



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，供需、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

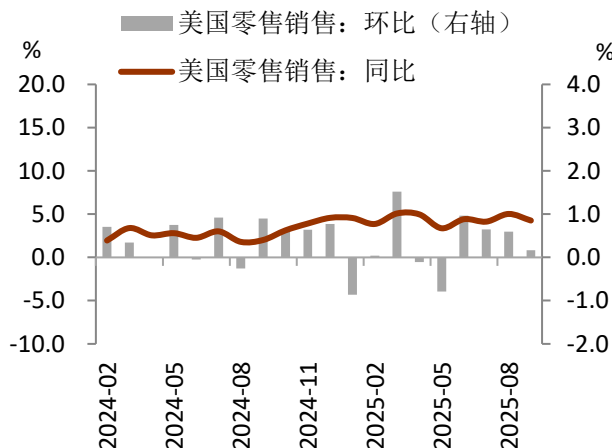
### 1、9月美国零售符合预期

**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。

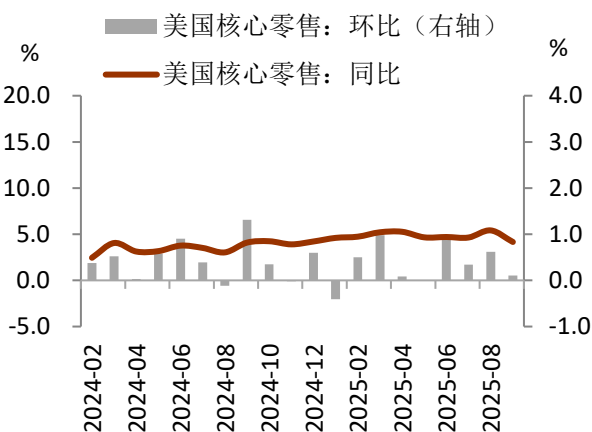
**耐用品消费分化，汽车、建材、家电回落，家具消费回升。**9月耐用品零售分化，建材环比上涨0.2%（前值0.3%），电子及家电环比下降-0.5%（前值-0.3%），家具家装显著改善至0.6%（前值-2.0%）；机动车及零部件环比回落至-0.3%（前值0.6%）。

**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。加油站在油价推动下，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

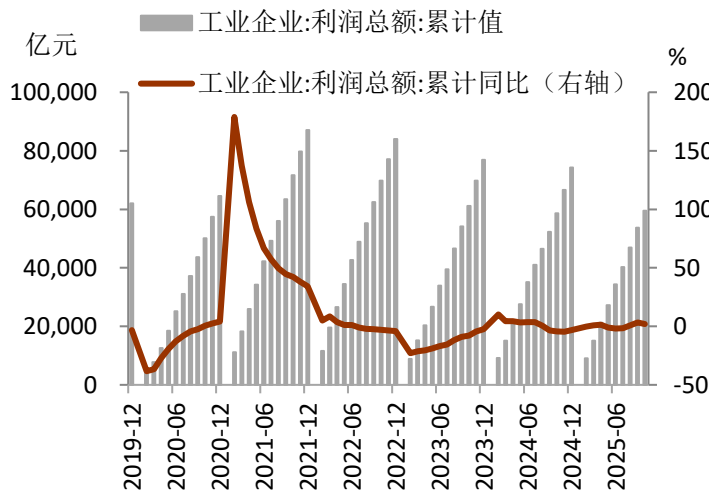
### 1、10月工业企业利润乏力

**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%。

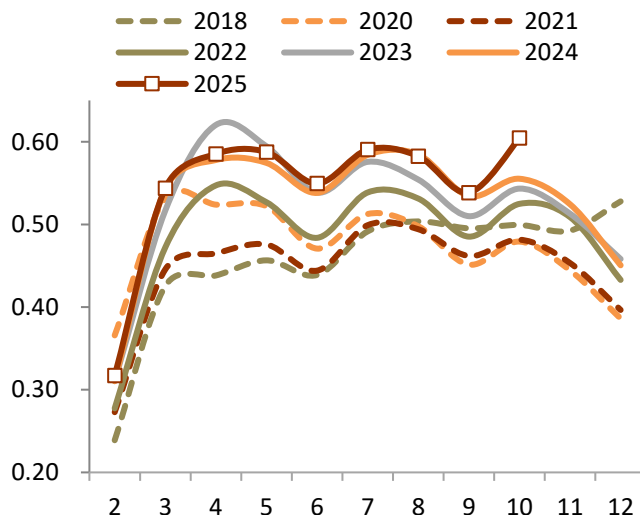
**上游利润采选跌幅收窄、中下游利润显著降温。**从行业来看，1-10月上游采选利润同比录得-27.8%，跌幅较前值-29.3%小幅收窄；中游原材料利润同比录得-10.7%，较前值25.2%显著回落；下游制造利润同比录得-6.7%，较前值23.3%显著回落；下游消费利润同比录得-13.9%，较前值10%显著回落。

