

# 重大会议临近 关注政策定调

——鑫元周观点（2025.12.1-2025.12.5）

## 一、核心观点

**宏观方面**，临近年末，产需均进入淡季，全年宏观经济有望平稳收官，关注年底中央政治局会议以及中央经济工作会议对于明年经济工作的部署情况；海外方面，美国11月ADP就业数据创两年半以来最大降幅，美国9月PCE物价指数基本符合预期，为12月降息亮出绿灯；日本央行释放明确加息信号，12月或将加息25BP，将政策利率推至三十年高位。

**权益市场方面**，11月美国ADP就业数据显示美国私营部门就业人数减少3.2万，该数据虽弱但不至于引发深度衰退的担忧，因此12月联储议息会议降息概率较高，并可能给予相对鹰派的表态。观察本周美联储议息会议之后，国内降息动作是否依旧维持谨慎。保险公司权益风险因子的调整是国内权益市场流动性边际宽松的一种体现。海外以铜铝为代表工业金属的近期强势，在部分反馈明年美国总量经济的成功着陆。建议维持中性仓位，等待市场选择方向。哑铃策略配置，一端抓外需驱动的海外算力、工业金属、有色贝塔及商业航天交易机会；另一端守金融、电力、煤炭等高股息红利。创新药目录扩容，逢低关注调整充分的龙头。

**固收市场方面**，上周债市收益率振幅较大，但近期基本面及宏观政策均无重要消息，超长端的持续调整主要是机构行为引发，年末配置盘承接能力承压，公募基金费率改革加剧公募的被动赎回压力，基金、券商等交易性机构进一步减持长债，市场陷入“越卖越跌，越跌越卖”的状态。展望未来，国内债券市场大概率将延续高波震荡格局。明年政府债券净融资规模预计仍保持在历史高位，而金融脱媒深化导致银行负债端稳定性下降，制约其长期资产配置能力。因此，短期长债供需结构性失衡情况或仍延续，债市趋势性机会难寻。然而，明年基本面大概率仍难见显著起色，宽货币取向不变，流动性将维持合理充裕；叠加政策持续引导社会融资成本下行，债券相较于贷款的性价比优势仍存，债市亦缺乏大幅回调的基础。操作层面，久期博弈性价比下降，频繁进出场易磨损收益，宜维持中性久期、降低换手，待市场调整释放溢价后逢低加仓。鉴于境内利率已处历史低位，可前瞻布局美债、亚债等海外高息资产，以增厚收益、分散风险。

## 二、宏观动态

### (一) 国内宏观

国家主席习近平同法国总统马克龙举行会谈。习近平强调，无论外部环境如何变化，中法两国都应当在彼此核心利益和重大关切问题上相互理解和支持，维护好中法关系的政治基础。马克龙表示，法方重视对华关系，坚定奉行一个中国政策，愿持续深化法中全面战略伙伴关系。两国元首就乌克兰危机交换意见，并共同见证签署核能、农食、教育、生态环境等领域多项合作文件。

国务院副总理何立峰与美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔举行视频通话。双方就下一步开展务实合作和妥善解决经贸领域彼此关切，进行了深入、建设性的交流。双方积极评价中美吉隆坡经贸磋商成果执行情况，表示要继续发挥好中美经贸磋商机制作用，不断拉长合作清单、压缩问题清单，推动中美经贸关系持续稳定向好。

**可重复使用运载火箭朱雀三号首飞成功。**我国自主研制的可重复使用运载火箭朱雀三号首飞成功将二级送入预定轨道，虽然火箭一级回收失败，但仍标志着中国商业航天取得新的里程碑进展。2025 中国商业航天论坛预测，到 2030 年我国商业航天产业规模可达到 7-10 万亿元。未来我国将具备飞行器在轨维修、建造等能力，太空 4S 店、太空旅馆、低成本空间旅游将不再是梦想。

### (二) 海外宏观

**美国 9 月 PCE 数据符合预期。**美国 9 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，环比上涨 0.2%，基本符合市场预期。同时，9 月实际个人消费支出环比意外持平，前值由上涨 0.4% 下修为 0.2%。另外，12 月密歇根大学一年期通胀预期降至 4.1%，创今年 1 月以来最低，5 年通胀预期也降至 3.2%。美国白宫国家经济委员会主任哈塞特表示，现在是美联储“谨慎降息”的好时机，并且他预计美联储将在本周采取行动。

**美国 11 月 ADP 就业数据创两年半来最大降幅。**最新公布的 ADP 就业数据显示，11 月私营企业减少 3.2 万个工作岗位，为 2023 年 3 月以来最大降幅，远不及市场预期的增加 1 万个。据 CME “美联储观察”，美联储 12 月降息 25 个基点的概率接近 90%。

