



# 2025年1月投资策略月报

2025-12-28

沅京资本管理（北京）有限公司

## 津京观点：市场波动加大，聚焦长期优质成长标的投资机会

- **市场回顾：**12月截至目前，Wind全A指数上涨3.64%，上证指数和沪深300指数分别上涨1.93%和2.88%，中证500和中证1000分别上涨6.08%和3.70%，创业板指上涨6.27%，科创50上涨1.41%。行业层面分化较大，国防军工、有色金属、通信、建筑材料、机械设备涨幅靠前，分别上涨13.64%、12.16%、7.16%、4.68%、4.53%；跌幅靠前的为传媒、房地产、煤炭、医药生物、计算机，分别下跌5.9%、3.51%、2.9%、2.88%、2.11%。A股日均成交额1.15万亿，环比小幅下滑；恒生指数微跌0.15%，恒生科技指数下跌1.78%。
- **短期市场判断：**当前市场仍处于窄幅震荡格局。上半月受机构调仓与获利了结影响，市场避险情绪升温，指数缩量回调；下半月随着中央经济工作会议定调“适度宽松”及美联储降息扩表落地，流动性边际改善，市场企稳反弹；美股方面，美联储如期降息25bp并宣布重启购债，流动性担忧消散，12月底日本央行加息落地，本轮加息后仍需要几期数据再做观察，预计日央行下一次加息的时间点为明年年中到下半年。随着海外一系列影响流动性预期的事件相继落地，资金行为有望从此前的观望、博弈，转向积极寻找机会的新阶段，备战躁动行情的共识正在凝聚，国内市场重点关注促消费政策落地的结构性机会以及本轮躁动行情的潜在启动信号。
- **中长期趋势：**尽管深层次的经济和社会矛盾无法在短期内迅速改善，但目前政策层面已经意识到包括地产、股票等资产价格快速下降对实体和资本市场的负面影响，24年9月底以来的一些列政策调整或为有效的“政策底”，货币政策已经加力，后续重点看增量财政政策的发力，诸多积极变化或将在一定程度上打破资产价格与经济预期期间的负反馈效应，后续重点关注各项具体政策的落地。美国整体处于经济周期高位，虽然降息幅度和节奏会有阶段性调整，但整体趋势难以改变，特朗普的上台，我们外需面临压力将会很大，但这或许也是内需政策加码发力的拐点。
- **投资观点：**当前行情表现比较分化。未来配置方向一是在市场波动加大背景下，通过跟踪高频数据变化做好仓位管理；二是结合经济数据和已发布的财报寻找有盈利支撑的行业和公司；三是关注宏观经济和地缘政治的发展，寻找正向的投资线索。

# 津京观点：市场波动加大，聚焦长期优质成长标的投资机会

## 经济周期

- 11月份中国经济数据出炉，供需两端数据均出现了不同程度收缩，内需修复动能不足仍是主要约束，生产端在出口支撑下保持相对韧性，中央经济工作会议将扩大内需列为2026年重点工作之首，关注后续两新、两重的政策接续情况；
- 美国11月失业率略有回升、CPI数据大幅低于预期，市场继续定价软着陆，叠加特朗普表示下一任美联储主席“需支持大幅降低利率”，为美联储进一步宽松打开想象空间。

## 金融周期

- 11月新增社融2.5万亿，同比+0.2万亿，企业债、非标融资是主要支撑，政府债和信贷则是主要拖累，M1、M2增速回落，未来关注存款活期化进程；
- 美联储货币政策委员会FOMC会后公布，降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至3.50% - 3.75%。美联储点阵图预测显示在2026年和2027年各有一次25个基点的降息。

## 政策周期

- 中央经济工作会议指出，明年政策取向上，要坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，提升宏观经济治理效能；
- 美联储降息落地确立流动性宽松，叠加特朗普推行减税与关税新政，可能引发的供给侧成本上升，但短期内，低CPI反而让宽松政策更顺畅。

## 市场周期

- 全球主要央行货币政策分化态势下，全球资本市场波动较大，A股也呈现震荡分化行情。短期来看，受年末流动性阶段性收紧、海外货币政策预期反复以及国内基本面修复偏缓影响，市场或将延续震荡结构行情，板块轮动速度较快。随着2026年即将开启，A股市场进入跨年布局的关键窗口，关注元旦前后的小躁动行情。



# 策略聚焦：供给侧有所走弱，需求侧消费、投资偏弱，出口回升

指标	11月	较前值变化 (pct/pcts)	评论	展望
经济增长数据 (%)				
工业增加值同比	4.8	-0.1	① 工业增加值延续较低水平，主要是需求不足拖累企业生产意愿以及工作日较少所致。增速下滑较多的主要是汽车制造业和铁路航空船舶行业。	高频数据显示近期工业开工率同比降幅有所收窄，叠加12月工作日较多，12月工业增加值增速可能止跌回稳。
制造业	4.6	+0.3		
采矿业	6.3	+1.8		
电力、燃气及水的生产和供应业	4.3	-1.1	② 服务业生产指数在高基数和消费放缓的影响下有所回落。结构上现代服务业增速仍占优。	
服务业生产指数	4.2	-0.4		
固定资产投资累计同比	-2.6	-0.9	增量财政政策的效果初步显现，11月固定资产投资增速小幅回升。	考虑到从资本金到位到撬动配套贷款、形成实物工作量均需一定时间，且四季度为工业生产淡季，增量财政政策当前对固定资产投资的呵护作用或仍相对有限，更显著的政策效果或有待明年一季度发挥，预计2026年一季度固投增速有望实现温和回升。
制造业	1.9	-0.8	① 基建投资单月增速小幅回升，前期部署的增量财政政策生效或为核心驱动因素。	
基建	0.1	-1.4	② 制造业投资单月增速小幅回升，新型政策性金融工具效果开始显现。	
房地产	-15.9	-1.2	③ 房地产开发投资单月增速进一步加速下滑。	
社会消费品零售总额同比	1.3	-1.6	① 社零增速有所下降，低于市场一致预期，主要由于部分区域和品类的消费补贴使用进度较快以及前期补贴的透支效应愈发显现。	① 考虑到部分消费大省以旧换新补贴使用进度较快、近期补贴撬动系数下降以及地产仍在筑底，我们判断今年12月消费温度可能仍然偏低。 ② 稳就业增量政策有望进一步带动就业市场企稳。
餐饮收入	3.2	-0.6		
汽车消费	-8.3	-1.7	② 家电、通讯器材、汽车等补贴品类消费增速较前值下滑，必选消费仅中西医药品消费增速上升。	
城镇调查失业率	5.1	持平	③ 就业市场保持平稳，失业率水平持平前值。	

进出口数据 (%、亿美元)				① 出口增速高于预期和前值，对非美地区出口呈现较强韧性，结构上汽车产业链、半导体产业链、机械与交运设备的拉动作用较大。 ② 进口增速低于预期，或与11月制造业景气回落相关，大宗商品中铁矿、铜矿、天然气进口数量增速较前值增加，原油、煤炭进口数量增速下降。	非美出口保持韧性叠加中美贸易摩擦阶段性缓和的背景下，今年全年出口有望实现5.3%左右增长，我们判断明年出口基本面也有较强支撑。
出口增速	5.9	+7.0			
进口增速	1.9	+0.9			
贸易差额	1116.8	+216.1			
物价数据 (%)				CPI同比增速大幅回升，主要受鲜菜价格超季节性大涨和去年同期低基数效应的共同驱动。 核心CPI同比读数高位震荡，租赁房租、教育服务、耐用消费品等显著低于历史季节性水平，衣着、其他用品和服务等显著高于历史季节性水平。	预计年底PPI和CPI同比均将在各自11月数值附近小幅波动，边际变化不大，但提示须警惕低基数效应消退、国补资金使用售罄、金价涨幅收窄后核心CPI同比读数后续边际走弱的风险。
CPI:同比	0.7	+0.5			
CPI:食品	0.2	+3.1			
CPI:非食品	0.8	-0.1			
核心CPI	1.2	持平			
PPI:同比	-2.2	-0.1		PPI同比跌幅小幅扩大，略低于市场预期，但环比仍录得“正增长”。 反内卷受益型行业与有色系行业连续三个月成为PPI中的核心贡献项，其中煤炭、碳酸锂价格增长较快。	
PPI:生产资料	-2.4	持平			
PPI:生活资料	-1.5	-0.1			

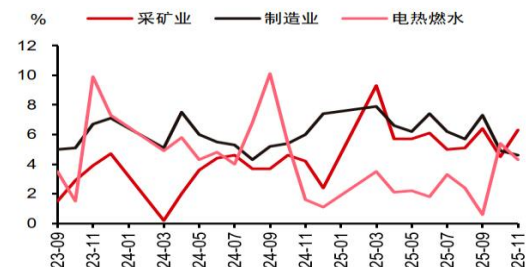
图4：社零各项同比增速 (%)

	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11
粮油、食品类	6.10	9.10	6.30	5.80	8.60	8.70	14.60	14.00	13.80	11.50	9.90	10.10
饮料类	2.90	7.10	-0.80	2.80	2.70	-4.40	0.10	2.90	4.40	-2.60	-8.50	-4.30
烟酒类	-3.40	4.10	1.60	-2.30	2.70	-0.70	11.20	4.00	8.50	5.50	10.40	-3.10
服装鞋帽针纺织品类	3.50	6.30	4.70	3.10	1.80	1.90	4.00	2.20	3.60	3.30	-0.30	-4.50
化妆品类	6.10	9.60	8.60	5.10	4.50	-2.30	4.40	7.20	1.10	4.40	0.80	-26.40
金银珠宝类	8.50	37.60	9.70	16.80	8.20	6.10	21.80	25.30	10.60	5.40	-1.00	-5.90
日用品类	-0.80	7.40	6.80	7.70	8.20	7.80	8.00	7.60	8.80	5.70	6.30	1.30
体育、娱乐用品类	0.40	10.10	11.90	16.90	13.70	9.50	28.30	23.30	26.20	25.00	16.70	3.50
书报杂志类	-	-3.50	-6.90	11.90	-6.60	-10.70	-8.40	-8.50	2.80	1.20	-12.20	-10.10
家用电器和音像器材类	-19.40	-14.60	3.30	14.30	28.70	32.40	53.00	38.80	35.10	10.90	39.30	22.20
中西药品类	4.90	3.60	1.90	0.90	0.10	-0.70	0.30	2.60	1.40	2.50	-0.90	-2.70
文化办公用品类	11.70	13.50	6.20	14.20	13.80	24.40	30.50	33.50	21.50	21.80	9.10	-5.90
家具类	-3.80	9.60	16.20	18.60	20.60	28.70	25.60	26.90	29.50	11.70	8.80	10.50
通讯器材类	20.60	23.20	16.20	7.30	14.90	13.90	33.00	19.90	28.60	26.20	14.00	-7.70
石油及制品类	-8.00	-5.90	-7.10	-8.00	-8.30	-7.30	-7.00	-5.70	-1.90	0.90	-2.80	-7.10
建筑及装潢材料类	-17.00	-8.30	-0.10	-0.70	-0.50	1.00	5.80	9.70	-0.10	0.10	0.80	2.90
汽车类	-8.30	-6.60	1.60	0.80	-1.50	4.60	1.10	0.70	5.50	-4.40	0.50	6.60
其他类	-	0.80	0.30	-0.40	1.80	-2.30	4.10	5.80	11.70	9.80	8.00	2.70

资料来源：Wind、招商证券

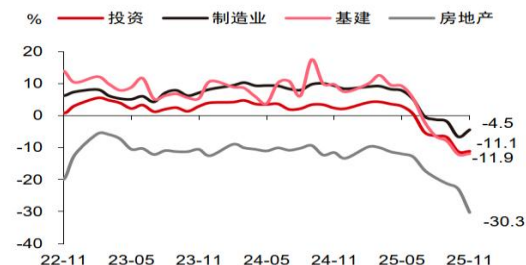
# 策略聚焦：供给侧有所走弱，需求侧消费、投资偏弱，出口回升

图 1：分三大工业门类的增加值同比增速



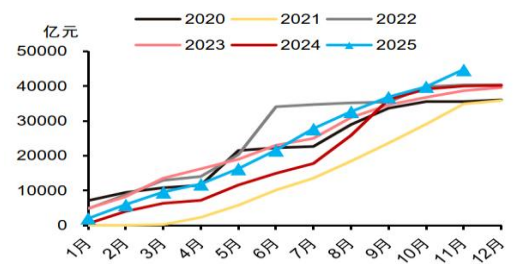
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：“电热燃水”指电力、热力、燃气及水的生产和供应业

