

财富视点月刊

2025年12月

总行零售业务部财富管理中心

01. 宏观经济概览

中国11月主要宏观数据

宏观指标	数值	变动维度	数值变化	前值 (上月/同期)	
CPI	100.7	同比	+0.70%	100.2	
PPI (全部工业品)	97.8	当月同比	-2.20%	97.9	
官方PMI (制造业)	49.2	环比	+0.20%	49.0	
新增社融规模增量	+2.49万亿	同比	+0.16万亿	+0.82万亿	
新增人民币贷款	+0.39万亿	同比	-0.19万亿	-0.01亿	
货币供应量	狭义货币 (M1)	+4.90%	环比	-1.30%	+6.20%
	广义货币 (M2)	+8.00%	环比	-0.20%	+8.20%

宏观数据解读

- ◆ **[PMI] 外需小幅回暖，内需仍偏弱。** 11月制造业PMI为49.2%，虽环比上行（较上月提升0.2个百分点），但已连续8个月位于荣枯线以下。从分项来看，11月生产指数录得50%，较前值提高0.3个百分点。新订单指数录得49.2%，较前值提高0.4个百分点，但连续五个月落入收缩区间，显示市场需求景气水平偏弱。新出口订单指数提升1.7个百分点至47.6%，表明外需相较上月有所改善。值得注意的是，大型企业PMI为49.3%，较前值下降0.6个百分点，创年内新低。服务业指数录得49.5%，较前值下降0.7个百分点。其中，房地产低迷的需求是主要影响因素。从国家政策方向来看，拉动内需是明年的首要任务，需求的改善有望推动宏观数据的回暖。
- ◆ **[CPI/PPI] 物价温和修复，核心CPI保持韧性。** 11月CPI同比增长0.7%，环比小幅回落，符合季节性规律。核心CPI同比保持在1.2%，已连续7个月扩大；从细项来看，受10月偏多降雨影响，11月鲜菜价格同比由负转正，涨幅达14.5%，成为CPI同比增长的主要拉动因子。核心CPI同比继续回暖，主要是得益于年内黄金价格的提升，拉动工业消费品CPI连续第七个月回升。PPI小幅回暖，环比上涨0.1%，已连续两个月上涨，总体延续了8月份以来同比降幅收窄的趋势，消费升级、新兴产业蓬勃发展是助力PPI回暖的重要支撑。不过PPI同比仍在下降，扩大内需，推动价格合理回升仍是政策发力的主要方向。
- ◆ **[社融] 政府债券支撑新增社融，居民贷款依然疲弱。** 11月社会融资规模增量2.49万亿元，同比多增0.16万亿。新增人民币贷款0.39万亿，同比少增0.19万亿，同比减少32.8%。从细项来看，政府债券仍是主力。11月政府债券新增规模，占新增社融的比重接近50%。与之形成鲜明对比的是，11月新增居民贷款-2063亿元，加杠杆意愿较弱的原因或来自房地产市场仍处于下行周期、消费增速自四季度起出现下滑、个体工商户的经营贷需求较弱等，而疲弱的居民贷款也在一定程度上使得M1、M2同比增速回落。总体来看，国内经济稳中向好趋势不变，重点关注政府逆周期和跨周期调节力度。

02. 主要市场表现及机构观点

大类资产	市场	11月涨跌幅	大类资产	国内债券	11月涨跌幅
股市	上证指数	-1.67%	债市	CFFEX10年期国债期货	-0.51%
	深证指数	-2.95%		CFFEX30年期国债期货	-1.69%
	创业板指	-4.23%		美国国债	
	恒生指数	-0.18%		UST5YR	-2.60%
	恒生科技	-5.23%		UST10YR	-1.72%
	道琼斯指数	0.32%		COMEX 黄金	5.51%
	标普500指数	0.13%		ICE 布油	-2.82%
	纳斯达克指数	-1.51%	大宗	美元兑人民币 (USDCNY)	-0.48%

A股：11月上半月，A股市场震荡上涨，制造与周期板块领涨，行情逻辑逐渐向基本面切换，投资者开始布局明年盈利线索。中旬市场出现调整，主因是对AI资本开支的担忧、年末保收益情绪以及美联储降息预期回落等多重因素共振，导致风险偏好下降。下旬市场实现缩量反弹，成长风格占优。这主要受美联储降息预期修复驱动，呈现明显的超跌修复特征，创业板及TMT板块反弹居前。整体来看，市场情绪有所回暖，但对中期不确定性仍存担忧。截至11月底，上证综指月下跌1.67%、沪深300月下跌2.46%、创业板指月下跌4.23%。