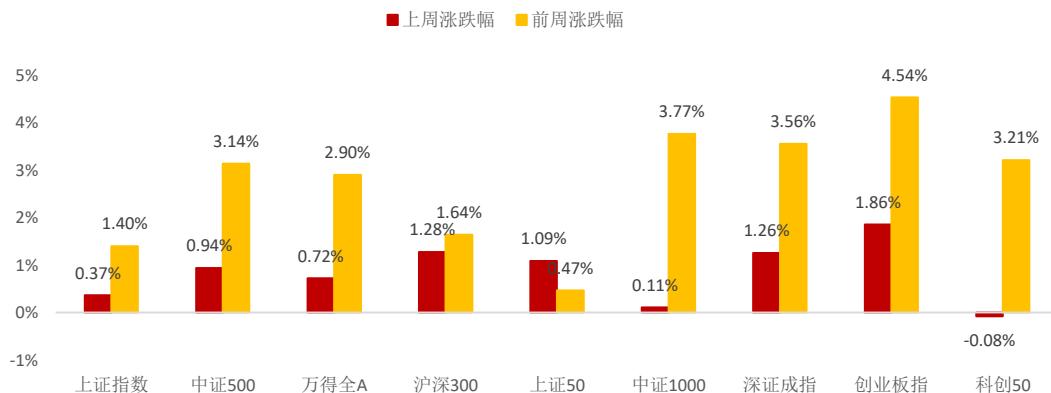
**日本央行大概率将在 12 月加息。**日本央行行长植田和男释放迄今最明确加息信号，表示将在本月货币政策会议上“权衡加息的利弊”。他表示，当前日本实际利率显著低于“自然利率”，任何加息都仅仅是对宽松程度的调整。该行将于 12 月 18 日至 19 日召开货币政策会

议，届时或将在今年1月以来的首度加息，政策利率将从0.5%上调至0.75%，为三十年最高水平。

### 三、市场回顾

#### 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12月5日，创业板指上涨1.86%、沪深300上涨1.28%、深证成指上涨1.26%，涨幅居前。从行业板块看，上周有色金属、通信、国防军工领涨，传媒、房地产、美容护理领跌。

#### 2、权益市场估值

图：上周A股市场宽基指数PE(TTM)

	2025/12/5	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	↑	0.06	53.6	↑	0.70	90.4%
深证成指	30.2	↑	0.31	72.6	↑	1.33	80.1%
上证50	11.9	↑	0.02	60.4	↑	0.29	88.6%
沪深300	14.0	↑	0.08	62.3	↑	1.00	81.7%
中证500	32.4	↑	0.32	60.1	↑	0.86	72.0%
中证1000	46.5	↑	0.03	66.0	↑	0.21	66.0%
创业板指	39.8	↑	0.61	32.1	↑	1.77	29.9%
科创50	149.6	↓	0.16	95.3	↓	0.26	95.3%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周A股市场申万一级行业PE(TTM)

	2025/12/5	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
--	-----------	--------	------	--------	--------	-------	-------

