、斗则俱伤”是经过实践反复验证的常识，中美“相互成就、共同繁荣”是看得见、摸得着的实景。双方要保持住这个势头，坚持正确方向，秉持平等、尊重、互惠态度，拉长合作清单、压缩问题清单，争取更多积极进展，为中美关系打开新的合作空间。习近平阐明了中方在台湾问题上的原则立场，强调台湾回归中国是战后国际秩序重要组成部分。中美曾并肩抗击法西斯和军国主义，当前更应该共同维护好二战胜利成果。

外交部发言人毛宁在例行记者会上表示，中美元首进行通话是美方发起的，通话的氛围是积极的、友好的、建设性的。两国元首就共同关心的问题进行沟通对于中美关系稳定发展十分重要。

国务院总理李强主持召开国务院常务会议，听取推动高质量发展综合督查情况汇报，部署推进基本医疗保险省级统筹工作，审议通过《全民阅读促进条例（草案）》，讨论《中华人民共和国注册会计师法（修正草案）》。会议指出，要协调推进基本医保省级统筹和分级诊疗

制度建设，加强基层医疗服务能力建设。

11月25日，央行开展10000亿元中期借贷便利（MLF）操作。由于当月有9000亿元MLF到期，这意味着MLF净投放量达1000亿元，为连续第9个月加量续作。

商务部部长王文涛与欧盟委员会贸易和经济安全委员谢夫乔维奇举行视频会谈，就安世半导体等经贸问题深入交换意见。双方一致同意，企业是解决安世半导体问题的主体，将共同敦促安世荷兰与安世中国尽快开展建设性沟通，找到长期解决方案，尽快恢复全球半导体供应链的畅通与稳定。双方还就中欧出口管制等问题交换了意见。

六部门联合发布《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》，从拓展增量、深挖存量、场景赋能等5方面部署19项重点任务，目标是到2027年，消费品供给结构明显优化，形成3个万亿级消费领域和10个千亿级消费热点。

国家发改委主任郑栅洁主持召开民营企业座谈会，就“十五五”时期服务业高质量发展听取意见建议。郑栅洁表示，“十五五”时期，我国服务业发展空间和潜力巨大，希望企业进一步做强主业、做精专业，积极扩大有效投资，提高服务供给水平，助推产业转型升级。

国家统计局公布数据显示，1-10月份，全国规模以上工业企业利润总额同比增长1.9%，累计增速连续三个月保持增长。10月份，受上年同期基数有所抬高、财务费用增长较快等因素影响，规模以上工业企业利润同比下降5.5%。

## （二）海外宏观

俄罗斯总统普京表示，美方代表团将于下周到访莫斯科。普京重申俄方总体上同意将美方解决乌克兰问题的清单作为未来谈判的基础。普京表示，如果乌克兰武装力量从其目前控制地区撤离，俄方将停止武装行动；如果乌方不撤离，俄方将采用军事手段达成目标。

美国和乌克兰完成一份新的19点和平协议草案，但领土安排、乌克兰与北约及俄美关系等最敏感议题仍留待特朗普与泽连斯基决定。欧洲多国警告，短期内无法迅速达成协议。俄方表示，欧洲就结束乌克兰危机所提出的和平方案对俄方不具建设性，也不符合俄方利益。

美国白宫发布声明表示，总统特朗普签署了一项行政命令，启动一项旨在利用人工智能（AI）变革科学研究方式、加速科学发现的全新国家计划“创世纪计划”。声明表示，该命令指示能源部创建一个人工智能实验平台，整合美国超级计算机和独特数据资产，以生成科学基础模型并为机器人实验室提供支持。该命令指示总统科学与技术事务助理（APST）协调这项国家计划，并整合联邦政府各部门的数据和基础设施。能源部长、总统科学与技术事务助理以及人工智能与加密技术特别顾问将与学术界和私营部门的创新者合作，支持并加强

“创世纪计划”。

特朗普政府正在秘密准备一套备用方案，如果美国最高法院推翻特朗普使用的一项重要关税权力，他们将尽快换种方式把关税重新征上。美国官员透露，美国商务部和美国贸易代表办公室都已研究好“B计划”。如果政府败诉，他们将转而依据《贸易法》中的第301条和第122条，这两条法律也赋予美国总统单方面加征关税的权力。

白宫经济顾问哈塞特表示，美联储新领导层或有望降息，特朗普或在未来几个月面试美联储候选人，或许会在新年前后确定美联储主席人选。

美联储发布褐皮书显示，根据美联储12个辖区中的大部分报告，自上次报告以来，经济活动基本持平；不过有2个辖区指出经济小幅下滑，1个辖区报告经济小幅增长。整体前景基本未变，部分人士指出未来几个月经济活动放缓的风险加大。

美国上周初请失业金人数减少6000人至21.6万人，为4月中旬以来新低，低于预期值22.5万人。此前一周的续申请失业金人数小幅上升至196万人。

美联储理事米兰发表最新讲话称，当前货币政策阻碍了经济发展，美国经济需要大幅降息。米兰认为，失业率上升是货币政策过于紧缩的结果。

日本内阁批准了18.3万亿日元（合1170亿美元）的额外预算，为自放松疫情限制以来规模最大的一轮刺激计划提供资金。日本财务省称，其中11.7万亿日元将由新债填补。为了反映这一变化，政府修改了本财年的债券发行计划。日本两年期和五年期国债发行分别增加了3000亿日元，国库券发行增加了6.3万亿日元。

