



渝农商理财
CQRC WEALTH MANAGEMENT

季度市场分析报告

2025 年第四季度



一、海外宏观环境

四季度，海外宏观经济在动荡中呈现分化复苏态势。美国经济受政府停摆和关税政策扰动，增长动能有所放缓，通胀面临关税传导的反弹风险，但消费韧性与降息落地支撑了基本面的一定弹性。欧洲方面，欧元区经济延续弱复苏，制造业景气度边际改善，但财政压力与政治不确定性仍存，降息路径分歧加剧。日本经济温和回暖，其央行维持宽松基调。新兴市场表现分化，亚洲新兴经济体受益于产业转移与内需增长保持较高增速，而部分拉美国家则受制于外部需求疲软与通胀高企增长放缓。全球贸易环境受到地缘冲突与政策博弈，持续扰动复苏进程。

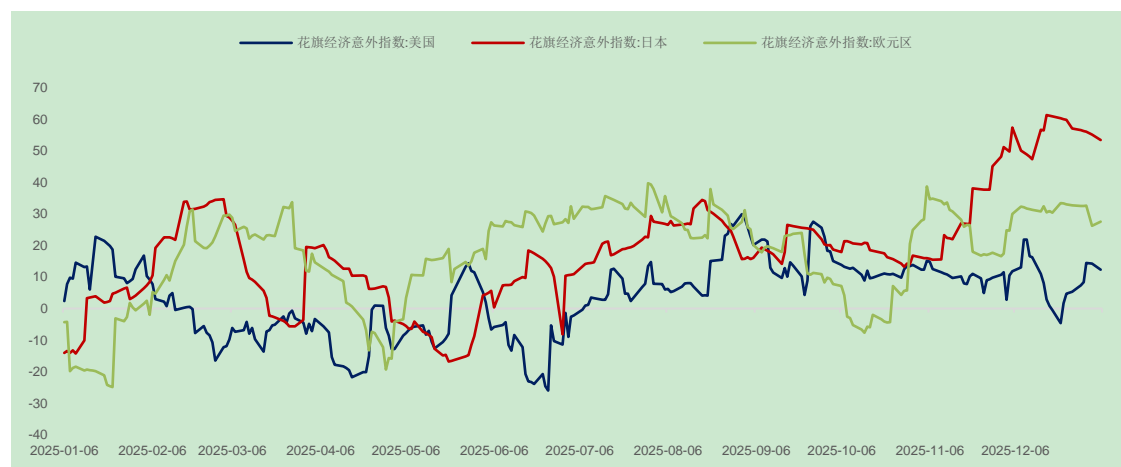
10月，美国经济好于预期但边际走弱，花旗美国经济意外指数13.8，美国制造业、服务业PMI指数分别为48.7%、52.4%，较上月分别-0.4、+2.4pct，制造业PMI数据回落但服务业回升，滞胀风险存在。花旗欧洲、日本经济意外指数分别为24.9、16.8，9月末为8.2、20.3，显示欧日经济好于预期，欧洲边际走强但日本边际走弱。

11月，海外经济好于预期。花旗美国经济意外指数达9.8，显示美国经济好于预期但边际走弱。花旗欧洲、日本经济意外指数分别为17.7、45.1，10月末为24.9、16.8，显示欧日经济好于预期，日本边际走强但欧洲边际走弱。美国制造业、服务业PMI指数分别为48.2%、52.6%，较上月分别-0.5、+0.2pct，制造业PMI数据回落但服务业回升。

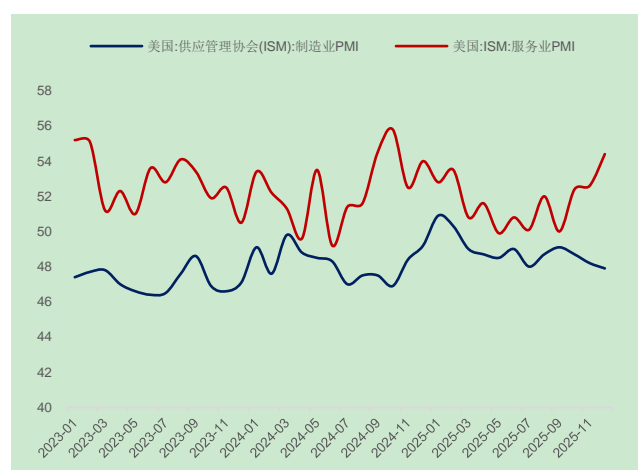
12月，海外花旗美国经济意外指数达14.4，显示美国经济好于预期且边际走强，美国制造业、服务业PMI指数分别为47.9%、54.4%，较上月分别-0.3、