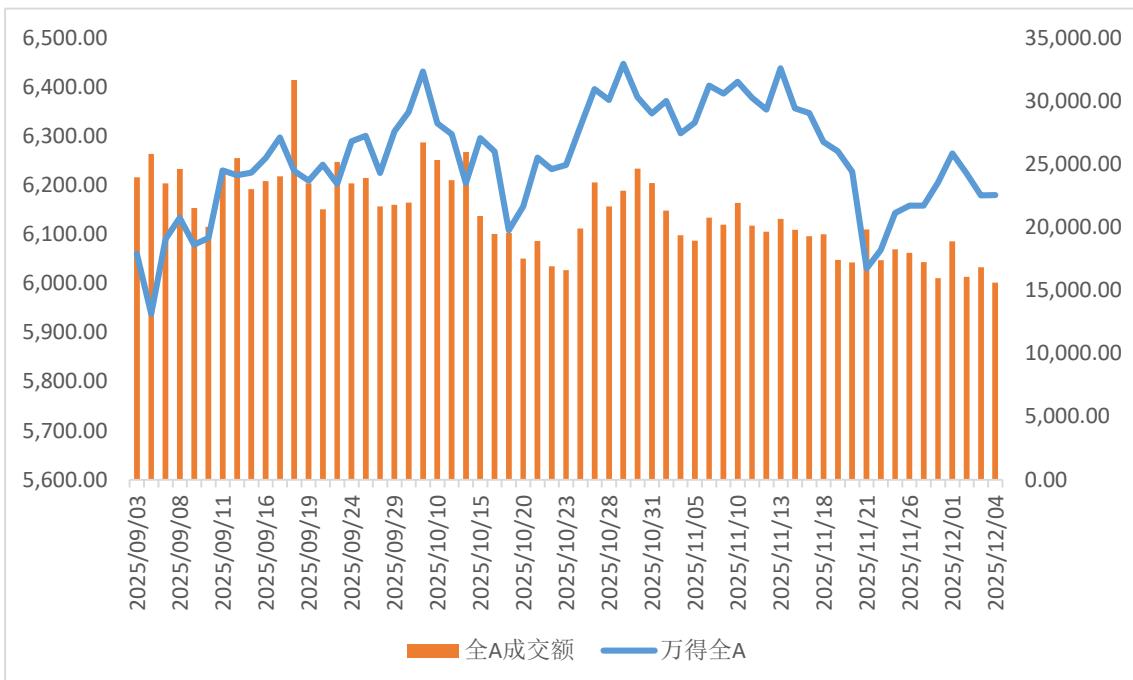
农林牧渔(申万)	23.8	↓	0.35	17.24%	↓	0.69	17.2%	28.4%	38.2%
基础化工(申万)	28.9	↓	0.01	65.10%	↓	0.07	65.1%	87.8%	83.5%
钢铁(申万)	32.4	↑	0.10	69.83%	↓	0.02	69.8%	92.5%	89.8%
有色金属(申万)	26.2	↑	1.34	32.24%	↑	1.54	32.2%	53.2%	63.1%
电子(申万)	63.3	↑	0.68	85.06%	↑	0.72	85.1%	97.0%	96.0%
家用电器(申万)	15.0	↑	0.27	44.39%	↑	4.85	44.4%	50.9%	56.3%
食品饮料(申万)	21.6	↓	0.42	22.28%	↓	1.56	22.3%	15.3%	20.5%
纺织服饰(申万)	27.6	↓	0.44	61.51%	↓	1.30	61.5%	77.4%	72.2%
轻工制造(申万)	32.1	↑	0.63	63.11%	↑	1.73	63.1%	98.5%	97.9%
医药生物(申万)	37.5	↓	0.23	55.22%	↓	1.56	55.2%	73.9%	69.8%
公用事业(申万)	19.8	↑	0.03	41.11%	↑	0.22	41.1%	45.6%	48.9%
交通运输(申万)	18.2	↑	0.22	57.88%	↑	1.30	57.9%	75.1%	77.0%
房地产(申万)	60.7	↓	1.31	97.99%	↓	0.22	98.0%	96.7%	95.5%
商贸零售(申万)	48.6	↓	0.34	93.66%	↓	0.51	93.7%	99.1%	98.8%
社会服务(申万)	45.9	↓	0.22	46.36%	↓	0.64	46.4%	49.4%	31.7%
综合(申万)	54.7	↑	5.93	71.47%	↑	16.05	71.5%	83.1%	77.2%
建筑材料(申万)	28.3	↑	0.36	77.04%	↑	0.46	77.0%	95.7%	94.2%
建筑装饰(申万)	12.7	↓	0.03	70.28%	↓	0.13	70.3%	96.3%	98.8%
电力设备(申万)	39.0	↑	0.16	54.59%	↑	0.40	54.6%	72.5%	63.0%
国防军工(申万)	79.9	↑	2.35	70.04%	↑	2.15	70.0%	94.7%	92.9%
计算机(申万)	84.5	↓	1.46	90.75%	↓	0.76	90.8%	94.2%	92.2%
传媒(申万)	42.5	↓	1.63	57.55%	↓	3.46	57.6%	81.0%	77.4%
通信(申万)	45.7	↑	1.69	72.90%	↑	4.32	72.9%	93.3%	94.0%
银行(申万)	6.4	↓	0.08	54.45%	↓	4.57	54.4%	61.4%	73.5%
非银金融(申万)	12.8	↑	0.29	4.09%	↑	1.16	4.1%	2.7%	3.6%
汽车(申万)	28.5	↑	0.40	76.91%	↑	2.21	76.9%	63.8%	51.1%
机械设备(申万)	37.3	↑	1.04	70.31%	↑	1.54	70.3%	96.4%	97.5%
煤炭(申万)	18.6	↑	0.22	77.58%	↑	0.07	77.6%	99.2%	98.9%
石油石化(申万)	20.2	↑	0.36	66.16%	↑	2.44	66.2%	89.4%	94.0%
环保(申万)	28.9	↓	0.07	59.37%	0.00	59.4%	97.0%	98.9%	
美容护理(申万)	37.5	↓	0.71	49.03%	↓	3.48	49.0%	44.3%	29.0%

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，上周综合、国防军工、通信估值上行最多，传媒、计算机、房地产下行最多。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。

