



宏观：国内经济全面走弱，海外降息预期反复

2025 年 11 月 28 日

- 主要内容：
- 国内方面，本月公布的经济数据整体继续放缓，且低于市场预期，供需两端均表现不佳。供给端，在出口增长放缓、内需表现偏弱影响下，工业生产超增速下降。需求端，固定资产投资降幅扩大，基建制造业房地产全面走弱。消费增速受到国补和以旧换新政策退坡影响继续放缓。出口受到对美欧增速下滑影响增速显著放缓。10 月公布的经济数据整体不及预期，对 A 股股指和内需型大宗商品支撑偏弱。政策层面继续强调实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，在外部冲击减弱的情况下，四季度继续出台增量刺激政策的可能性在降低，但“反内卷”工作进入实质性推进阶段，中长期利好国内市场的回暖。
- 海外方面，美国经济仍保持扩张，通胀压力影响有限。经济数据方面，美国 11 月标普全球综合 PMI 好于预期及前值，为连续第二个月上涨。虽然制造业 PMI 不及预期和前值，但服务业 PMI 表现强劲带动整体经济走强。通胀方面，由于美国政府停摆导致最新 CPI 数据缺失，而 9 月 PPI 数据虽然略高于市场预期，但剔除波动因素的核心 PPI 有所降温。在此背景下，美联储 12 月降息预期在经历反复波折后，概率回到 80%以上，对贵金属的支撑加强，同时由于经济增长带来的需求增加，也对有色、化工等外需占比较高的商品在宏观需求面有一定提振。

各类资产配置建议：

债类：美债>国债；

权益类：美股>港股>中国股市

商品类：贵金属>有色>黑色

上海中期交易咨询业务资格：

证监许可【2011】1462 号

研究所 宏观金融研究团队

分析师：段恩文

从业资格号：F03107802

投资咨询号：Z0021487

独立性申明：

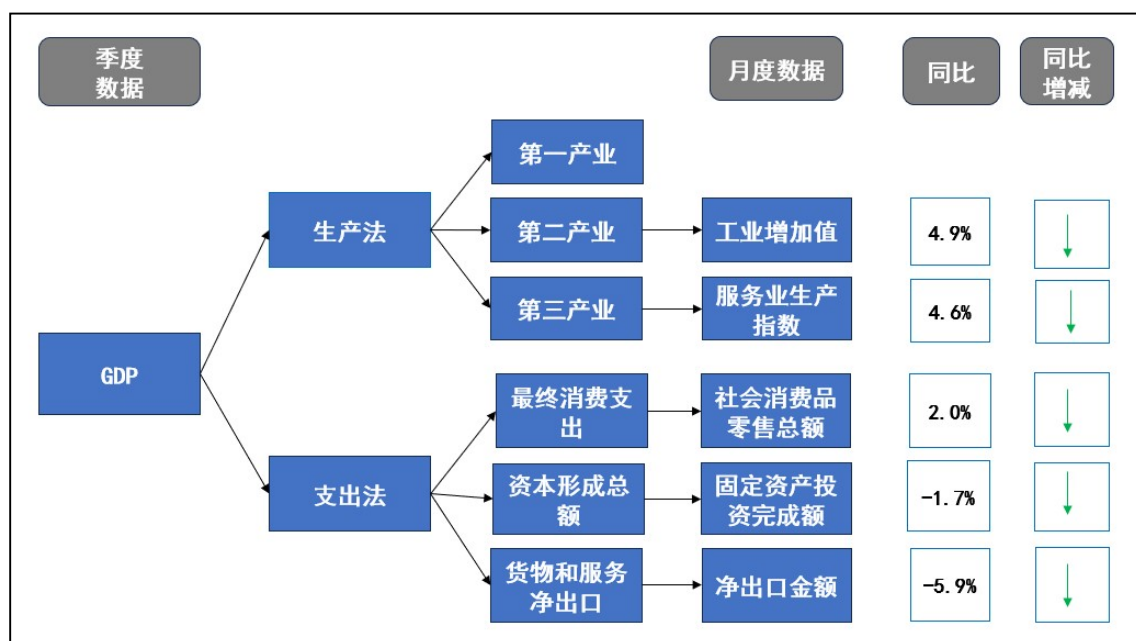
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、主要因素分析