日本央行正为最早于下月可能实施的加息做市场准备，随着对日元大幅贬值的担忧重现，且要求央行维持低利率的政治压力逐渐消退，日本央行重启了此前的鹰派表述。野村证券研究团队在最新的周报中明确指出，日本央行12月加息概率已从上周的不足20%大幅回升至超过50%。

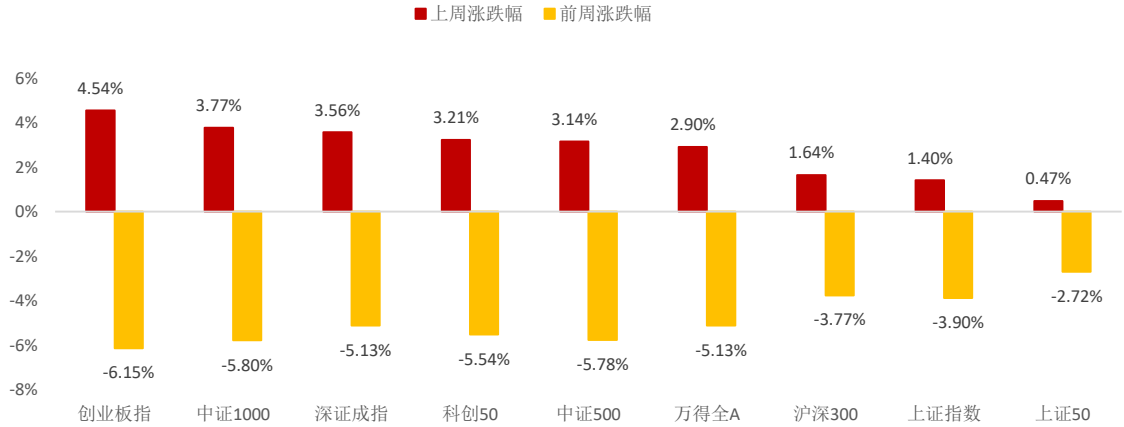
芝加哥商品交易所（CME）当地时间周四深夜因数据中心冷却系统故障引发全球交易中**断**，导致股票、外汇、美债、能源及农产品等多个关键市场陷入停滞，全球市场流动性急剧**萎缩**。中断持续数小时，时长已超过2019年类似故障，最终于美东时间28日8:30恢复交易。交易员形容市场陷入“盲飞”状态，被迫转向替代流动性工具。这也是芝商所时隔11年再次发生重大故障，与上次仅涉及农产品合约不同，这一次影响范围更大。与此同时，白银在交易恢复后快速拉升创历史新高，让“拉网线”的市场传言愈演愈烈。

### 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 股宽基指数多数上涨。截至 11 月 28 日，创业板指上涨 4.54%、中证 1000 上涨 3.77%、深证成指上涨 3.56%，涨幅居前。从行业板块看，上周**通信、电子、综合**领涨，**石油石化、银行、煤炭**领跌。

### 2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2025/11/28	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	16.3	↑ 0.17	53.1	↑ 2.61	89.7%	95.5%	93.9%
深证成指	29.9	↑ 0.89	71.6	↑ 4.90	78.8%	87.2%	82.7%
上证 50	11.8	↓ 0.05	60.2	↓ 1.08	88.3%	87.2%	82.7%
沪深 300	13.9	↑ 0.07	61.3	↑ 0.49	80.7%	82.7%	77.0%
中证 500	32.0	↑ 0.92	59.3	↑ 2.93	71.2%	93.8%	91.6%
中证 1000	46.4	↑ 1.68	65.8	↑ 2.21	65.8%	87.9%	85.8%
创业板指	39.2	↑ 1.48	30.5	↑ 3.39	28.2%	42.6%	46.3%
科创 50	149.7	↑ 4.65	95.5	↑ 0.65	95.5%	95.5%	95.4%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	2025/11/28	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)	24.2	↑ 0.38	17.93%	↑ 0.80	17.9%	29.6%	39.4%
基础化工(申万)	28.9	↑ 0.82	65.18%	↑ 4.32	65.2%	87.9%	83.6%