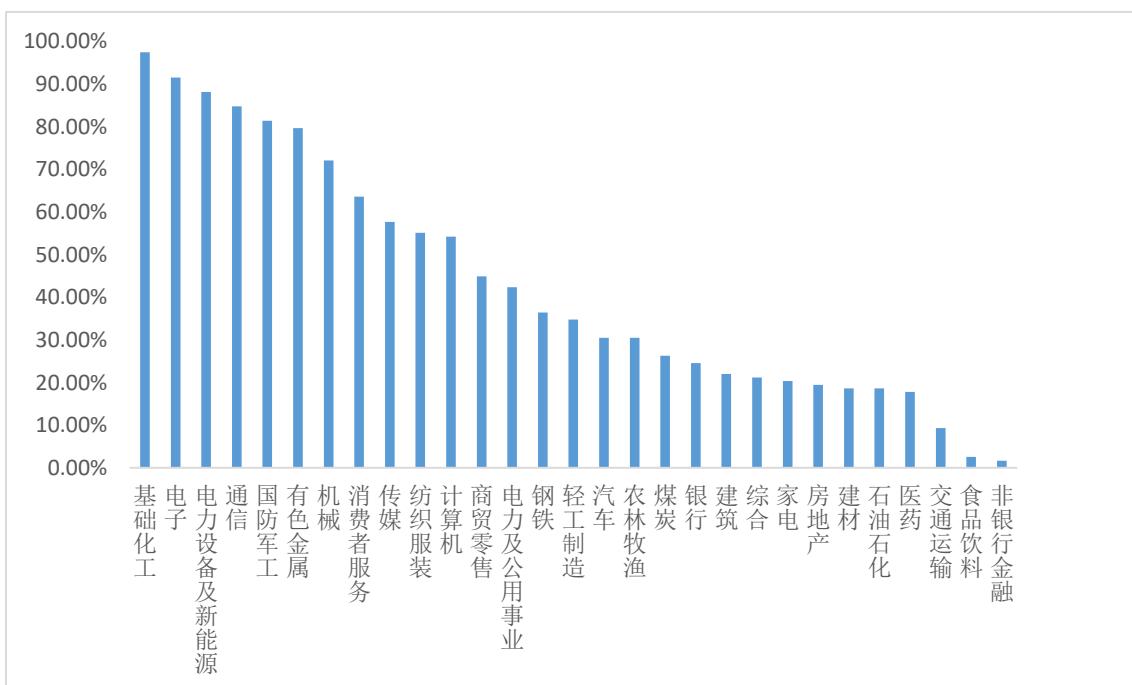
### 3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



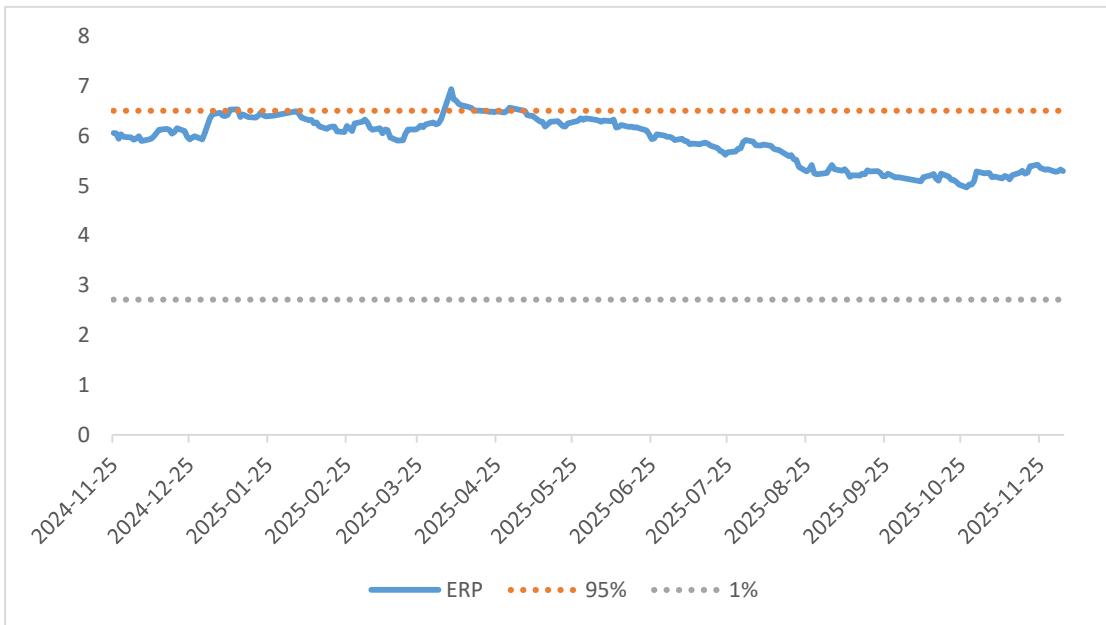
数据来源：Wind

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

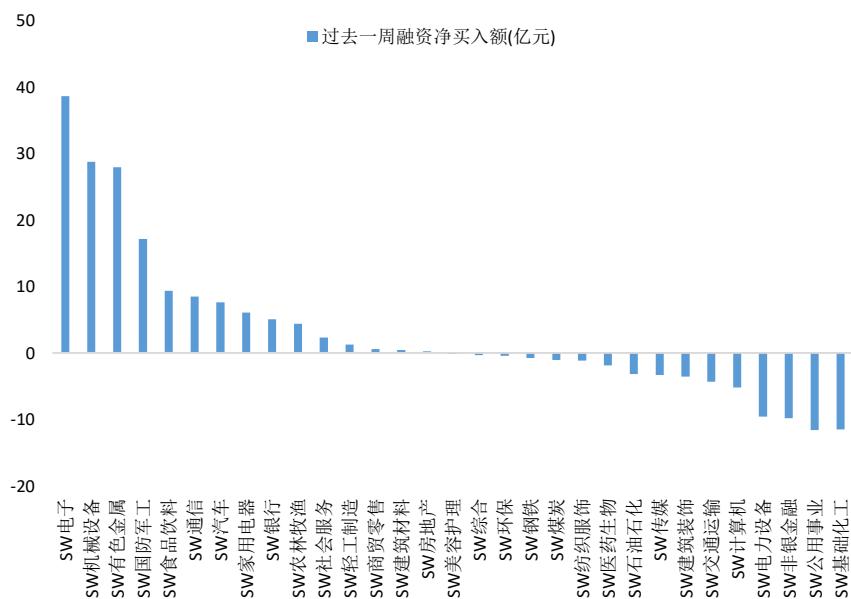
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全A换手率的角度看，上周市场震荡下行。从行业拥挤度的角度，基础化工、电子、电力设备及新能源的拥挤度较高。

