

市场情绪降温，股指高位回落



金融投资专业理财

摘要

主要指数本月宽幅震荡，沪深两市成交持续活跃，自9月25日以来已连续41个交易日成交额维持在万亿水平，为历史最长记录。四期指表现分化，基差较10月末略微走弱，IC、IM贴水小幅扩大，IF在11月中下旬由升水转为小幅贴水，IH则仍有小幅升水，原因可能在于部分机构在期指高位回落的情况下增加套保仓位，以对冲现货风险。

海外方面，特朗普当选美国总统，时隔4年再度入主白宫，市场对特朗普交易情绪持续高涨；美联储11月8日凌晨宣布降息25个基点，但随后公布的一系列经济数据打压市场对美联储后续降息预期。在特朗普内阁人员初步确定后，市场担忧新内阁对华强硬政策，以及美元对人民币汇率持续升值，均压制市场情绪。根据特朗普最近表态将对所有中国进口商品加征10%的关税，预计特朗普上台后将逐步加征关税，而非一次性大规模提高关税水平，特朗普贸易政策短期冲击减弱。

国内方面，11月8日闭幕的人大常委会会议出台了12万亿地方政府化债方案，6万亿增量符合预期，市场更期待消费及房地产等经济增长相关政策出台。经济基本面，受政策时滞影响依旧维持弱势，后续还需宽财政进一步发力，市场期待12月中旬中央经济工作会议。在此之前，A股预计仍将保持震荡整理。

期指方面，目前，四期指估值相对较高，在经济基本面和企业获利面尚未有明显好转之前，大幅上涨的空间有限，因此单边策略建议暂时观望。期权方面，从盘面来看，10月8日开盘价或为年内最大压力位，随着期权隐含波动率逐步走低，IO、HO可考虑卖出宽跨式组合。

瑞达期货研究院

投资咨询业务资格

许可证号：30170000

研究员：廖宏斌

期货从业资格证号 F3082507

投资咨询证号：Z0020723

咨询电话：0595-86778969

网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服公众号

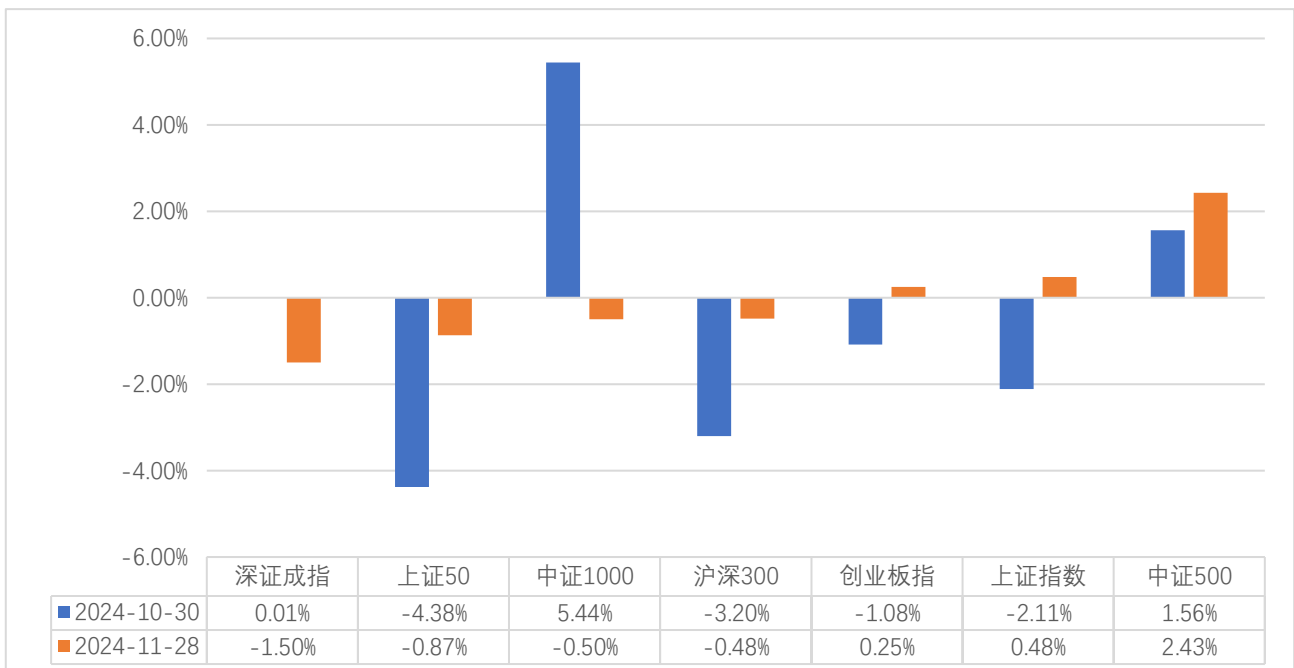
 研究服务



一、 市场回顾

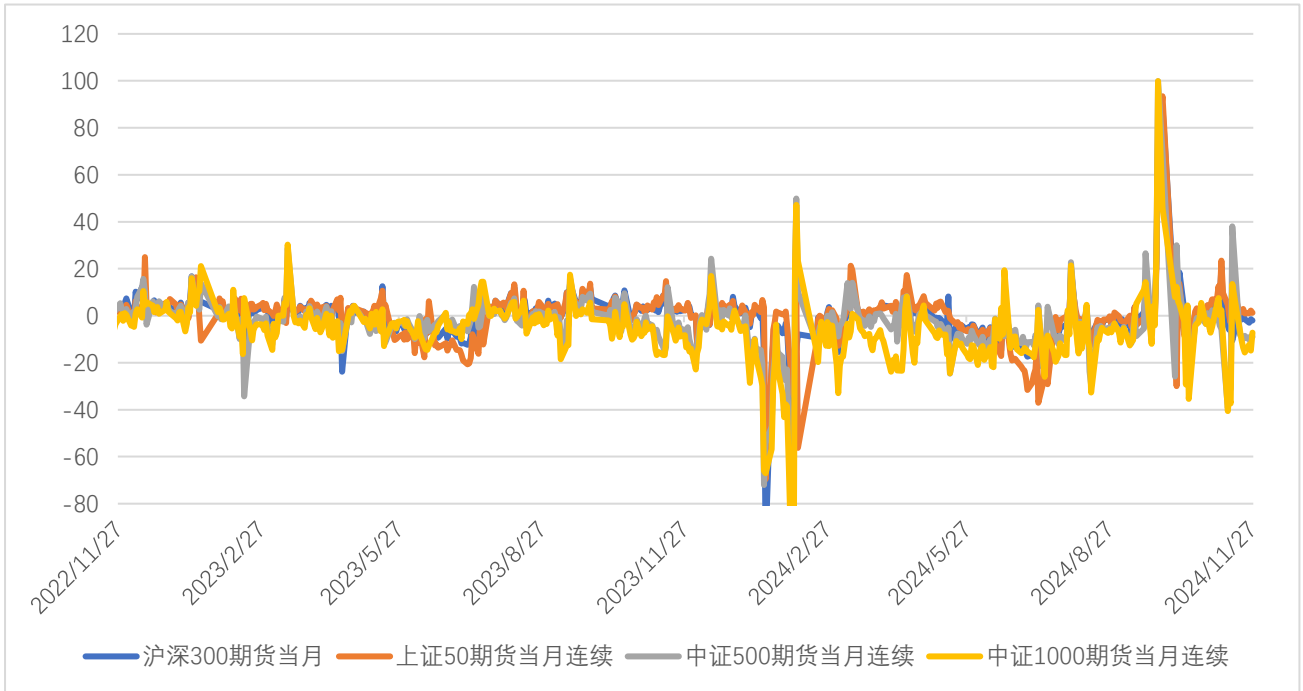
截至 11 月 28 日，主要指数本月宽幅震荡，沪深两市成交持续活跃，自 9 月 25 日以来已连续 41 个交易日成交额维持在万亿水平，为历史最长记录。11 月上旬，海外、国内大事不断，市场波动放大。海外方面，特朗普当选美国总统，时隔 4 年再度入主白宫，市场对特朗普交易情绪持续高涨；美联储 11 月 8 日凌晨宣布降息 25 个基点，但随后公布的一系列经济数据打压市场对美联储后续降息预期。国内方面，11 月 8 日，人大常委会会议闭幕，会后发布会上，相关部门负责人宣布共计 10 万亿地方政府隐性债务化债方案。11 月中下旬，受到经济数据偏弱影响，股指自月初高位回落，此外，特朗普内阁人员初步确定后，市场担忧新内阁对华强硬政策，以及美元对人民币汇率持续升值，均压制市场情绪。上证指数本月上漲 0.48%，深证成指及创业板指分别下跌 1.5%和上漲 0.25%。四期指表现分化，11 月，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 涨跌幅分别为-0.87%、-0.48%、-2.43%、-0.5%。在市场震荡整理的行情下，四期指基差较 10 月末略微走弱，IC、IM 贴水小幅扩大，IF 在 11 月中下旬由升水转为小幅贴水，IH 则仍有小幅升水，原因可能在于部分机构在期指高位回落的情况下增加套保仓位，以对冲现货风险。由于小盘股波动较大，市场有较高避险需求，后续 IC、IM 贴水预计维持。从四期指净持仓来看，除 IC 净空单较 10 月底增加外，IH、IF、IM 净空持仓均有不同程度减少。从 11 月的整体情况来看，经济基本面依旧偏弱，国内货币政策受海外环境影响，施展空间有限，需依靠财政端发力，市场期待 12 月中旬中央经济工作会议。