（一）国内经济状况概览

经济增长：本月公布的经济数据整体放缓，且低于市场预期，供需两端均表现不佳。根据本月国家统计局公布的经济运行数据，2025 年 10 月，全国规模以上工业增加值同比增长 4.9%，低于预期 5.5%，较前值 6.5% 下降 1.6 个百分点。社会消费品零售总额同比增长 2.9%，高于预期 2.7%，较前值 3.0% 下降 0.1 个百分点。1-10 月固定资产投资-1.7%，低于预期-0.8%，降幅前值-0.5% 扩大 1.2 个百分点。其中，10 月基建投资当月同比-8.9%，降幅较前值-4.6% 扩大 4.3 个百分点；制造业投资当月同比-6.7%，降幅较前值-1.9% 扩大 4.8 个百分点；房地产开发投资当月同比增长-23.2%，降幅较上月扩大 1.9 个百分点。10 月出口 3053.53 亿美元，同比-1.1%，低于预期 3.0%，前值为 8.3%。

图 1：主要经济数据逻辑



数据来源：iFind，上海中期

工业生产超增速下降，产业转型持续推进。2025 年 10 月，全国规模以上工业增加值同比增长 4.9%，低于预期 5.5%，较前值 6.5% 下降 1.6 个百分点。10 月工业增加值放缓，或是因为部分行业受到“反内卷”政策影响，此外出口增长放缓、内需表现偏弱也对企业经营形成制约。具体行业来看，采矿业、传统制造业等与“反内卷”政策相关性较高的行业延续放缓，但汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，以及计算机、通信和其他电子设备制造业等高端制造仍然保持较快增速，显示产业转型持续推进。后续来看，四季度美国补库需求逐步减弱，但国内生产端在政策托举下供需格局或边际优化，工业生产增速整体可能有所回落但有望整体保持较高增速。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 1：工业增加值各分项变化（%）

| 指标名称 | 2024-07 | 2024-08 | 2024-09 | 2024-10 | 2024-11 | 2024-12 | 2025-02 | 2025-03 | 2025-04 | 2025-05 | 2025-06 | 2025-07 | 2025-08 | 2025-09 | 2025-10 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 煤炭开采和洗选业 | 2.10 | 2.30 | 2.30 | 2.50 | 2.60 | 2.60 | 5.40 | 7.30 | 7.00 | 6.70 | 6.60 | 6.20 | 6.10 | 6.10 | 6.10 |
| 石油和天然气开采业 | 2.80 | 2.90 | 2.80 | 3.10 | 3.30 | 3.30 | 0.90 | 3.00 | 3.30 | 3.70 | 3.70 | 3.70 | 3.90 | 4.40 | 4.10 |
| 农副食品加工业 | 1.90 | 1.60 | 1.40 | 1.40 | 1.40 | 1.70 | 2.20 | 8.30 | 7.20 | 7.20 | 7.30 | 7.50 | 7.20 | 6.90 | 6.70 |
| 食品制造业 | 5.60 | 5.80 | 5.60 | 5.40 | 5.50 | 5.80 | 5.20 | 5.90 | 6.20 | 6.20 | 6.30 | 5.90 | 5.40 | 5.50 | 5.20 |
| 酒、饮料和精制茶制造业 | 5.60 | 5.60 | 5.60 | 5.40 | 5.00 | 4.80 | 3.90 | 5.20 | 5.20 | 5.00 | 4.70 | 4.10 | 3.30 | 3.00 | 2.60 |
| 纺织业 | 5.40 | 5.20 | 5.30 | 5.10 | 5.10 | 5.10 | 7.00 | 6.50 | 5.50 | 4.40 | 4.10 | 3.70 | 3.40 | 3.20 | 3.00 |
| 化学原料和化学制品制造业 | 10.20 | 9.70 | 9.00 | 8.80 | 8.90 | 8.90 | 9.50 | 9.20 | 8.90 | 8.30 | 8.20 | 8.00 | 8.00 | 8.10 | 8.00 |
| 医药制造业 | 1.90 | 2.10 | 3.10 | 3.50 | 3.70 | 3.60 | -0.10 | 0.40 | 0.80 | 0.90 | 1.30 | 1.40 | 1.60 | 2.10 | 1.70 |
| 橡胶和塑料制品业 | 9.20 | 8.60 | 8.40 | 8.30 | 8.20 | 8.30 | 8.90 | 8.40 | 7.80 | 7.20 | 7.10 | 6.80 | 6.30 | 6.20 | 5.80 |
| 非金属矿物制品业 | -0.30 | -1.00 | -1.30 | -1.40 | -1.50 | -1.40 | -2.10 | -0.90 | -0.50 | -0.60 | -0.50 | -0.50 | -0.30 | -0.30 | -0.60 |
| 黑色金属冶炼和压延加工业 | 3.90 | 3.20 | 3.10 | 3.20 | 3.60 | 4.00 | 5.70 | 6.40 | 6.20 | 6.00 | 5.60 | 6.00 | 6.10 | 5.70 | 5.30 |
| 有色金属冶炼和压延加工业 | 10.80 | 10.30 | 10.20 | 10.00 | 9.70 | 9.70 | 6.60 | 6.60 | 6.90 | 7.10 | 7.60 | 7.40 | 7.70 | 7.80 | 7.30 |
| 金属制品业 | 6.30 | 6.70 | 7.10 | 7.10 | 7.00 | 7.00 | 11.50 | 10.80 | 10.00 | 9.30 | 8.80 | 8.10 | 7.40 | 7.00 | 6.40 |
| 通用设备制造业 | 2.90 | 2.80 | 3.00 | 2.90 | 3.10 | 3.60 | 9.50 | 9.40 | 9.00 | 8.40 | 8.30 | 8.30 | 8.10 | 8.30 | 8.10 |
| 专用设备制造业 | 2.20 | 2.30 | 2.50 | 2.50 | 2.60 | 2.80 | 3.80 | 4.10 | 4.00 | 3.70 | 3.80 | 3.80 | 3.80 | 4.10 | 3.70 |
| 汽车制造业 | 9.00 | 8.40 | 7.90 | 7.70 | 8.10 | 9.10 | 12.00 | 11.80 | 11.20 | 11.20 | 11.30 | 10.90 | 10.50 | 11.20 | 11.80 |
| 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 11.80 | 11.90 | 12.10 | 11.30 | 10.90 | 10.90 | 20.80 | 20.00 | 19.40 | 18.40 | 16.60 | 16.20 | 15.60 | 14.80 | 14.90 |
| 电气机械和器材制造业 | 4.50 | 4.20 | 4.50 | 4.60 | 4.60 | 5.10 | 12.00 | 12.40 | 12.70 | 12.30 | 12.20 | 11.90 | 11.60 | 11.10 | 10.40 |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 13.40 | 13.10 | 12.80 | 12.60 | 12.20 | 11.80 | 10.60 | 11.50 | 11.30 | 11.10 | 11.10 | 10.90 | 10.80 | 10.90 | 10.60 |
| 电力、热力生产和供应业 | 5.40 | 5.60 | 6.10 | 6.00 | 5.60 | 5.20 | 0.80 | 1.60 | 1.50 | 1.60 | 1.60 | 1.90 | 2.00 | 1.80 | 2.20 |

