

海内外风险资产普遍回调，美联储降息预期再度反转

一、市场回顾

权益市场：上周A股主流宽基指数连续阴跌后在周五加速下跌，沪指4000点失守，微盘股指数亦同步大跌。风格上价值股表现优于成长股，大盘股强于中小盘股，两市成交额降至1.7万亿附近。行业方面，银行、传媒、食品饮料等表现较优；电力设备、综合、基础化工等表现较弱。

固收市场：上周资金在税期结束后逐步转松。债券市场延续低波震荡格局，10Y国债活跃券收益率振幅在1BP左右，超长端现券和三十年国债期货有所走弱，信用债表现相对偏强。

商品市场：南华商品指数周度下跌1.81%。分品种看，南华碳酸锂指数涨幅超4%，其余品种涨幅较小。多数品种下跌，其中南华焦煤指数下跌超7%。受美元走强、美联储降息预期降温及贵金属整体避险需求回落影响，沪银创近期最大单周跌幅。焦煤、玻璃、纯碱等品种亦显著下行，反映建材与能源板块在弱需求背景下持续承压。

资产类别	指标名称	上周走势	上周涨跌幅	本月涨跌幅	本年涨跌幅		
权益	A股	沪深300		-3.77%	-4.03%	13.18%	
		中证500		-5.78%	-7.01%	19.07%	
		中证1000		-5.80%	-5.85%	18.63%	
		万得价值基金指数		-3.02%	-1.47%	13.75%	
		万得成长基金指数		-4.94%	-7.01%	21.92%	
	港股	恒生指数		-5.09%	-2.65%	25.72%	
		恒生科技指数		-7.18%	-8.68%	20.76%	
	境外	标普500		-1.95%	-3.47%	12.26%	
		纳斯达克		-2.74%	-6.12%	15.34%	
	类权益	REITs	中证REITs全收益		-0.89%	-0.44%	7.57%
固收	利率债	可转债	万得可转债等权指数		-1.94%	-0.94%	19.88%
		中债-国債及政策性银行債财富(1-3年)指数		0.03%	0.07%	0.94%	
	信用债	中债-国債及政策性银行債财富(7-10年)指数		0.05%	0.05%	0.51%	
		中债-高信用等级債券财富(1-3年)指数		0.04%	0.13%	2.10%	
		中债-高信用等级債券财富(7-10年)指数		0.08%	0.16%	0.93%	
	商品	大宗商品	南华商品指数		-1.81%	-1.43%	0.24%
		黄金	伦敦金现		-0.44%	1.54%	54.88%

注：数据截至2025/11/21。



【谷歌 Gemini 3 正式发布】

11月19日，谷歌 Gemini 3 正式发布，该模型在编程、应用开发与图像生成等复杂任务方面性能大幅提升，能够更精准理解用户意图，并以更少提示生成高质量输出。谷歌官方把 Gemini 3 定义为“通往 AGI 之路的又一大步”。

【中国向日方通报暂停进口日本水产品】

11月19日，外交部发言人毛宁表示，日方此前承诺履行输华水产品的监管责任，保障产品质量安全，这是日本水产品输华的先决条件，但日方目前未能提供所承诺的技术材料。近期由于日本首相高市早苗倒行逆施，在重大问题上发表错误言论，引起中国民众的强烈公愤。当前形势下，即使日本水产品向中国出口也不会有市场。

【美联储三把手“放鸽”】

美国纽约联储银行主席威廉姆斯于美东时间 11 月 21 日在圣地亚哥发表的演讲稿中表示，随着劳动力市场的下行风险已经增强，而通胀面临的上行风险有所缓解，美联储在近期仍有进一步降息的空间。受此“鸽派”言论刺激，交易员对美联储 12 月降息的押注明显升温。据 CME“美联储观察”，截至发稿，美联储 12 月“降息 25 个基点”的概率升至 71%，而此前一天这一概率不足四成。

二、量化策略观点

1. 指数增强策略

上周股票市场大幅下跌，成交额环比减少，风格上大盘股和红利板块相对抗跌。A 股连续阴跌后在周五加速下跌，市场赚钱效应差，资金避险情绪强，个股尤其小微盘表现弱于主要宽基指数，预计各管理人的指数增强策略超额收益表现较差。展望后续，目前市场缺乏明显交易主线，市场资金的分歧较大，避险情绪较浓，短期加速下跌后需等待市场企稳迹象，预计资金的流动带动风格和板块间的轮动，宽幅震荡行情下各指数增强策略管理人的超额收益表现预计较为分化。