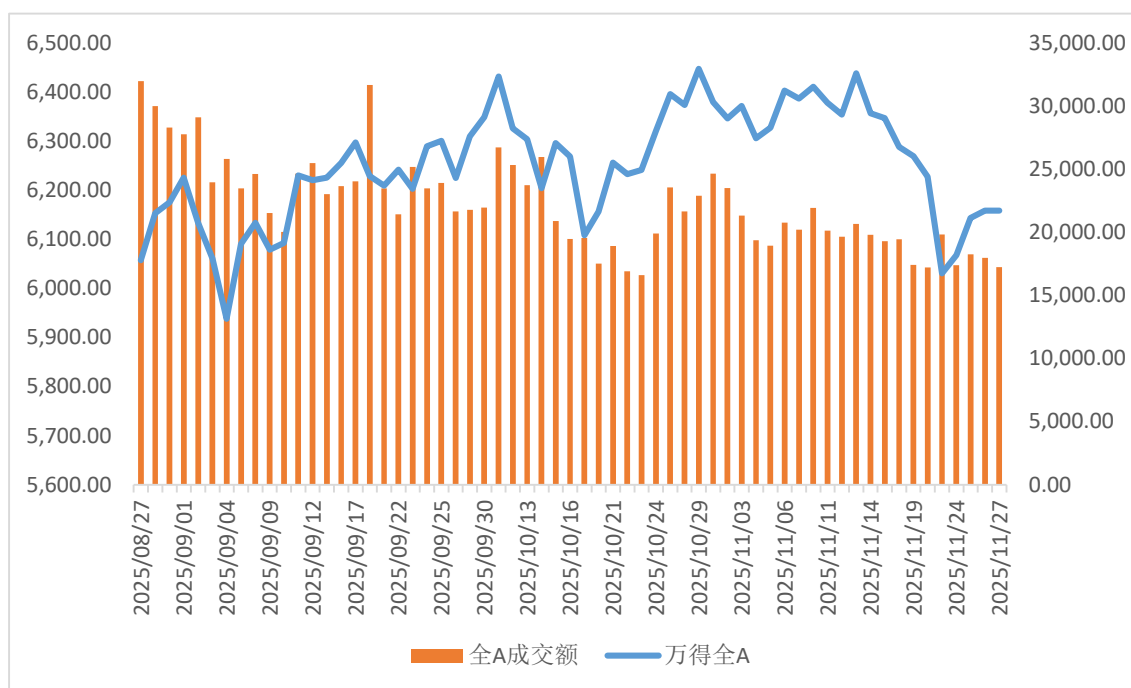
钢铁(申万)	32.3	↑	0.44	69.84%	↑	0.57	69.8%	92.6%	90.0%
有色金属(申万)	24.9	↑	0.82	30.71%	↑	1.86	30.7%	50.7%	61.3%
电子(申万)	62.6	↑	3.60	84.34%	↑	4.81	84.3%	96.8%	95.7%
家用电器(申万)	14.7	↑	0.26	39.54%	↑	5.79	39.5%	44.8%	48.8%
食品饮料(申万)	22.0	↑	0.03	23.84%	↑	0.14	23.8%	17.2%	23.0%
纺织服饰(申万)	28.0	↑	0.77	62.81%	↑	2.27	62.8%	78.9%	73.9%
轻工制造(申万)	31.4	↑	1.26	61.39%	↑	5.27	61.4%	96.1%	94.8%
医药生物(申万)	37.7	↑	1.02	56.79%	↑	6.09	56.8%	74.8%	70.4%
公用事业(申万)	19.8	↑	0.18	40.88%	↑	1.85	40.9%	45.3%	48.7%
交通运输(申万)	18.0	↑	0.22	56.58%	↑	1.25	56.6%	73.2%	76.4%
房地产(申万)	62.0	↑	0.44	98.22%	↓	0.06	98.2%	97.1%	96.0%
商贸零售(申万)	48.9	↑	1.67	94.17%	↑	1.18	94.2%	99.4%	99.2%
社会服务(申万)	46.2	↑	1.66	47.00%	↑	4.08	47.0%	49.7%	32.0%
综合(申万)	48.8	↑	2.07	55.43%	↑	7.00	55.4%	70.0%	59.4%
建筑材料(申万)	27.9	↑	0.56	76.58%	↑	1.19	76.6%	95.6%	94.1%
建筑装饰(申万)	12.7	↑	0.33	70.41%	↑	1.43	70.4%	96.5%	99.0%
电力设备(申万)	38.9	↑	1.31	54.20%	↑	4.57	54.2%	72.2%	62.5%
国防军工(申万)	77.6	↑	1.97	67.88%	↑	1.84	67.9%	93.2%	90.9%
计算机(申万)	86.0	↑	2.56	91.51%	↑	1.08	91.5%	95.3%	93.6%
传媒(申万)	44.2	↑	1.79	61.01%	↑	3.62	61.0%	86.1%	83.1%
通信(申万)	44.0	↑	3.58	68.58%	↑	10.92	68.6%	89.5%	91.8%
银行(申万)	6.5	↓	0.04	59.02%	↓	2.12	59.0%	65.6%	76.7%
非银金融(申万)	12.5	↑	0.09	2.93%	↑	0.37	2.9%	1.5%	2.1%
汽车(申万)	28.1	↑	0.81	74.70%	↑	3.93	74.7%	60.7%	47.0%
机械设备(申万)	36.2	↑	1.35	68.77%	↑	1.28	68.8%	94.3%	95.6%
煤炭(申万)	18.4	↓	0.09	77.51%	↓	0.03	77.5%	99.1%	98.8%
石油石化(申万)	19.8	↓	0.15	63.72%	↓	0.96	63.7%	88.1%	92.2%
环保(申万)	28.9	↑	0.39	59.36%	↑	0.23	59.4%	97.1%	99.0%
美容护理(申万)	38.3	↑	0.14	52.51%	↑	0.69	52.5%	48.3%	32.7%

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，上周电子、通信、计算机估值上行最多，石油石化、煤炭、银行下行最多。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。

