

2025年12月01日



海外风险资产修复，国内11月PMI偏弱

核心观点

- 海外方面，美国经济韧性尚存，GDPNow模型预测三季度GDP环比折年率为3.9%，主要由个人消费与净出口拉动。受政府停摆影响的统计数据仍在补发：9月零售销售环比仅录得0.2%，明显弱于8月的0.6%，在关税上行与劳动力市场走弱的背景下，消费动能趋于放缓，后续重点关注补发的CPI与非农就业数据。在降息预期回升与俄乌和谈预期推动下，海外风险资产上周普遍修复：纳斯达克反弹近5%，铜、白银均创新高，金价重回4200美，10Y美债利率围绕4%关口震荡，美元指数回落至99.4，12月降息概率上升至87%。本周关注美国11月ISM PMI、9月PCE以及11月ADP等数据。
- 国内方面，11月PMI与10月工业企业利润进一步验证四季度经济基本面走弱。制造业PMI录得49.2，连续八个月位于收缩区间，产需、价格等核心分项较10月略有改善、产成品库存下行，然而建筑业和服务业景气度均仍处收缩区间，且明显弱于往年同期，显示传统行业与消费领域压力未缓解。10月工业企业利润累计同比降至1.9%，单月同比由正转负至-5.5%。制造业与公用事业为主要拖累，企业营收回落、库存持续累库，库销比显著高于同期水平。整体指向四季度企业盈利承压，与10月宏观数据普遍呈现的边际降温相一致。A股上周缩量弱反弹，小微盘股、双创板块表现较优，周五两市成交额回落至1.6万亿、处于8月行情启动来最低水平，年末前基本面数据偏冷、12月政策预期尚未发酵，机构与个人增量资金意愿不足，短期预计震荡偏弱。
- 风险因素：美国经济降温风险，国内经济复苏及政策不及预期，海外降息不及预期，全球地缘政治风险。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷
从业资格号：F0297587
投资咨询号：Z0011509

黄蕾
从业资格号：F0307990
投资咨询号：Z0011692

高慧
从业资格号：F03099478
投资咨询号：Z0017785

王工建
从业资格号：F3084165
投资咨询号：Z0016301

赵凯熙
从业资格号：F03112296
投资咨询号：Z0021040

何天
从业资格号：F03120615
投资咨询号：Z0022965

一、海外宏观

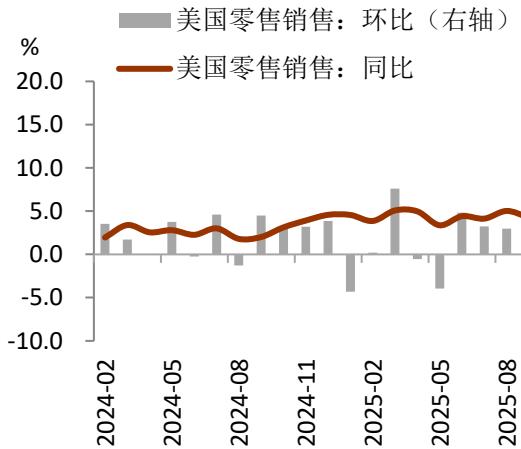
1、9月美国零售符合预期

美国零售弱于预期。美国9月零售环比录得0.2%，预期0.4%，前值0.6%；核心零售环比录得0.3%，符合预期，前值0.6%。在关税抬价和劳动力市场走软背景下，消费透露出疲软迹象。

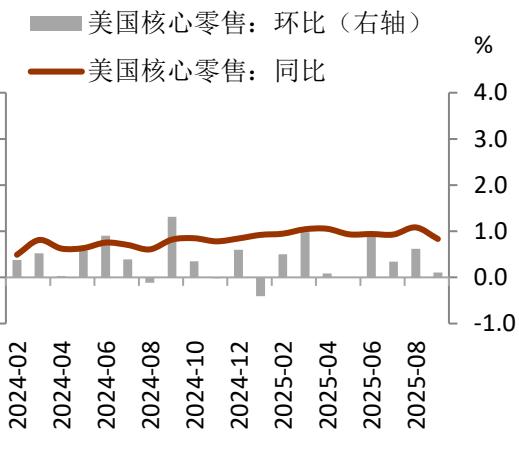
耐用品消费分化，汽车、建材、家电回落，家具消费回升。9月耐用品零售分化，建材环比上涨0.2%（前值0.3%），电子及家电环比下降-0.5%（前值-0.3%），家具家装显著改善至0.6%（前值-2.0%）；机动车及零部件环比回落至-0.3%（前值0.6%）。