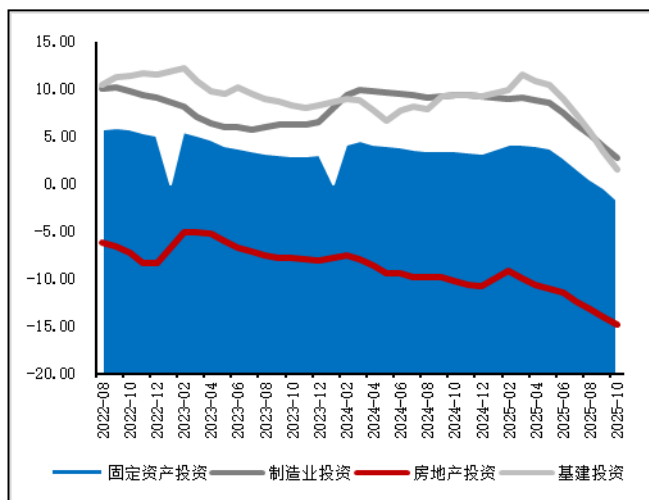
数据来源：iFind，上海中期

固定资产投资降幅扩大，基建制造业房地产全面走弱。1-10 月固定资产投资-1.7%，低于预期-0.8%，降幅前值-0.5%扩大 1.2 个百分点。其中制造业、基建和房地产投资增速降幅均进一步扩大，具体来看，10 月基建投资当月同比-8.9%，降幅较前值-4.6%扩大 4.3 个百分点。后续来看，5000 亿政策性金融工具已于 10 月全部投放完毕，预计可以拉动 2-3 万亿基建投资，将对年内及明年上半年基建投资形成支撑。制造业投资当月同比-6.7%，降幅较前值-1.9%扩大 4.8 个百分点，当前中美贸易不确定性减弱，叠加设备更新、技术升级改造以及新动能、AI 产业链带动，年内制造业投资有望企稳。房地产开发投资当月同比增长-23.2%，降幅较上月扩大 1.9 个百分点。高频数据显示 11 月前两周新房成交同比收缩近四成，样本 33 城二手房成交价格仍在下探，土地成交无明显改善，年内房地产销售投资或持续探底。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