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5.29%，处于历史51.47%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

12月4日，两融资金占比为9.86%，11月27日为11.32%，反映出杠杆资金加仓意愿略有下降。截至12月5日，上周融资净买入的前三行业为电子、机械设备、有色金属。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

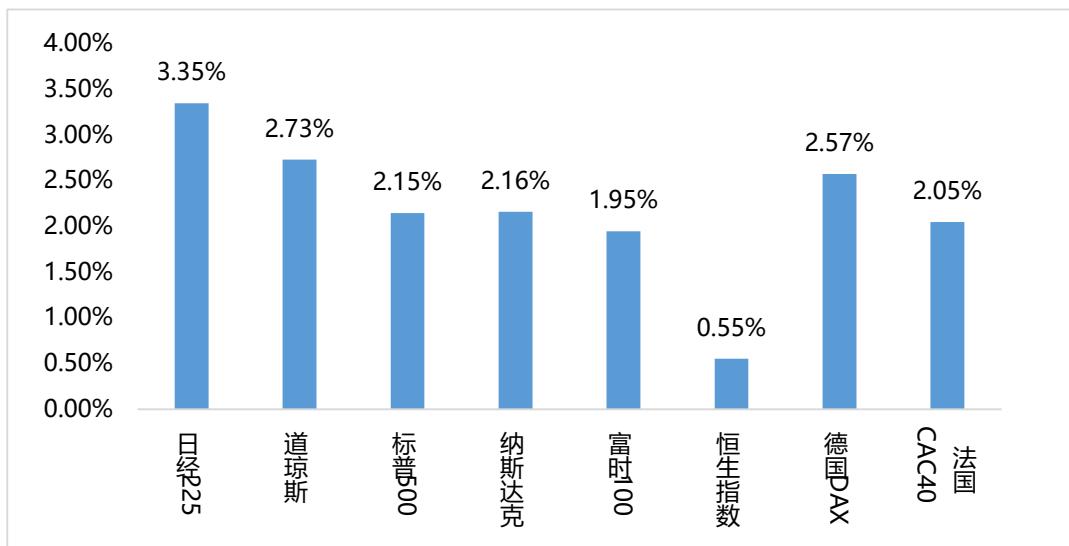


数据来源：Wind、鑫元基金

## 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

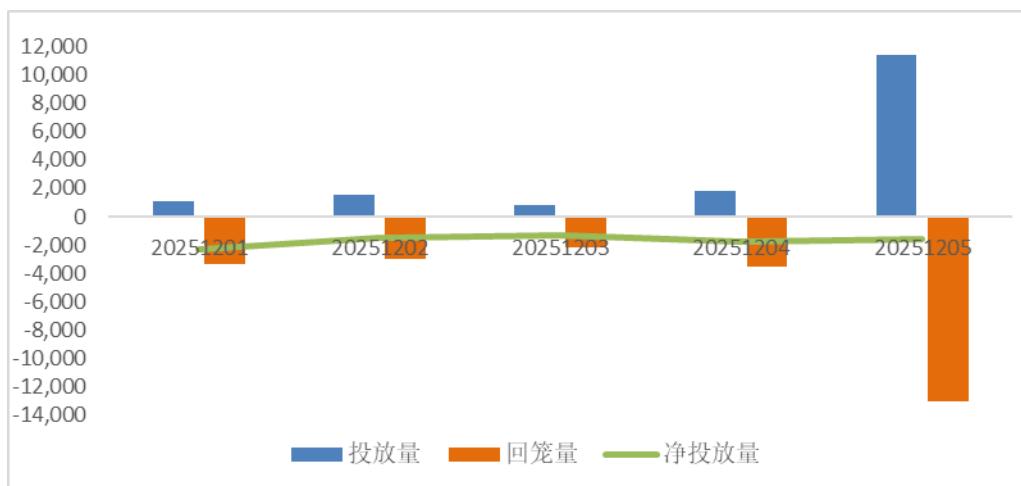


数据来源：Wind、鑫元基金

## (二) 资金市场

**公开市场操作：**上周央行进行 6638 亿元逆回购和 10000 亿元买断式逆回购操作，因有 15118 亿元逆回购和 10000 亿买断式逆回购到期，整体上实现净回笼 8480 亿元。

图：上周公开市场操作情况



**政府债发行：**本周国债计划发行 2835 亿元，地方政府债计划发行 1070 亿元，整体净缴

款-7952亿元。

图：12月8日-12月12日政府债发行缴款

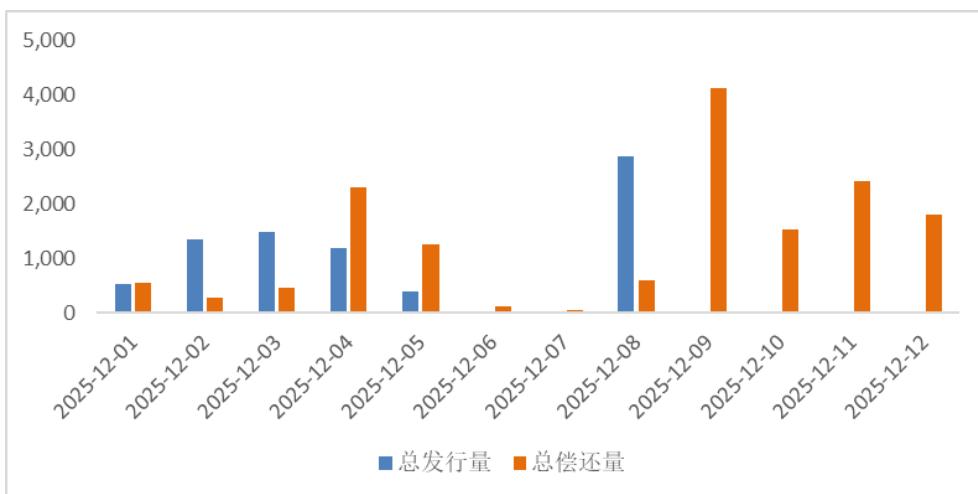
单位：亿元

单位：亿元