非耐用品整体仍有韧性，但结构分化明显。9月非耐用品中，食品和饮料店环比增速由0.6%回落至0.2%，但仍保持正增长；保健和个人护理由0%升至1.1%，需求有所走强。加油站受油价推动下，环比增速由0.4%升至2.0%，对非耐用品形成重要支撑。可选消费中，服装及服装配饰由1.0%大幅转负至-0.7%，运动、爱好、书及音乐类则由1.0%急剧降至-2.5%，显示居民在可选非耐用品上的支出明显收缩。无店铺零售（电商）由1.6%回落至-0.7%，体现前期高景气后的阶段性调整。杂货店零售则从-2.9%反弹至2.9%，线下刚性零售修复力度较大；餐馆和酒吧从1.0%略降至0.7%，餐饮服务消费仍保持相对韧性。

图表1 美国零售销售



图表2 美国核心零售销售



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、国内宏观

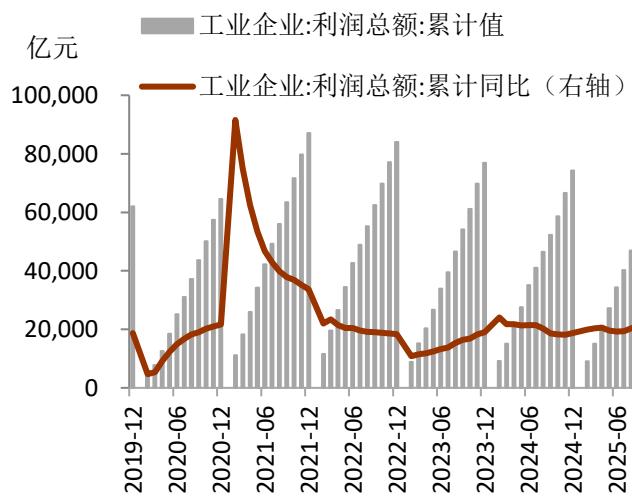
1、10月工业企业利润乏力

10月工业企业利润同比回落。2025年1-10月，工业企业实现营业收入113.37万亿元，同比录得1.8%；1-10月工业企业实现利润总额59502.9亿元，同比录得1.9%，较9月3.2%显著回落；10月单月利润增速回落至-5.5%。分企业性质看，1-10月国有企业、股份制企业、外资企业、私营企业利润增速分别为0.0%、1.5%、3.5%、1.9%。

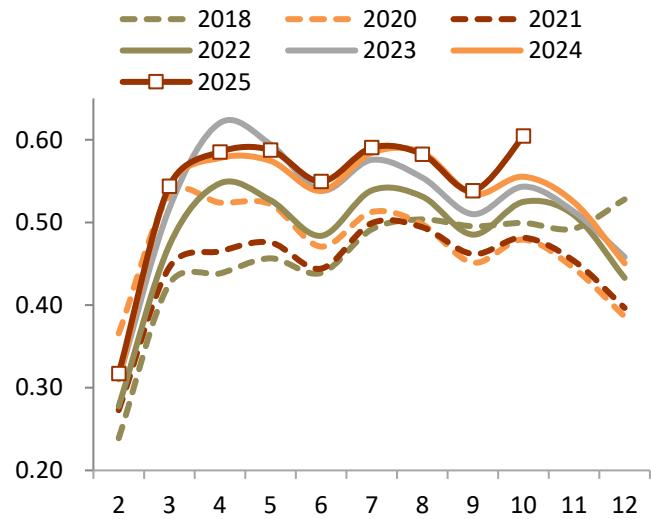
上游利润采选跌幅收窄、中下游利润显著降温。从行业来看，1-10月上游采选利润同比录得-27.8%，跌幅较前值-29.3%小幅收窄；中游原材料利润同比录得-10.7%，较前值25.2%显著回落；下游制造利润同比录得-6.7%，较前值23.3%显著回落；下游消费利润同比录得-13.9%，较前值10%显著回落。

企业累库、产销承压，利润率回落拖累工业企业利润。2025年10月，工业企业产成品库存同比增速录得4.51%，前值3.78%，企业处于累库状态；库销比录得60%，依旧处于历年同期偏高水平；产成品库存周转天数回升至20.4天，同样处于近十年的高位，两者表明目前企业产销仍有压力。拆利润增速三因子，工业增加值贡献减少，PPI价格的拖累减少，利润率同比从前值14.7%大幅回落至-6.1%，为10月利润的主要拖累。