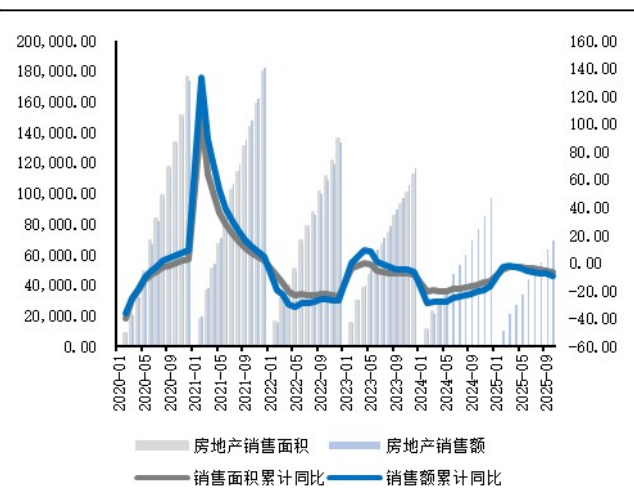
免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 4：固定资产投资及各分项同比增速 (%)



数据来源：iFind，上海中期

图 5：房地产销售数据



数据来源：iFind，上海中期

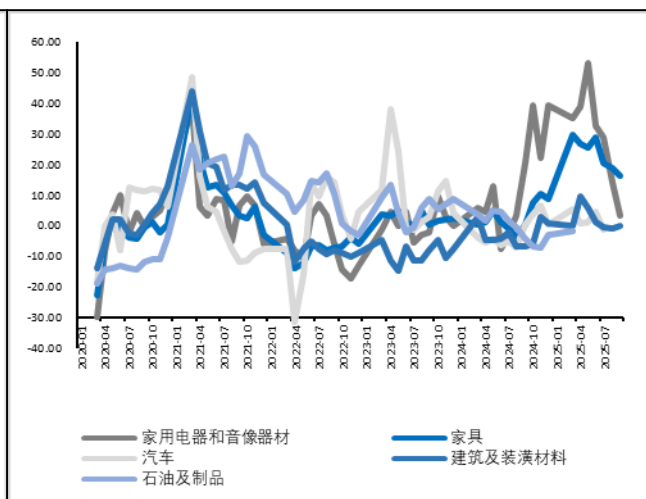
消费增速继续放缓，国补效果减弱。社会消费品零售总额同比增长 2.9%，高于预期 2.7%，较前值 3.0% 下降 0.1 个百分点。目前社零总额受以旧换新政策退坡影响增速进一步放缓，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类、汽车类、通讯器材、体育、娱乐用品类商品零售额分别增长-14.6%、9.6%、-6.6%、23.2%，增速明显回落，不过服务类消费相对表现较好。后续来看，短期消费品以旧换新政策持续退坡，同时购物节前置指向 11 月社零增速的提振效果或受限，商品消费增速预计将继续回落。长期来看，居民消费能力和消费预期的根本性修复仍待长效政策支持，重点关注 12 月相关政策发布情况。

图 6：社会消费零售总额数据



数据来源：iFind，上海中期

图 7：消费各分项当月增速 (%)



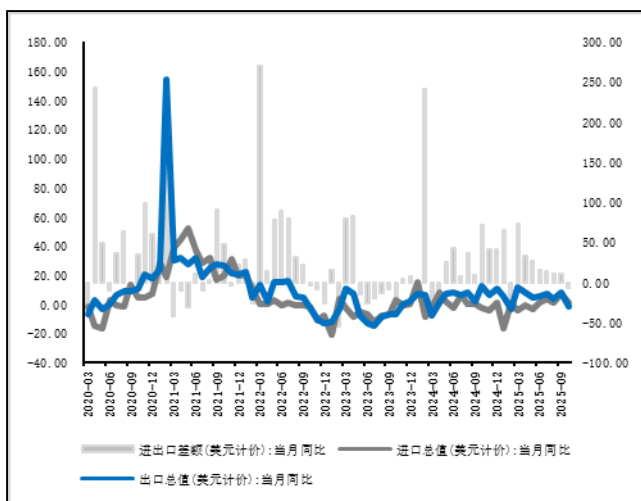
数据来源：iFind，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