图 3：固定资产投资（推算单月同比）



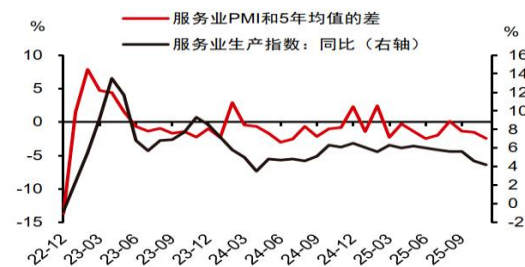
资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：总体投资、制造业、基建使用 2017 年基数和后续累计同比增速推算，房地产开发投资使用累计同比倒算

图 5：11 月新增专项债发行额度显著扩张



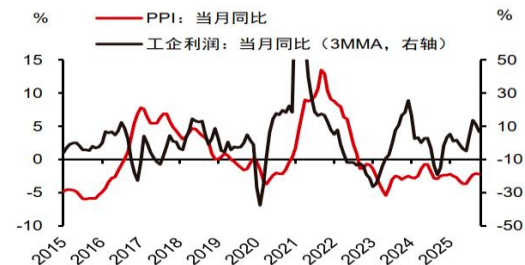
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：服务业生产指数和服务业 PMI



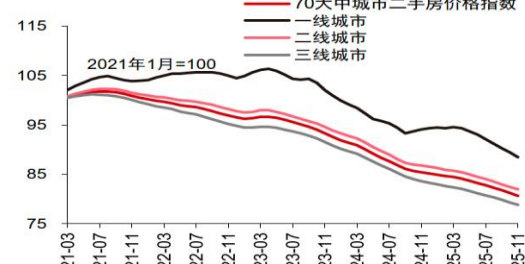
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：PPI 企稳，工业企业利润增速延续改善



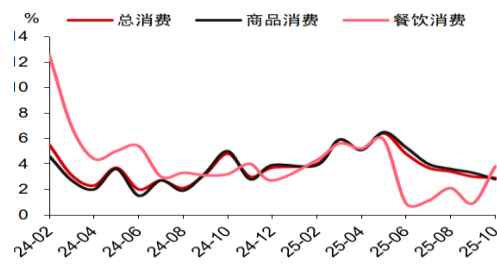
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：各线城市房价仍然处于下跌通道



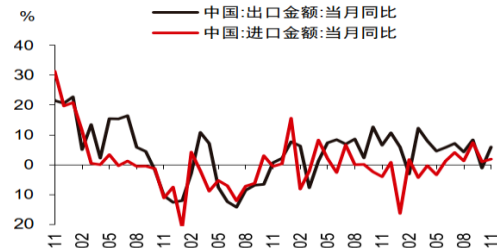
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：11 月整体消费、商品消费、餐饮消费增速较前值回落



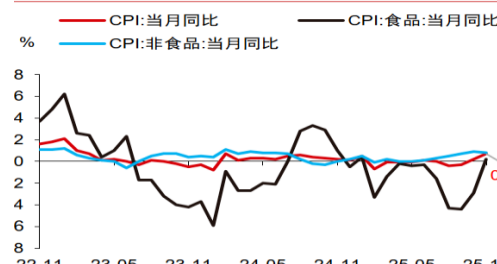
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021、2023 年增速为两年平均增速

图 9：11 月中国出口和进口增速较前值回升



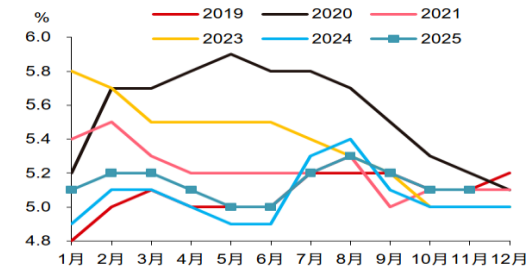
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：1 月 CPI 同比读数回升至+0.7%，以鲜菜为代表的食品价格上涨是核心拉动力



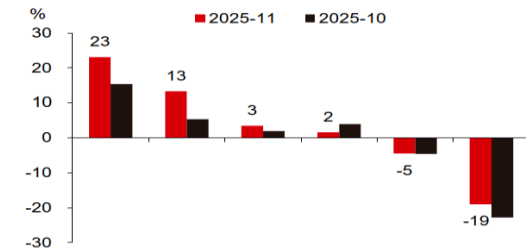
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：11 月 31 个大城市城镇调查失业率高于去年同期水平



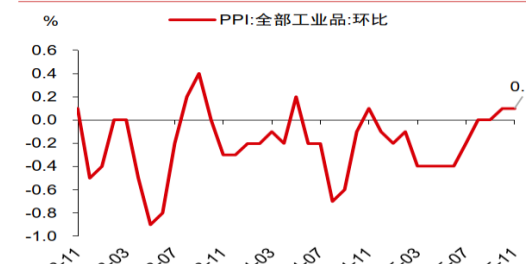
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：11 月中国自多数主要贸易伙伴进口增速有所回升



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：11 月 PPI 环比继续录得+0.1%，连续两个月为正

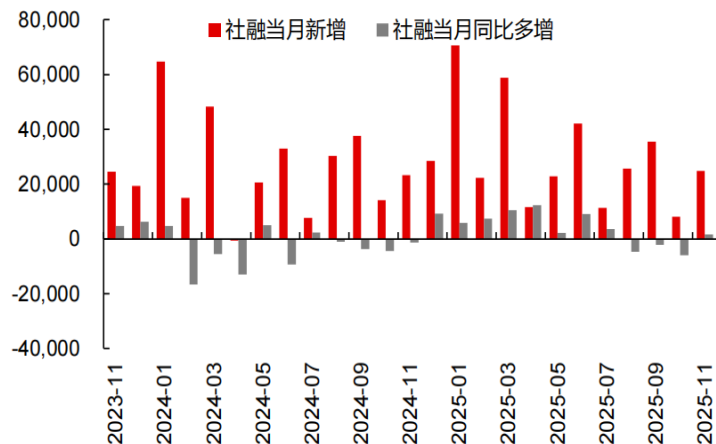


资料来源：Wind，中信证券研究部



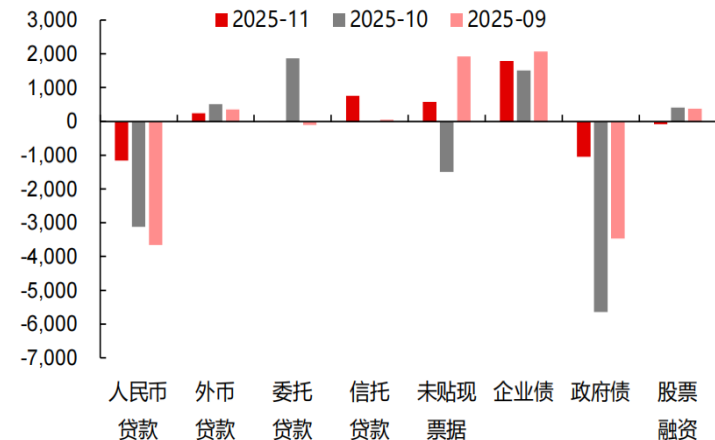
# 策略聚焦：国内11月居民端持续去杠杆，关注存款活期化进程

图 1：社会融资规模增量、同比变化（亿元）



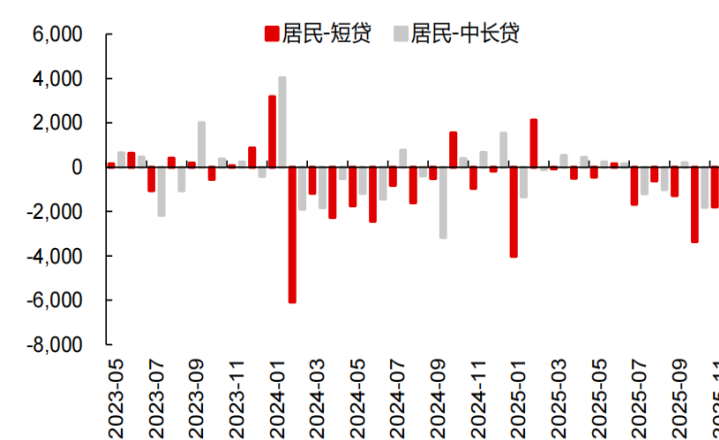
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：社会融资主要分项同比变化（亿元）



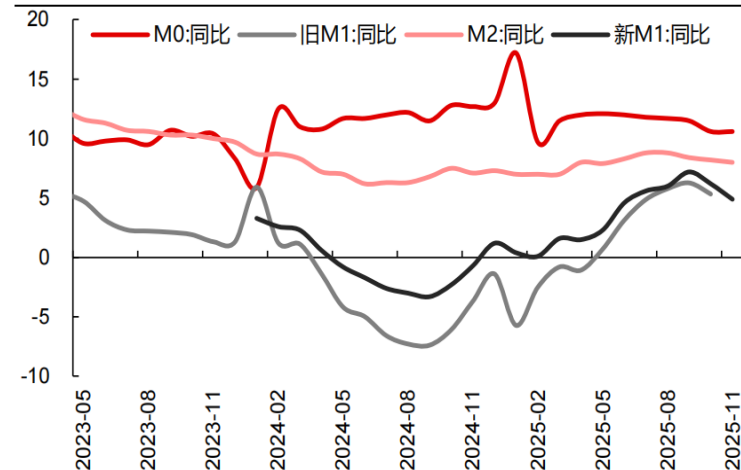
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：居民贷款分项同比变化（亿元）



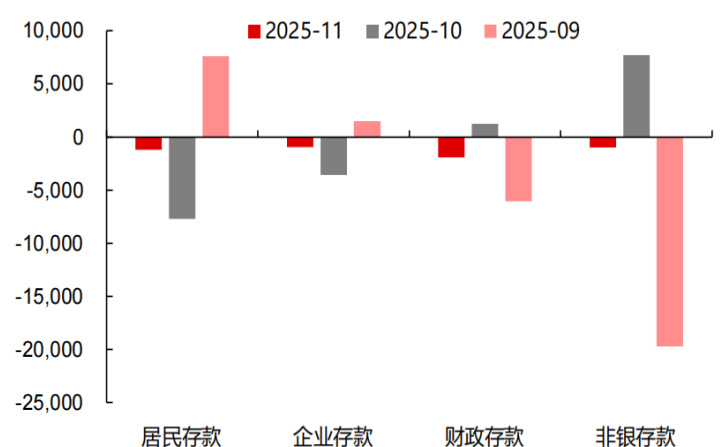
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：M1、M2 同比增速（%）



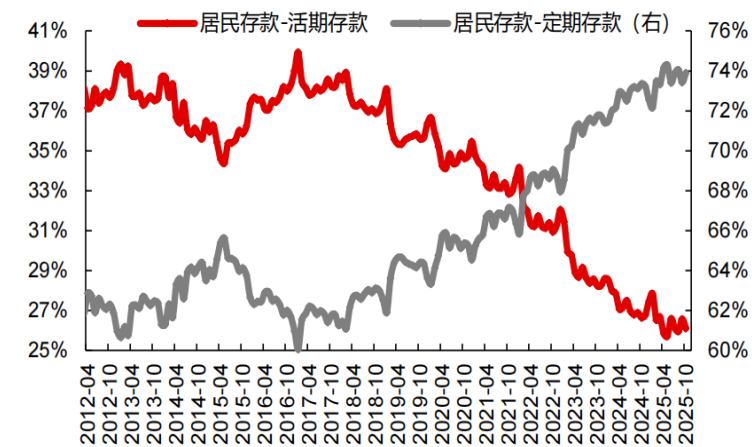
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：居民、企业、财政、非银存款同比变化（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：居民活期存款、定期存款占比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