+1.8pct，制造业 PMI 数据回落但服务业回升。花旗欧洲、日本经济意外指数分别为 32.6、56.0，欧日经济好于预期且边际走强。

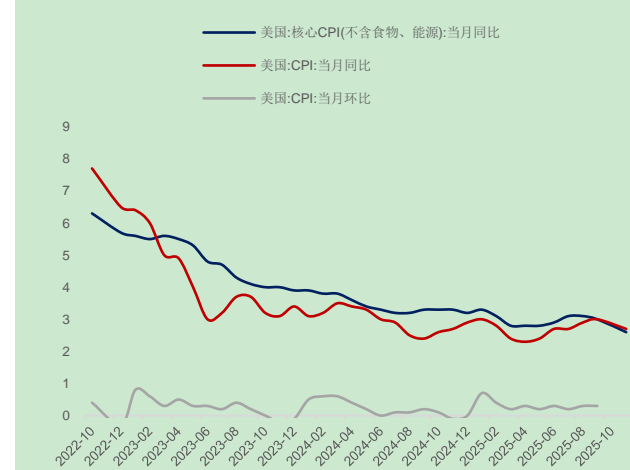
图：各国花旗经济意外指数



图：美国 PMI 和 CPI (%)



资料来源：供应管理协会



资料来源：美国劳工局

二、国内宏观环境

四季度，国内宏观经济总体平稳。季度内 GDP 同比较三季度微降 0.2 个百分点，主要受需求端收缩与高基数效应影响，但制造业 PMI、非制造业商务活动指数在 12 月均重返扩张区间，综合 PMI 产出指数升至 50 以上，显示企业生产经营活动逐步回暖。供给端表现稳健，规模以上工业增加值同比增长

5.2%，高技术制造业保持快速增长；年末社会消费品零售总额同比增长 0.7%，受居民收入预期与高基数影响增速放缓，但通信工具、母婴用品等品类在政策刺激下价格上涨。固定资产投资同比下降 3.0%，房地产投资下行压力仍存，外贸方面，虽受高基数影响 12 月出口总额同比下降 3.7%，但对东盟、“一带一路”国家出口增长显著，机电和高新技术产品出口占比超 60%，航线运价指数环比回升彰显多元化布局成效。价格层面，CPI 同比上涨 0.8%、核心 CPI 增长 1.2%，PPI 降幅收窄至 1.8%，物价运行总体平稳，货币政策以结构性工具为主导精准滴灌，为实体经济提供稳定流动性环境。

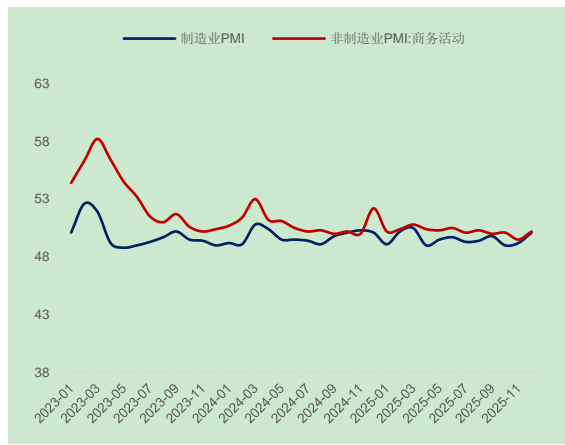
10 月，商品房销售面积增速连续 6 个月回落，70 个大中城市二手住宅房价指数开始回落，10 月社零累计同比增速环比回落，已连续 4 个月；10 月进出口增速回落。中美双方在吉隆坡经贸磋商达成多项共识：美方暂停对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年，暂停 9 月 29 日公布的出口管制 50% 穿透性规则一年，取消针对中国商品加征的 10% “芬太尼关税”，24% 对等关税继续暂停一年；中方相应暂停反制措施一年，并继续延长部分关税排除。本月，制造业 PMI、价格指标均有所回落。10 月制造业 PMI 环比-0.8pct 至 49.0%，处收缩区间；非制造业 PMI 环比+0.1pct 至 50.1%。制造业方面，需求端，新订单较上月-0.9pct 至 48.8%，生产端，生产环比-2.2pct 至 49.7%，供需两端均有回落，供给边际弱于需求。原材料库存环比-1.2pct 至 47.3%。从价格指标来看，10 月原材料购进价格指数、出厂价格指数回落，两者环比均-0.7pct。非制造业方面，服务业、建筑业 PMI 环比+0.1pct、-0.2pct 至 50.2%、49.1%。10 月社会消费品零售总额累计同比增长 4.3%，增速较上月-0.2pct。其中通讯器材类、家具类等类别累计增速回落。