港股：11月港股表现分化。中上旬受经济筑底、政策定调及外部流动性承压影响，恒生指数小幅收涨，能源、金融等防守板块涨幅居前。中下旬财政支出显疲态，叠加风险偏好收缩，市场转普跌，科技与成长板块领跌，资金观望情绪浓厚。截至11月底，恒生指数月下跌0.18%、恒生国企指数下跌0.42%、恒生科技指数下跌5.23%。

美股：上旬，美股全线下跌，主要受政府停摆持续、关键经济数据缺失及对人工智能板块高估值的担忧影响。市场对美联储12月降息的预期升温。中旬，历时43天的政府停摆结束，部分延迟数据（如强劲的9月非农）得以发布，影响了市场对降息的预期，美联储官员言论也呈现鹰鸽博弈，美股市场先扬后抑，科技股显著回调。下旬，弱于预期的零售数据与美联储鸽派表态，强化了市场对降息的预期。美元与美债收益率承压，美股整体走强，黄金与白银价格显著上扬。市场焦点转向后续经济数据与美联储政策线索。截至11月末，道琼斯指数当月上涨0.32%，标普500指数上涨0.13%，纳斯达克指数下跌1.51%。

债市：11月首周，受央行净回笼及基金赎回新规影响，短债收益率上行，长债先下后上。第二周在资金面企稳与权益市场波动交织下，行情延续震荡，超长债与股市同向波动。第三周资金价格与股市连续调整带动市场震荡偏空，长端收益率小幅上行。最后一周受赎回新规影响，债基遭遇显著赎回，市场整体承压，直至月底方见小幅修复。截至11月末，3年国债活跃券收于1.435%、10年国债活跃券收于1.829%、30年国债活跃券收于2.183%。

黄金：降息预期情绪主导11月黄金行情。上旬，金价走势先抑后扬。月初受美元走强及美联储降息预期降温影响金价承压回落。而后疲软就业数据与美联储官员鸽派言论令市场对降息的预期升温，推动金价开启单边上涨。中旬，多位美联储官员密集发表鹰派言论，导致市场对12月降息的预期概率大幅回落；同时地缘政治风险缓和与经济数据强劲，进一步削弱黄金的避险吸引力，金价连续收阴。下旬，疲弱的就业与消费数据重新点燃降息预期，推动金价自低位反弹。截至11月底，COMEX黄金期货价格当月上涨5.51%，收报4256.40美元/盎司。

大宗：11月国际原油市场整体呈现震荡下行格局，供应过剩是核心主线。基本面方面，美国原油持续累库，叠加主要机构强化未来供应过剩预期，压制油价走势。宏观层面，尽管月末美联储降息预期升温带来些许支撑，但欧美制造业数据疲弱抑制了需求前景。地缘局势上，月中乌克兰袭击俄罗斯能源设施一度推升风险溢价，但随后美乌和谈重启令地缘溢价显著回落。截至11月底，WTI原油主力当月连续收盘下跌2.4%，报58.48美元/桶；Brent主力合约收盘下跌2.26%，报62.32美元/桶。

外汇：制造业景气度在低位徘徊，但服务业和消费提供支撑。外贸展现出结构性韧性：对东盟、欧盟出口保持增长，高附加值的机电产品、汽车出口表现亮眼，显示出产业升级趋势；但受关税等因素影响，对美出口有所下滑。价格数据也显现出温和改善的迹象，但生产端动能仍偏弱，内需修复尚不均衡。在此背景下，截至11月底，离岸人民币下跌0.66%，收于7.0721。

03. 配置建议参考

国内宏观经济温和复苏，CPI同比增速回暖已逐步凝聚市场共识，市场预期改善，风险偏好提升。A股或将延续结构分化，中游制造、新质生产力相关板块具备中长期配置价值。大类资产配置上，权益方面应根据自身风险偏好，合理设置止盈止损线，理性参与，科学配置。方向上可关注科技成长（AI、半导体、机器人）、周期品（有色）及政策受益领域（国防军工、非银金融）有望成为主线。固收方面，国内继续施行适度宽松的货币政策，叠加基本面仍处于企稳阶段，债券市场有望回暖，建议积极配置中长期纯债/固收+策略理财产品，获取稳健回报；保障方面，可通过增额终身寿险实现财富的保值增值与有效传承。

* 风险提示：本视点仅供参考不作为投资依据，入市有风险投资需谨慎。