# 策略聚焦：中央经济工作会议解读—挖掘潜能，苦练内功



表 1：中央经济工作会议和政治局会议表述对比

	2025年中央经济工作会议	2025年12月政治局会议	2024年中央经济工作会议
形势判断	◆ 今年是很不平凡的一年。……经济社会发展主要目标将顺利完成。我国经济顶压前行、向新向优发展，现代化产业体系建设持续推进，改革开放迈出新步伐， <b>重点领域风险化解取得积极进展，民生保障更加有力。</b> ◆ 过去5年，我们有效应对各种冲击挑战，推动党和国家事业取得新的重大成就，“十四五”即将圆满收官，第二个百年奋斗目标新征程实现良好开局。	◆ 我国经济运行总体平稳、稳中有进，新质生产力稳步发展，改革开放迈出新步伐， <b>重点领域风险化解取得积极进展</b> ，民生保障更加有力，社会大局保持稳定。 ◆ <b>过去5年，我们有效应对各种冲击挑战，我国经济、科技、国防等硬实力和文化、制度、外交等软实力明显提升</b> ，“十四五”即将圆满收官，第二个百年奋斗目标新征程实现良好开局。	◆ <b>当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，但同时必须看到我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有变</b> ，我们要正视困难，坚定信心，努力把各方面积极因素转化为发展实绩。
总体要求（理念）	◆ 坚持稳中求进工作总基调，更好统筹国内经济工作和国际经贸斗争，更好统筹发展和安全……	◆ 坚持稳中求进工作总基调， <b>更好统筹国内经济工作和国际经贸斗争</b> ，更好统筹发展和安全	◆ 坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全……
总体要求（任务）	◆ 实施更加积极有为的宏观政策， <b>增强政策前瞻性针对性协同性</b> ，持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，因地制宜发展新质生产力， <b>纵深推进全国统一大市场建设，持续防范化解重点领域风险</b> ，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，保持社会和谐稳定，实现“十五五”良好开局。	◆ 实施更加积极有为的宏观政策， <b>增强政策前瞻性针对性协同性</b> ，持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，因地制宜发展新质生产力， <b>纵深推进全国统一大市场建设，持续防范化解重点领域风险</b> ，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期， <b>推动经济实现质的有效提升和量的合理增长</b> ，保持社会和谐稳定，实现“十五五”良好开局。	◆ <b>实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击</b> ，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定。 <b>明年要保持经济稳定增长，保持就业物价总体稳定，保持国际收支基本平衡，促进居民收入增长和经济增长同步。</b>
宏观政策	◆ 要坚持稳中求进、提质增效， <b>发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度</b> ，提升宏观经济治理效能。 ◆ 实施更加积极的财政政策（详见后文） ◆ 实施适度宽松的货币政策（详见后文） ◆ 要增强宏观政策取向 <b>一致性和有效性</b> ，将各类经济政策和非经济政策、 <b>存量政策和增量政策纳入宏观政策取向一致性评估。健全预期管理机制，提振社会信心。</b>	◆ <b>发挥存量政策和增量政策集成效应</b> ◆ <b>加大逆周期和跨周期调节力度</b> ，切实提升宏观经济治理效能。	◆ 明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合 ◆ 实施更加积极的财政政策（详见后文） ◆ 要实施适度宽松的货币政策（详见后文） ◆ <b>要打好政策组合拳，加强财政、货币、就业、产业、区域、贸易、环保、监管等政策和改革开放举措的协调配合</b> ，完善部门间有效沟通协调反馈机制，把经济政策和非经济性政策统一纳入宏观政策取向一致性评估，提高政策整体效能。
财政政策	◆ <b>要继续实施更加积极的财政政策。保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量</b> ，加强财政科学管理，优化财政支出结构，规范税收优惠、财政补贴政策。 ◆ <b>重视解决地方财政困难</b> ，兜牢基层“三保”底线。 ◆ 严肃财经纪律，坚持党政机关过紧日子。	◆ 要坚持稳中求进、提质增效，继续实施 <b>更加积极的财政政策</b> …	◆ <b>要实施更加积极的财政政策</b> ◆ <b>提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用</b> ， ◆ 优化财政支出结构，兜牢基层三保底线。
货币政策	◆ 实施适度宽松的货币政策。 <b>把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量……</b> ◆ <b>灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕……</b> ◆ 畅通货币政策传导机制，引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域。	◆ 实施… <b>适度宽松的货币政策。</b>	◆ <b>要实施适度宽松的货币政策</b> ◆ <b>适时降准降息</b> ，保持流动性充裕，使社会融资规模货币供应量增长同经济增长价格总水平预期目标相匹配。 ◆ 探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能。

资料来源：人民网，长江证券研究所

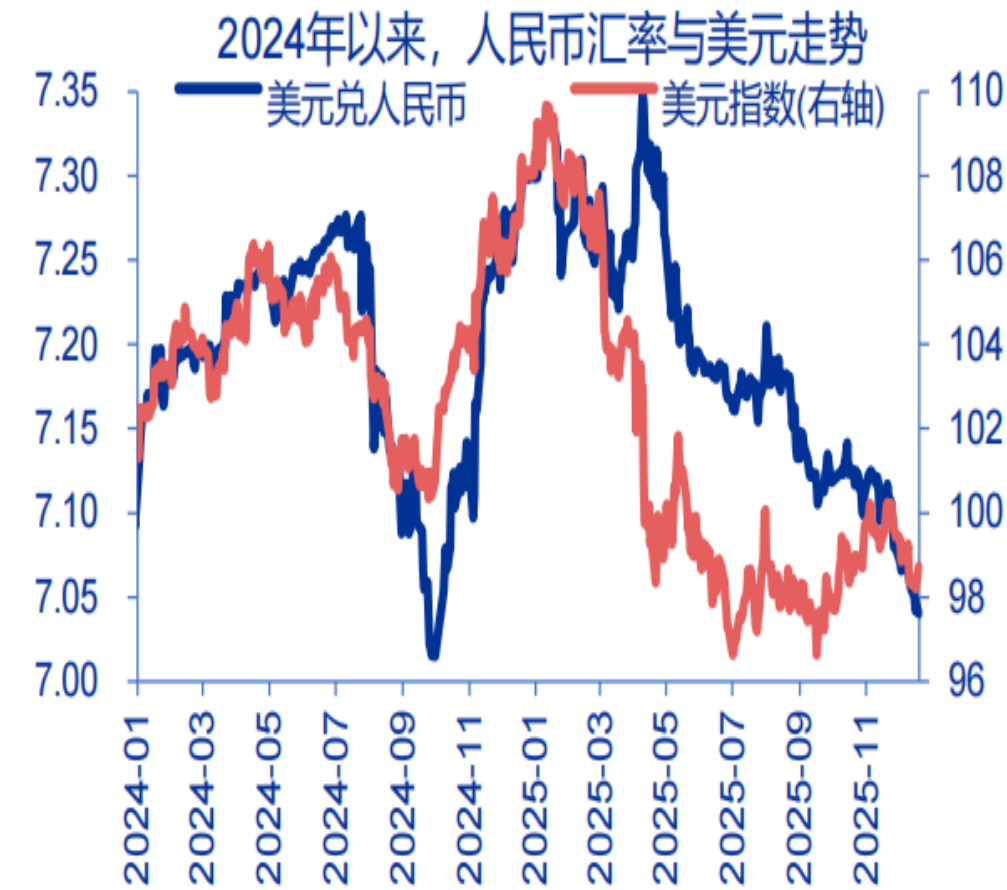
表 2：中央经济工作会议和政治局会议表述对比-续

	2025年中央经济工作会议	2025年12月政治局会议	2024年中央经济工作会议
重点任务	◆ <b>坚持内需主导</b> ，建设强大国内市场。深入实施提振消费专项行动，制定实施城乡居民增收计划。 <b>优化“两新”政策实施。释放服务消费潜力……推动投资止跌回稳，适当增加中央预算内投资规模</b> ，优化实施“两重”项目。 ◆ 坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能……完善新兴领域知识产权保护制度，制定服务业扩能提质行动方案，深入推进“内卷式”竞争，…… <b>制定和实施进一步深化国资国企改革方案，……加紧清理拖欠企业账款。</b> ◆ 坚持对外开放，稳步推进制度型开放，有序扩大 <b>服务领域自主开放，鼓励支持服务出口。</b> ◆ 坚持协调发展，促进城乡融合和区域联动。 ◆ 坚持“双碳”引领，推动全面绿色转型。 ◆ 坚持民生为大，努力为群众多办实事。 ◆ <b>坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。积极有序化解地方政府债务风险，督促各地主动化债，不得违规新增隐性债务。优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险。</b>	◆ 要坚持内需主导，建设强大国内市场。 ◆ 坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能； ◆ 坚持改革攻坚，增强高质量发展动力活力； ◆ 坚持对外开放，推动多领域合作共赢； ◆ 坚持协调发展，促进城乡融合和区域联动。 ◆ 坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。 ◆ 坚持民生为大，努力为群众多办实事； ◆ 解决好拖欠企业账款和农民工工资问题，兜牢民生底线。	◆ <b>大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求：实施提振消费专项行动，加力扩围实施两新政策；</b> ◆ <b>以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系：开展人工智能行动；综合整治内卷式竞争，规范地方政府和企业行为。</b> ◆ <b>发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效：出台民营经济促进法，开展规范涉企执法专项行动，制定全国统一大市场建设指引，统筹推进财税体制改革</b> ◆ <b>扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资：有序扩大自主开放和单边开放；推动高质量共建一带一路，走深走实，完善海外综合服务体系；</b> ◆ <b>有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线：持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，推动构建房地产发展新模式，稳妥处置地方中小金融机构风险；</b> ◆ <b>统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展；</b> ◆ <b>加大区域战略实施力度，增强区域发展活力：支持经济大省挑大梁，鼓励其他地区因地制宜，各展所长；</b> ◆ <b>协同推进降碳减污扩绿增长：加快沙戈荒新能源基地建设，建立一批零碳园区，推动全国碳市场建设；</b> ◆ <b>加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感、幸福感、安全感：实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划；制定促进生育政策。</b>
其他重点	【五个“必须统筹好”】 ◆ 必须充分挖掘经济潜能，必须坚持政策支持和改革创新并举，必须做到既“放得活”又“管得好”， <b>必须坚持投资于物和投资于人紧密结合，必须以苦练内功来应对外部挑战。</b>  【明年工作重点】 ◆ <b>围绕做强国内大循环，拓展内需增长新空间。</b>  【组织领导】 ◆ 要树立和践行正确政绩观，坚持为人民出政绩、以实干出政绩，自觉按规律办事，完善差异化考核评价体系。 ◆ 要按照党的二十届四中全会《建议》编制国家和地方“十五五”规划及专项规划，推动高质量、可持续发展。 ◆ 要营造良好的政治环境、人才环境、营商环境、舆论环境，加强政策宣传解读，充分激发社会正能量。  【年末要求】 ◆ 要做好岁末年初民生商品保供工作，关心困难群众生产生活，坚决防范遏制重特大事故发生。	【组织领导】 ◆ 要加强党的领导特别是党中央集中统一领导。树立和践行正确政绩观，因地制宜做好经济工作，实现高质量、可持续的发展。 ◆ 编制好国家和地方“十五五”规划及专项规划。	【五个“必须统筹好”】 必须统筹好有效市场和有为政府的关系，形成既放得活又管得住的经济秩序， <b>必须统筹好总供给和总需求的关系</b> ，畅通国民经济循环， <b>必须统筹好培育新动能和更新旧动能的关系</b> ，因地制宜发展新质生产力， <b>必须统筹好做优增量和盘活存量的关系</b> ，全面提高资源配置效率， <b>必须统筹好提升质量和做大总量的关系</b> ，夯实中国式现代化的物质基础。  【明年工作重点】 ◆ <b>着力提振内需，特别是居民消费需求；</b>  【组织领导】 ◆ 强化正向激励，激发干事创业的内生动力，切实为基层松绑减负，让想干事会干事的干部能干事、干成事。 ◆ 坚持求真务实， <b>坚决反对热衷于对上表现，不对下负责，不考虑实效的形式主义、官僚主义。</b> ◆ 反对本位主义，形成抓落实的合力。 ◆ <b>加强预期管理，协同推进政策实施和预期引导。</b>  【年末要求】 ◆ 要做好岁末年初民生保障和安全稳定各项工作，深入排查化解各类矛盾纠纷和风险隐患，确保社会大局稳定。