11月，制造业 PMI 环比+0.2pct 至 49.2%，处收缩区间；非制造业 PMI 环比-0.6pct 至 49.5%。其中，新订单较上月+0.4pct 至 49.2%，生产端，生产环比+0.3pct 至 50.0%，供需两端均有回升。原材料库存环比持平前值。从价格指数来看，11月原材料购进价格指数、出厂价格指数回升，两者环比分别+1.1 pct、+0.7pct。非制造业方面，服务业、建筑业 PMI 环比-0.7pct、+0.5pct 至 49.5%、49.6%。11月制造业 PMI、价格指数均走强，但经济动能改善的持续性有待进一步观察。

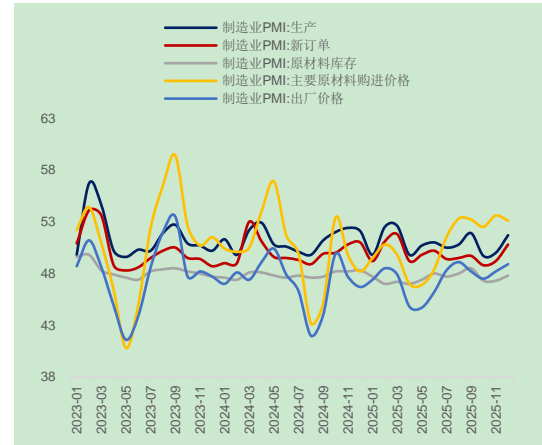
12月，中央经济工作会议与中共中央政治局召开，均强调要继续实施适度宽松的货币政策，继续实施更加积极的财政政策；金融监管总局发布《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，培育壮大耐心资本；《基金管理公司绩效考核管理指引》征求意见稿下发，强化业绩考核；北京市进一步优化调整住房限购政策；央行发布一次性信用修复政策有关安排。当月制造业 PMI 环比+0.9pct 至 50.1%，回到扩张区间，非制造业 PMI 环比+0.7pct 至 50.2%。其中，新订单较上月+1.6pct 至 50.8%，生产端，生产环比+1.7pct 至 51.7%，供需两端均有回升。原材料库存环比+0.5pct 至 47.8%。从价格指数来看，12月原材料购进价格指数回落、出厂价格指数回升，两者环比分别-0.5pct、+0.7pct。