图表3 工业企业利润

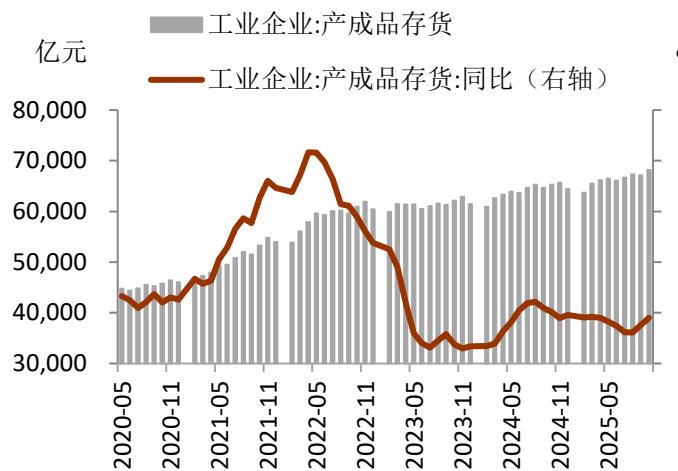


图表4 工业企业产成品库销比

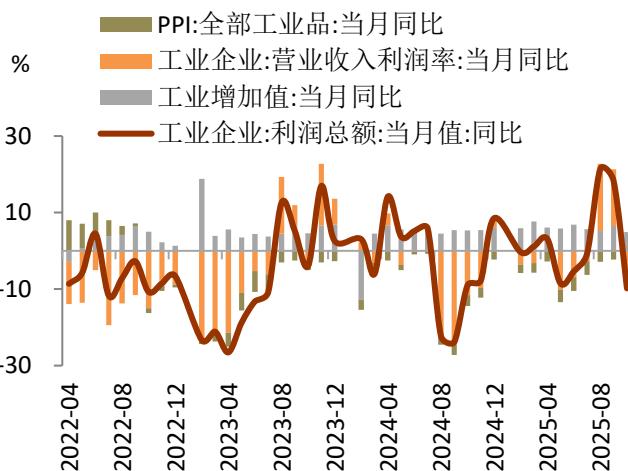


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 工业企业产成品存货



图表 6 工业企业利润驱动因素分解



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、11月制造业景气弱反弹

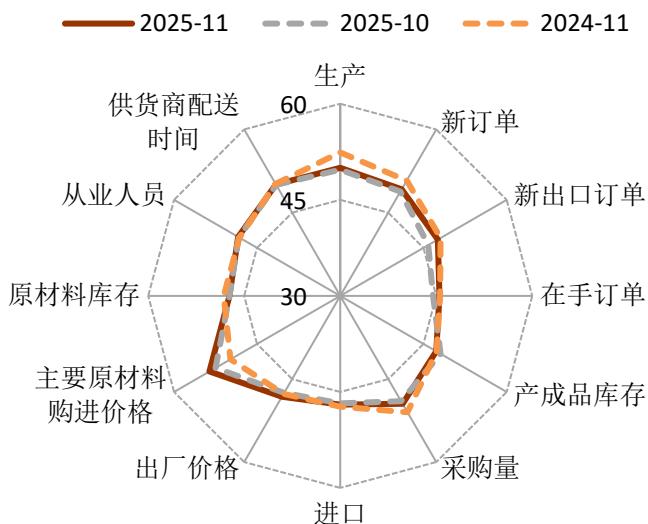
11月制造业PMI小幅回升，仍处于收缩区间。11月中国制造业PMI录得49.2，预期49.3，前值49.0，连续8个月处于收缩区间，处于历年同期的偏弱水平。

供需出现同步修复，外需改善显著。生产分项上行0.3至50.0，重新站上扩张线，显示企业开工意愿有所恢复；新订单指数回升0.4至49.2，虽仍在收缩区间，但需求端的回暖迹象初步显现。外需表现更为亮眼，新出口订单大幅回升1.7至47.6，显示海外补库和阶段性订单回流，对整体景气形成支撑。