资料来源：人民网，长江证券研究所

# 策略聚焦：近期人民币走强

图表 1：近期人民币快速走强



资料来源：Wind，申万宏源研究

图1、2016 年以来股价与美元兑人民币汇率负相关性居前的细分行业

人民币升值受益逻辑	一级行业	二级行业	股价与美元兑人民币汇率相关性		
			2016年以来-整体	2016年以来-滚动三个月中位数	两者平均
进口成本下降	煤炭	焦炭Ⅱ	-70.4%	-42.0%	-56.2%
	钢铁	普钢	-59.7%	-46.9%	-53.3%
		冶钢原料	-51.0%	-51.1%	-51.0%
		特钢Ⅱ	-40.6%	-41.9%	-41.2%
	基础化工	塑料	-58.5%	-23.6%	-41.0%
		化学原料	-28.6%	-51.7%	-40.1%
		农化制品	-33.1%	-40.8%	-37.0%
		橡胶	-42.8%	-29.4%	-36.1%
	有色金属	能源金属	-33.2%	-41.9%	-37.6%
	轻工制造	家居用品	-63.0%	-44.6%	-53.8%
		造纸	-61.9%	-44.9%	-53.4%
	交通运输	航空机场	-50.7%	-24.4%	-37.5%
	家用电器	厨卫电器	-61.9%	-37.2%	-49.5%
		小家电	-55.8%	-37.6%	-46.7%
	农林牧渔	农产品加工	-59.7%	-40.3%	-50.0%
	传媒	广告营销	-45.3%	-37.9%	-41.6%
	纺织服饰	纺织制造	-42.0%	-35.4%	-38.7%
	医药生物	生物制品	-45.6%	-33.5%	-39.5%
		医疗服务	-40.5%	-42.7%	-41.6%
美元负债成本下降	汽车	汽车服务	-56.6%	-33.1%	-44.8%
	房地产	房地产开发	-63.1%	-37.5%	-50.3%
		房地产服务	-53.1%	-31.8%	-42.4%
	建筑装饰	专业工程	-45.6%	-35.6%	-40.6%
	交通运输	物流	-59.6%	-40.0%	-49.8%
	电子	光学光电子	-58.3%	-25.7%	-42.0%
	商贸零售	贸易Ⅱ	-41.6%	-27.3%	-34.5%
	非银金融	多元金融	-40.4%	-29.5%	-34.9%
		专业连锁Ⅱ	-56.1%	-32.4%	-44.2%
	商贸零售	互联网电商	-60.2%	-15.4%	-37.8%
内需/跨境消费提振	食品饮料	饮料乳品	-30.2%	-53.0%	-41.6%
	社会服务	酒店餐饮	-48.6%	-22.9%	-35.8%
	纺织服饰	饰品	-45.2%	-25.7%	-35.4%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 12 月 24 日

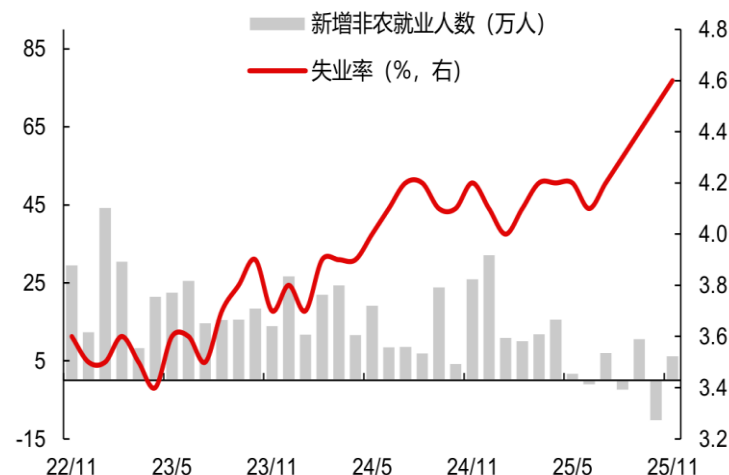


# 策略聚焦：国内地产成交整体依旧偏弱，新房压力更大



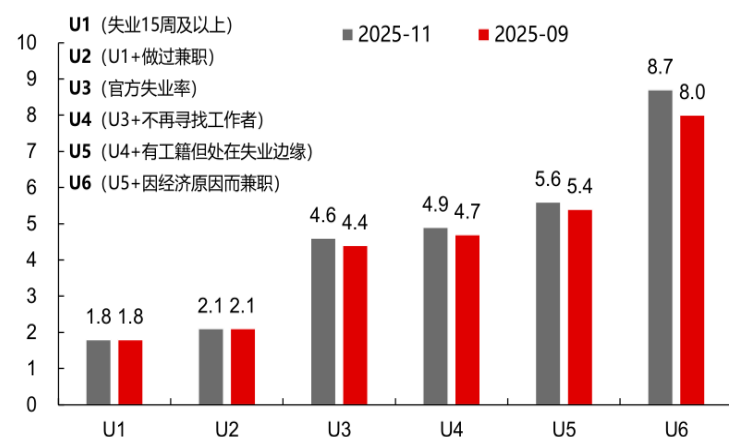
# 策略聚焦：美国11月非农数据超预期，但整体仍偏弱

图 1：新增非农就业(万人)及失业率(%)



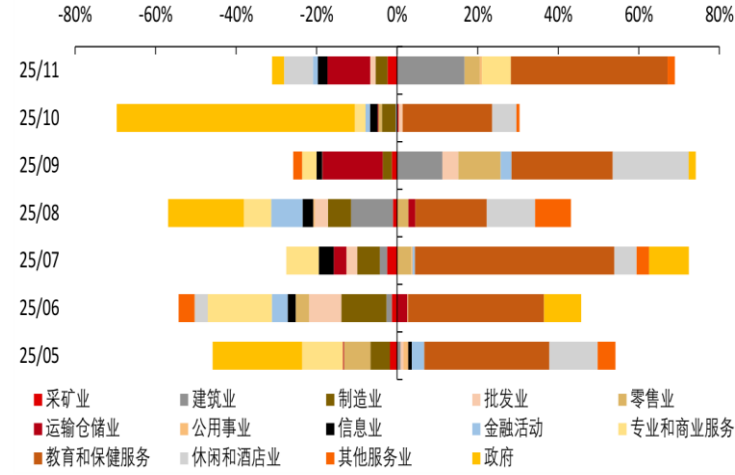
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：美国各类型失业率 (%)



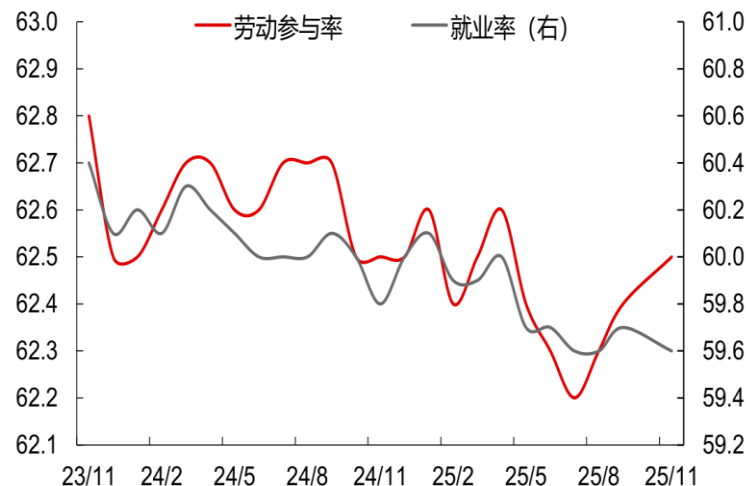
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：美国分行业新增非农就业贡献率 (%)



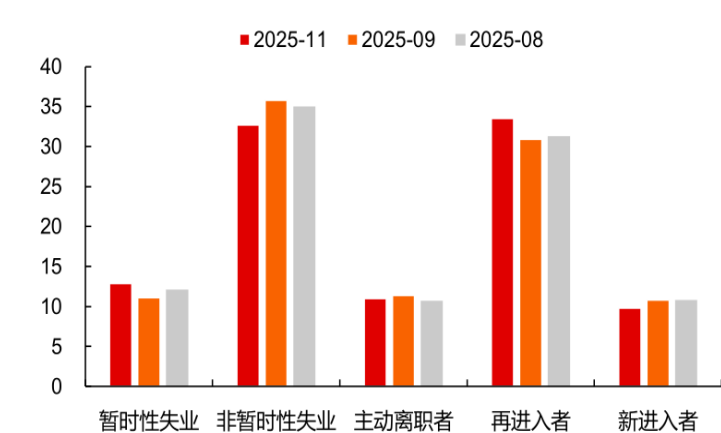
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：美国就业率和劳动参与率 (%)



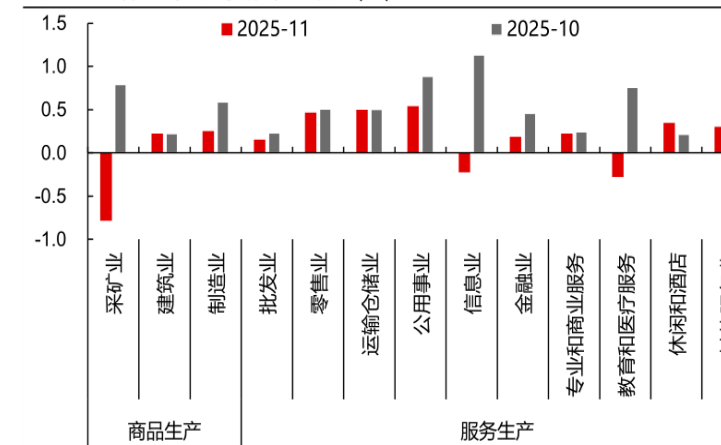
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：不同类型失业人数占比 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：分行业平均时薪环比增速(%)

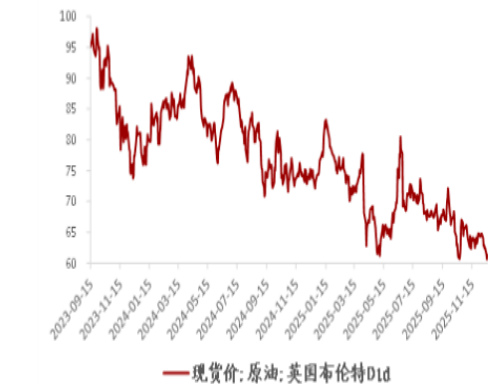


资料来源：Wind，长江证券研究所



# 策略聚焦：美国11月CPI低于市场预期

图 1: 布油价格在 12 月初小幅下行 (美元/桶)



资料来源: Wind、招商证券

图 2: 供应链压力指数边际放缓



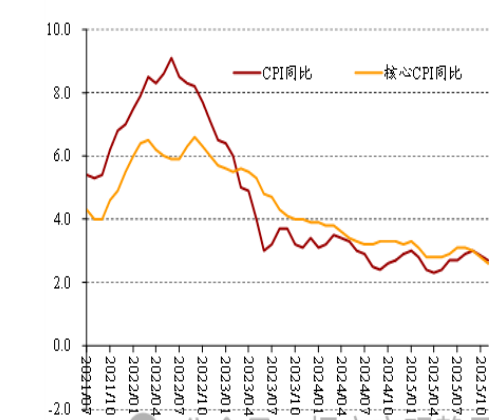
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 机动车保险价格降温 (%)