**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

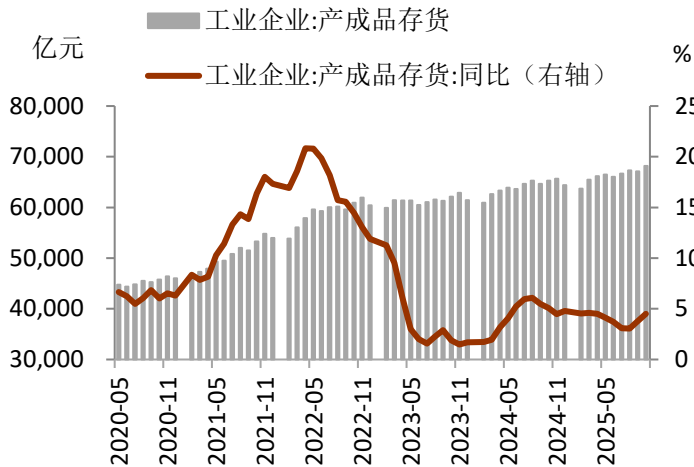


图表4 工业企业产成品库销比

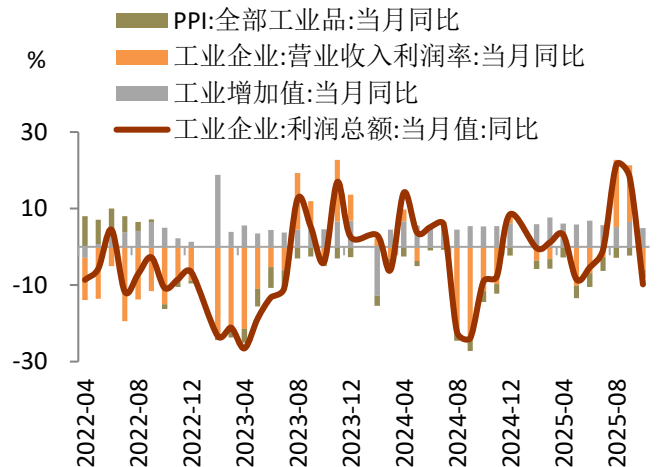


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

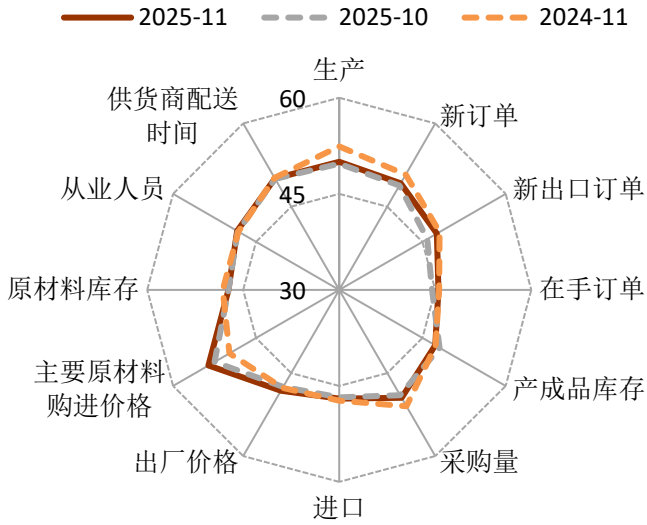
**11 月制造业 PMI 小幅回升，仍处于收缩区间。**11 月中国制造业 PMI 录得 49.2，预期 49.3，前值 49.0，连续 8 个月处于收缩区间，处于历年同期的偏弱水平。

**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。

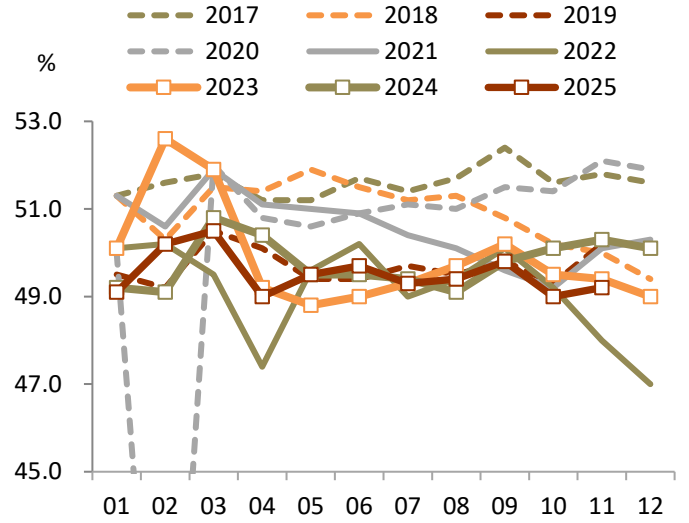
**价格回升，产成品库存去库。**库存方面，原材料库存维持在 47.3 的相对稳定水平，产成品库存继续回落 0.8 至 47.3，指向企业去库幅度加大、产成品压力有所缓解。价格端同步回升：原材料购进价格上行 1.1 至 53.6，出厂价格回升 0.7 至 48.2，反映工业品价格链条呈现温和改善态势。

**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

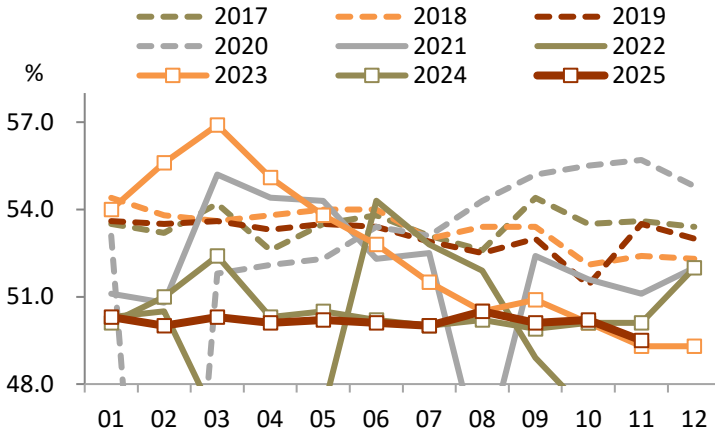


图表 8 历年各月制造业 PMI

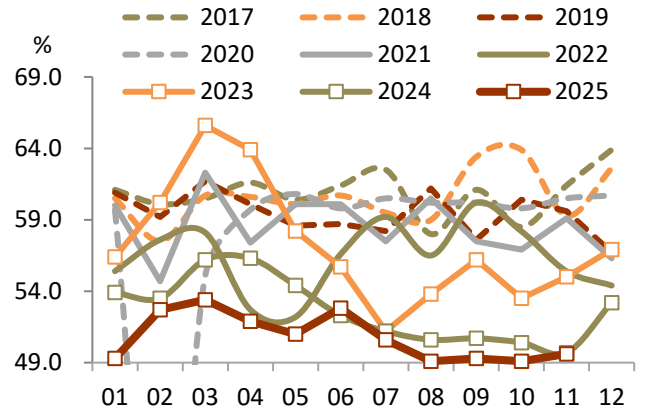


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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
	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
港股	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	17.03
	10Y-1Y国债期限利差	0.44		2.70	3.00	-12.25
	SHIBOR (7天)	1.44		2.00	-0.20	-52.90
	DR007	1.47		2.60	1.07	-51.34
	2年期美债收益率	3.47		-4.00	-13.00	-78.00
海外	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	-8.00	-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	-8.00	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

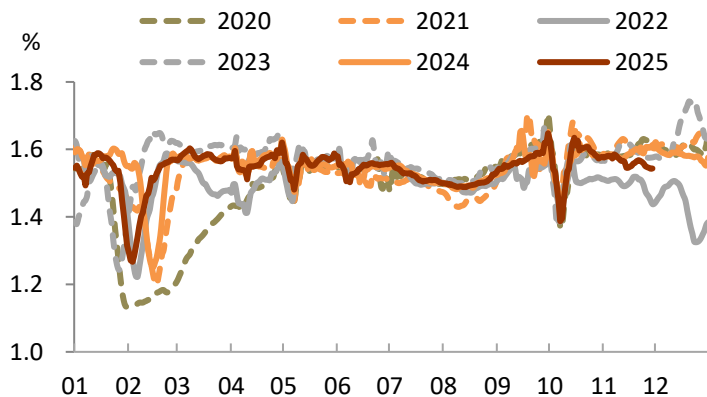
资料来源：iFinD，铜冠金源期货



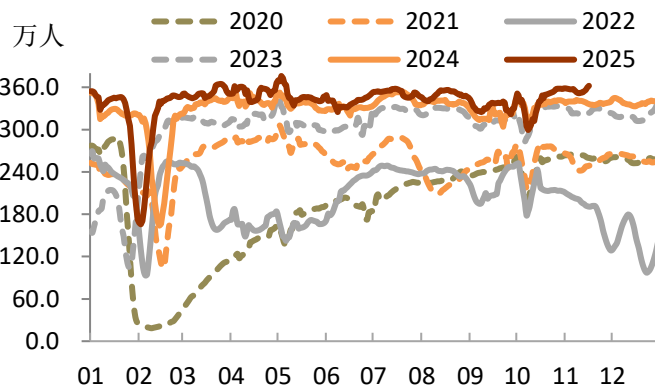
## 四、高频数据跟踪

### 1、国内

图表 15 百城拥堵指数

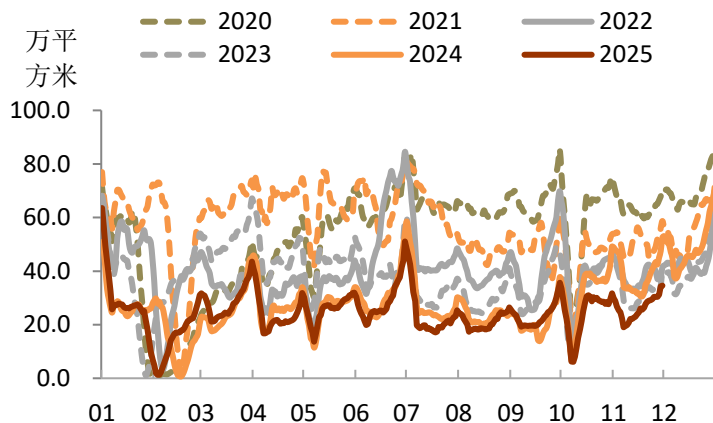


图表 16 23 城地铁客运量

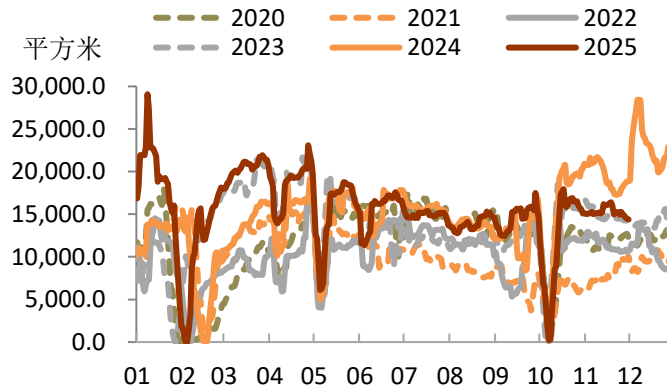


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 30 城商品房成交面积



图表 18 12 城二手房成交面积

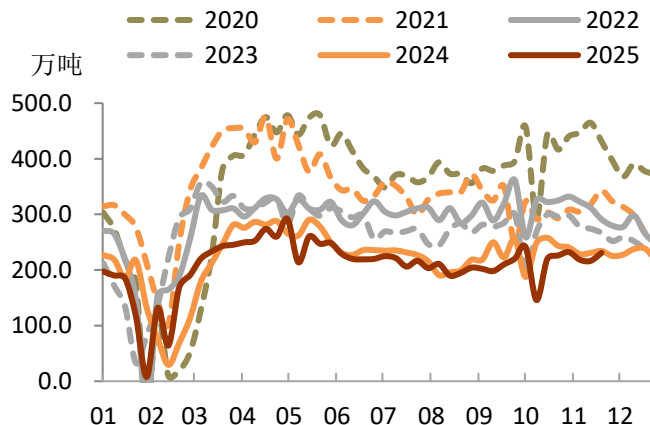


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 乘用车销量



图表 20 螺纹钢表观消费量



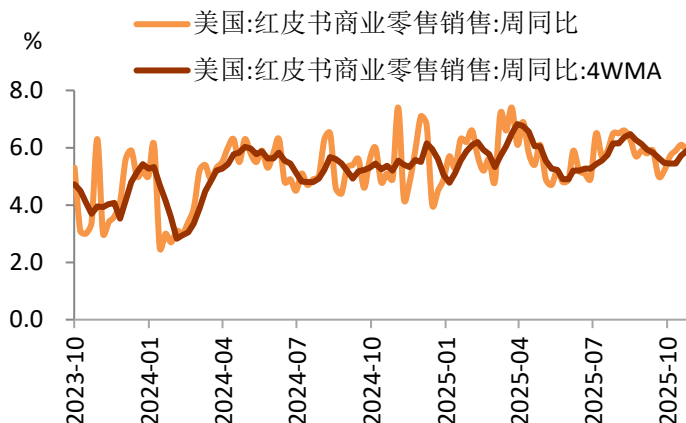
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

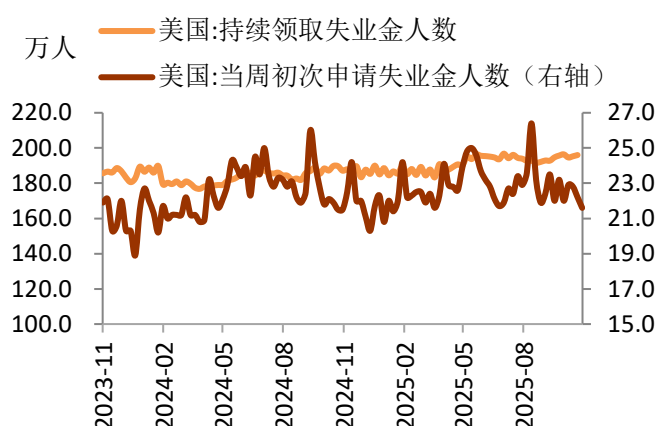


## 2、海外

图表 21 红皮书商业零售销售

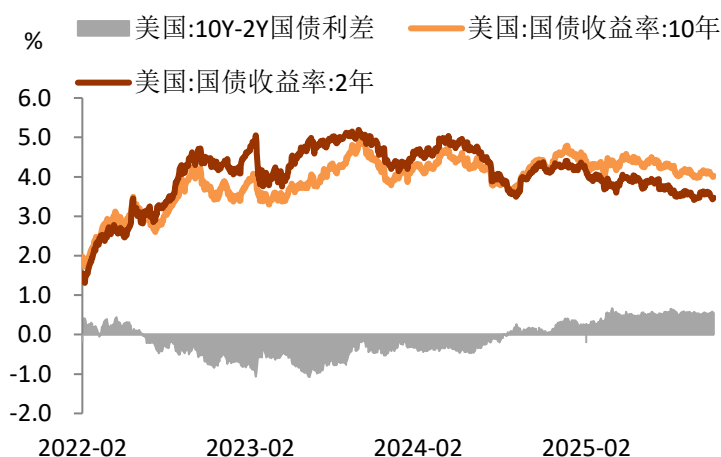


图表 22 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 23 美债利差倒挂幅度

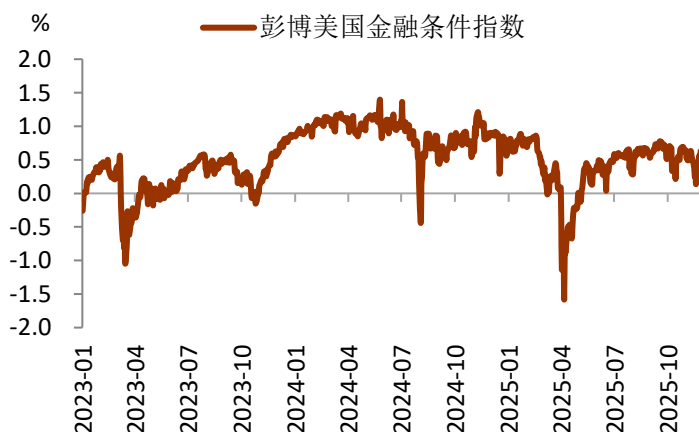


图表 24 FedWatch 利率变动概率

	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



图表 26 彭博欧元区金融条件指数



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

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	-
	23:00	美国 11 月 ISM 非制造业 PMI	52.4	52.1
12月4日	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
	23:00	美国 11 月全球供应链压力指数	-0.1	-
12月5日	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。