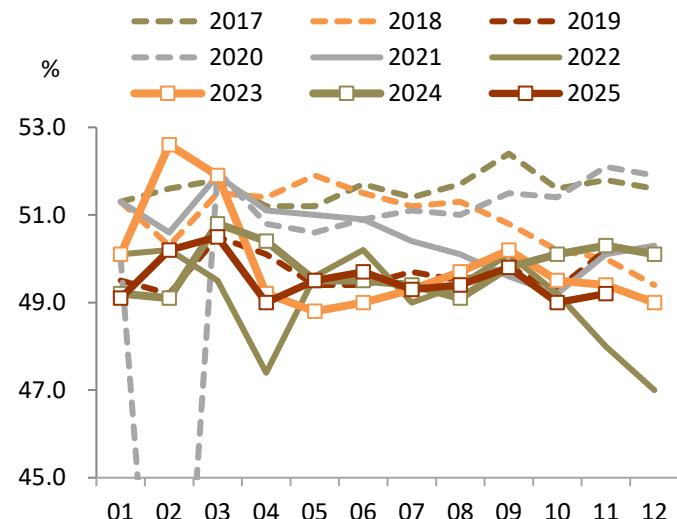
价格回升，产成品库存去库。库存方面，原材料库存维持在47.3的相对稳定水平，产成品库存继续回落0.8至47.3，指向企业去库幅度加大、产成品压力有所缓解。价格端同步回升：原材料购进价格上行1.1至53.6，出厂价格回升0.7至48.2，反映工业品价格链条呈现温和改善态势。

服务业景气回落，建筑业仍在磨底。非制造业方面，10月服务业PMI降至49.5，前值50.2，不仅再度落入收缩区间，且明显弱于历史同期，房地产与居民服务活动低迷是主要拖累因素。建筑业PMI小幅升至49.6，前值49.1，但仍处于历年同期偏低水平，显示传统基建与施工活动整体乏力，非制造业景气面临较大压力。