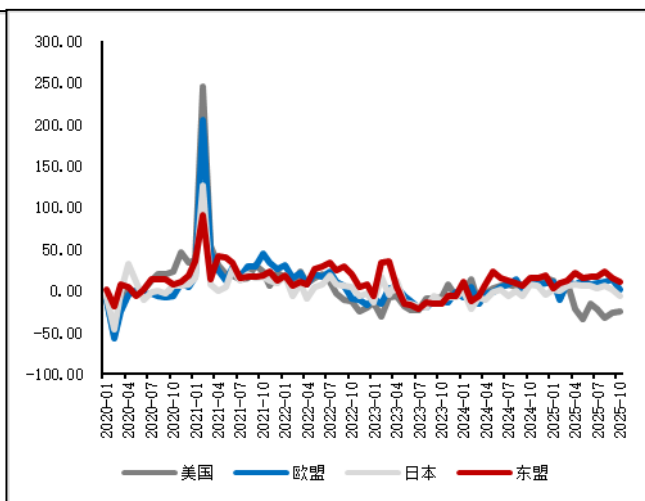
出口增速明显回落，对美出口仍大幅收缩。我国 10 月出口 3053.53 亿美元，同比-1.1%，为 2025 年 2 月以来首次转负，且低于预期 3.0%，前值为 8.3%。分地区来看，对美出口仍大幅收缩，同比-25.2%，降幅较 9 月的-27%略有收窄。非美地区出口动能明显减弱，特别是对欧盟出口增速失速，从 9 月的 14.2%大幅回落至 0.9%。对东盟出口同比 11.0%，较前值放缓，仍保持一定韧性。进口方面，10 月增速从前值 7.4%大幅放缓至 1.0%，反映国内有效需求恢复仍不稳固后续来看，虽然美国关税调降，但外需环境不确定性依然存在，叠加去年四季度的高基数效应，预计四季度出口增速中枢将面临明显下行压力。

图 6：进出口总值同比增速（%）



数据来源：iFind，上海中期

图 7：分国别出口总值同比增速（%）



数据来源：iFind，上海中期

综合来看，本月公布的经济数据整体继续放缓，且低于市场预期，供需两端均表现不佳。供给端，在出口增长放缓、内需表现偏弱影响下，工业生产超增速下降。需求端，固定资产投资降幅扩大，基建制造业房地产全面走弱。消费增速受到国补和以旧换新政策退坡影响继续放缓。出口受到对美欧增速下滑影响增速显著放缓。10 月公布的经济数据整体不及预期，对 A 股股指和内需型大宗商品支撑偏弱。政策层面继续强调实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，在外部冲击减弱的情况下，四季度继续出台增量刺激政策的可能性在降低，但“反内卷”工作进入实质性推进阶段，中长期利好国内市场的回暖。

（二）海外经济数据及货币政策速览

对于海外经济的变化，我们主要选取频率较高的经济和通胀数据进行观察。主要根据在于通胀数据是一国央行制定货币政策的主要依据之一；经济数据则可以观测到主要国家及当前全球经济的发展阶段，对我们在宏观策略的选取上有一定的参考意义。

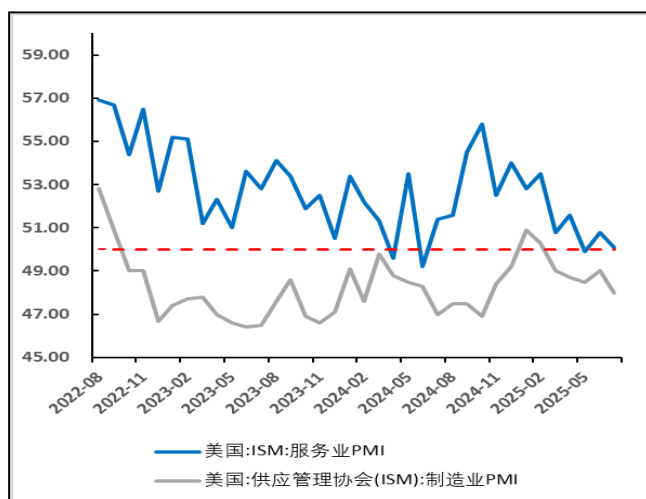
美国经济依然相对强劲，通胀数据全面低于预期。经济增长方面，美国商业活动扩张速度创四个月最快，11 月标普全球综合 PMI 初值 54.8，好于预期及前值的 54.6，为连续第二个月上涨。分项来看，虽然