2. 市场中性策略

上周 IC、IM 基差变动对市场中性策略影响为 -0.33% 和 -0.62%，量化策略的超额收益表现较差，预计市场中性策略的收益较分化。受海外降息预期下降和国内成长股大幅回调的影响，A 股短期内回调幅度较大，当前市场风险释放比较充分，指数继续回调的概率和空间都较小，后续市场大概率会震荡企稳。在指数宽幅震荡的环境下，中性策略有较好的配置价值，可以考虑根据基差情况逐步进行配置，但仍需以风格稳健的子基金管理人为主。



携手万家 共赢未来

3. 管理期货策略

南华商品指数周度下跌 1.81%。分品种看，上涨品种只有南华碳酸锂指数涨幅超 4%，其余品种涨幅较小。下跌品种较多，南华焦煤指数下跌超 7%，南华白银指数、南华玻璃指数、南华纯碱指数等下跌超 4%。受美元走强、美联储降息预期降温及贵金属整体避险需求回落影响，沪银创近期最大单周跌幅。焦煤、玻璃、纯碱等品种亦显著下行，反映建材与能源板块在弱需求背景下持续承压。目前商品市场整体波动率仍在低位，可以考虑继续进行 CTA 策略的布局。

4. 相对价值策略

ETF 期权和股指期权品种隐含波动率在上周五时出现明显反弹，期货市场多数品种隐含波动率上行，期权策略表现一般，如果隐含波动率继续上行，可关注期权策略布局机会。上周股指大幅下行，因当月合约到期，负基差快速收敛，波动加大，期现套利和跨期套利机会增多，相关策略预计收益表现较好。A 股日均交易量回落至 2 万亿附近，市场波动幅度加大，ETF 申赎套利机会增多。商品市场波动上升，套利机会增多。

5. 可转债策略

上周中证转债指数 -1.78%。可转债跟随正股回调较大，整体表现强于可转债正股指数 (-6.97%)，可转债在高位震荡横盘时间较久，调整相对较充分，在权益市场大幅回调的情况下，可转债的防守属性得到了较好的体现，后续在指数宽幅震荡的环境下，可以考虑逢低进行配置，作为底仓博取部分弹性收益。

三、固收观点

1、债市观点：

上周资金面先紧后松。上半周经历了缴税、政府债缴款和北交所打新等因素的影响，资金面有所承压，下半周央行持续投放，带动资金逐渐走松。二级市场方面，利率和信用市场整体依然处于窄幅震荡状态，信用债表现较优于利率债。

宏观方面，上周处于数据真空期，国内方面无重要数据公布。上周权益市场缩量下跌，但股债并未呈现跷跷板效应，而是呈现股债齐跌的状态，可能与机构赎回固收+产品有关。当前基本面与权益市场的情绪面均支持债市更加乐观，但当前基金销售新规仍然没有落地，因此债市的情绪偏谨慎。往后看，12 月重要会议即将召开，美联储的降息概率也处于变化阶段，因此债市的主线较弱，需要等待更多的数据验证。

海外方面，美国 9 月失业率为 4.4%，预期 4.3%，前值 4.3%。11 月 15 日当周首次申请失业救济人数为 22 万人，预期 22.7 万人，前值 21.8 万人。美联储公布的会议纪要显示，美联储官员对 12 月是否继

续降息存在较大分歧。市场预期 2025 年 12 月降息 25bp 的概率为 69.4%。

2、现金管理类产品表现

上周银行现金理财管理类产品的七日平均年化收益率为 1.3975%，较前一周减少了 0.6BP。货币基金平均七日年化收益率为 1.1022%，较前一周增加了 0.3BP。一年期 AAA 级同业存单收益率 1.635%，较前一周无变动。

近期市场表现



数据来源：Wind

数据截至：2025 年 11 月 21 日

数据来源：WIND

免责声明：市场有风险，投资需谨慎。产品的既往业绩不代表未来业绩，某产品的业绩不代表其他产品的业绩。万家共赢不对投资者的最低投资收益作任何承诺，亦不保证投资本金不受损失。本材料中包含来源于公开资料的信息，具有时效性，万家共赢对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息及相关建议或观点不会发生任何变更，文中的观点、结论及相关建议仅为笔者个人观点，不代表任何确定性的判断。无论任何时候，阅读者不应将本文件内容或观点视为法律、税务、财务、投资或其他方面建议，而应自行独立做出判断或另行寻求专业人士意见，并详细阅读投资相关法律文件。本材料内容不具有法律约束力，万家共赢或万家共赢的相关部门、雇员不对任何人使用此报告内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。本材料所涵括的信息仅供参考，不构成任何宣传推介材料，不构成任何广告、要约或要约邀请、投资建议或承诺，也不构成任何信息披露文件，不应被接收者作为其投资决策的依据。一旦阅读本材料，视为阅读者已知悉并同意此项条款。