图：PMI 情况

图：PMI 分项情况

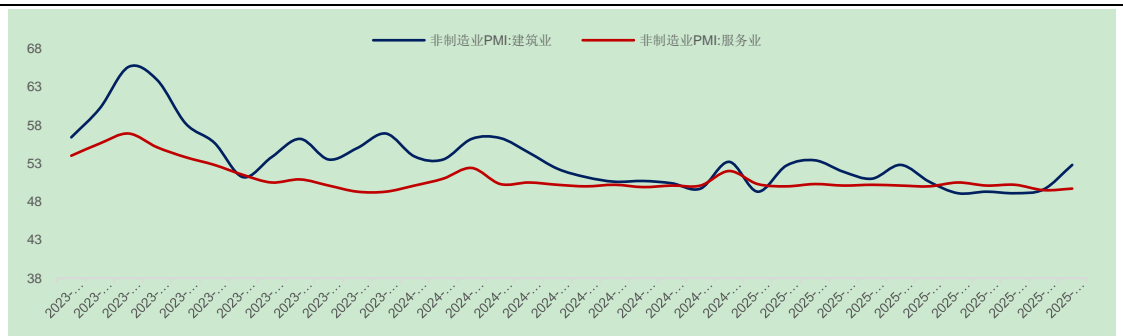


资料来源：国家统计局



资料来源：国家统计局

图：非制造业 PMI 分项



资料来源：国家统计局

三、国内权益市场

四季度，国内权益市场表现较好，市场在阶段波动中完成调整并启动跨年行情。指数层面，上证指数季度涨幅 2.22%，创成长指数上涨 5.03%，沪深 300、深证成指在年末呈现小幅波动。在 12 月中旬后在美联储降息、政治局会议政策催化下走出九连阳，跨年行情提前启动。资金面表现强劲，央行互换便利与股票回购增持再贷款两项工具持续发力，8000 亿元额度为市场注入充裕流动性，北向资金全年成交额创新高，四季度大手笔加仓资源类周期股及部分科技成长股，同时保险资金加仓。板块轮动成为主要运行逻辑，商业航天、存储芯片、锂电等政策或技术驱动型赛道交替活跃，市场在板块轮动中实现震荡向上。

10月，煤炭、钢铁、有色行业表现靠前，传媒、美护、汽车行业表现靠后。风格方面，大盘价值风格表现较好，宽基指数中上证指数表现较好。流动性方面，本月全A日均成交额21578亿元，9月为24146亿元，成交额在10月有所回落。10月宽基净流入-148亿，9月为-252亿元，10月两融净流入917亿，9月为1328亿元，宽基净流出速度减弱，两融净流入边际减少，成交量回落、两融净流入边际减少显示市场风险偏好趋稳。

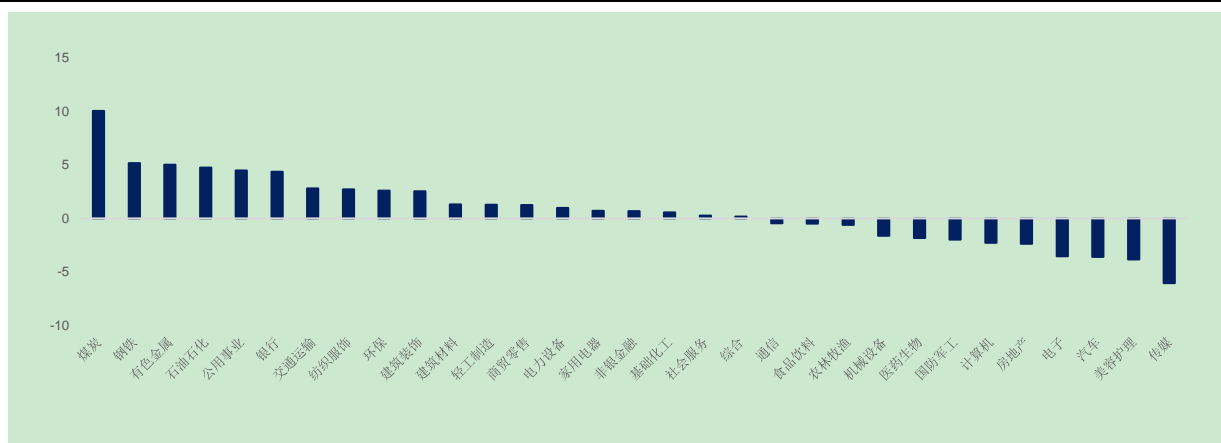
11月，综合、银行、纺服行业表现靠前，计算机、汽车、电子行业表现靠后。风格方面，大盘价值风格表现较好，宽基指数中上证50表现较好。地缘方面，11月24日晚国家主席习近平同美国总统特朗普通电话，中美关系边际缓和。政策方面，六部门联合发布《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费实施方案》。流动性方面，本月全A日均成交额19094亿元，10月为21578亿元，成交额在11月有所回落。11月宽基净流入-100亿，10月为-148亿元，11月两融净流入-124亿，10月为917亿元，宽基、两融均净流出，且成交量回落，流动性转弱，市场风险偏好回落。