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

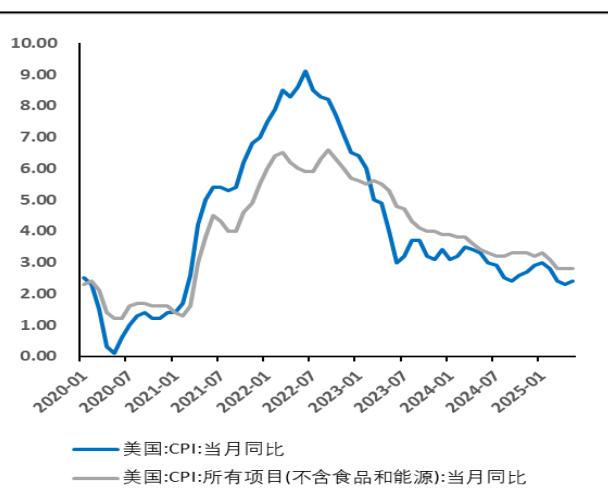
制造业 PMI 初值为 51.9，不及预期 52 和前值 52.5，但服务业 PMI 初值 55，好于预期 54.6 和前值 54.8，带动整体经济走强。通胀方面，虽然美国政府停摆已经结束，但 10 月 CPI 数据未能如期公布，后续可能永久性缺失。而 11 月 25 日公布的美国 9 月 PPI 美国 9 月 PPI 同比增长 2.7%，与预估一致，前值为增长 2.6%，剔除食品和能源价格后，9 月核心 PPI 同比增长 2.6%，低于预期的 2.7% 和前值 2.8%。

图 10：美国制造业 PMI 及服务 PMI



数据来源：iFind，上海中期

图 11：美国 CPI 及核心 CPI



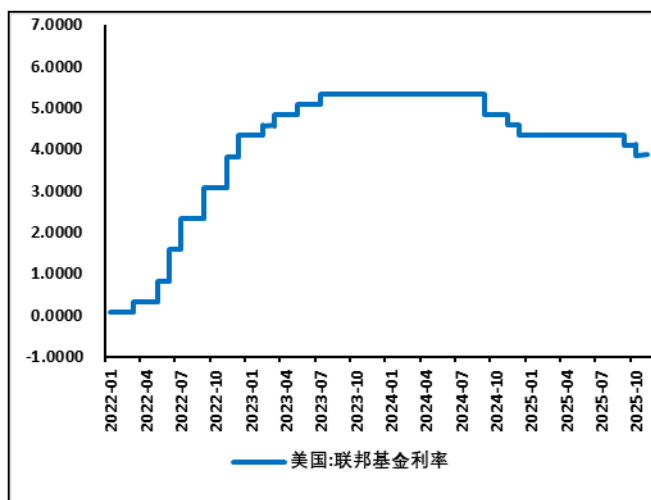
数据来源：iFind，上海中期

美联储内部意见分化，降息预期反复变动。 11 月以来，由于美联储内部意见分化，降息预期反复变动。月初市场普遍预期 12 月将降息，概率一度超过 70%，投资者几乎笃定美联储会延续降息路径。11 月 14 日左右，预期首次降温，多位美联储官员集体释放“鹰派”信号，圣路易斯联储主席穆萨莱姆表示“政策利率已更接近中性”，克利夫兰联储主席哈玛克则认为“利率应维持在限制性区间”，导致 12 月降息概率从 67% 降至 53.9%¹。11 月 20 日，预期进一步受挫，9 月非农就业数据超预期，尽管失业率升至 4.4%，但就业强劲削弱了降息必要性，降息概率跌至 44.4%。11 月 21 日，美联储“三把手”纽约联储主席威廉姆斯明确表示“短期内仍有降息空间”，市场情绪迅速反转，降息概率飙升至约 70%。随后美联储理事沃勒、旧金山联储主席戴利等相继表态支持降息，截至 11 月 26 日，12 月降息 25 个基点的概率已上升至 85%。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 10：美国联邦基金利率



数据来源：iFind，上海中期

图 11：美联储 FOMC 点阵图



数据来源：iFind，上海中期

整体来看，美国经济仍保持扩张，通胀压力影响有限。经济数据方面，美国 11 月标普全球综合 PMI 好于预期及前值，为连续第二个月上涨。虽然制造业 PMI 不及预期和前值，但服务业 PMI 表现强劲带动整体经济走强。通胀方面，由于美国政府停摆导致最新 CPI 数据缺失，而 9 月 PPI 数据虽然略高于市场预期，但剔除波动因素的核心 PPI 有所降温。在此背景下，美联储 12 月降息预期在经历反复波折后，概率回到 80% 以上，对贵金属的支撑加强，同时由于经济增长带来的需求增加，也对有色、化工等外需占比较高的商品在宏观需求面有一定提振。