图 1 主要指数月度涨跌幅



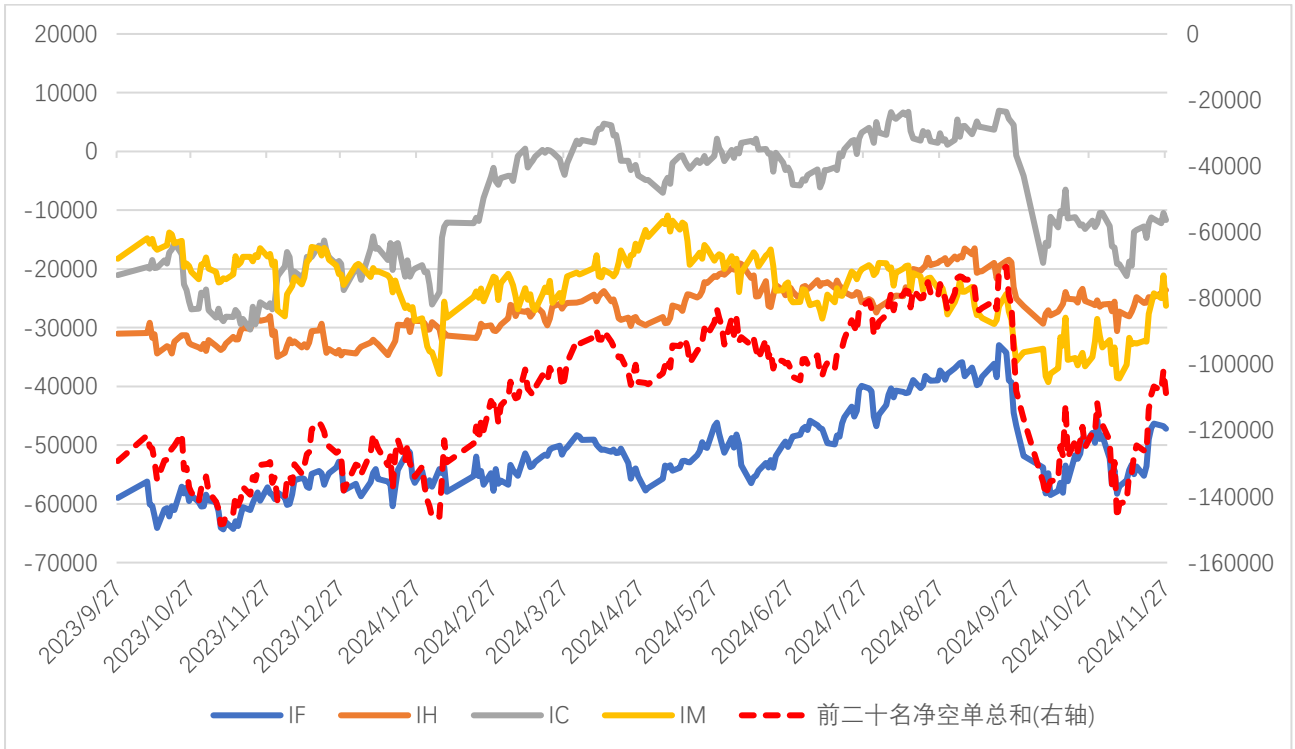
资料来源：瑞达期货、Wind

图 2 股指期货主力合约年化基差率



资料来源：瑞达期货、Wind

图 3 前二十名净持仓



资料来源：瑞达期货、Wind

二、 基本面分析

(一) 工业生产稳步运行，上游延续弱势。

10月我国规模以上工业增加值同比5.3%，比上月回落0.1个百分点；环比增长0.41%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长4.6%，制造业增长5.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.4%。分具体产品来看，房地产相关原材料如水泥、粗钢、钢材等仍维持负增长，但降幅拖累有所收窄，说明景气水平始终偏低；集成电路、智能手机生产仍维持相对高增长，反映出口短期仍有韧性。展望后续，此前接连召开的系列重磅会议对于地方政府化债、金融稳定性和提振内需等方面做了系列部署，并且货币政策和财政政策协调配合助力稳增长，政策支撑下四季度经济有望企稳回升。相对消极的因素则是地缘冲突再度升温以及特朗普新政等政治因素将对我国外贸进行干扰，出口动能对工业生产的支撑减弱。