12月，行业涨跌互现，其中军工、有色、通信行业表现靠前，餐饮、医药、地产行业表现靠后。风格方面，成长风格表现较好，宽基指数中中证500表现较好。政策方面，中央经济工作会议与中共中央政治局召开，均强调要继续实施适度宽松的货币政策，继续实施更加积极的财政政策；金融监管总局发布《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，培育壮大耐心资本；《基金管理公司绩效考核管理指引》征求意见稿下发，强化业绩考核；北京市进一步优化调整住房限购政策；央行发布一次性信用修复政策有关安排。海外方面，美联储降息25个基点。流动性方面，本月全A日均成交额18693亿元，11月为19094亿元，

成交额在12月有所回落。12月宽基净流入730亿，11月为-100亿元，12月两融净流入667亿，11月为-124亿元，宽基、两融均转为净流入。

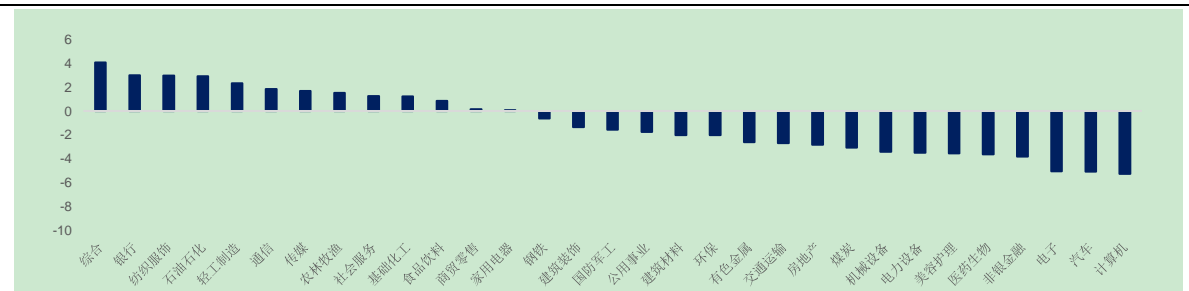
当前，建议关注恒指。行业上，中长期银行、保险存在估值修复空间，此外建议关注港股互联网（AI应用）、反内卷供给收缩相关行业、破净&并购重组竞争格局优化相关国央企。