图表 7 制造业 PMI 主要分项指标

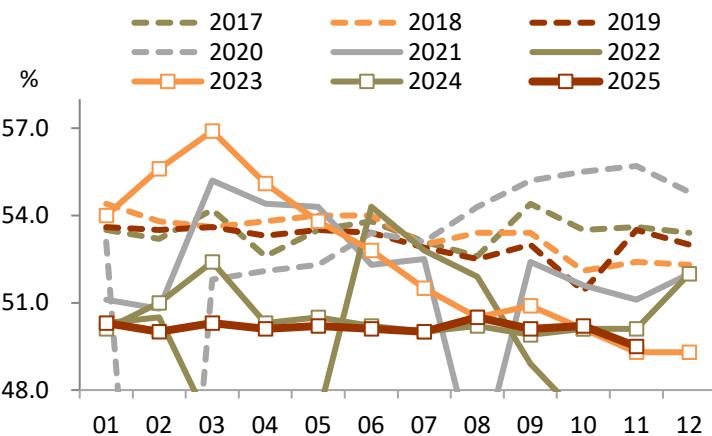


图表 8 历年各月制造业 PMI

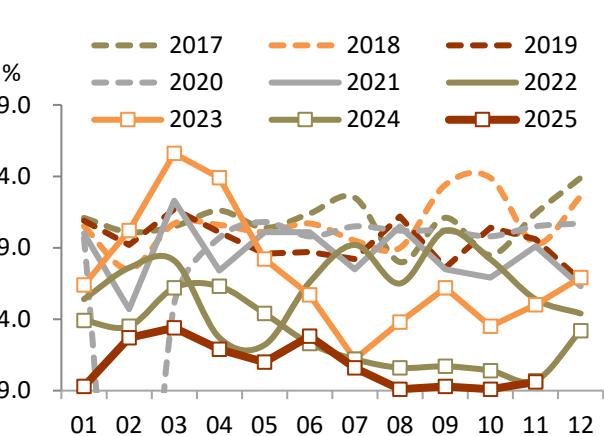


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 历年各月服务业 PMI



图表 10 历年各月建筑业 PMI



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、大类资产表现

1、权益

图表 11 权益市场表现

	指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
A股	万得全A	6205.68	↑↑↑↑↑	2.90	-2.22	23.57
	上证指数	3888.60	↑↑↑↑↑	1.40	-1.67	16.02
	深证成指	12984.08	↑↑↑↑↑	3.56	-2.05	24.67
	创业板指	3052.59	↑↑↑↑↑	4.54	-4.23	42.54
	上证50	2969.62	↑↑↑↑↑	0.47	-1.39	10.61
	沪深300	4526.66	↑↑↑↑↑	1.64	-2.46	15.04
港股	中证500	7031.55	↑↑↑↑↑	3.14	-4.08	22.81
	中证1000	7334.21	↑↑↑↑↑	3.77	-2.30	23.10
	科创50	1327.15	↑↑↑↑↑	3.21	-6.24	34.20
	恒生指数	25858.89	↑↑↑↑↑	2.53	-0.18	28.91
	恒生科技	5599.11	↑↑↑↑↑	3.77	-5.23	25.31
	恒生中国企业指数	9130.18	↑↑↑↑↑	2.36	-0.42	25.24
海外	道琼斯工业指数	47716.42	↑↑↑↑↑	3.18	0.32	12.16
	纳斯达克指数	23365.69	↑↑↑↑↑	4.91	-1.51	21.00
	标普500	6849.09	↑↑↑↑↑	3.73	0.13	16.45
	英国富时100	9720.51	↑↑↑↑↑	1.90	0.03	18.93
	法国CAC40	8122.71	↑↑↑↑↑	1.75	0.02	10.05
	德国DAX	23836.79	↑↑↑↑↑	3.23	-0.51	19.73
	日经225	50253.91	↑↑↑↑↑	3.35	-4.12	25.97
	韩国综指	3926.59	↑↑↑↑↑	1.90	-4.40	63.64

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、债券

图表 12 债券市场表现

	指标	现价 (%)	上周走势	上周涨跌幅 (BP)	本月涨跌幅 (BP)	年初至今涨跌幅 (BP)
国内	1年期国债收益率	1.40	↑↑↑↑↑	-0.42	1.91	29.28
	2年期国债收益率	1.42	↑↑↑↑↑	-1.06	1.65	25.68
	5年期国债收益率	1.62	↑↑↑↑↑	2.73	5.10	20.30
	10年期国债收益率	1.84	↑↑↑↑↑	2.28	4.91	17.08
	10Y-1Y国债期限利差	0.44	↑↑↑↑↑	2.70	3.00	-1.25
	SHIBOR (7天)	1.44	↑↑↑↑↑	2.00	-1.20	-52.30
海外	DR007	1.47	↑↑↑↑↑	2.60	1.17	-51.34
	2年期美债收益率	3.47	↑↑↑↑↑	-4.00	-13.00	-78.00
	5年期美债收益率	3.59	↑↑↑↑↑	-3.00	-12.00	-79.00
	10年期美债收益率	4.02	↑↑↑↑↑	-4.00	-9.00	-56.00
	10Y-2Y美债期限利差	0.55	↑↑↑↑↑	0.00	4.00	22.00
	10年期德债收益率	2.69	↑↑↑↑↑	2.00	5.00	30.00
	10年期法债收益率	3.41	↑↑↑↑↑	-6.30	-1.00	21.70
	10年期意债收益率	3.40	↑↑↑↑↑	-6.00	2.00	-11.30
	10年期日债收益率	1.81	↑↑↑↑↑	2.00	14.20	70.40

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品

图表 13 商品市场表现

指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
南华商品指数	2,552.44	↑↑↑↑↑	1.99	0.53	2.24
CRB商品指数	301.49	↑↑↑↑↑	2.00	-0.35	1.61
沪铜	87,430.00	↑↑↑↑↑	1.66	0.22	18.64
上海螺纹钢	3,110.00	↑↑↑↑↑	1.63	0.03	-10.02
COMEX黄金	4,256.40	↑↑↑↑↑	4.34	5.51	52.79
COMEX白银	57.09	↑↑↑↑↑	14.37	17.00	84.84
WTI原油	58.48	↑↑↑↑↑	0.72	-4.00	-9.29
ICE布油	62.32	↑↑↑↑↑	-0.38	-2.82	-6.28
LME铜	11,175.50	↑↑↑↑↑	3.69	2.65	27.46
LME铝	2,865.00	↑↑↑↑↑	2.84	-0.66	12.29
CBOT豆粕	318.60	↑↑↑↑↑	-0.19	-1.45	-9.17