二、全球金融市场概览

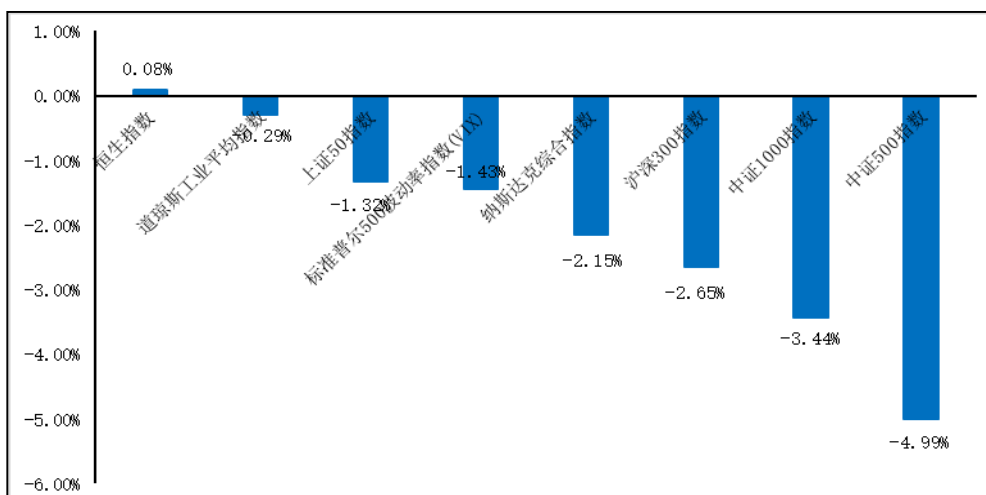
1、股市

11 月，中美股票市场整体下行。整体美股跌幅小于 A 股。美股方面，受美国政府停摆持续、就业数据超预期以及美联储降息预期波动影响，美股主要指数在月初至 11 月 21 日期间普遍下跌，后续随着降息预期回升持续反弹，目前美股科技股估值压力仍存，但防御性蓝筹有望受益于降息预期，整体保持偏强震荡。A 股方面，由于海外降息预期降温，加上内部 AI 半导体等板估值处于历史高位，主要指数集体下跌，年末资金面偏紧，预计短期以震荡调整为主。港股方面，11 月整体表现平稳，后续有望延续结构性行情，其中传统周期板块与内银股的高股息特性或成为资金避险选择，但科技股需等待政策边际变化的明朗化。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 14: 11 月主要股票指数涨跌幅

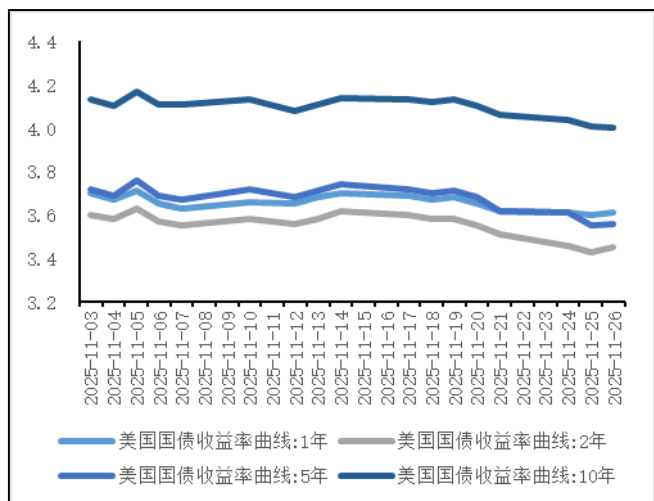


数据来源: iFind, 上海中期

2、债市

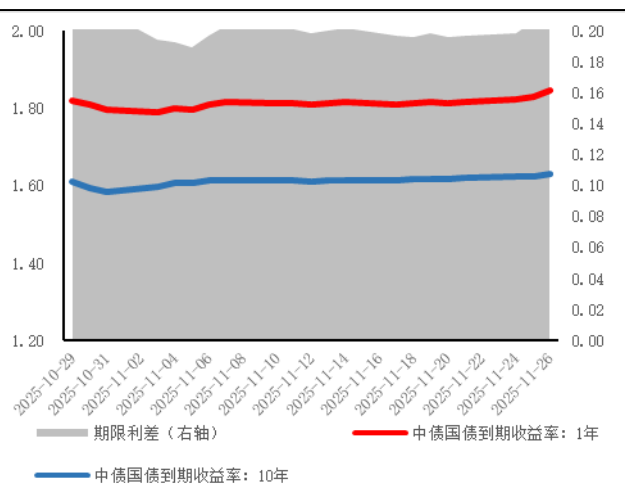
美债方面, 本月因降息预期与经济数据博弈收益率呈现波动下行趋势, 短期美债收益率在降息预期下仍有支撑, 但如果 12 月美联储降息预期兑现, 收益率可能进一步下探, 需重点关注 12 月 5 日发布的 9 月 PCE 数据。国债方面, 本月 1 年期和 10 年期国债收益率均出现小幅上升, 当前中债市场将面临政策与资金面的双重考验, 一方面, 央行 MLF 持续加量, 在 11 月净投放 1000 亿元, 叠加年终前后可能实施的降准将为债市提供支撑; 另一方面, 外资减持压力导致的中美利差缩窄和年末资金面收敛风险需要警惕。

图 15: 美债收益率 (%)



数据来源: iFind, 上海中期

图 11: 国内债券期限利差



数据来源: iFind, 上海中期

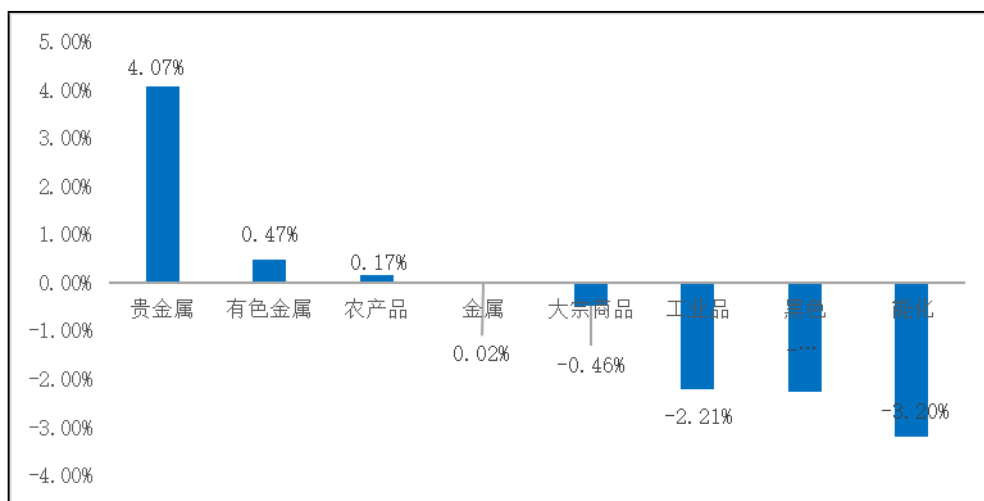
风险提示: 市场有风险, 投资需谨慎

免责声明: 报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供参考, 并不构成投资建议。据此操作, 风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性, 可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响, 分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

3、大宗商品

10 月，主要大宗商品品种表现分化，贵金属、有色农产品上涨，工业品、黑色、能化则出现下跌。贵金属 11 月涨幅最高，月度收涨 4.07%，美国劳动力市场疲软，短期贵金属价格支撑强劲。有色方面，铜基本面供应收紧而需求回升，预计价格偏强运行。铝受益于美联储降息预期升温，但国内前期铝价对消费的抑制导致部分需求后移，预计以高位震荡为主。黑色方面，成材端供需基本面矛盾并未有明显体现，但当前产量绝对值仍处于高位，后续淡季需求进一步下滑后，预计钢材市场价格依然承压，整体或维持震荡运行为主。矿端焦煤焦炭支撑开始趋向疲软，预计维持弱势震荡。

图 17：11 月主要大宗商品种类价格涨跌幅



数据来源：iFind，上海中期

总结与建议：

国内方面，本月公布的经济数据整体继续放缓，且低于市场预期，供需两端均表现不佳。供给端，在出口增长放缓、内需表现偏弱影响下，工业生产超增速下降。需求端，固定资产投资降幅扩大，基建制造业房地产全面走弱。消费增速受到国补和以旧换新政策退坡影响继续放缓。出口受到对美欧增速下滑影响增速显著放缓。10 月公布的经济数据整体不及预期，对 A 股股指和内需型大宗商品支撑偏弱。政策层面继续强调实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，在外部冲击减弱的情况下，四季度继续出台增量刺激政策的可能性在降低，但“反内卷”工作进入实质性推进阶段，中长期利好国内市场的回暖。

海外方面，美国经济仍保持扩张，通胀压力影响有限。经济数据方面，美国 11 月标普全球综合 PMI 好于预期及前值，为连续第二个月上涨。虽然制造业 PMI 不及预期和前值，但服务业 PMI 表现强劲带动整体经济走强。通胀方面，由于美国政府停摆导致最新 CPI 数据缺失，而 9 月 PPI 数据虽然略高于市场预期，但剔除波动因素的核心 PPI 有所降温。在此背景下，美联储 12 月降息预期在经历反复

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

波折后，概率回到 80%以上，对贵金属的支撑加强，同时由于经济增长带来的需求增加，也对有色、化工等外需占比较高的商品在宏观需求面有一定提振。

各类资产配置建议：

债类：美债>国债；

权益类：美股>港股>中国股市

商品类：贵金属>有色>黑色

（正文结束）

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。