图：10月一级行业涨跌幅（%）

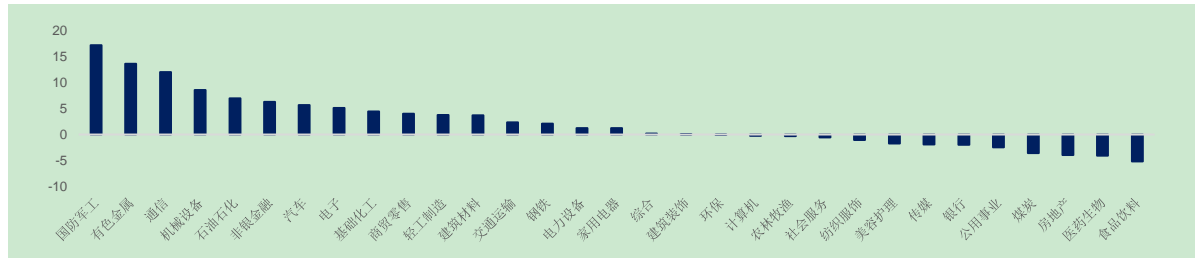


资料来源：iFind

图：11月一级行业涨跌幅（%）

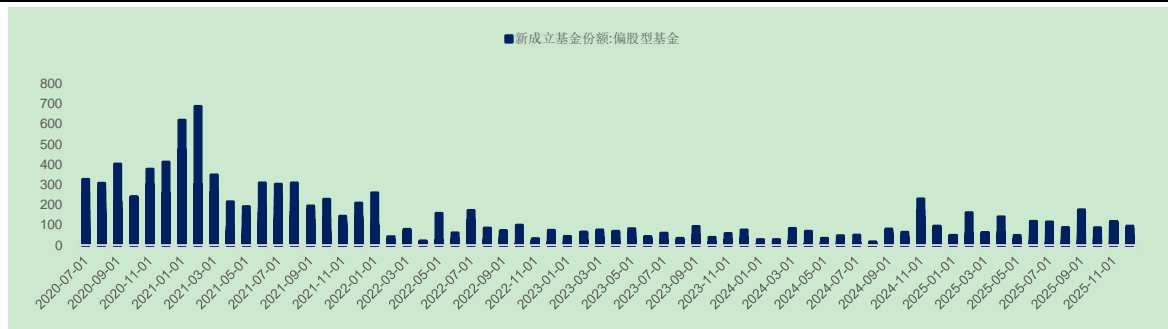


图：12月一级行业涨跌幅（%）



资料来源：iFind

图：新成立偏股型基金份额变化趋势（亿份）



资料来源：iFind

四、国内债券市场

四季度，国内债券市场在多重博弈中走出N型走势，年末呈现弱修复态势。季度内，受央行重启买断式逆回购及国债买卖操作影响，流动性预期改善，长债收益率震荡回落。季度内受反内卷政策推进、再通胀预期及部分监管新规扰动，叠加权益市场回暖引发资金分流，债市经历阶段性调整，收益率上行。后续，随着跨年资金面整体平稳以及降准降息预期的升温，市场情绪回暖，高等级信用债在ETF年底冲量行情带动下表现亮眼，收益率普遍下行。整体而言，四季度债市在政策引导、供需节奏与机构行为的复杂情形下，波动幅度与复杂性显著提升。

	国债收益率						国债收益率				
	期限	2025/12/31	2025/9/30	变动	分位数		期限	2025/12/31	2025/9/30	变动	分位数
国债	1Y	1.550	1.600	-5.0	10%	1Y	1.337	1.365	-2.8	4%	
	3Y	1.697	1.780	-8.3	13%	3Y	1.383	1.520	-13.7	4%	
	5Y	1.813	1.801	1.2	20%	5Y	1.631	1.604	2.7	19%	
	7Y	1.958	1.968	-0.9	19%	7Y	1.736	1.773	-3.7	16%	
	10Y	2.001	2.037	-3.6	19%	10Y	1.847	1.861	-1.3	18%	
	15Y	2.299	2.232	6.7	26%	15Y	2.139	2.103	3.7	22%	
	20Y	2.400	2.302	9.8	28%	20Y	2.248	2.222	2.7	22%	
	30Y	2.422	2.364	5.8	28%	30Y	2.267	2.246	2.1	23%	

城投债	期限	收益率			信用利差				
		2025/12/31	2025/9/30	变动	分位数	2025/12/31	2025/9/30	变动	分位数
AAA	1Y	1.70	1.77	-6	4%	15	17	-1	6%
	3Y	1.88	2.04	-16	8%	18	26	-8	4%
	5Y	2.01	2.24	-24	11%	19	44	-25	1%
	7Y	2.31	2.43	-12	23%	35	46	-11	33%
	10Y	2.45	2.54	-9	22%	45	50	-5	31%
	15Y	2.53	2.62	-9	22%	23	39	-16	12%
	20Y	2.57	2.65	-8	24%	17	35	-17	8%
AA+	30Y	2.62	2.67	-5	23%	20	31	-10	9%
	1Y	1.74	1.81	-7	4%	19	21	-2	5%
	3Y	1.94	2.12	-18	8%	24	34	-10	5%
	5Y	2.11	2.32	-21	12%	30	52	-22	5%
	7Y	2.44	2.51	-7	25%	48	54	-6	33%
	10Y	2.60	2.66	-6	25%	60	62	-2	28%
	15Y	2.67	2.72	-5	24%	38	49	-12	8%
AA	20Y	2.72	2.77	-5	25%	32	47	-14	7%
	30Y	2.77	2.79	-2	23%	35	43	-7	7%
	1Y	1.83	1.89	-6	9%	28	29	-1	8%
	3Y	2.02	2.21	-18	7%	33	43	-10	7%
	5Y	2.35	2.54	-19	19%	54	74	-20	16%
	7Y	2.66	2.73	-7	26%	70	76	-6	32%
	10Y	2.81	2.88	-7	25%	81	84	-3	21%
AA(2)	1Y	1.87	1.95	-9	8%	32	35	-4	8%
	3Y	2.16	2.33	-17	9%	47	55	-9	13%
	5Y	2.52	2.63	-11	19%	71	82	-12	14%
AA-	1Y	1.93	2.03	-10	6%	38	43	-5	5%
	3Y	2.41	2.61	-19	9%	72	83	-11	12%
	5Y	2.94	3.02	-8	13%	113	121	-9	9%