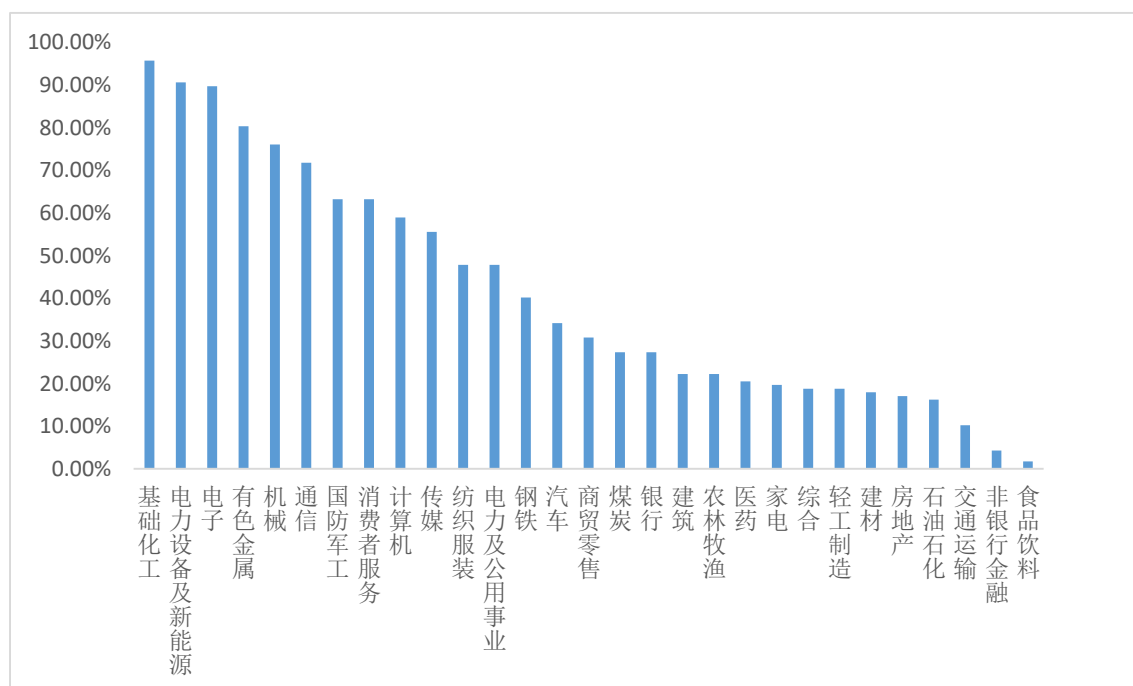
### 3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



数据来源：Wind

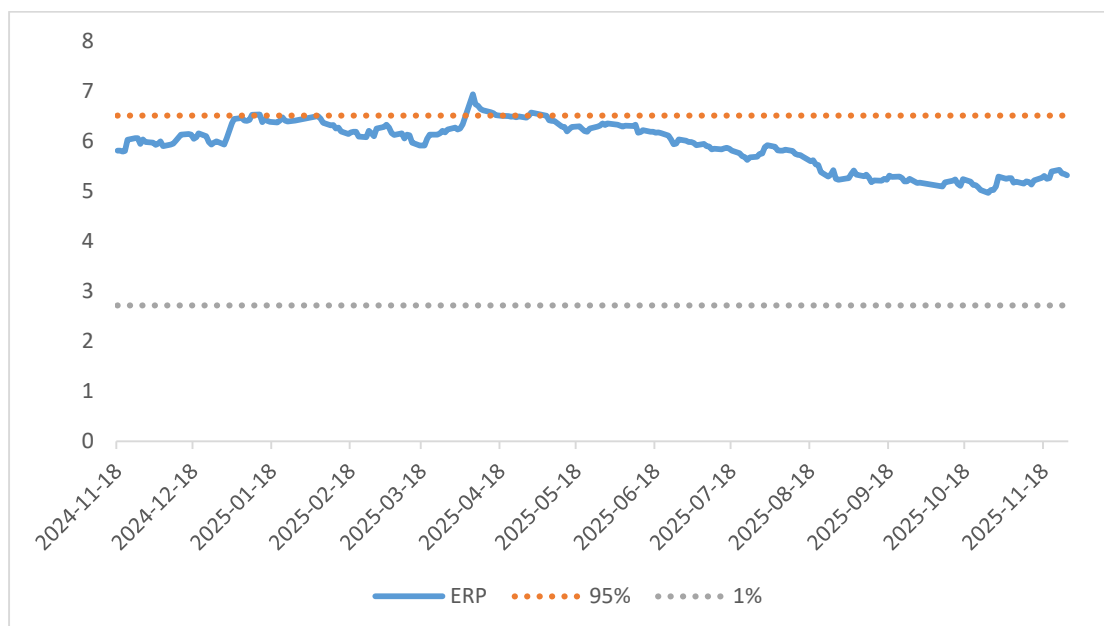
图：行业拥挤度分位数



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

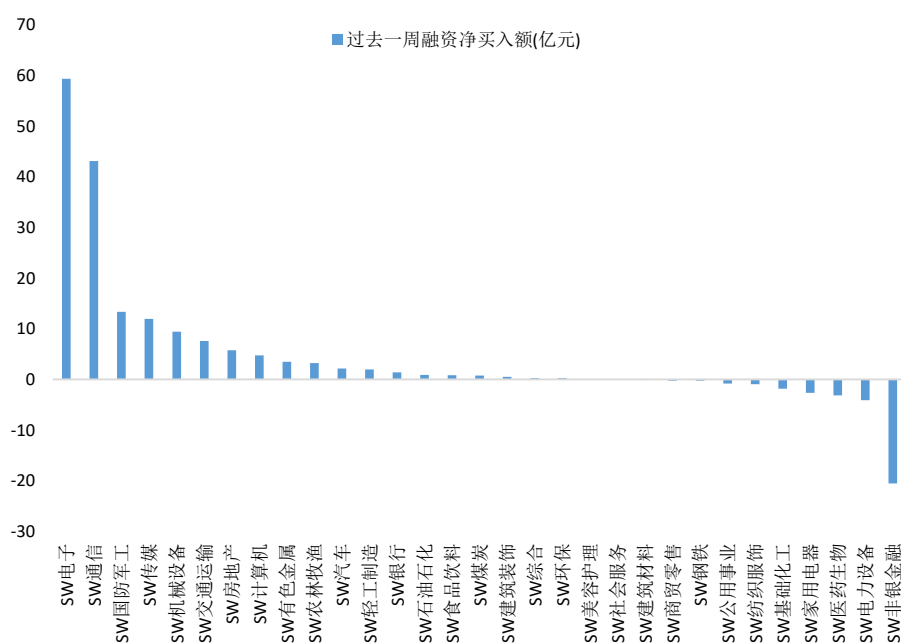
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场震荡上行。从行业拥挤度的角度，基础化工，电力设备及新能源，电子的拥挤度较高。

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 5.32%，处于历史 52.91% 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 27 日，两融资金占比为 11.32%，11 月 21 日为 9.31%，反映出杠杆资金加仓意愿略有提升。截至 11 月 28 日，上周融资净买入的前三行业为电子、通信、国防军工。

图：上周两融资金行业流向（亿元）



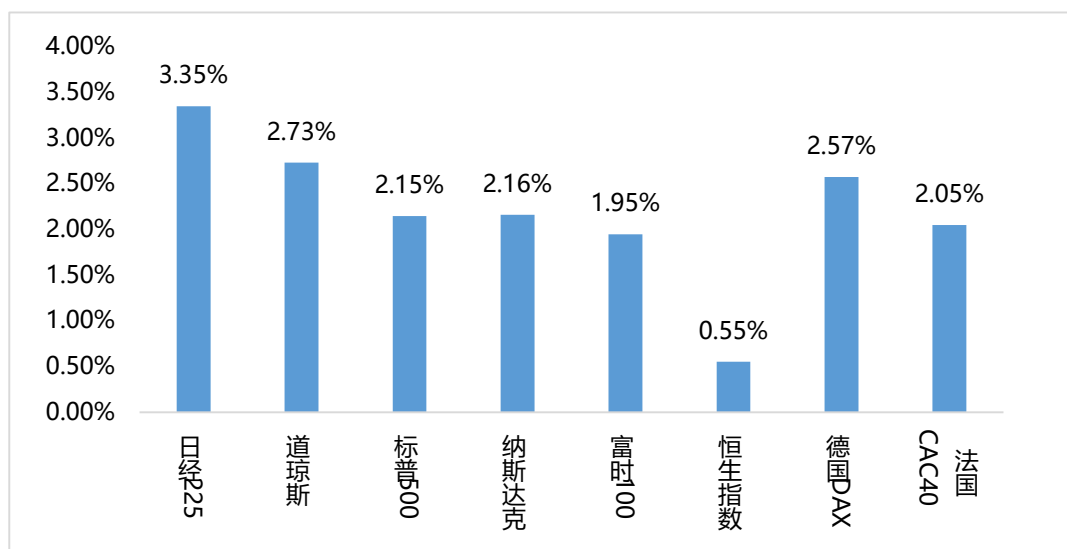


数据来源：Wind、鑫元基金

## 5、海外权益市场

上周海外股市集体上涨。美国股市方面，道指上涨 2.73%，标普 500 上涨 2.15%，纳指上涨 2.16%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 1.95%，德国上涨 2.57%，法国上涨 2.05%；亚太股市方面，日经指数上涨 3.35%，恒生指数上涨 0.55%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

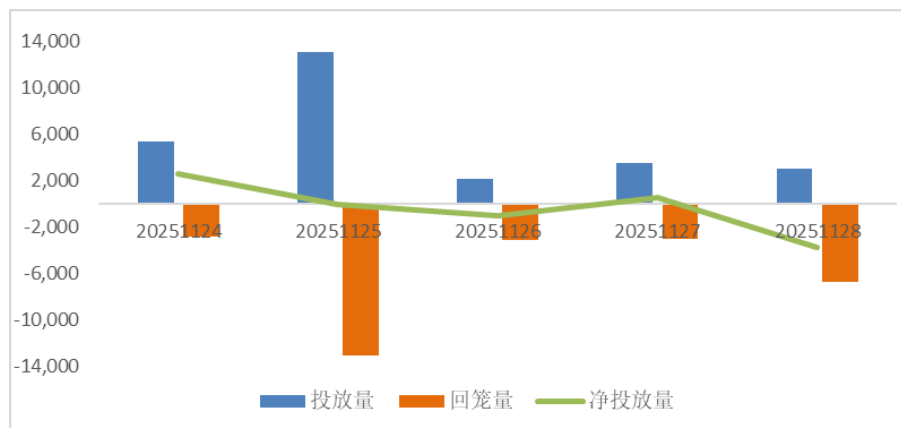


数据来源：Wind、鑫元基金

## (二) 资金市场

**公开市场操作：**上周央行进行 15118 亿元逆回购、2000 亿元国库现金定存和 10000 亿元 MLF 操作，因有 16760 亿元逆回购、9000 亿元 MLF 和 3000 亿买断式逆回购到期，整体上实现净回笼 1642 亿元。

图 12：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 1230 亿元，地方政府债计划发行 1087 亿元，整体净缴款 866 亿元。