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 11 月核心 CPI 同比明显下行



资料来源: Wind、招商证券

美国CPI分项	权重 (%)	YoY (%)			MoM (%)		
		Nov-25	Sep-25	Aug-25	Avg. Oct-Nov	Sep-25	Aug-25
<b>CPI</b>	<b>100.0</b>	<b>2.74</b>	<b>3.01</b>	<b>2.92</b>	<b>0.10</b>	<b>0.31</b>	<b>0.38</b>
<b>食物</b>	<b>13.7</b>	<b>2.65</b>	<b>3.11</b>	<b>3.19</b>	<b>0.03</b>	<b>0.25</b>	<b>0.46</b>
家庭食物	8.0	1.94	2.69	2.68	-0.11	0.32	0.58
谷物和烘焙产品	1.1	1.94	1.63	1.15	0.02	0.71	0.13
肉, 禽, 鱼和蛋	1.7	4.70	5.17	5.59	0.05	0.27	1.02
乳制品及相关产品	0.7	1.60	0.72	1.25	-0.94	0.46	0.09
水果和蔬菜	1.3	0.12	1.28	1.86	-0.45	-0.03	1.55
非酒精饮料和饮料材料	0.9	4.28	5.31	4.57	0.42	0.74	0.62
其他食物	2.3	1.34	1.85	1.48	-0.04	0.46	0.07
非家庭食物	5.6	3.66	3.73	3.93	0.23	0.14	0.29
<b>能源</b>	<b>6.4</b>	<b>4.24</b>	<b>2.85</b>	<b>0.22</b>	<b>0.54</b>	<b>1.51</b>	<b>0.69</b>
能源商品	3.2	1.19	-0.37	-6.22	0.36	3.81	1.68
燃油	0.1	11.33	4.06	-0.52	1.53	0.65	0.33
车用燃油	3.1	1.09	-0.42	-6.46	0.35	4.04	1.81
汽油	3.0	0.94	-0.52	-6.63	0.38	4.06	1.91
能源服务	3.2	7.42	6.40	7.72	0.72	0.67	0.24
电力	2.4	6.94	5.08	6.19	1.16	0.50	0.20
公用燃气服务	0.8	9.13	11.70	13.82	-0.68	1.21	1.60
<b>核心CPI</b>	<b>80.0</b>	<b>2.63</b>	<b>3.02</b>	<b>3.11</b>	<b>0.08</b>	<b>0.23</b>	<b>0.35</b>
<b>除食品能源外商品</b>	<b>19.3</b>	<b>1.39</b>	<b>1.54</b>	<b>1.54</b>	<b>0.03</b>	<b>0.22</b>	<b>0.28</b>
服饰	2.6	0.17	-0.08	0.23	-0.36	0.73	0.50
新车	4.3	0.62	0.75	0.66	0.16	0.22	0.28
二手车和卡车	2.4	3.56	5.08	6.04	0.52	0.41	1.04
医疗商品	1.5	1.15	0.67	0.04	0.08	0.06	0.26
酒精饮料	0.8	1.87	2.00	1.88	0.13	0.20	0.59
烟草和吸烟用品	0.5	6.92	6.92	6.31	0.76	0.60	1.03
<b>除食品能源外服务</b>	<b>60.6</b>	<b>3.02</b>	<b>3.47</b>	<b>3.59</b>	<b>0.08</b>	<b>0.24</b>	<b>0.35</b>
住所	35.4	3.04	3.58	3.63	0.09	0.21	0.44
主要住所租金	7.5	2.96	3.40	3.50	0.06	0.20	0.30
业主的等量房租	26.2	3.36	3.76	3.98	0.13	0.13	0.38
酒店	1.3	-4.10	-0.11	-2.56	-0.64	1.35	2.29
医疗服务	6.8	3.28	3.88	4.23	0.04	0.28	-0.14
医师服务	1.8	1.66	2.40	3.45	0.04	0.12	0.34
医院服务	2.0	5.74	5.54	-	0.36	0.32	-0.03
运输服务	6.2	1.71	2.55	3.50	-0.26	0.28	1.01
机动车保养与维修	1.1	6.94	7.68	8.50	0.28	0.19	2.41
机动车保险	2.8	4.72	3.15	4.66	0.81	0.41	-0.02
机票价格	0.9	-5.35	3.20	3.28	-3.35	2.72	5.87



# 策略聚焦：美联储2026年一季度暂缓降息



图 2：市场对美联储 2026、2027 年的降息预测

Meeting Date	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/1/28			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	26.60%	73.40%	0.00%	0.00%
2026/3/18	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	11.50%	46.80%	41.70%	0.00%	0.00%
2026/4/29	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.80%	20.20%	45.50%	31.40%	0.00%	0.00%
2026/6/17	0.00%	0.00%	0.00%	1.60%	12.60%	34.40%	37.60%	13.80%	0.00%	0.00%
2026/7/29	0.00%	0.00%	0.50%	5.10%	19.60%	35.40%	30.00%	9.40%	0.00%	0.00%
2026/9/16	0.00%	0.20%	2.20%	10.40%	25.30%	33.50%	22.50%	6.00%	0.00%	0.00%
2026/10/28	0.00%	0.50%	3.60%	13.00%	26.80%	31.50%	19.60%	4.90%	0.00%	0.00%
2026/12/9	0.10%	1.00%	5.10%	15.20%	27.50%	29.60%	17.20%	4.10%	0.00%	0.00%
2027/1/27	0.10%	1.00%	5.10%	15.20%	27.50%	29.60%	17.20%	4.10%	0.00%	0.00%
2027/3/17	0.10%	1.20%	5.50%	15.60%	27.60%	29.20%	16.80%	4.00%	0.00%	0.00%
2027/4/28	0.10%	1.10%	5.20%	15.00%	26.80%	29.10%	17.60%	4.80%	0.30%	0.00%
2027/6/9	0.10%	1.10%	5.10%	14.70%	26.50%	29.00%	17.90%	5.20%	0.40%	0.00%
2027/7/28	0.40%	2.30%	8.10%	18.30%	27.30%	25.60%	14.00%	3.70%	0.30%	0.00%
2027/9/15	0.30%	1.50%	5.60%	13.90%	23.40%	26.30%	18.90%	8.10%	1.70%	0.10%
2027/10/27	0.20%	1.40%	5.20%	13.20%	22.60%	26.00%	19.60%	9.10%	2.30%	0.30%
2027/12/8	0.40%	2.00%	6.40%	14.60%	23.10%	25.10%	18.10%	8.10%	2.00%	0.20%

资料来源：CME，长江证券研究所（数据截至：北京时间 2025 年 12 月 19 日 0 点 25 分）

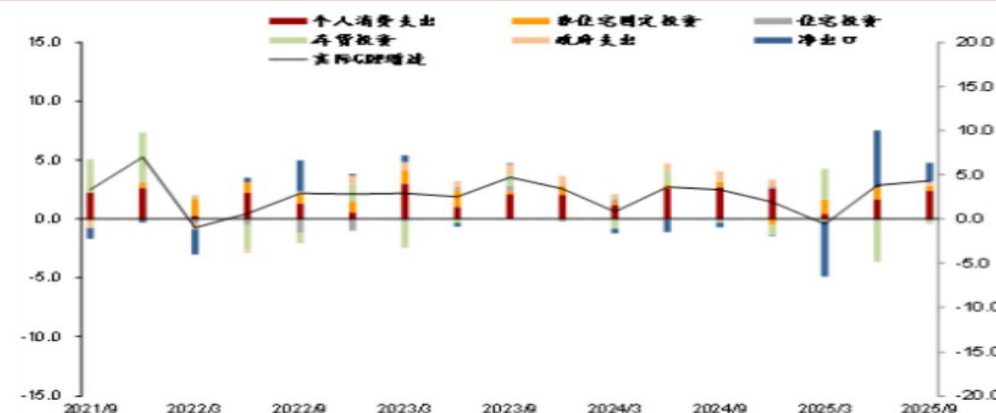
# 策略聚焦：美国Q3经济超预期

表 1: GDP 分项变化率 (季调、环比折年)

	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3
国内生产总值	4.3	3.8	-0.6	1.9	3.3
个人消费支出	3.5	2.5	0.6	3.9	4.0
商品	3.1	2.2	0.2	6.9	6.1
耐用品	1.6	2.3	-3.4	13.0	8.6
非耐用品	3.9	2.2	2.2	3.8	4.8
服务	3.7	2.6	0.8	2.5	3.0
国内私人投资总额	-0.3	-13.8	23.3	-6.8	0.9
固定资产投资	1.0	4.4	7.1	-1.9	1.5
非住宅	2.8	7.3	9.5	-3.7	3.5
建筑	-6.3	-7.5	-3.1	-8.1	-2.2
设备	5.4	8.5	21.4	-4.3	8.2
知识产权产品	5.4	15.0	6.5	-0.6	2.6
住宅	-5.1	-5.1	-1.0	4.3	-4.8
私人存货变化					
商品和服务净出口					
出口	8.8	-1.8	0.2	-0.9	8.9
商品出口	7.4	-4.7	6.3	-3.9	8.4
服务出口	11.2	3.5	-9.7	4.6	9.8
进口	-4.7	-29.3	38.0	-0.2	10.1
商品进口	-7.5	-35.0	52.0	-3.1	8.9
服务进口	6.3	-1.2	-5.8	11.5	15.3
政府消费支出和投资总额	2.2	-0.1	-1.0	3.3	5.4
联邦政府	2.9	-5.3	-5.6	4.4	8.6
国防	5.8	0.9	-6.9	4.6	13.5
非国防	-1.1	-13.0	-3.8	4.1	2.4
州和地方政府	1.8	3.1	1.9	2.7	3.6

资料来源: Wind, 招商证券

图 1: 强劲消费带动美 Q3 经济增速超预期 (%)



资料来源: Wind, 招商证券

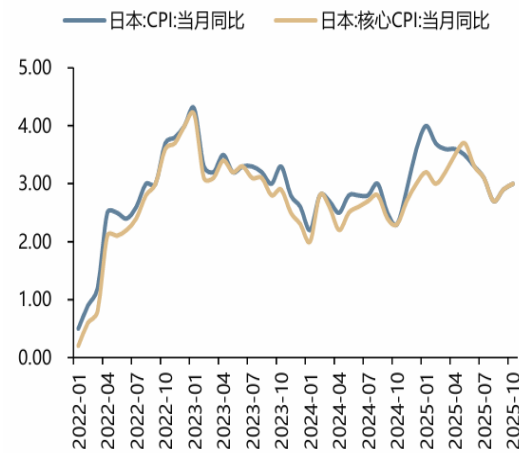
图 3: 美国商品和服务消费 (十亿美元)



资料来源: Wind, 招商证券

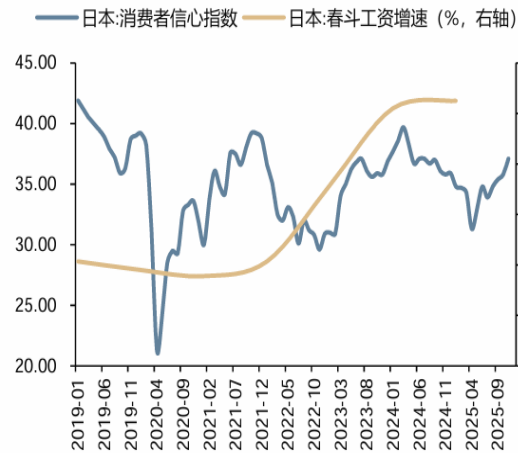
# 策略聚焦：日本加息—全球流动性的“压力测试”

图 2：日本通胀水平维持高位（%）



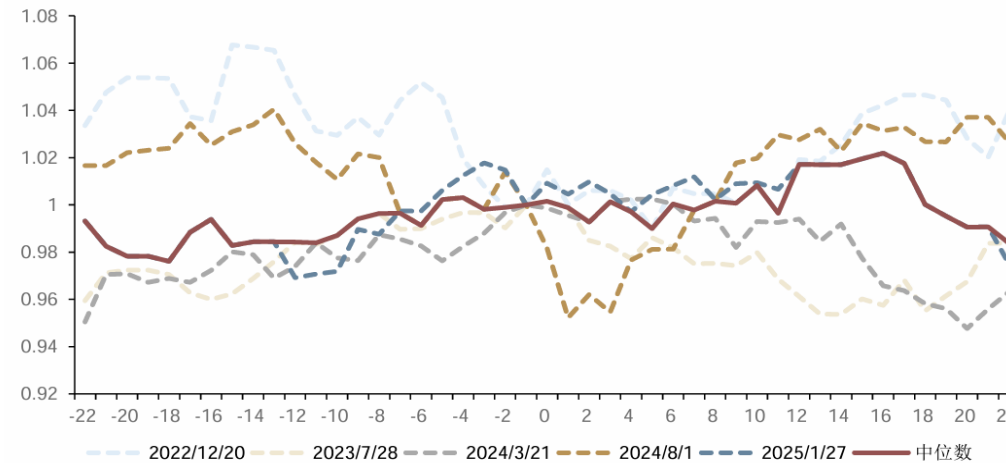
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：日本工资增速提升带动消费需求