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇

图表 14 外汇市场表现

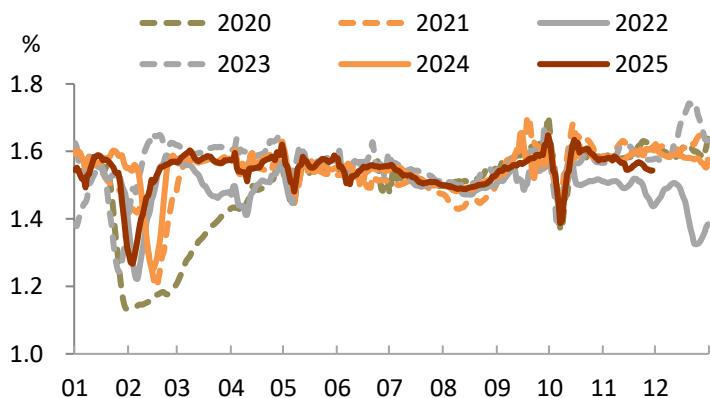
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.08	↑↑↑↑↑	-0.43	-0.48	-3.01
美元兑离岸人民币	7.07	↑↑↑↑↑	-0.48	-0.72	-3.62
欧元兑人民币	8.18	↑↑↑↑↑	-0.22	-0.36	7.54
英镑兑人民币	9.36	↑↑↑↑↑	0.54	0.28	2.10
日元兑人民币	4.53	↑↑↑↑↑	-0.18	-2.13	-3.13
美元指数	99.44	↑↑↑↑↑	-0.71	-0.29	-8.34

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

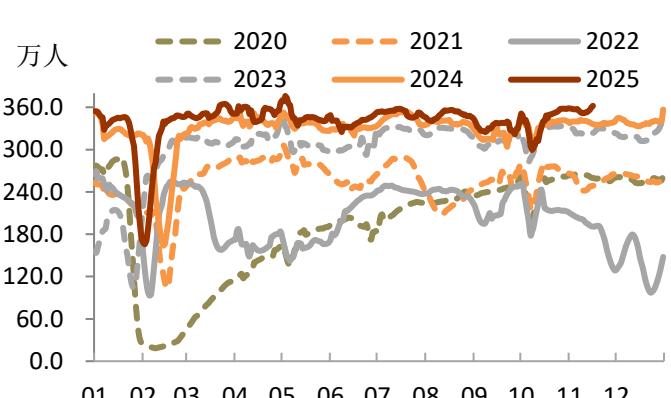
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 15 百城拥堵指数