图4 规模以上工业增加值同比（%）



资料来源：瑞达期货、Wind

图5 三大门类工业增加值同比（%）

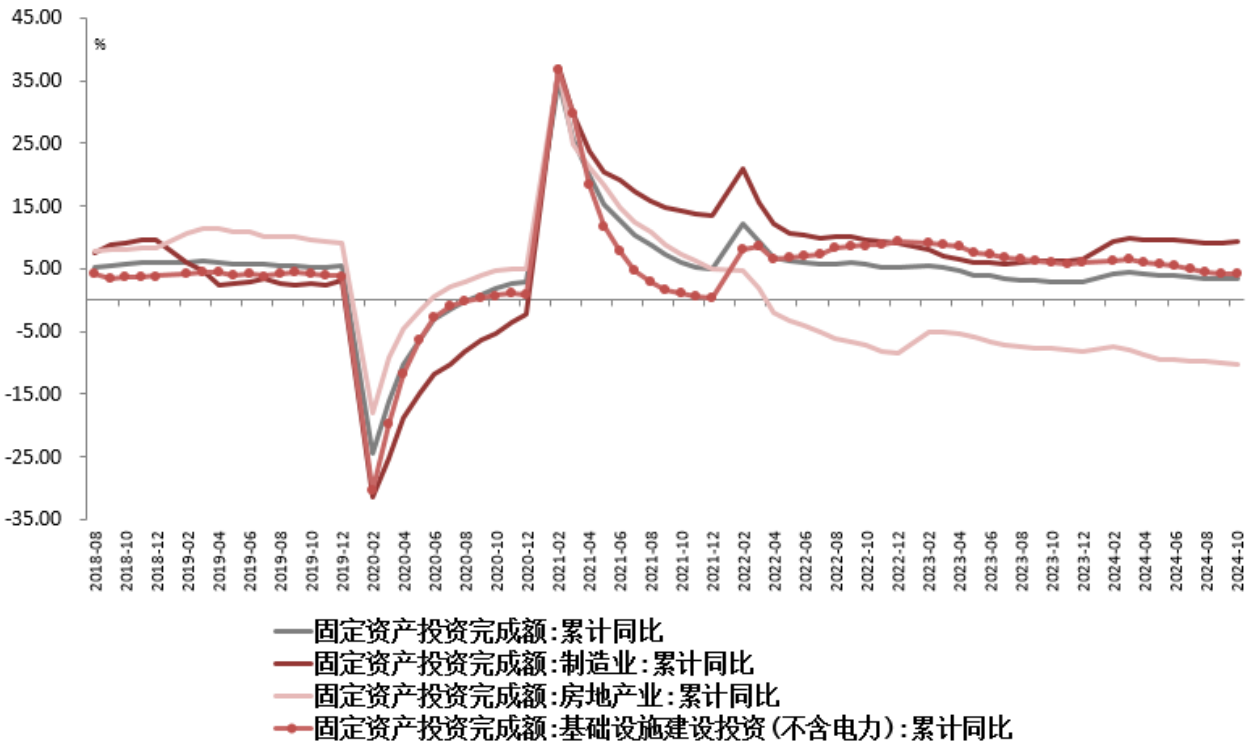


资料来源：瑞达期货、Wind

(二) 固投延续偏弱趋势，地产景气仍待提升

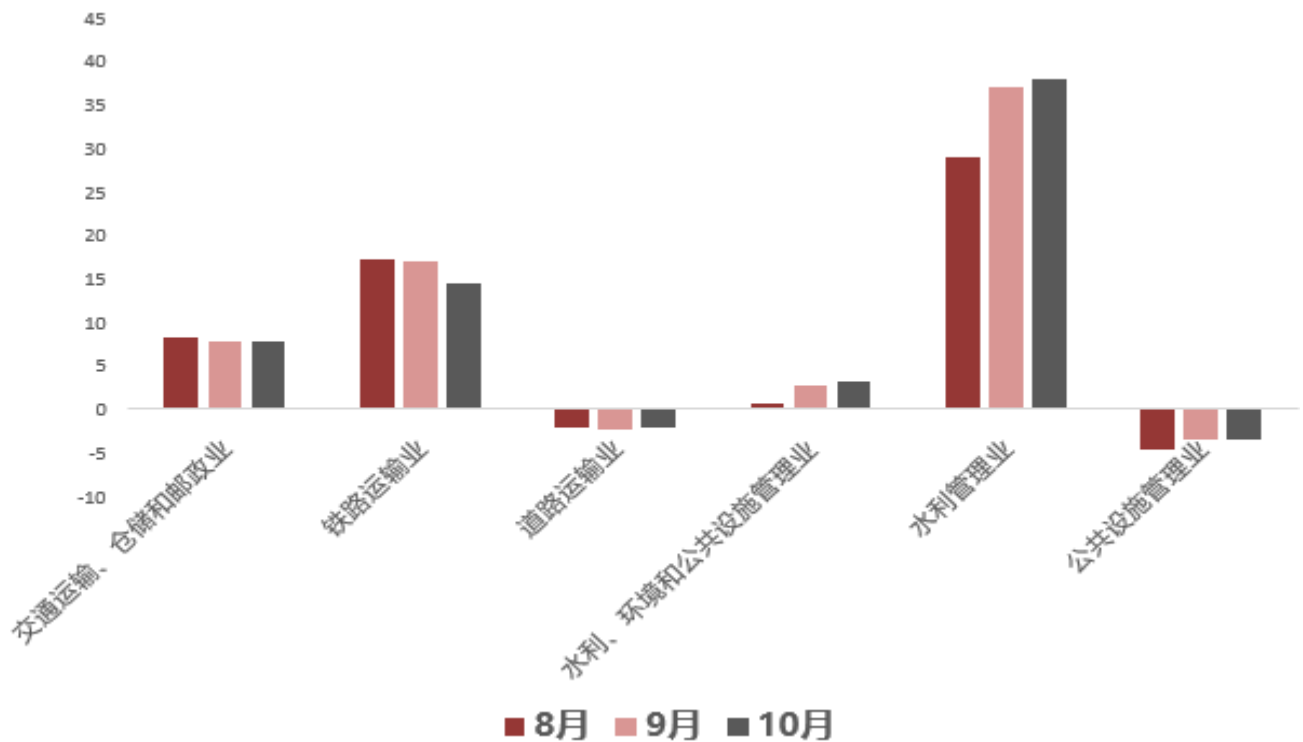
1-10月固定资产投资增速为3.4%，与上月持平；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长7.6%，说明内需不足、房地产表现弱导致投资端未有好转。分领域看，基础设施投资同比增长4.3%，制造业投资增长9.3%，房地产开发投资下降10.3%。制造业投资表现稳定，同比增速较上月小幅上涨0.1个百分点，产业转型升级进程继续推进，带动高技术产业投资维持较高增速，高技术产业投资同比增速延续两位数增长。“以旧换新”政策效果进一步显现，带动中下游产业链需求的修复，但后续或受特朗普新政所影响。天气影响褪去，基建涨幅走阔。水利、铁路仍作为基建投资增长的主要驱动力，而道路投资同比延续负增。海外经济韧性强，出口相关产业投资表现偏好，如铁路、船舶、航空航天和其他运输设备、电子设备、专用设备和通用设备等。此前受暴雨天气影响，各地开工率受到拖累，从而使基建承压。而随着极端天气影响大幅减弱叠加增发国债和专项资金拨付落地后，预计基建投资有望继续保持平稳增长。