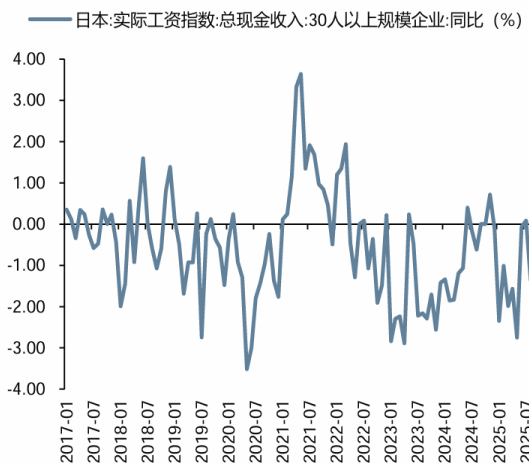
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 17：标普 500 在日本央行收紧货币政策前后的走势



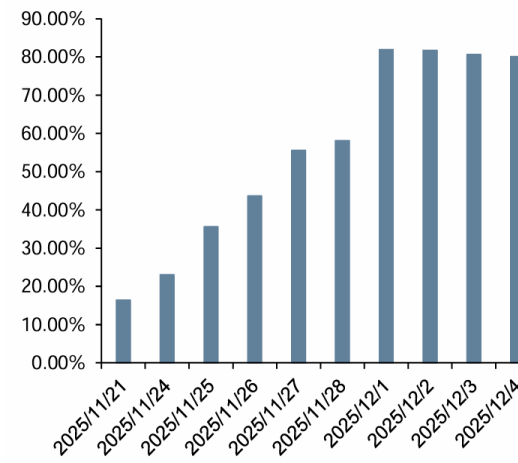
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10：日本实际工资增速仍处低位展



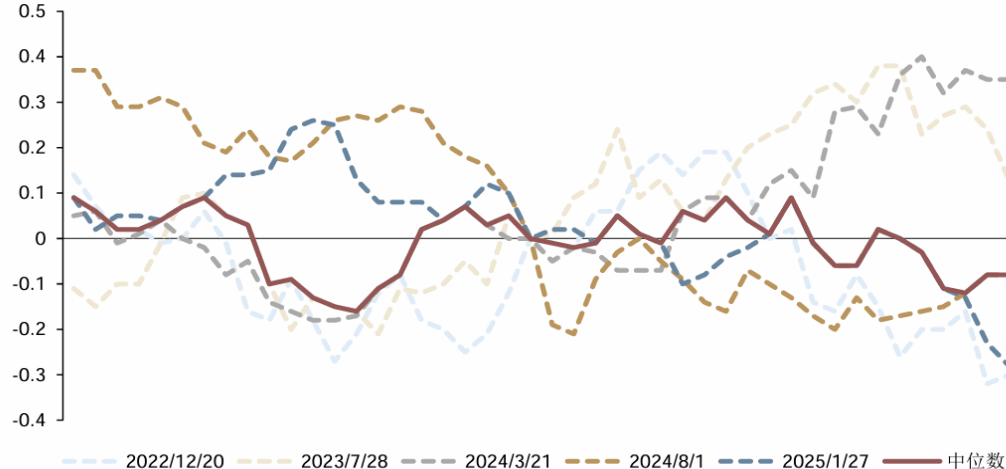
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 11：OIS 隐含日本央行 12 月加息概率



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 18：10 年期美债利率在日本央行收紧货币政策前后的走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心



# 框架更新：基于中美利差的中美经济周期跟踪

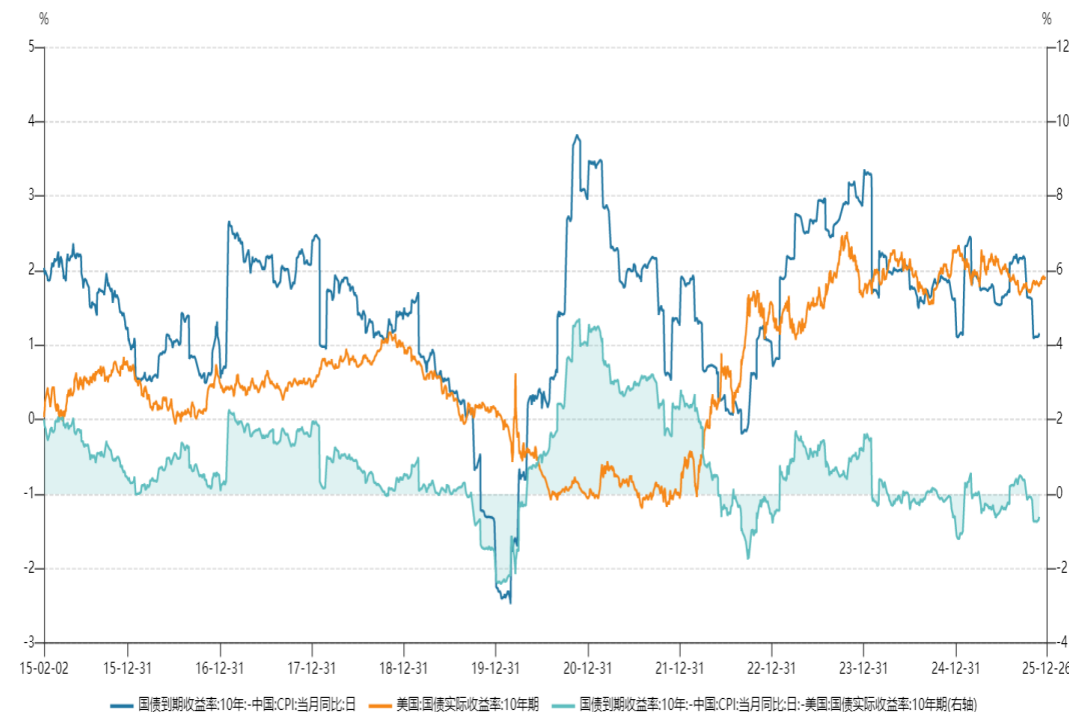
- 中美利差大致衡量中美两国经济周期差异，对于大类资产波动有重要含义。
- 在名义利率端，近期中国长债收益率和美债收益率变化不大，中美利差依旧低位震荡；
- 在实际利率端，美国实际利率变化不大，中国波动加大，两国实际利率差低位震荡；

中美10Y国债名义利差



数据来源：Wind

中美10Y国债实际利差



数据来源：Wind

# 框架更新：1、短期经济拟合

- 我们采用华创证券的WEI指数来表征短期中国经济周度趋势，采用亚特兰大联储的GDPNOW指数来表征短期美国经济周度趋势。
- 短期高频数据显示中国经济在去年9月底回升后改善趋势有所放缓，美国经济增长预期变化不大；

## 中国周度GDP拟合趋势

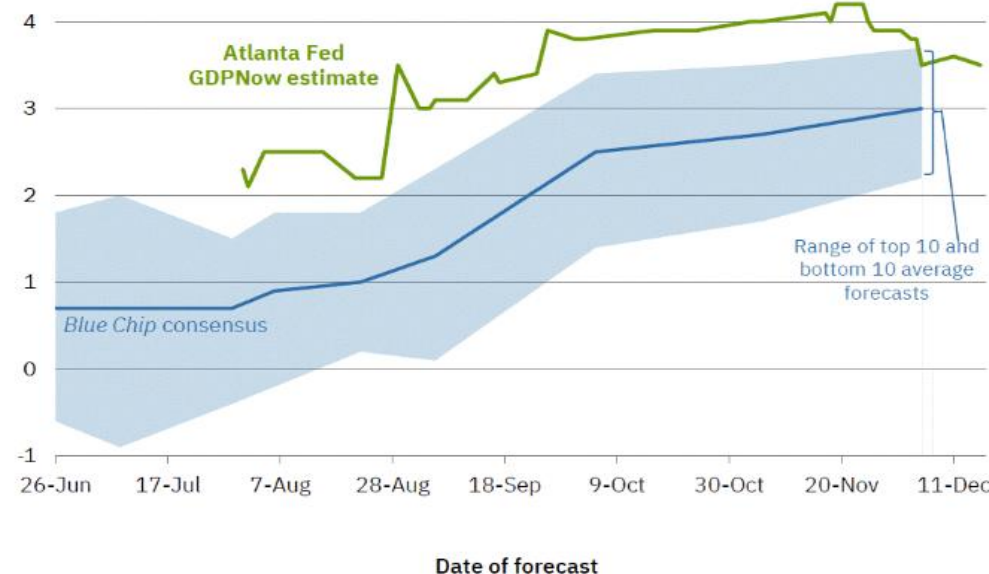
图表 1 华创宏观中国周度经济活动指数和中国季度实际 GDP 同比增长率



资料来源：Wind，华创证券；注：为了剔除移动假日效应，2025年1月26日至2025年2月23日的指数为两年同比均值

## 美国周度GDP拟合趋势

Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2025: Q3  
Quarterly percent change (SAAR)



Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts

Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

## 框架更新：2、PMI 景气周期

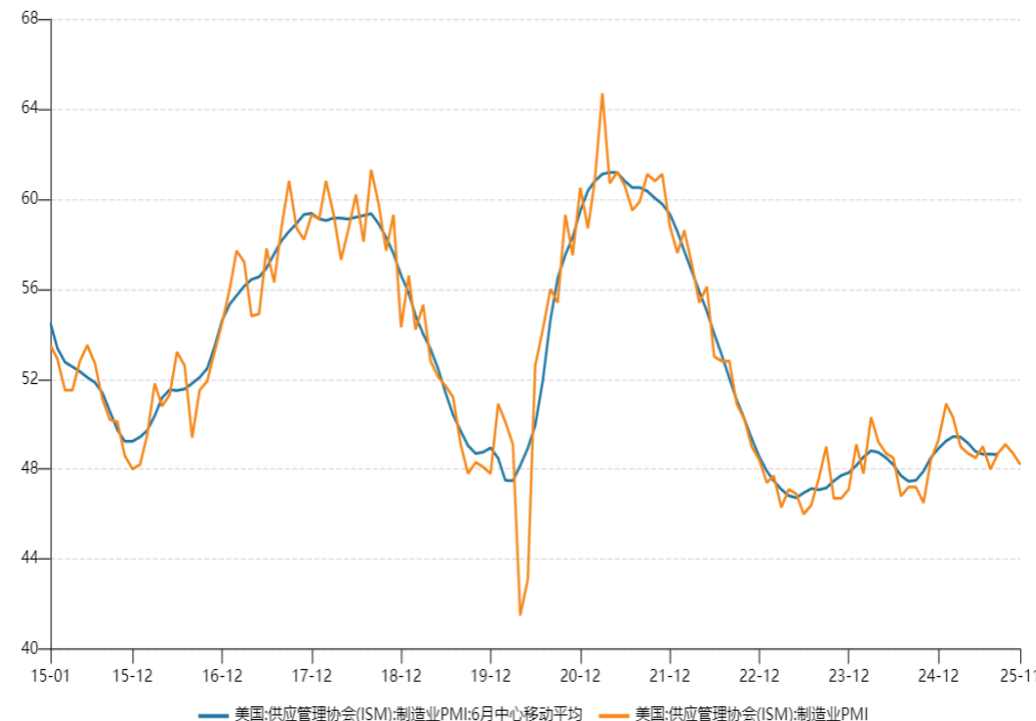
- 从中美两国PMI综合指数对比来看，中国PMI指数大部分时间都在荣枯线50以下，有一定压力；美国PMI指数年初至今处于下滑趋势；
- 从近期数据看，中国数据枯荣线附近徘徊，美国数据1个月小幅反弹后再次放缓，继续关注后续两国的PMI趋势；