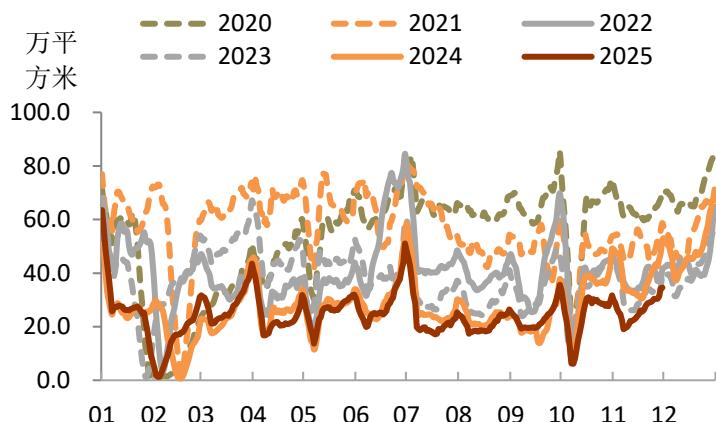


图表 16 23 城地铁客运量

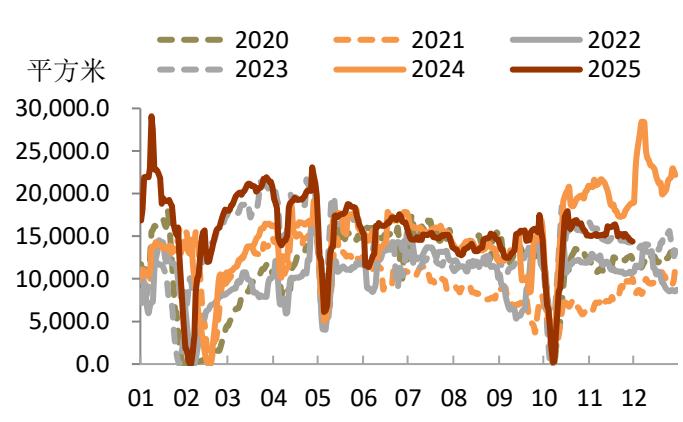


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 30 城商品房成交面积



图表 18 12 城二手房成交面积

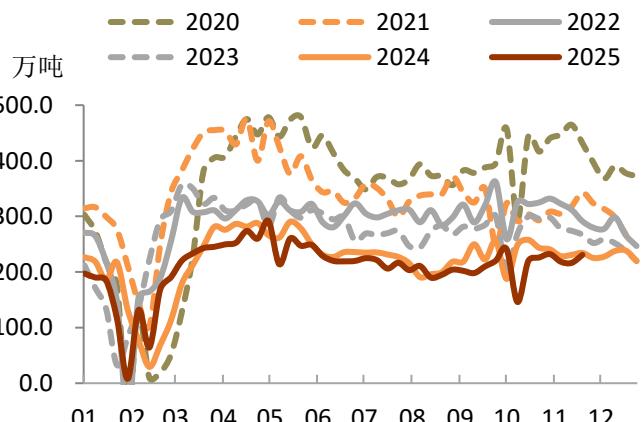


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 乘用车销量



图表 20 螺纹钢表观消费量

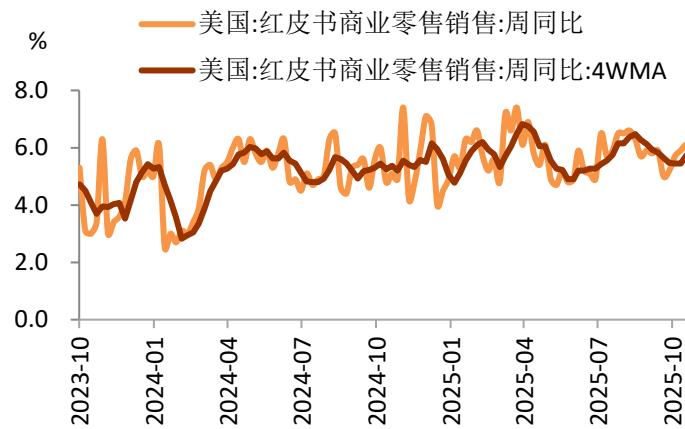


数据来源：iFinD, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

2、海外

图表 21 红皮书商业零售销售



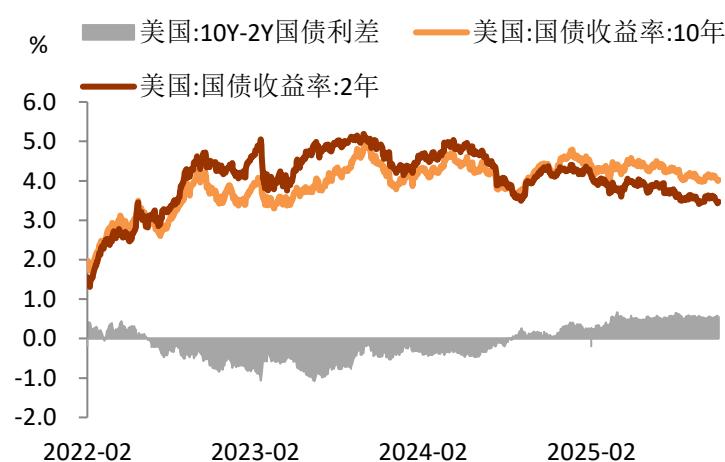
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 22 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 23 美债利差倒挂幅度



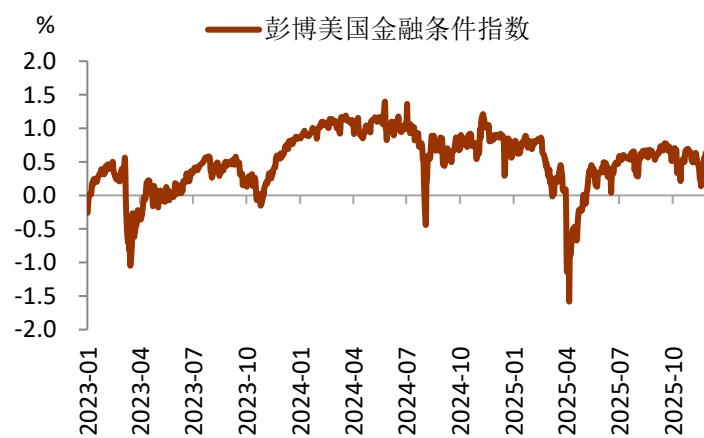
数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 24 FedWatch 利率变动概率