图6 投资端小幅回落



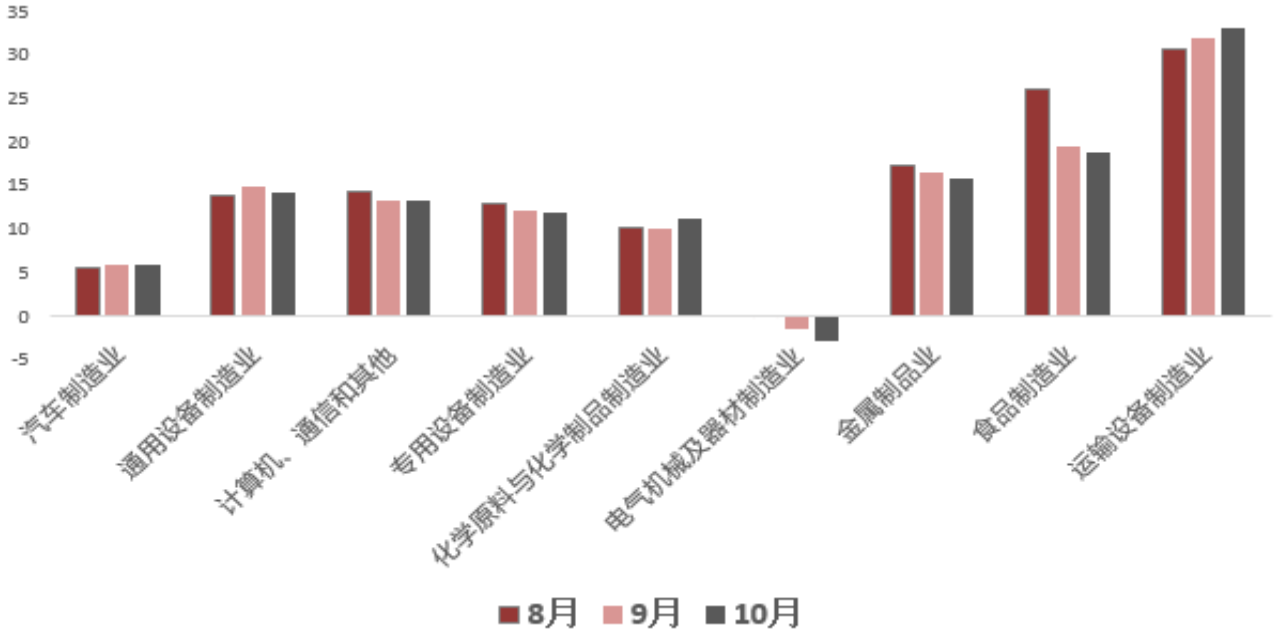
资料来源：瑞达期货、Wind

图 7 基建投资细分项



资料来源：瑞达期货、Wind

图 8 制造业投资细分项



资料来源：瑞达期货、Wind

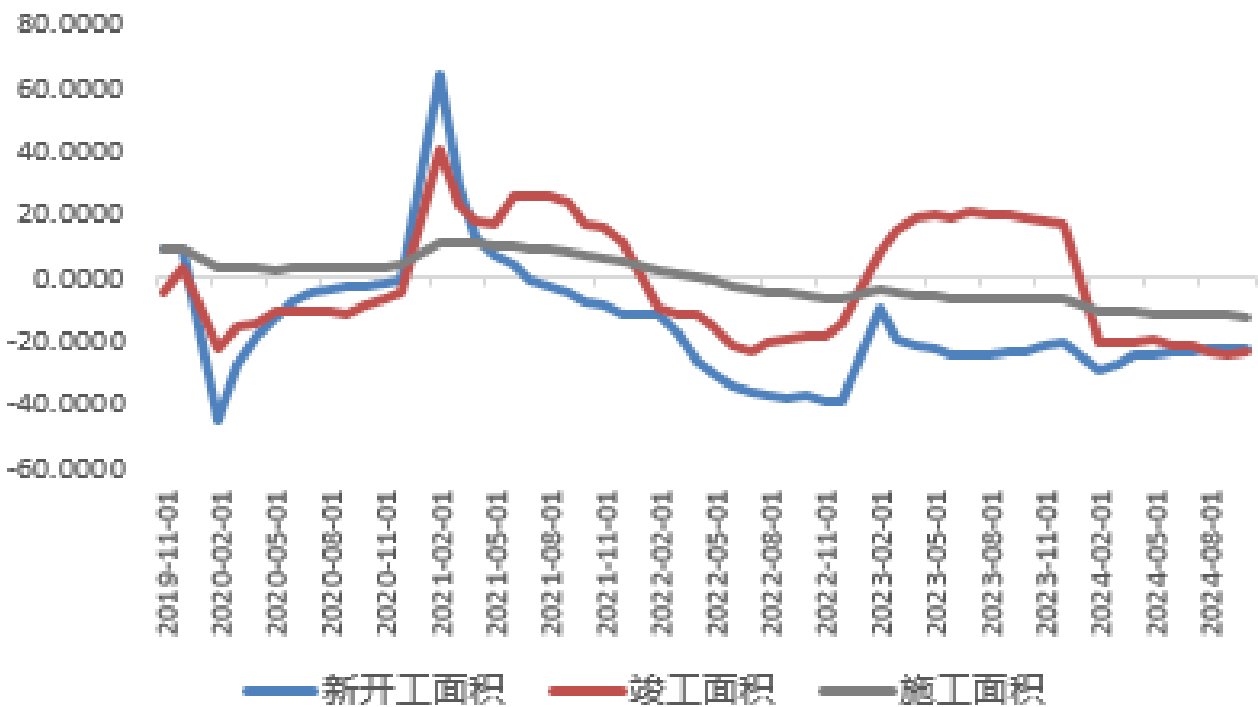
居民购房意愿弱。全国房地产开发投资同比下降 10.3%，开工、竣工面积为-22.6%、-23.9%，降幅仍在持续走阔。虽然自二季度一揽子去库存政策落地后，新房销售小幅改善，但三季度开始降幅又进一步走阔，政策效果远不及预期。全国商品房销售面积和金额同比-17.7%和-22.7%，且 70 城新建住宅价格同比降幅继续走阔，销售端量价双双低迷，居民购房意愿未见回升态势。从资金来源看，跌幅较大的是个人按揭贷款 32.8%，内需不足叠加销售回款能力未有改善，行业整体活跃度低。接下来，在没有政策加码的背景下，四季度地产料低位运行。

图 9 地产景气度持续下探



资料来源：瑞达期货、Wind

图 10 地产新开工、竣工和施工累计同比



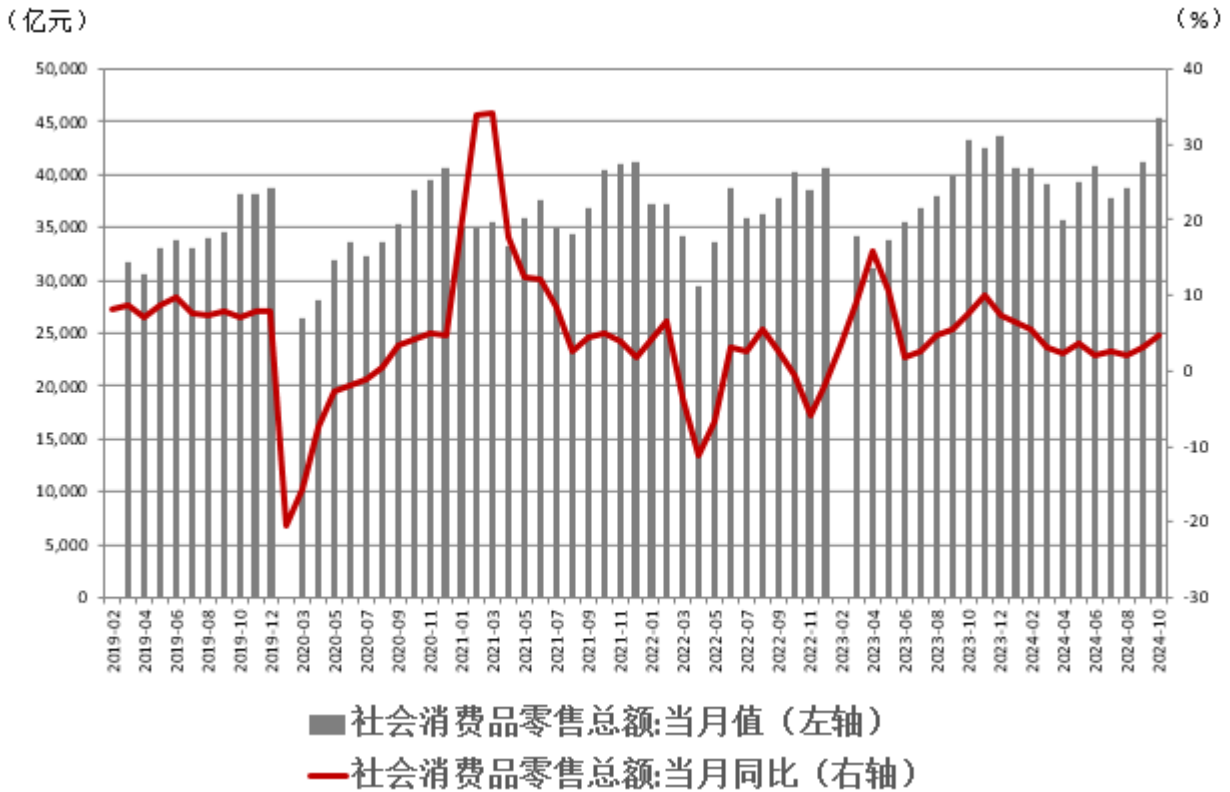
资料来源：瑞达期货、Wind

(三) 双十一叠加国庆，共同释放消费需求

10月社会消费品零售总额同比增长4.8%，比上月加快1.6个百分点；环比增长0.41%，国庆到来，内

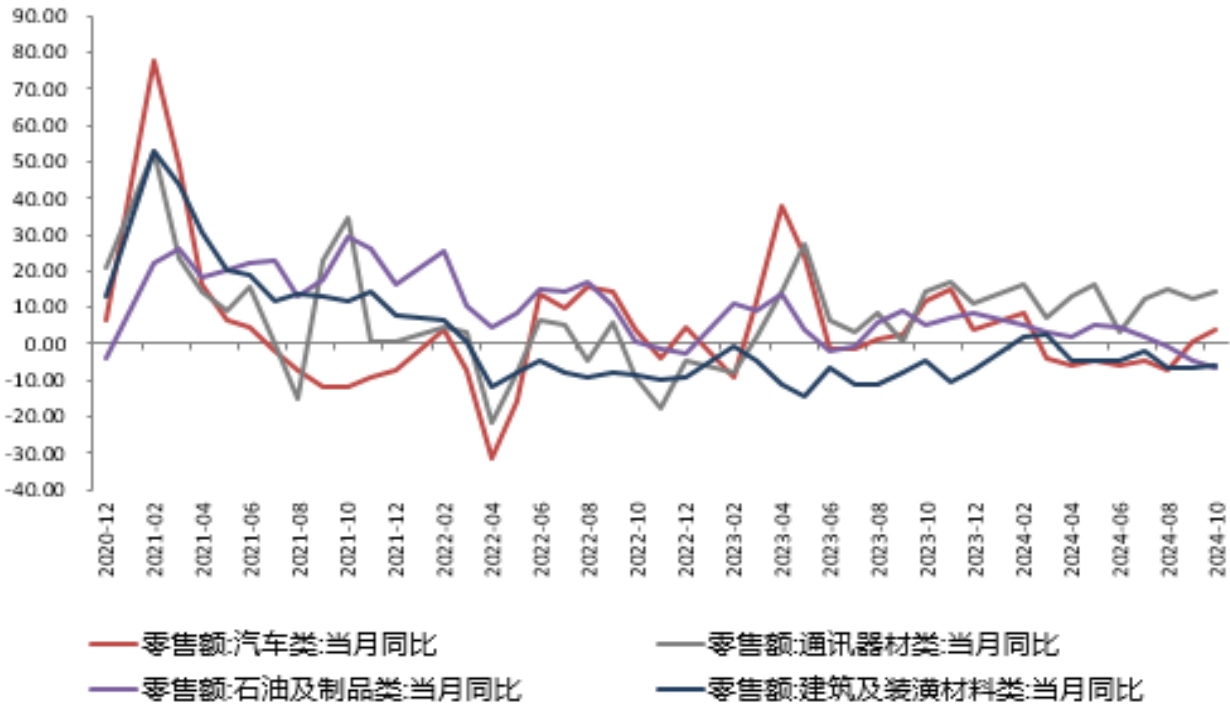
需进一步释放，持续带动文旅相关需求回暖。其中，随着“以旧换新”政策不断落实且力度加大，家用电器和音像器材类零售额增长及高效等级家电零售额表现亮眼，新能源汽车零售量也较上月大幅加快；新能源汽车渗透率达到 53.3%，连续三个月突破 50%，显示出政策促进新能源汽车消费潜能持续释放。此外，此外，双十一活动提前开启也在一定程度上刺激内需，带动消费端持续改善。接下来，节日效应褪去，消费增速料小幅回落，但在各类宏观政策效果的支撑下，消费稳步复苏趋势不改。

图 11 社会消费品零售额同比增速



资料来源：瑞达期货、Wind

图 12 社会消费品零售额增速分类型



资料来源：瑞达期货、Wind

三、重要政策解读——11月人大常委会会议解读

全国人大常委会于11月4日-11月8日召开会议，表决通过了6万亿加4万亿的地方政府隐性债务置换化解方案。其中6万亿为新增地方政府债务限额，均为专项债务限额，一次性报批，在未来三年分批实施。4万亿为2024年-2028年连续5年，每年从地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债。两者共计10万亿元，此外，2029年后到期的2万亿棚户区改造隐性债务仍按原合同偿还，财政部部长蓝佛安表示，上述举措预计将地方政府需消化的隐性债务总额从14.3万亿降至2.3万亿。

具体来看，6万亿的新增地方政府债务，涉及债务限额的调整，属于政策中的增量部分。4万亿的额度是从此前已有的债务额度中每年划拨出8000亿专门用于化债，不属于增量政策，且会在一定程度上占用地方政府专用债使用空间。2万亿的部分则是2029年后才需偿还的债务，相当于2028年前可多出2万亿财政空间，同样不属于增量政策，亦不存在债务置换，只是隐性债务偿还时间推迟。从时间来看，前三年是化债的集中期，2024年-2026年平均每年化债额度为2.8万亿（6万亿专用化债额度平均到三年，加上每年8000亿专项债划拨），而2027年-2028年则仅有每年8000亿专项债额度。

在对经济的影响上，首先债务置换降低了地方政府债务压力，由于隐性债务利率普遍较高（约在5%-6%），而地方政府债利率则相对较低（约2.5%）。据财政部估计5年共可节省利息支出6000亿。隐债置换后，政府将有更多财政空间（原本需用于化解隐性债务）用于基建等民生支出。而随着政府支出的增加也将带动企业投资并增加居民收入，从而促使居民消费增长，对提振经济起到正向反馈效果。但是，地方

政府债务供给增加推动利率上行也将在一定程度上对民间投资产生挤出效果，因此，央行在资金面的配合也起到重要影响。

在对股市的影响上，政府对基建投资的增加直接利好机械、钢铁、建材产业。此外，银行、房地产也将在间接受益，隐债的置换有助于改善银行资产品质，降低银行因所持有的资产违约带来的损失；房地产企业在融资环境好转的情况下，也能够进一步推进项目开发，对房地产市场起到稳定作用。最后，食品饮料、家用电器等消费板块将在居民消费水平回升的同时获益。

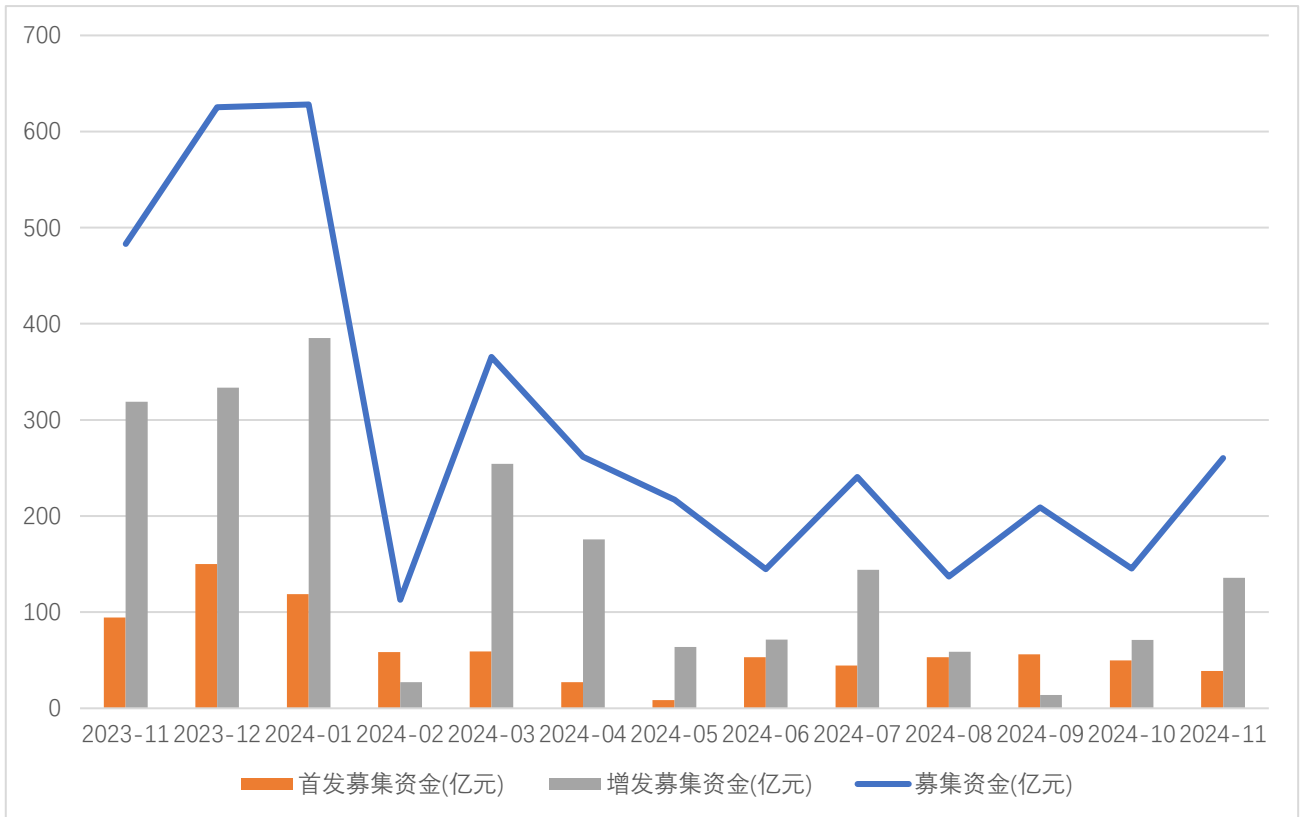
四、股指资金供需对比

（一）资金消耗

1、一级市场

据 wind 数据统计，截至 11 月 26 日，2024 年 11 月股权融资规模为 260.35 亿元，相较于 10 月份大幅增加，但仍处于较低水平。募集家数总共 27 家，较 10 月份增加 5 家，整体略有回升。11 月份首发募集资金总 38.98 亿元，增发募集资金总额为 135.79 亿元，均为定向增发；首发资金规模连续两个月回落，增发资金规模连续两个月大幅增加。整体看，今年 1 至 11 月份，创业板 IPO 数量排名第一，合计共有 34 家；北京证券交易所（下称“北交所”）以 19 家紧随其后；上海证券交易所（下称“上交所”）主板、科创板均达到双位数，分别有 16 家和 12 家；深圳证券交易所（下称“深交所”）主板今年前 10 个月 IPO 数量为 6 家。融资额方面，今年前 11 个月，上交所主板、深交所主板、科创板和创业板的融资规模分别为 1156.3 亿元、805.63 亿元、211.94 亿元和 505.99 亿元，分别较去年同期下降 69.79%、66.92%、89.19%、70.52%。北交所今年前 10 个月的融资规模为 42.17 亿元，较去年同期下降 70.52%。

图 13 一级市场对资金消耗情况

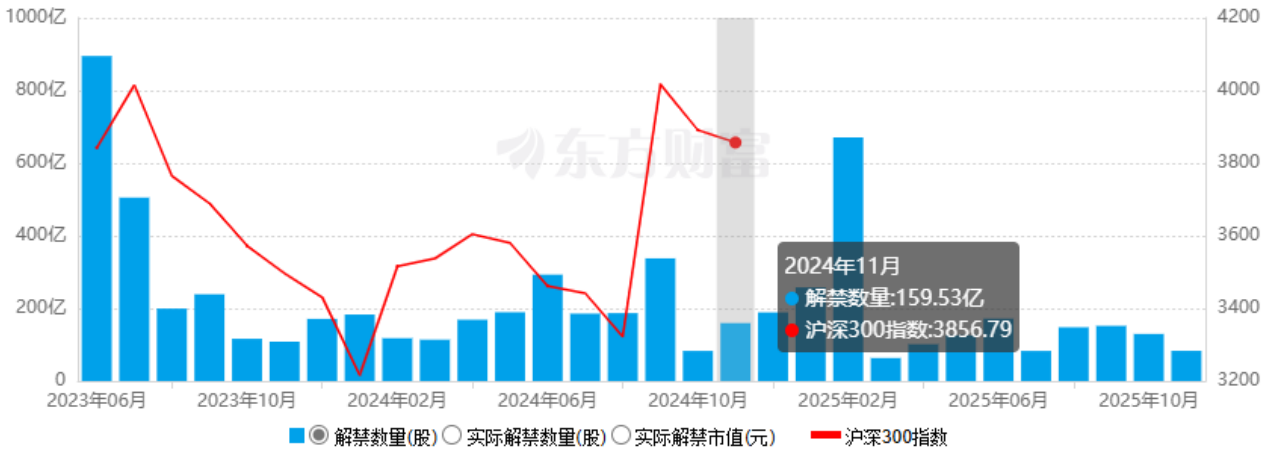


资料来源：瑞达期货、Wind

2、大股东二级市场及回购交易情况

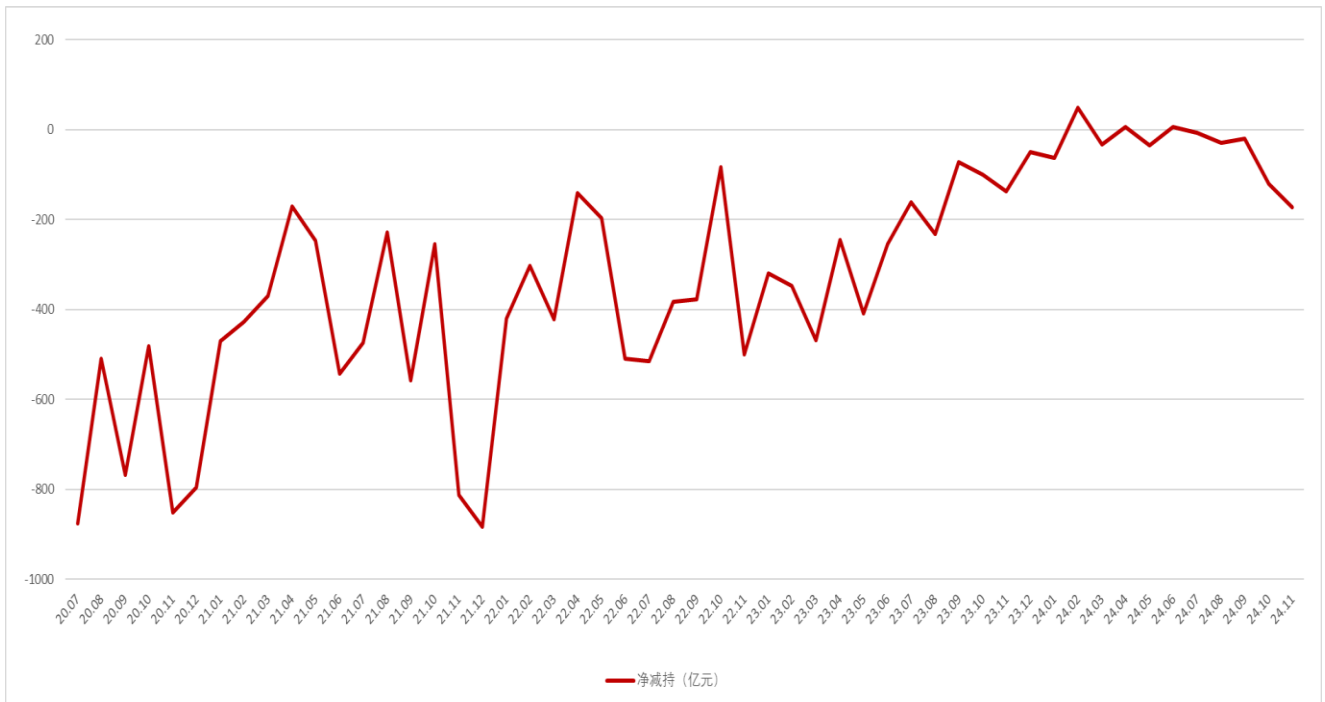
截至 11 月 26 日，从重要股东二级市场交易公告来看，11 月份上市公司回购总金额为 72.45 亿元，相较于 10 月份而言小幅回落，回购家数为 330 家，较 10 月下降明显。2024 年 1-11 月，A 股上市公司股票回购总额达到了 2691.84 亿元，这一数字显著高于 2023 年同期的 1364.4 亿元。从回购家数来看，2024 年 1-11 月，共有 3589 家公司进行了股票回购。总的来说，2024 年前十一个月 A 股上市公司的股票回购总额显著增长，伴随政策进入空窗期，同时经济基本面维持弱势，市场面临回撤压力，在更多刺激政策出台之前，上市公司回购力度对市场信心有着重要引导作用。此外，11 月份减持市值为 273.27 亿元，减持家数为 363 家，相较于 10 月份而言大幅增加。11 月份增持市值为 100.76 亿元，增持家数为 123 家，相较于 10 月份同样大幅增加。11 月份净减持市值为 172.51 亿元。11 月份股市震荡整理，部分个股高位回调，部分股东逢高减持以锁定获利。此外，临近年底，亦有部分股东处于个人资金需求及规划进行股份减持。同时，11 月限售股解禁规模较 10 月份扩大也增加市场股份供给，进一步推动减持规模扩大，加上监管部门对合规减持并未过多设限，也为股东减持提供了便利。