中国制造业PMI趋势



数据来源：Wind

美国制造业PMI趋势



数据来源：Wind



# 框架更新：3、产能周期

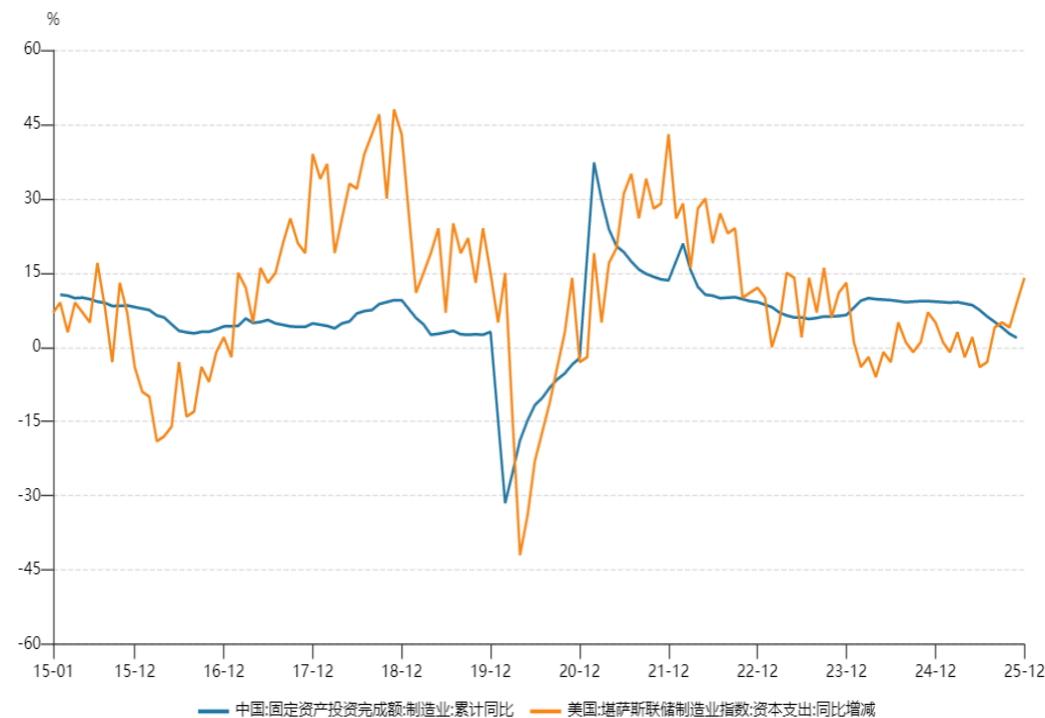
- 从产能利用率角度看，中国的产能利用率整体处于震荡下行通道中，美国的产能利用率也是震荡走弱；
- 从制造业固定资产投资看，中国制造业投资在2024年小幅反弹后再次下滑，美国则呈现底部企稳回升的迹象；

中美工业产能利用率趋势



数据来源：Wind

中美固定资产投资趋势

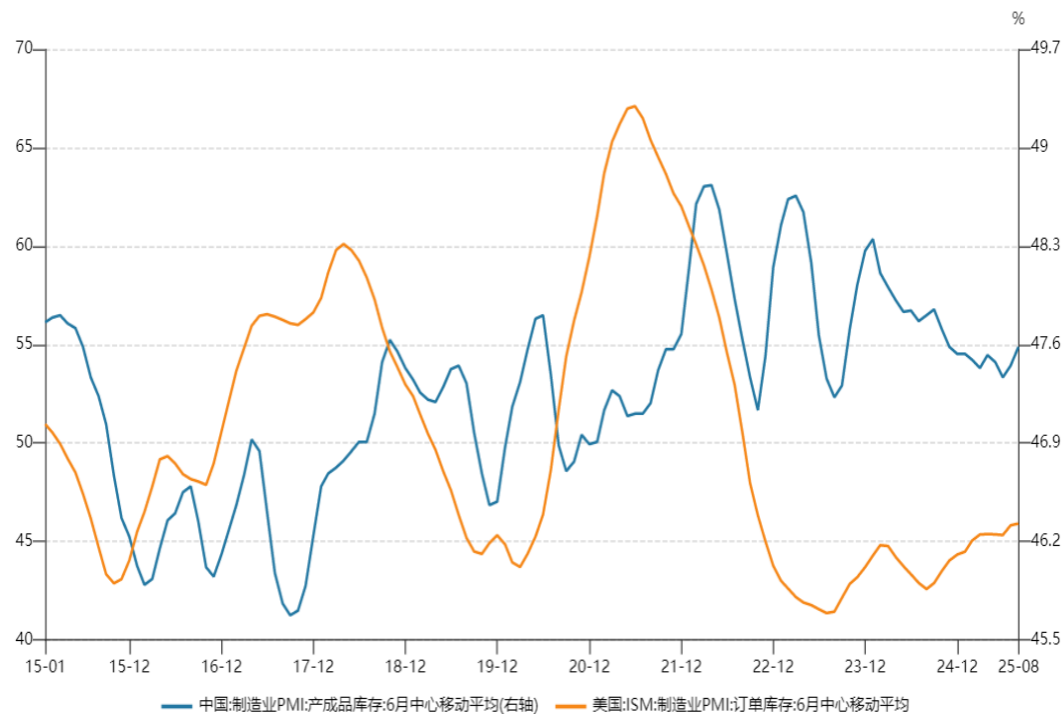


数据来源：Wind

## 框架更新：4、库存周期

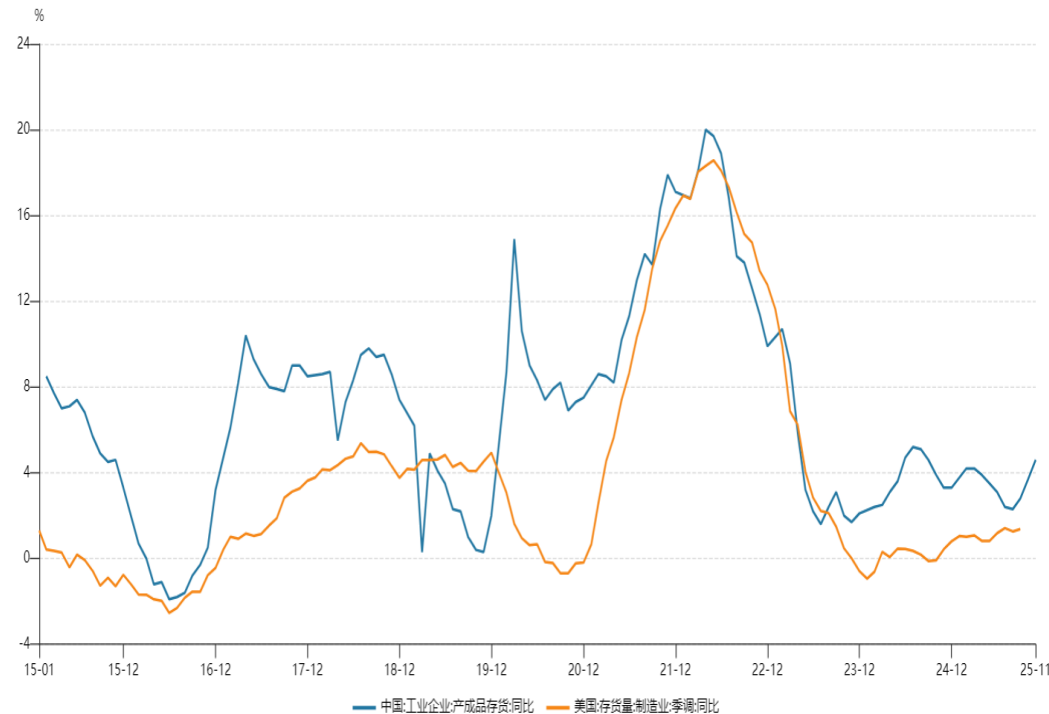
- 库存趋势看两国库存周期都处在底部位置，两国库存水平都在低位，向下空间不大，最近均有小幅补库存(工业口径)的迹象；

中美PMI口径库存趋势



数据来源：Wind

中美工业口径库存趋势

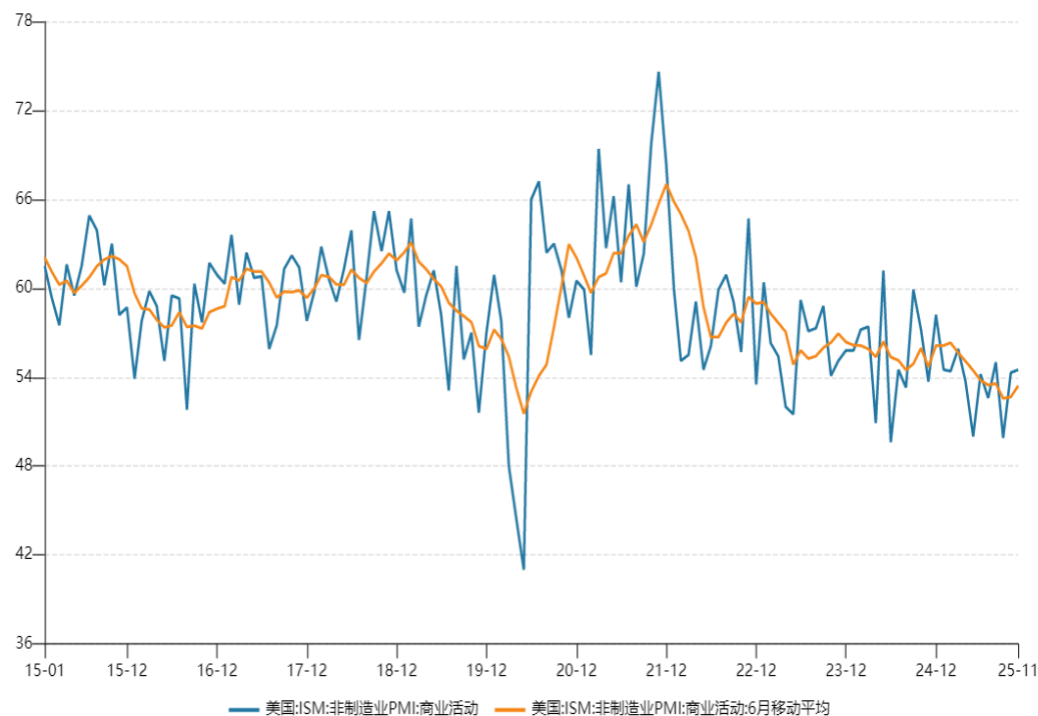


数据来源：Wind

# 框架更新：5、服务与消费

- 中美两国服务业景气都在低位，中国由于疫情影响波动更大，美国服务业PMI数据自20年触及高点以后持续处在低位。
- 中美消费者信心指数差异明显，中国自疫情发生以后下降以来，目前仍在低位没有回升；美国消费者信心指数在低位逐步恢复后，再次快速回落，并接近疫情时低点水平；

中美服务业PMI趋势



数据来源：Wind

中美消费者信心指数趋势



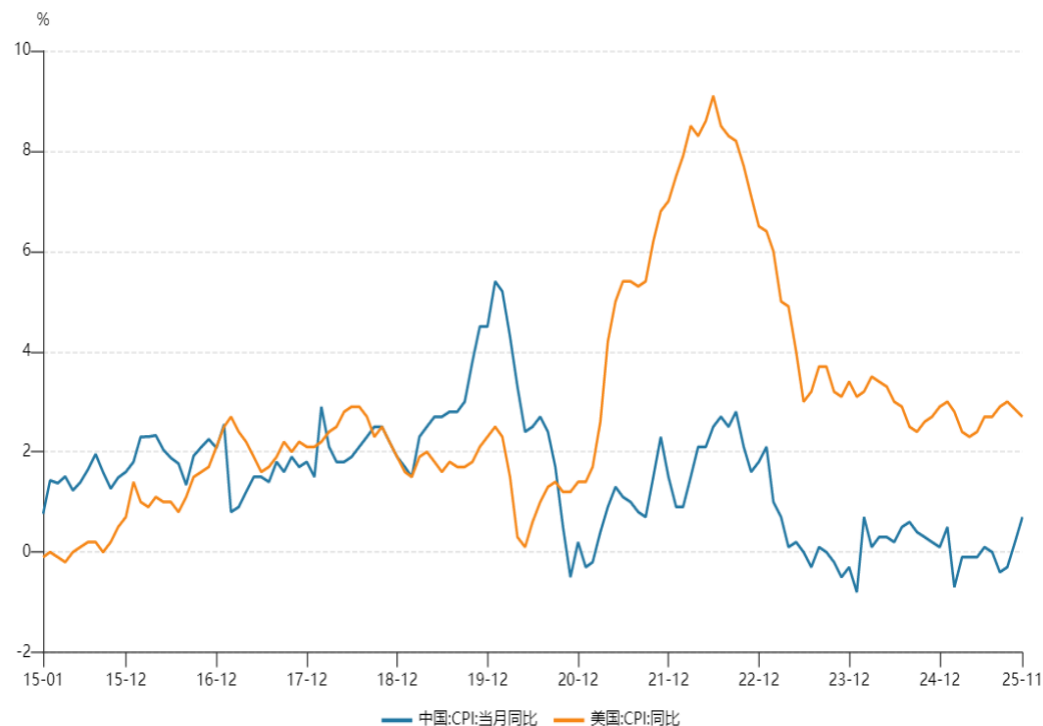
数据来源：Wind



# 框架更新：6、通胀周期

- 美国CPI近期在缓慢抬升，近期有所回落，中国CPI有明显回升，但处于历史相对低位；
- 从PPI角度看，两国趋势基本类似，美国的PPI增速较高但近期也有所回落，中国的PPI偏底部震荡，略有企稳迹象；