表 1：12 月 1 日-12 月 5 日政府债发行缴款

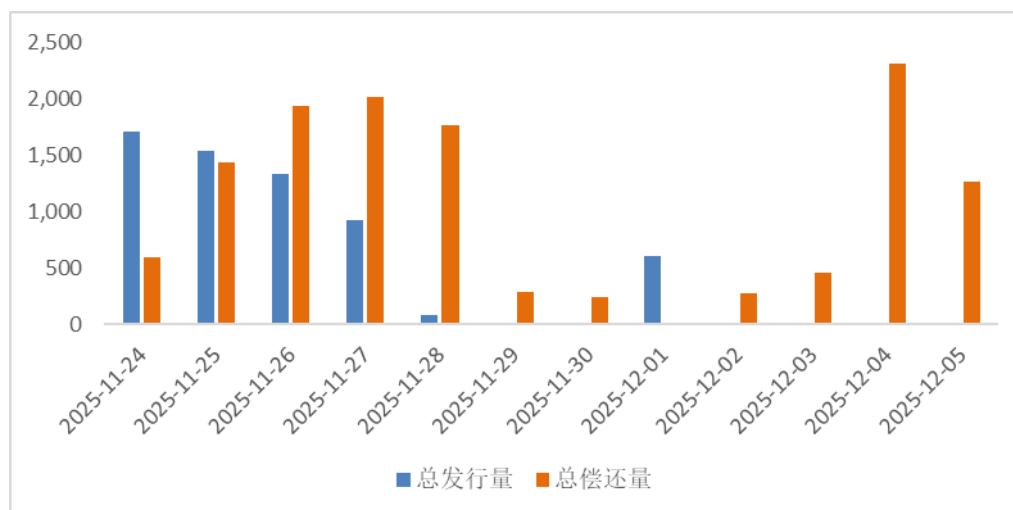
单位：亿元

	12 月 1 日		12 月 2 日		12 月 3 日		12 月 4 日		12 月 5 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	0	104	0	231	0	289	0	237	1230	235
到期	0	187.25	0	230.33	0	0	500	175	0	0
缴款	0	1098	0	104	0	231	0	289	0	237
净缴款	911		-126		231		-386		237	

数据来源：Wind、鑫元基金

**同业存单发行：**本周（12 月 1-5 日）存单到期 4858 亿元，而其后两周到期量均在 1 万亿元以上。

图 13：同业存单到期与发行



数据来源：Wind、鑫元基金

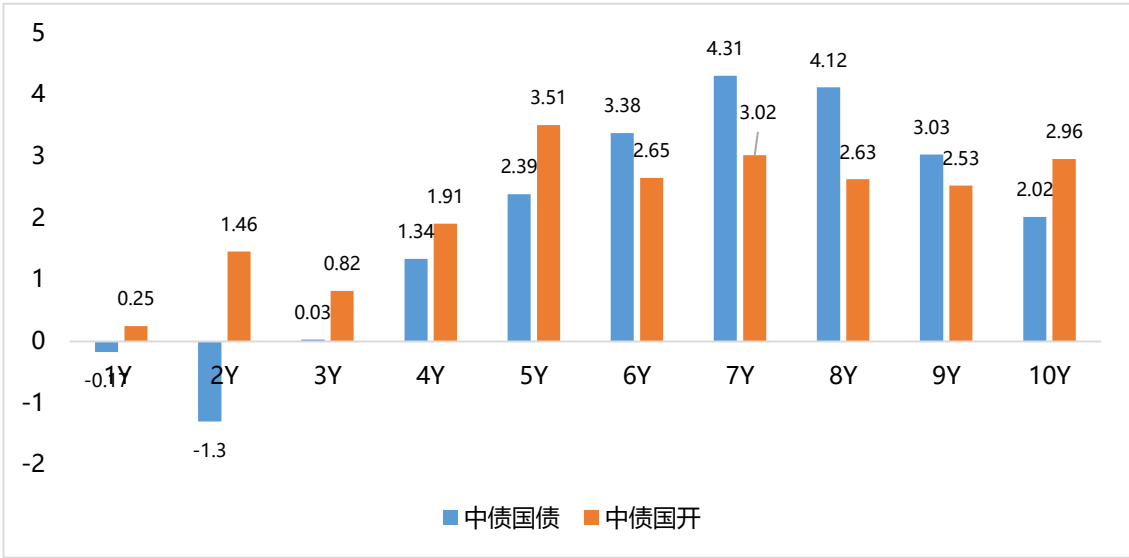
**回购市场：**上周资金面整体由均衡转为均衡偏松。上周一虽然央行公开市场净投放 2830 亿元，但是受跨月影响，部分银行融出有所下降，带动资金价格有所升高；上周一尾盘央行公布投放 1 万亿 MLF，净投放 1000 亿元，后续几日大行净融出逐步增加，资金逐步转为宽松。截至上周五，R001 收于 1.43%，较前一周上行 3.75BP，R007 收于 1.52%，较前一周上行 2.7BP。

**票据利率：**上周票据市场涨跌互相，前两个工作日，由于大行活跃度不高，买盘情绪低迷，而供给方面较为积极，票据利率上行；上周三银行配置需求得到释放，纷纷进场收票，票价下行；上周四上午延续前一日收票情绪，票价下行，但下午开始买盘开始收敛，价格回升，卖盘见机出票，价格反弹；上周五银行配置情绪凸显，陆续降价收票，卖盘较为谨慎，

价格下跌。

(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 2：中债国债期限利差（2025 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	3.34	18.32	22.29	31.9
环比	0.20	2.36	-0.37	5.46
年初以来	-17.64	7.25	6.77	1.5
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	24.92	15.22	18.53	46.58
2016 年以来分位数	4.20%	72.21%	75.59%	31.14%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2025 年 11 月 28 日）

项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	9.6	17.39	20.13	24.1	25.67
环比	2.31	2.35	5.17	0.46	0.43
年初以来	-22.74	-17.84	-17.13	-9.54	-19.45
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	43.44	35.10	37.50	41.72	43.20
2016 年以来分位数	1.17%	3.59%	7.34%	6.82%	8.59%