	12月8日		12月9日		12月10日		12月11日		12月12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	16	0	287	600	214	0	390	2235	163
到期	2068	77.65	0	147.3	0	0	859.2	15	7700	56.88
缴款	1230	235	0	16	0	287	600	214	0	390
净缴款	-681		-131		287		-60		133	

同业存单发行：本周（12月8-12日）存单到期10614亿元，较前一周大幅提升。

图：同业存单到期与发行

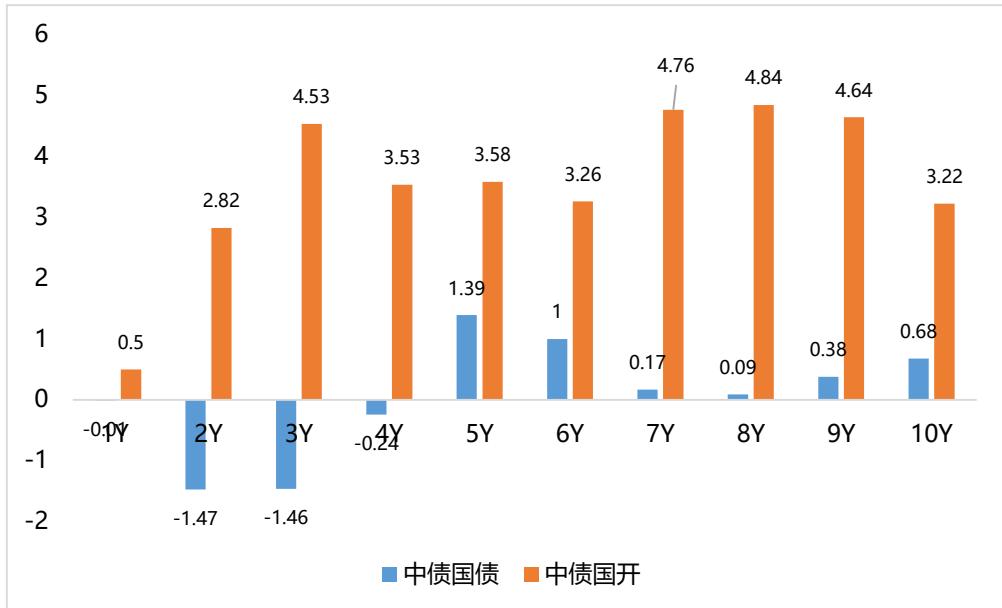


回购市场：上周资金面整体较为平稳，价格小幅波动。虽然上周公开市场到期2.5万亿，且央行每日净回笼，但由于处于月初资金面自发式宽松，全周来看资金整体均衡偏松，价格也处于舒适区域。截至上周五，R001收于1.37%，较前一周下行5.33BP，R007收于1.50%，较前一周下行2.59BP。

票据利率：上周为月初票据市场配置需求较为谨慎，随着主要大行进场提价配置，卖方出票情绪也较为旺盛，全周票据利率震荡上行。

### （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	<b>1.89</b>	<b>21.17</b>	<b>21.58</b>	<b>35.17</b>
环比	-1.45	2.85	-0.71	3.27
年初以来	-19.09	10.1	6.06	4.77
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	24.88	15.23	18.54	46.56
2016 年以来分位数	2.38%	86.03%	71.98%	34.98%