中美CPI趋势



数据来源：Wind

中美PPI趋势

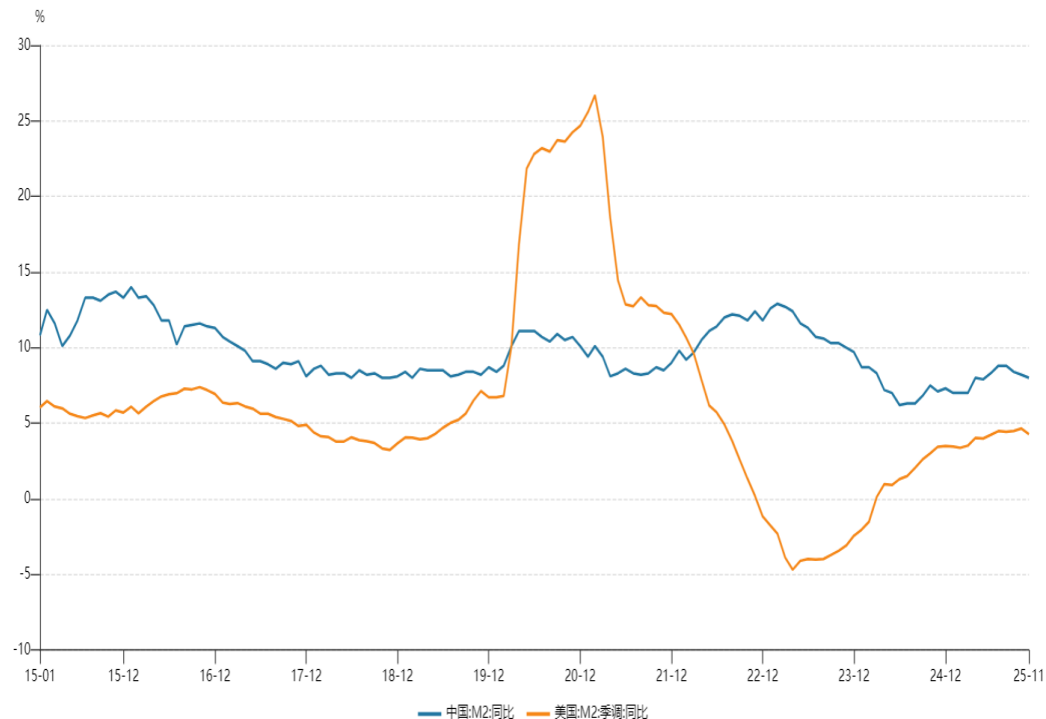


数据来源：Wind

## 框架更新：7、金融周期

- 从M2的角度看，中美两国有明显差异，中国M2在持续一年多的上行后，有高位回落迹象；而美国M2则在2023年初开始持续明显回升，但动能减弱。另外从社会整体融资角度看，中国社融增速波动较大，下半年维持相对高位震荡，美国央行资产规模扩张增速比较温和。

中美M2趋势



数据来源：Wind

中美社会融资规模趋势

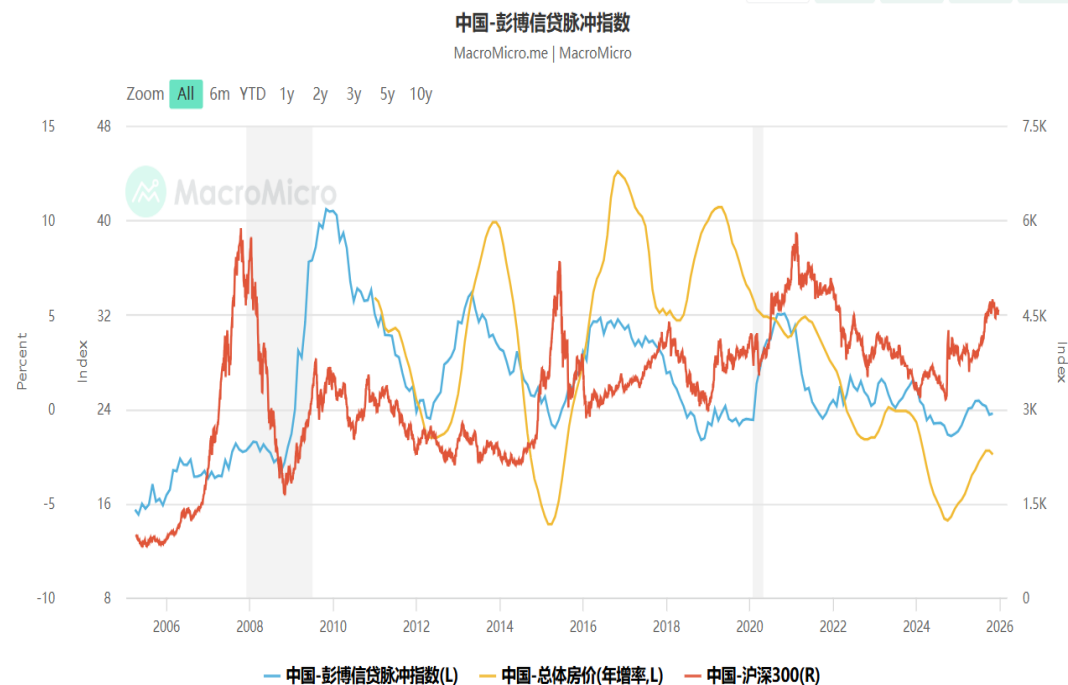


数据来源：Wind

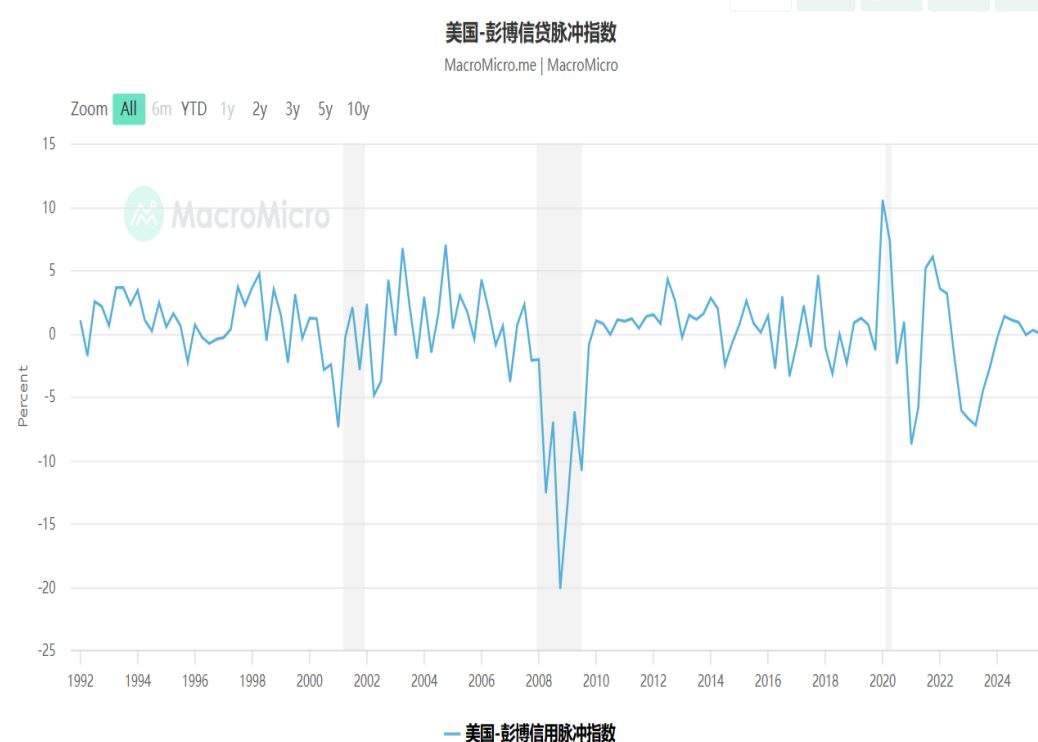
# 框架更新：8、信贷脉冲

- 中国信贷脉冲指数近期小幅回落，相对应中国的房价指数依旧维持负增长，但在基数影响下降幅收窄，沪深300指数近期也小幅回落。
- 美国信贷脉冲出现大幅波动，自23年中以后有明显的上升，显示其扩张力度较为明显，最近维持零轴附近，扩张力度收窄。

## 中国彭博信贷脉冲指数



## 美国彭博信贷脉冲指数





## 框架更新：9、利率波动率

- 中美两国利率变化的波动率绝对水平都不高，相比之下美债收益率的波动率更低，中国的债券收益率的波动率近期上升后再次下降，关注央行及相关监管部门的表态及动作。

中国10Y国债期货价格的波动率



美国10Y国债收益率的波动率



## 框架更新：10、货币政策定性评估

### 中国近期货币政策动向：

- 中国12月LPR出炉，1年期为3.0%，5年期以上LPR为3.5%，均连续7个月保持不变。政策利率保持稳定、银行业净息差承压这两个直接原因导致12月两个期限品种的LPR报价保持不变。
- 央行持续加码中长期资金投放，将于12月25日开展4000亿元MLF操作，鉴于本月有3000亿元MLF到期，央行12月将通过MLF净投放1000亿元，为连续第10个月加量续做。
- 央行12月继续超额续作MLF和买断式逆回购，释放中长期流动性3000亿元，两项工具全年净投放规模合计达49610亿元。

### 美国近期货币政策动向：

- 美联储货币政策委员会FOMC会后公布，降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至3.50% - 3.75%。这是美联储继9月17日、10月29日降息后年内的第三次降息，幅度均为25个基点。美联储点阵图预测显示在2026年和2027年各有一次25个基点的降息。
- 鲍威尔的表态中性略偏鹰。1) 认为明年经济将稳健增长。2) 到年底失业率可能升至4.5%，随后将小幅下降。3) 通胀上行压力不大。4) 暗示接下来一段时间可能按兵不动，“处于有利位置，可以等待并观察经济如何演变”。

# 框架更新：总结——中美利差预计扩大概率更大

观察视角	中美对比	对中美利差影响
1、短期经济拟合	中国走弱，美国具有相对韧性	偏向利差扩大
2、PMI 景气周期	中国在枯荣线下，美国在荣枯线上	偏向利差扩大
3、产能周期	中国维持低位，美国出现企稳迹象	偏向利差扩大
4、库存周期	两者均在库存低位	维持
5、服务与消费	两者均比较弱	维持
6、通胀周期	两者均比较弱	维持
7、金融周期	中国小幅走弱，美国高位维持	偏向利差扩大
8、信贷脉冲	两者均小幅走弱	维持
9、波动率	两者均在低位	维持
10、货币政策评估	中国维持宽松预期，美联储12月降息预期再次回升	维持





# 共 同 讨 论 ！

**联系方式：**

公司：沅京资本管理（北京）有限公司

地址：北京市西城区北展北街华远企业中心D座1单元203

官网：[www.fundinbj.com](http://www.fundinbj.com)

电话：010-66290069