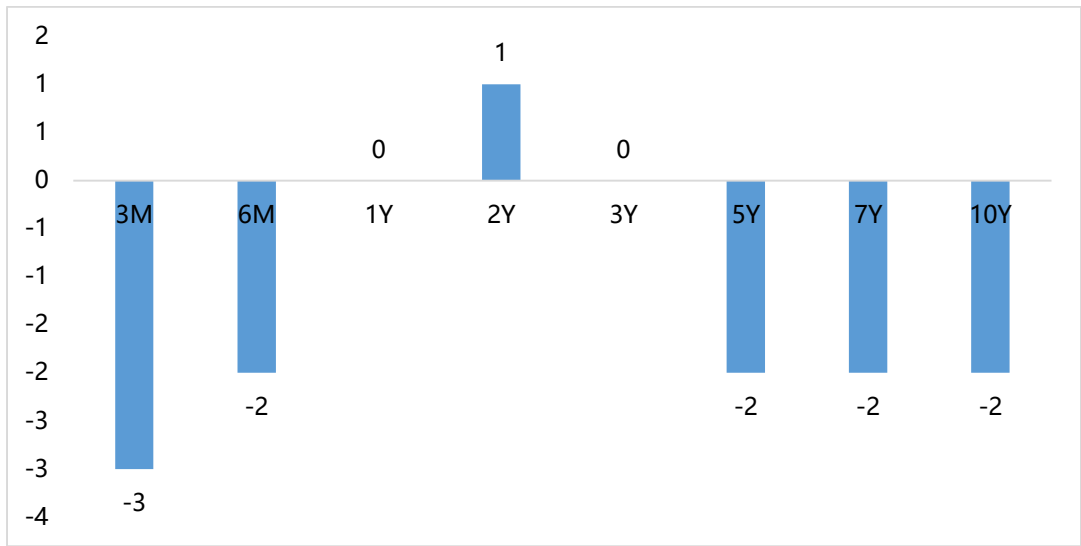
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

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 0.17BP 至 1.4017，3 年期上行 0.03BP 至 1.4351，5 年期上行 2.39BP 至 1.6183，10 年期上行 2.02BP

至 1.8412。

长时期高等级票据信用利差走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.31BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.35BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 5.17BP。

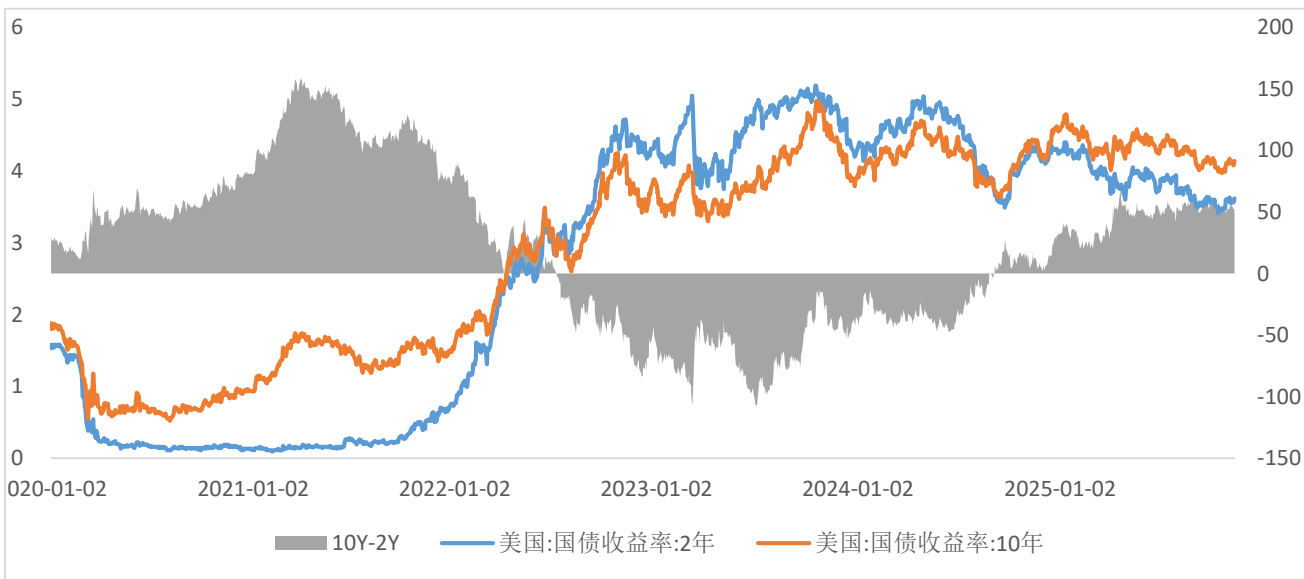
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率涨跌不一。上周 1 年期美债收益率持平，3 年期美债收益率持平，10 年期美债收益率下行 2BP。

图 16：10 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

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率升值。上周美元指数下跌 0.76%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.08%，即期汇率升值 0.37%，离岸人民币汇率升值 0.50%。

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	99.4391	7.0789	7.0794	7.0713
对照日期	100.2026	7.0847	7.1056	7.1068
涨跌	-0.76%	0.08%	0.37%	0.50%

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，上周中美元首通话在釜山会晤基础上再次确认“合则两利、斗则俱伤”，在台湾等核心议题上重申底线的同时，为经贸与科技沟通留出空间。国内 10 月工业企业利润当月同比由高增转为负增、营收转弱、利润率回落来看，企业盈利修复斜率明显放缓，“价升量弱+被动补库”格局下内需仍偏弱，中长期仍需财政与产业政策协同发力；房地产龙头股债大幅下挫且中票寻求展期，凸显房地产尾部风险与信用分化仍在演绎。海外方面，俄乌在多份和平方案间反复博弈、美方准备在关税权被限制时启用贸易法“B 计划”，叠加美联储褐皮书对经济“整体持平、局部放缓”的判断以及内部更鸽派声音抬头、日本以近年来较大规模的补充预算和潜在 12 月加息组合调整政策路径，全球宏观环境整体仍处在温和放缓，政策转向的前夜。