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	<b>10.23</b>	<b>17.13</b>	<b>18.47</b>	<b>23.13</b>	<b>25.83</b>
环比	0.63	-0.26	-1.66	-0.97	0.16
年初以来	-22.11	-18.1	-18.79	-10.51	-19.29
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	43.37	35.06	37.47	41.68	43.17
2016 年以来分位数	1.49%	3.34%	5.11%	5.56%	8.90%

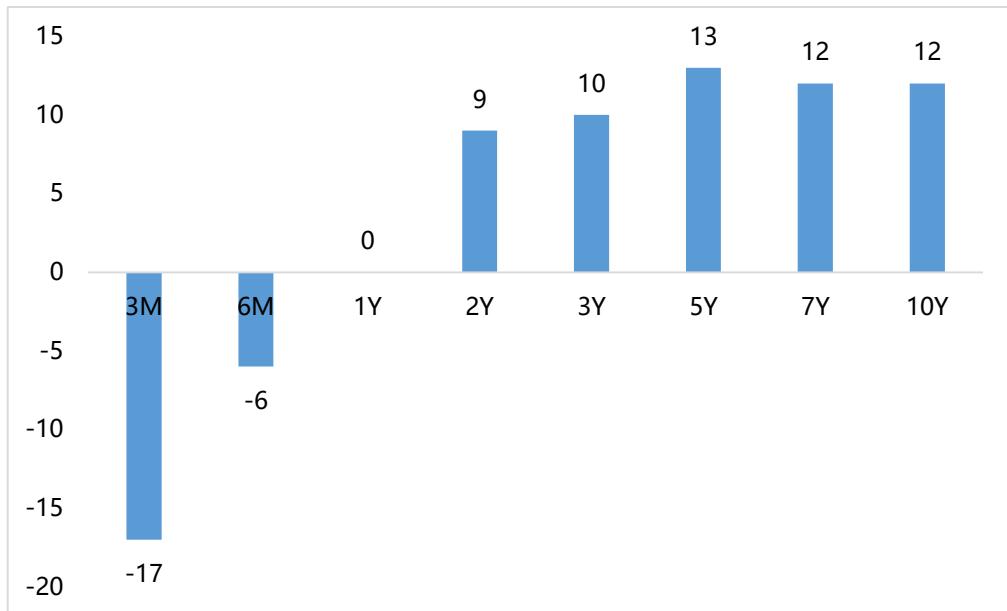
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

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 0.01BP 至 1.4016%，3 年期下行 1.46BP 至 1.4205%，5 年期上行 1.39BP 至 1.6322%，10 年期上行 0.68BP 至 1.8480%。

长期限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 0.63BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走窄 0.26BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差

走阔窄 1.66BP。

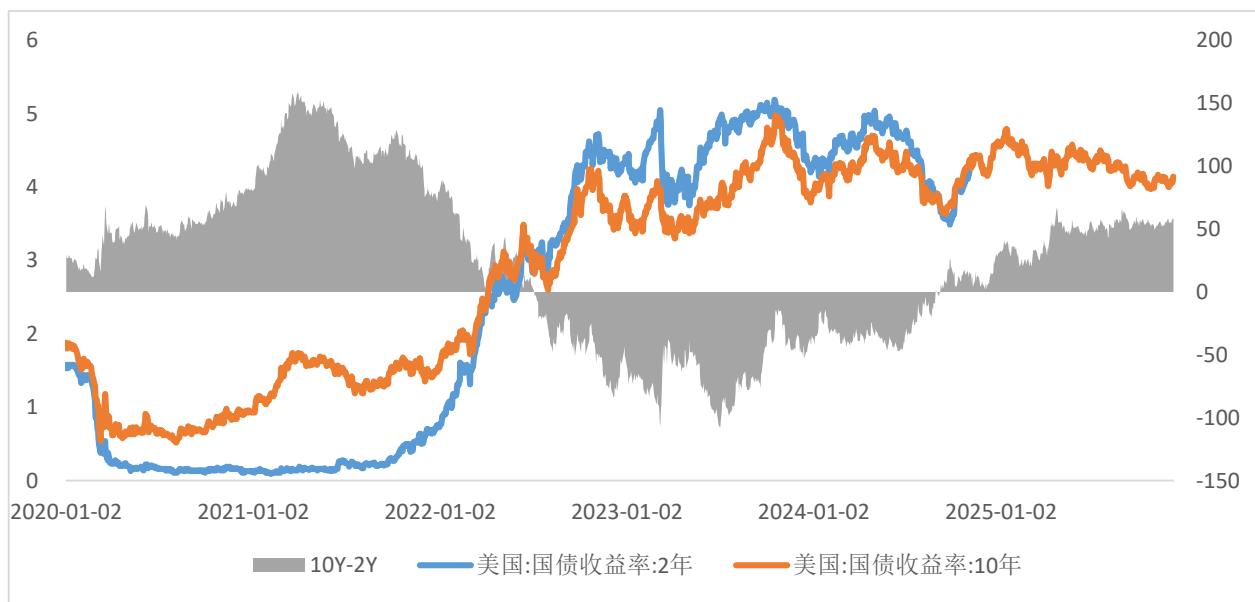
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅 (BP)



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 年期美债收益率上行 10BP，10 年期美债收益率上行 12BP。

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 0.46%，在岸和离

岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.06%，即期汇率升值 0.12%，离岸人民币汇率升值 0.03%。

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	98.983	7.0749	7.0706	7.0691
对照日期	99.4391	7.0789	7.0794	7.0713
涨跌	-0.46%	0.06%	0.12%	0.03%

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，临近年末，产需均进入淡季，全年宏观经济有望平稳收官，关注年底中央政治局会议以及中央经济工作会议对于明年经济工作的部署情况；海外方面，美国 11 月 ADP 就业数据创两年半以来最大降幅，美国 9 月 PCE 物价指数基本符合预期，为 12 月降息亮出绿灯；日本央行释放明确加息信号，12 月或将加息 25BP，将政策利率推至三十年高位。国内来看，临近年末，产需进入季节性淡季，全年宏观经济有望平稳收官。月中将召开 12 月中央政治局会议以及一年一度的中央经济工作会议，需要关注重要会议的政策边际变化，判断明年宏观政策取向。海外方面，上周 11 月 ADP 就业数据创两年半以来最大降幅，美国 9 月 PCE 物价指数基本符合预期，为 12 月降息亮出绿灯，预期 12 月美联储大概率延续降息 25BP，需要关注 12 月议息会议点阵图对于明年的降息路径指引。日本央行行长植田和男表示，当前日本实际利率显著低于自然利率，任何加息都仅仅是对宽松程度的调整，预期日本央行将于 12 月货币政策会议上将政策利率从 0.5% 上调至 0.75%，为三十年最高水平。

### （二）权益市场展望和策略

1、仓位：维持中性仓位。

1) 本周市场可能会做出方向性选择，目前看市场再度向下的波动风险是需要防范的。

2) 外需主导的结构性行业景气，在权益市场体现为海外算力的个股阿尔法机会和有色金属的贝塔性机会。

2、配置策略：哑铃策略。

3、行业选择：

- 1) 短期交易方向：商业航天作为国内科技发展的代表之一，继续活跃；海外算力中谷歌链品种也有相应的机会。
- 2) 维持对于大市值红利资产方向的推荐，包括金融、工业金属、电力、石油化工、煤炭等。
- 3) 2025 年国家医保药品目录及首版商保创新药目录发布，医保药品目录成功新增 114 种药品，有 50 种是一类创新药，总体成功率 88%，可关注近期调整较多的创新药机会。
- 4) 黄金维持 4000 美元为中枢的区间震荡。

### （三）债券市场展望和策略

展望明年，国内债券市场大概率将延续“高波动、窄区间”的宽幅震荡格局，趋势性机会难寻，交易型窗口与配置型窗口交替出现，对投资者的节奏把控、仓位管理及多资产比较能力提出更高要求。从供给端看，财政仍需发力稳经济，国债、一般债、专项债及特别国债的净融资规模预计仍保持在历史高位。初步估算，明年全年政府债券净增量有望突破 15 万亿元，续创历史新高，长债发行占比或仍维持高位。然后，需求端商业银行却面临“负债荒”与“资产荒”并存的尴尬。一方面，金融脱媒加速，理财、基金、保险对存款的分流效应持续显现，银行一般性存款增速系统性下移，同业负债占比提升，负债端稳定性变差，LCR、NSFR 等监管指标对长周期利率债配置形成刚性约束。另一方面，贷款需求疲弱，票据利率持续处于低位，银行仍需通过配置短债“鼓肚子”，导致“长债买不动、短券买不到”的结构性失衡难以自发纠正。同时，货币政策逐渐转为配合发力，央行更加注重宏观审慎与风险管理，对降息操作或更为谨慎。综合来看，若央行货币政策基调不出现大的调整，债券收益率难现趋势性行情。

然而，从当前形势线性外推，明年宏观经济或难见明显改善，且央行大概率仍将维持流动充裕，对债市或形成有效支撑。同时，明年政策或将继续引导社会融资成本下行，不管是政策利率还是 LPR 均有调降空间，从债贷性价比的角度考虑，债券收益率亦难以出现明显回调。今年三季度商业银行一般贷款利率 3.67%，考虑税收及资本成本，税后实际收益应在 1.6% 左右，当前债券相较于贷款已存配置优势。

操作层面，久期博弈性价比下降，频繁进出场易磨损收益，宜维持中性久期、降低换手，待市场调整释放溢价后逢低加仓。鉴于境内利率已处历史低位，可前瞻布局美债、亚债等海外高息资产，以增厚收益、分散风险。

**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。