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	
2025/12/10					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	87.4%	12.6%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.2%	67.5%	9.2%	
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	37.9%	48.2%	6.2%	
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	15.5%	40.6%	37.3%	4.6%	
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	14.4%	38.5%	37.6%	7.3%	0.4%	
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.1%	2.6%	15.9%	38.4%	35.7%	6.9%	0.4%	
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.6%	10.5%	29.3%	36.8%	18.5%	3.0%	0.1%	
2026/10/28	0.0%	0.1%	2.0%	11.4%	29.7%	36.0%	17.8%	2.9%	0.1%	
2026/12/9	0.0%	0.6%	4.2%	15.6%	31.1%	31.8%	14.4%	2.2%	0.1%	
2027/1/27	0.1%	0.8%	5.0%	16.7%	31.2%	30.6%	13.5%	2.1%	0.1%	
2027/3/17	0.1%	1.0%	5.4%	17.2%	31.1%	29.9%	13.1%	2.0%	0.1%	
2027/4/28	0.1%	1.1%	5.7%	17.5%	31.1%	29.6%	12.9%	2.0%	0.1%	
2027/6/9	0.1%	0.9%	4.9%	15.6%	28.9%	29.8%	15.5%	3.7%	0.4%	
2027/7/28	0.1%	0.9%	4.9%	15.6%	28.9%	29.8%	15.5%	3.7%	0.4%	
2027/9/15	0.1%	0.9%	4.9%	15.5%	28.8%	29.8%	15.7%	3.8%	0.4%	
2027/10/27	0.1%	0.8%	4.5%	14.6%	27.6%	29.7%	17.0%	4.9%	0.7%	

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 25 彭博美国金融条件指数



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 26 彭博欧元区金融条件指数



敬请参阅最后一页免责声明

四、本周重要经济数据及事件

图表 19 重要经济数据及事件

日期	时间	数据	前值	预期
12月1日	9:45	中国 11 月 RatingDog 制造业 PMI	50.6	50.5
	17:00	欧元区 11 月制造业 PMI 终值	49.7	49.7
	22:45	美国 11 月标普全球制造业 PMI 终值	51.9	-
	23:00	美国 11 月 ISM 制造业 PMI	48.7	49.0
		美国 11 月 ISM 产出指数	48.2	-
12月2日	18:00	欧元区 11 月 CPI 年率初值	2.1	2.1
		欧元区 11 月 CPI 月率初值	0.2	-0.3
		欧元区 10 月失业率	6.3	6.3
		欧元区 11 月核心 CPI 年率初值	2.4	2.5
		欧元区 11 月核心 CPI 月率初值	0.2	-
	21:55	美国至 11 月 28 日当周红皮书商业零售销售年率	5.9	-
12月3日	9:45	中国 11 月 RatingDog 制造业 PMI	52.6	51.9
	17:00	欧元区 11 月制造业 PMI 终值	49.7	49.7
		欧元区 11 月服务业 PMI 终值	53.1	53.1
		欧元区 11 月综合 PMI 终值	52.4	52.4
	18:00	欧元区 10 月 PPI 月率	-0.2	-
		欧元区 10 月 PPI 年率	-0.2	-
	21:15	美国 11 月 ADP 就业人数(万人)	4.2	1.0
	21:30	美国 9 月进口物价指数月率	0.3	0.1
	22:45	美国 11 月标普全球服务业 PMI 终值	55.0	-
		美国 11 月标普全球综合 PMI 终值	54.8	-
12月4日	23:00	美国 11 月 ISM 非制造业 PMI	52.4	52.1
	18:00	欧元区 10 月零售销售月率	-0.1	0.1
		欧元区 10 月零售销售年率	1.0	1.4
	20:30	美国 11 月挑战者企业裁员人数(万人)	15.3	-
	21:30	美国至 11 月 29 日当周初请失业金人数(万人)	21.6	22.0
12月5日	23:00	美国 11 月全球供应链压力指数	-0.1	-
	18:00	欧元区第三季度 GDP 年率修正值	1.4	1.4
		欧元区第三季度季调后就业人数年率终值	0.1	0.1
		欧元区第三季度 GDP 季率修正值	0.2	0.2
		欧元区第三季度季调后就业人数季率终值	0.5	-
	23:00	美国 9 月核心 PCE 物价指数年率	2.9	2.9
		美国 12 月一年期通胀率预期初值	4.5	-
		美国 9 月个人支出月率	0.6	0.4
		美国 12 月密歇根大学消费者信心指数初值	51.0	52.0
		美国 9 月核心 PCE 物价指数月率	0.2	0.2

数据来源：金十数据，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055



上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 9 楼 910、911 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。