国内方面，上周信号可概括为“外部关系边际缓和、内部盈利承压、政策持续托底”。习近平主席应约同特朗普总统通话，强调釜山会晤以来中美关系总体稳定向好，再次提出“合则两利、斗则俱伤”，并重申一个中国原则，在划清台湾等核心关切底线的同时，为经贸和科技继续沟通留出空间，有助于压降极端关税与供应链冲击的尾部风险。经济数据上，工业企业利润 1—10 月累计仍小幅增长，但 10 月单月在去年高基数、反内卷政策推升部分成本以及需求偏弱的叠加下由高增转为同比下降，营业收入由升转降、利润率回落，“价升量弱+成本抬升”使盈利修复斜率明显放缓，库存与经 PPI 调整后的实际库存同步上行，“被动补库”印证内需恢复仍不牢固。政策层面，央行再度加量续作 MLF 并小幅净投放，叠加促进消费品供

给结构升级等安排，显示稳增长仍将依靠偏宽松流动性与结构性工具协同发力。微观风险方面，房地产龙头股价跌至近十年新低、多只债券暴跌并因拟展期中票触发临停，凸显房地产龙头亦难完全摆脱“高杠杆+弱销售”的约束，房企信用分化和信用利差走阔仍将制约风险偏好与宽信用传导。

国际方面，地缘与政策两条线交织对全球风险偏好形成拉锯。俄美围绕乌克兰问题的条件清单和和平草案有所推进，但在领土和北约等核心问题上分歧依旧，意味着俄乌冲突或将成为长期扰动。美国方面，特朗普一方面推出“创世纪计划”，整合算力和数据强化 AI 基础设施，对中长期生产率 and 高端制造链有利；另一方面在最高法院审理关税权案件的同时准备依托贸易法其他条款的关税“B 计划”，显示即便司法约束收紧，行政层面仍会保留对贸易伙伴的施压筹码，全球供应链的政策不确定性难以快速消退。

## **（二）权益市场展望和策略**

海外市场纠结的问题依然在于 12 月份降不降息。上周纽约联储主席的鸽派言论缓解了市场的担忧，引发海外反弹。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；12 月不降息，1 月也会降；12 月降了，1 月未必会降。美联储托底市场的 FED PUT 才是最重要。海外关于 AI 泡沫化的问题反馈了市场对于新叙事逻辑的强烈需求；谷歌自身的循环，部分验证 AI 的商业价值。两者对冲之后，AI 的估值暂时稳住，海外整体基本面趋于平缓。权益策略建议：1、仓位：维持中性仓位。1）上周市场如期展开超跌反弹，预计本周仍将以轮动反弹为主，但科技成长方向的调整幅度和时间并不充分；需警惕市场再度向下的波动风险。2）操作上仍建议逢高减持科技成长方向，向大市值红利资产进行切换。3）AI 方向缺乏新的叙事逻辑，在分母不宽的背景下，估值的提升仍是较为困难的。2、配置策略：哑铃策略。3、行业选择：1）短期反弹幅度相对较大的方向，建议卖出为主，包括 AI 硬件、新能源产业链等。2）短期仍建议继续将科技成长的弹性仓位向大市值红利资产进行切换，以守住今年来之不易的投资收益。大市值红利资产方向包括：金融、工业金属、电力、石油石化、煤炭等。3）黄金维持 4000 美元中枢震荡。

## **（三）债券市场展望和策略**

居民资产配置再平衡是当前国内股债主线，赚钱效应不断驱动居民财富从债市流向股市的背景下，债市难有趋势性行情。随着中美阶段性的关系缓和以及美联储预防性降息的落地，远端需求在大美丽法案的驱动下，宽松交易的大方向并没有发生变化。但当前国内股市上涨并非业绩驱动，而是宏观及产业叙事配合流动性宽松下的估值驱动行情，换句话而言，估值

驱动的行市是有上边际的。但我们认为中期级别拉估值的行市并没有结束，一方面十五五规划落地后政策及产业叙事仍在，市场情绪易受消息面驱动上行；另一方面随着过去 3 年发行的大量大额存单到期，国内资产强者恒强的特征非常明显，股市依然握有资金面的优势。

上周风险资产普遍止跌回稳，主要因素是前期流动性阶段性收紧因素开始缓解。海外市场回暖明显，经历美股持续回调后美联储开始转鸽，带动降息预期大幅回升至超过八成，驱动全球资金重回风险资产，而谷歌推出的新一代 gemini 开始替代英伟达成为资金追逐 AI 产业叙事的新标的，阶段性缓解了对 AI 产业叙事的焦虑。国内市场反弹偏弱，M1 同比、社融以及财政拐头向下对国内拔估值行市产生了情绪影响，此外房地产龙头事件的冲击一定程度上也打击了市场信心。但考虑到中美磋商已达成共识，中日地缘短期也暂无进一步恶化的现象，海外叙事的逻辑并没有被打破。预计流动性会有阶段性的反复，周五可以看到芝商所在暂停交易后流动性突发性的波动，部分资金在抢跑美联储降息预期，关注美国通胀数据。当前基本面边际转弱、央行呵护资金面宽松，但强调跨周期调节的情况下，债市仍“上有顶、下有底”，短期可能维持横盘震荡，关注机构跨年配置行市的开启情况。

策略方面，目前短端赔率有限，但长端基于当前债市上边际已相对明确，配置盘已具备一定的赔率，但下方空间的打开仍需等待风险偏好的扭转或政策面的宽松，没有仓位的可考虑配置一定的底仓等待驱动。

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。