中短期票据	期限	收益率			信用利差				
		2025/12/31	2025/9/30	变动	分位数	2025/12/31	2025/9/30	变动	分位数
AAA	1Y	1.72	1.77	-6	8%	17	17	-1	7%
	3Y	1.89	2.02	-13	12%	19	24	-4	11%
	5Y	2.01	2.20	-19	11%	20	40	-20	1%
	7Y	2.25	2.34	-9	22%	29	38	-9	31%
	10Y	2.44	2.51	-6	24%	44	47	-3	39%
AA+	15Y	2.51	2.54	-3	24%	21	30	-10	17%
	1Y	1.77	1.86	-10	6%	22	26	-5	6%
	3Y	1.99	2.11	-12	12%	29	33	-3	13%
	5Y	2.17	2.30	-13	16%	36	50	-14	8%
	7Y	2.44	2.47	-3	24%	48	51	-3	29%
AA	10Y	2.64	2.71	-6	26%	64	67	-3	29%
	15Y	2.79	2.81	-2	27%	49	57	-9	12%
	1Y	1.80	1.92	-13	4%	25	32	-8	5%
	3Y	2.15	2.20	-5	17%	45	42	4	18%
	5Y	2.34	2.50	-16	13%	53	70	-17	10%
AA-	7Y	2.66	2.69	-3	24%	70	73	-3	19%
	10Y	2.88	2.93	-4	25%	88	89	-1	21%
	1Y	2.12	2.34	-23	0%	57	74	-18	2%
	3Y	2.68	2.88	-20	2%	98	110	-11	4%
	5Y	2.97	3.38	-41	2%	116	158	-42	2%

10月，债券市场弱势震荡，10年期国债收益率中枢在1.85%附近震荡下行，主要受央行重启国债买卖、二十届四中全会稳增长政策预期提振及贸易摩擦扰动等多重因素影响。一级市场发行规模达3.92万亿元，其中国债发行1.2万亿元，

信用债发行 1.69 万亿元；二级市场现券成交 26.6 万亿元，日均成交 1.5 万亿。央行 10 月通过公开市场国债买卖操作仅净投放 200 亿元，规模低于市场预期，引发市场短期情绪波动。整体来看，债市对宏观经济数据反应趋于钝化，股债跷跷板效应明显，在宽松资金面与政策预期博弈中呈现低位盘整态势。

11 月，央行通过 MLF 和买断式逆回购等工具加大中长期资金投放，呵护流动性，但一级发行较多，其中信用债发行规模显著回升，净融资额增加。二级市场走势震荡偏弱，国债及信用债收益率普遍上行，长债收益率上行幅度较大，曲线走陡。主要原因为股市反弹和政策预期变化带来的利空情绪，另一方面也反映了资金面在政府债券集中发行缴款等季节性因素影响下边际波动。尽管但市场对未来政策走向及供需格局的分歧依然存在，导致交易情绪谨慎，债市整体延续了震荡调整。

12 月，债券市场呈现震荡偏弱的走势，月初在资金面边际宽松和机构配置需求释放下小幅走强，但月中受央行重启 14 天期 OMO 呵护跨年流动性、LPR 降息预期以及超长端供给担忧等因素影响，市场转为区间震荡，月末央行文件表明 LPR 降息透支担忧，导致降息预期回落，债市收益率上行，尤其是长端和超长端债券表现疲软。从全月来看，债市收益率曲线出现期限结构分化，长债超长债集体上行，但短端利率集体下行。下月跨年，预计市场博弈情绪反复，利率短期或宽幅震荡。

债市展望。下季度，预计国内债券市场呈现开局震荡、宽幅博弈机会的态势。一季度，受财政发力靠前带动政府债供给放量，叠加春节前资金需求上升及股市

“春季躁动”带来的风险偏好回升，债市短期将面临压力，长端利率或面临上行。随着春节后资金面回归平稳，以及市场对降准降息等宽松政策落地的预期发酵，配置需求有望重新入场，带动行情企稳甚至反弹。整体而言，一季度收益率曲线或呈现先扬后抑的走势，操作上建议关注资金面变化与政策窗口，优先把握中短久期的确定性，博弈长端的阶段性交易机会，信用债继续以票息策略为主，精选高性价比的中短久期、高等级信用债，更长的维度，组合仍有必要保持一定的流动性，每逢收益率高位可适度提升仓位。

免责声明：

本投资报告的信息来源于公开资料，仅供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺。