长城财富投研周报

2025 年第 49 周 12 月 15 日星期一

一、 核心观点

中央经济工作会议 12 月 10 日至 11 日在北京举行。整体来看，会议延续政治局会议相对积极的表态，有以下四个重点：**一是经济形势研判中添加了“供强需弱”表述，意味着对当前需求侧下滑的重视程度提高，后续针对需求侧的政策有望密集出台。二是明年财政赤字率有望维持 4%。三是货币政策提到“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”，明年在多项货币政策目标中，促进经济发展、物价回升的优先级较高。四是扩内需仍然置于明年重点任务篇幅之首。**

基于中央经济工作会议对明年的政策定调及各项经济工作安排部署，对 A 股明年的投资指引主要包括以下几个方面：

（1）从宏观层面来看，政策整体延续了相对积极的政策基调。具体来看，财政政策取向积极，赤字率安排或维持在 4%；货币政策提到了，“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”意味着，在多项货币政策目标中，促进经济发展、物价回升的优先级较高。明年 A 股有望继续迎来相对宽松的政策环境。

（2）从产业视角来看，重点关注“推动投资止跌回稳”下，明年重大项目的安排：本次会议肯定了当前投资增速面临下滑的问题，部署推动投资止跌回稳。明年是十五五的开局之年，在这样的背景

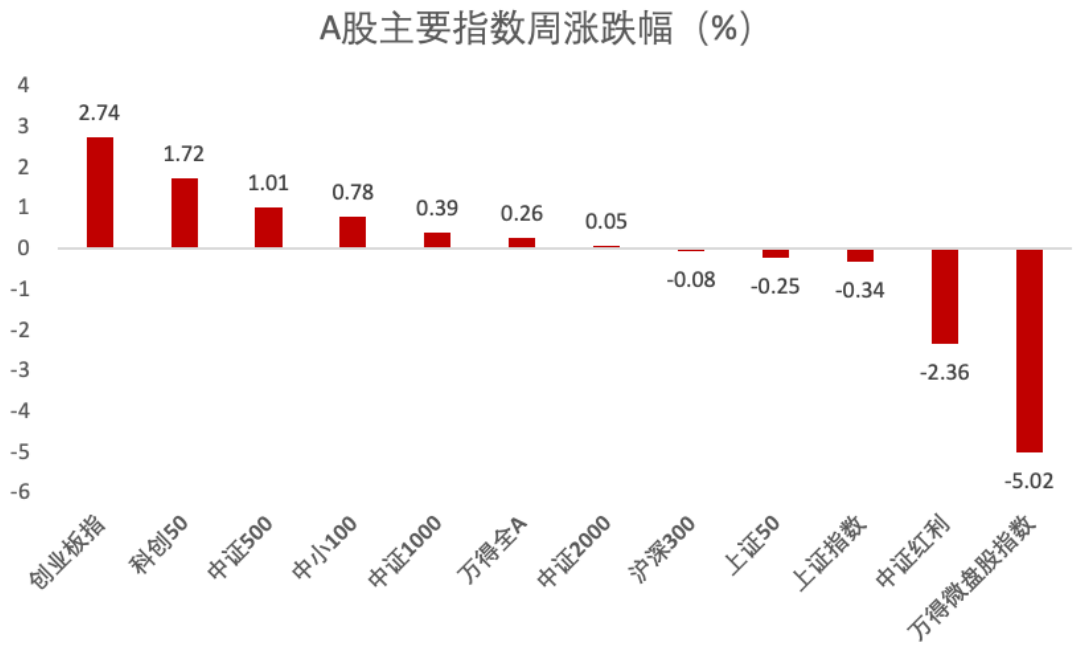
下，重大项目有望成为投资端的主要抓手，建议重点关注重大项目相关预期。

（3）消费端方面，会议重视了经济中需求相对供给较弱的问题，并提及将制定实施城乡居民增收计划，是积极的信号。但值得注意的是，今年并未提到“加力扩围”，因此两新政策的资金支持力度可能难以迎来扩张。

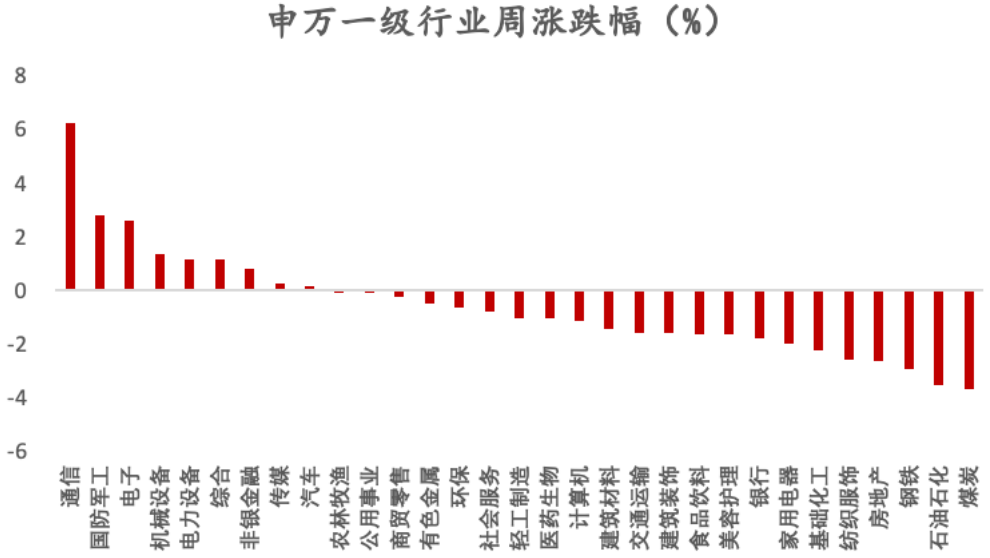
从过往市场表现经验来看，会后 7 天大盘风格往往相对占优。尤其是近 5 年来看，4 次均是大盘风格相对占优。分行业来看，石油石化、通信、电子等行业在会后 7 日上涨概率更高。从平均超额收益水平来看，近 5 年，社会服务、公用事业、煤炭、传媒这五个行业平均超额水平相对更高。从历史经验来看，中央经济工作会议提到的重点产业往往会成为第二年经济工作的重点，政策往往会加大支持力度，需要重点关注。比如 23 年的低空经济和 24 年的整治内卷。

二、 上周市场复盘

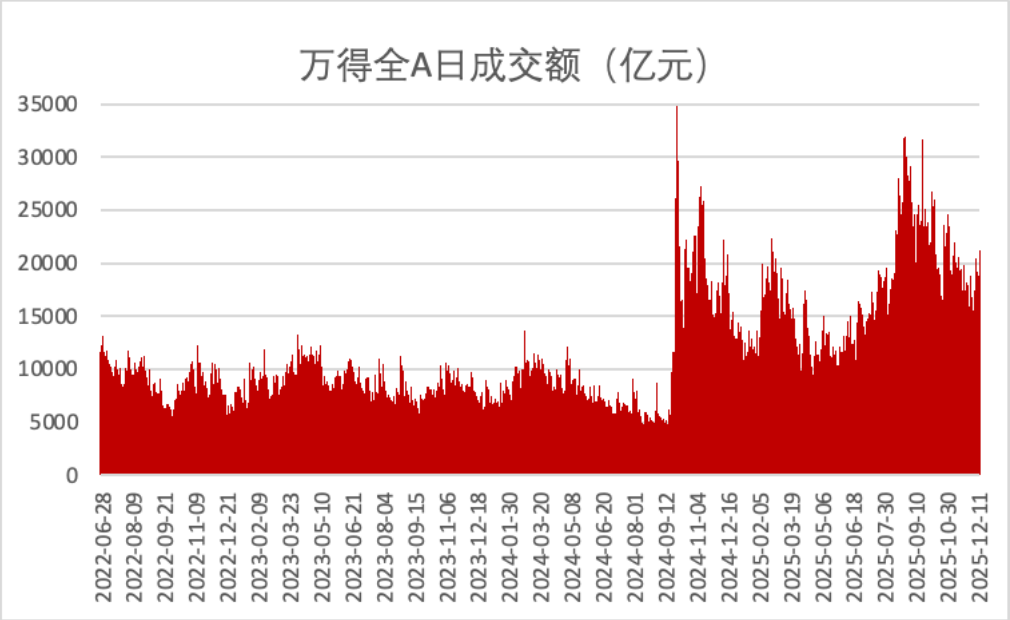
上周 A 股主要宽幅多数上涨，但上涨幅度均偏小，上证指数跌 0.25%收报 3889.35 点，创业板指涨 2.74%，中证 2000 涨 0.05 %，上周中证红利，万得微盘股指数下跌幅度较大，其中万得微盘股指数下跌超过 5%。



分行业看，上周一级行业多数下跌，领涨板块为通信、国防军工、电子，其中通信涨幅超 3%，领涨板块多为科技板块；钢铁、石油石化、煤炭下跌幅度较大，其中石油石化、煤炭跌幅度均超过 3%。



上周节前市场情绪有所回升，万得全 A 日均成交额为 19530.44 亿元，环比增加 2568.66 亿元。



三、 宏观及主要新闻事件

上周重要新闻、事件：

经济工作|12 月 8 日，中共中央政治局召开会议，分析研究 2026 年经济工作。会议强调，明年经济工作要坚持稳中求进、提质增效，继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，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，切实提升宏观经济治理效能。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“双碳”引领，推动全面绿色转型；坚持民生为大，努力为人民群众多办实事；坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险。

医保丨12 月 8 日，国家医保局、人力资源社会保障部印发《国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录》以及《商业健康保险创新药品目录》，自 2026 年 1 月 1 日起正式执行。这是国家医保局成立以来第 8 次调整医保药品目录。**本次医保药品目录调整新增 114 种药品，其中 50 种为 1 类创新药。**首版商保创新药目录共纳入 19 种药品，既有 CAR-T 等肿瘤治疗药品，也有社会关注度较高的阿尔茨海默病治疗药品。

芯片|12 月 9 日，美国总统特朗普称将批准向中国出售英伟达 H200 人工智能芯片。

美联储降息丨12 月 11 日，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。为维持银行体系流动性充足，自 12 月 12 日起启动每月约 400 亿美元的短期国债购买计划。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。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，货币政策无预设路径，将逐次会议依据数据决策。通胀仍偏高，但非关税驱动的核心通胀已显著改善，若无新关税，商品通胀预计 2026 年第一季度见顶。利率已处于中性区间上端，政策正从限制性向中性过渡。为缓解市场压力，短期国债购买规模将在未来数月维持高位，预计 2026 年 4 月 15 日前完成。经济前景稳健，政府停摆结束支撑 2026 年增长预期。美国总统特朗普重

申对美联储主席鲍威尔的批评。特朗普表示，降息幅度太小，本可以更大一些；美联储降息幅度本可以加倍。

经济工作|12 月 11 日，中央经济工作会议在北京举行，定调明年经济工作，强调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，重视解决地方财政困难。要继续实施适度宽松的货币政策，灵活高效运用降准降息等多种政策工具。会议确定 8 方面重点任务，提出要优化“两新”政策实施，清理消费领域不合理限制措施。推动投资止跌回稳，适当增加中央预算内投资规模。坚持创新驱动，深化拓展“人工智能 ”。深入整治“内卷式”竞争。加快新型能源体系建设，扩大绿电应用。倡导积极婚育观，努力稳定新出生人口规模。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。多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险。

上周主要经济金融数据及事件：

11 月份，我国货物贸易增速回升，进出口总值 3.9 万亿元，增长 4.1%。其中，出口 2.35 万亿元，增长 5.7%；进口 1.55 万亿元，增长 1.7%。

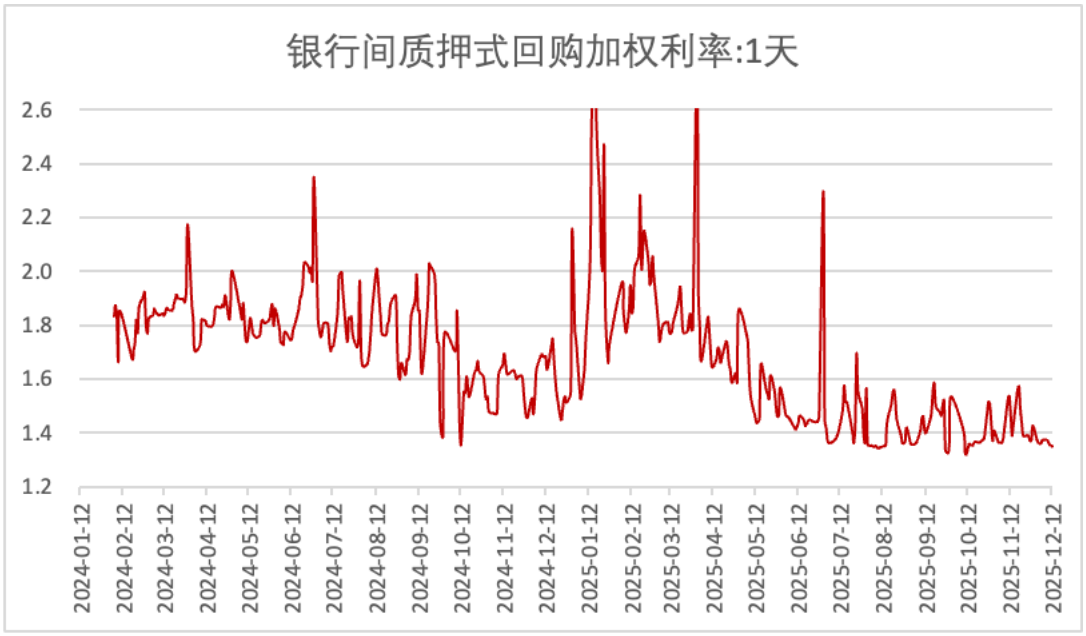
国家统计局公布数据显示，中国 11 月 CPI 同比上涨 0.7%，创 2024 年 3 月以来最高；核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅连续 3 个月保持在 1%以上。CPI 环比下降 0.1%，主要受服务价格季节性下降影响。11

月 PPI 环比上涨 0.1%，连续两个月上涨，高基数下同比降幅扩大至 2.2%。

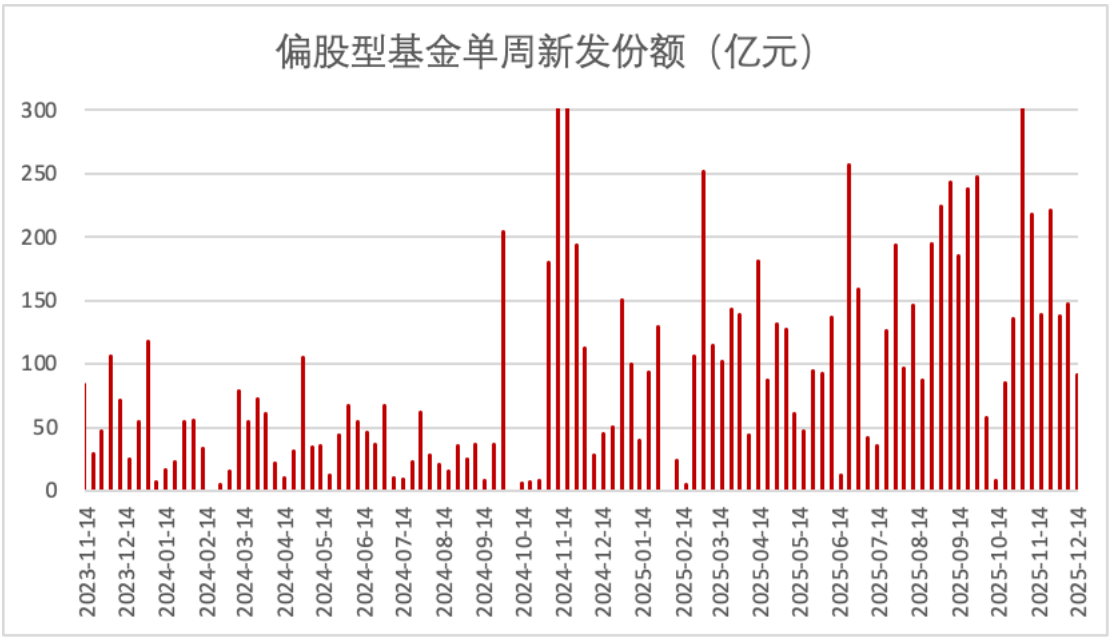
据央行初步统计，前 11 个月，人民币贷款增加 15.36 万亿元；社会融资规模增量累计为 33.39 万亿元，超去年全年，比上年同期多 3.99 万亿元。11 月末，M2 同比增长 8%，M1 同比增长 4.9%，社融存量同比增长 8.5%，人民币贷款余额同比增长 6.4%。普惠小微贷款、制造业中长期贷款、科技贷款增速持续高于全部贷款增速。

四、 市场流动性

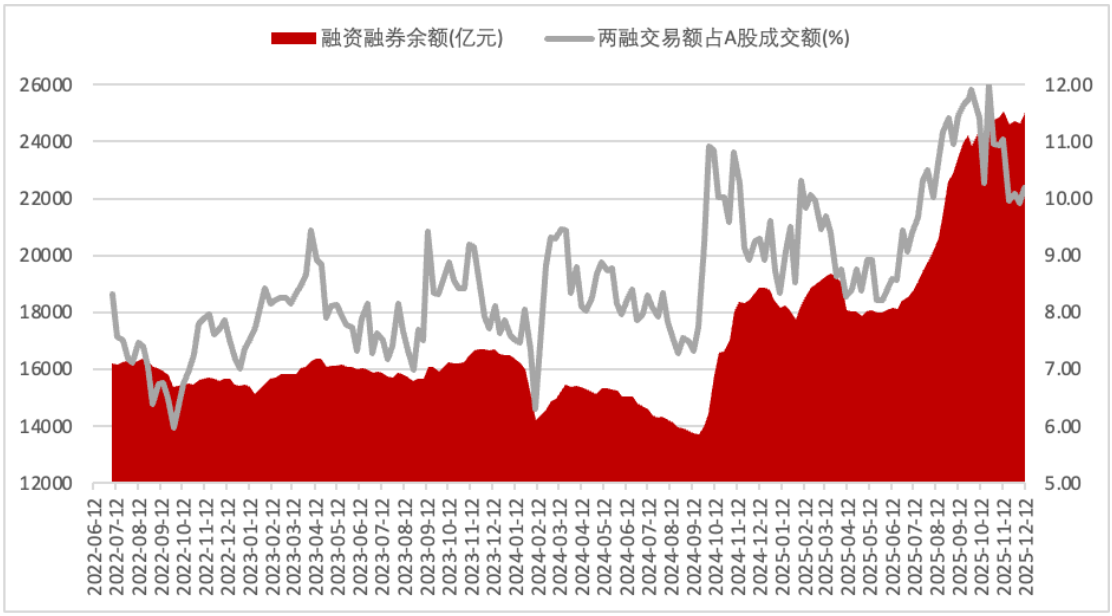
银行间市场流动性：本周央行通过 7 天期逆回购累计投放 6,685 亿元，同期有 6,638 亿元逆回购到期，实现净投放 47 亿元。资金价格均有所下跌，隔夜回购加权利率下跌 2.46 个 bp 至 1.3473%，10 年国债到期收益率下行 0.84 个 bp 至 1.8396%。



新发偏股公募基金：上周新成立偏股型公募基金新发规模为 91.19 亿元，环比减少 56.69 亿元。



融资融券：上周两融余额环比增加 372.93 亿元至 25,014.04 亿元。两融周成交额 9,950.24 亿元，占期间 A 股成交额比为 10.19%，环比增加 0.28 个百分点。



五、 估值性价比跟踪

风险溢价率：上周沪深 300 市盈率环比下行、十年期国债收益率小幅上升，风险溢价率指标（1/沪深 300 市盈率 - 十年期国债收益率）环比上升，处于历史均值-2 标准差卖点上方位置。