图 14 限售解禁市值



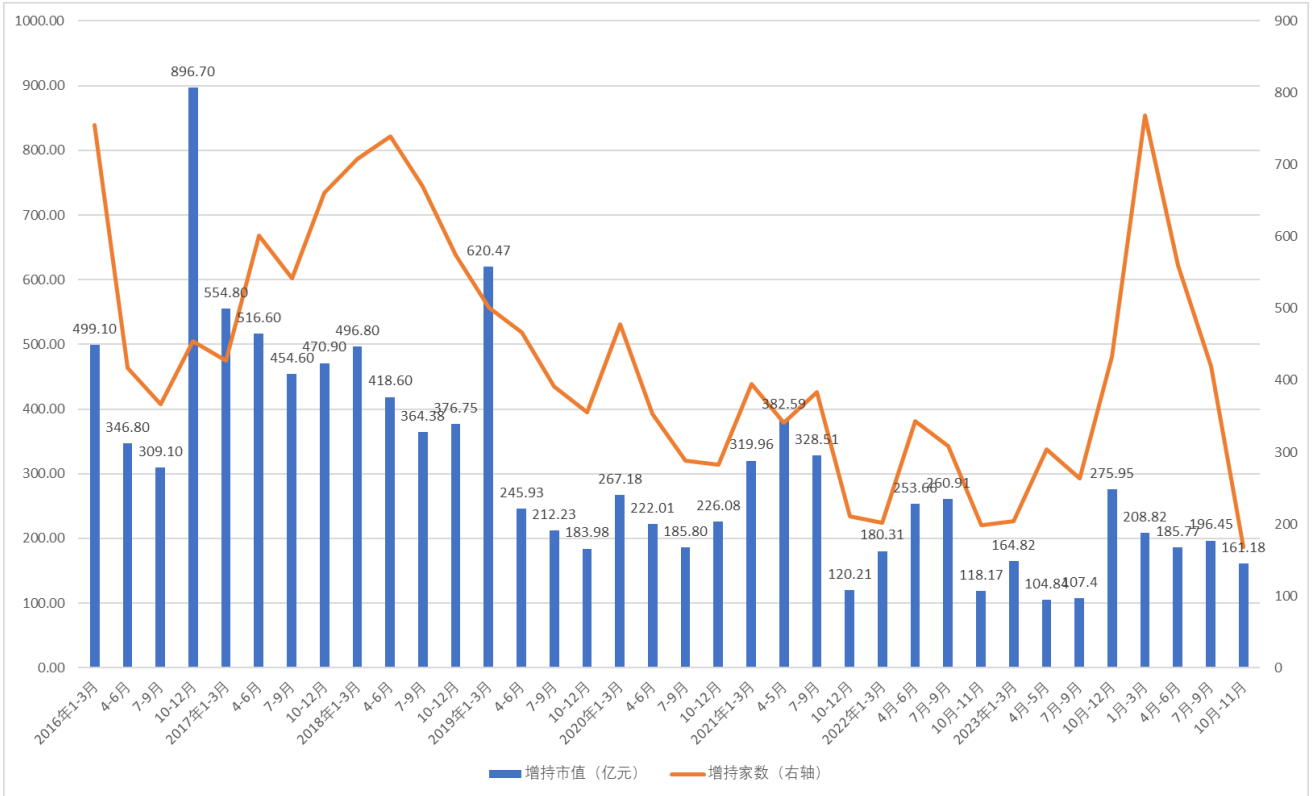
资料来源：瑞达期货、东方财富网

图 15 大股东净增（减）持变化



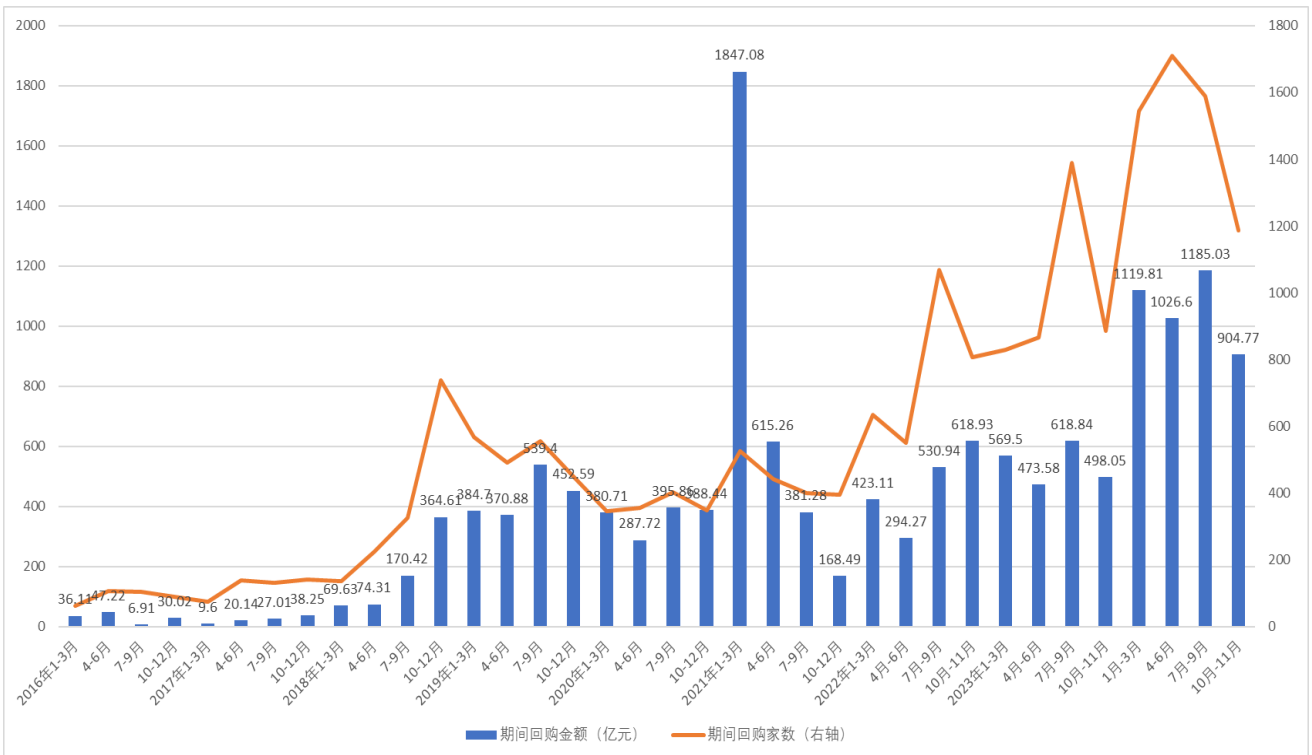
资料来源：瑞达期货、Wind

图 16 大股东增持情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图 17 股票回购统计



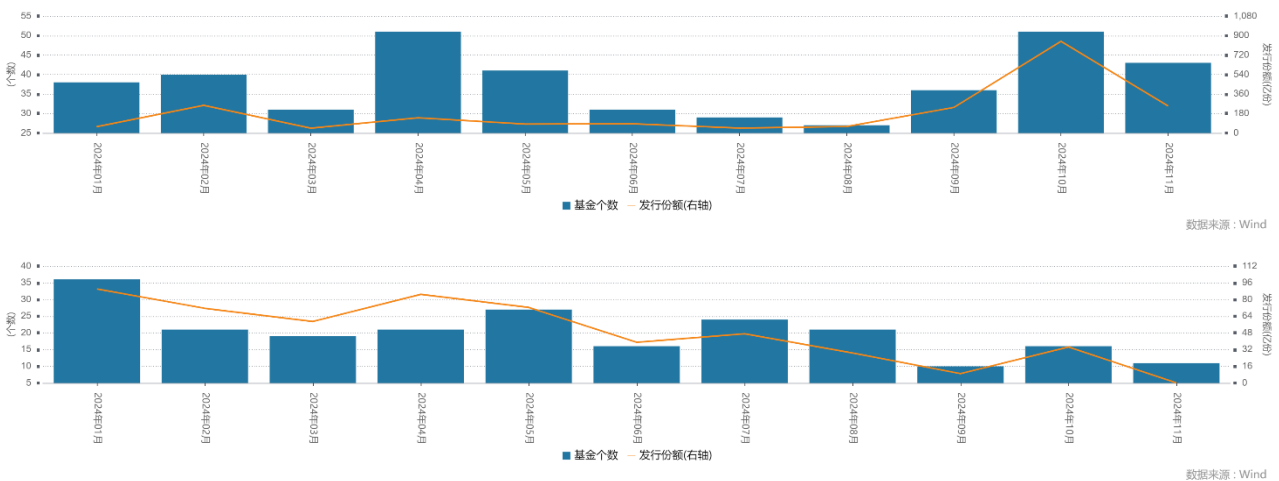
资料来源：瑞达期货、Wind

(二) 资金供给

1、基金持仓变动

截至 11 月 25 日，开放式基金股票投资比例为 68.1%，与 10 月末相比仅有小幅上升。2024 年 11 月末，偏股型及股票型基金数量占比约 41.79%，较 10 月底基本持平。本月总计发行 86 只基金，发行份额 326.6 亿份；从基金类型来看，11 月股票型基金发行份额最高，合计 249.39 亿份，占全部新成立基金份额的 76.36%，前 11 个月占比较 2023 年全年上升 8.5 个百分点；债券型基金发行份额为 72.79 亿份，占全部新成立基金份额的 22.29%，混合型基金发行份额为 0.16 亿份，占全部新成立基金份额的 0.05%。10 月份以来，随着权益市场在政策刺激下重回火热，股票型基金大受投资者追捧，以中证 A500 指数为跟踪标的的指数型基金，更是出现了一日即结束募集的情况。在股市成交维持高位，且市场对 12 月中央经济工作会议抱有期待的背景下，股票型基金预计将持续吸引资金流入。

图 18-19 股票型及混合型基金发行份额（亿份）

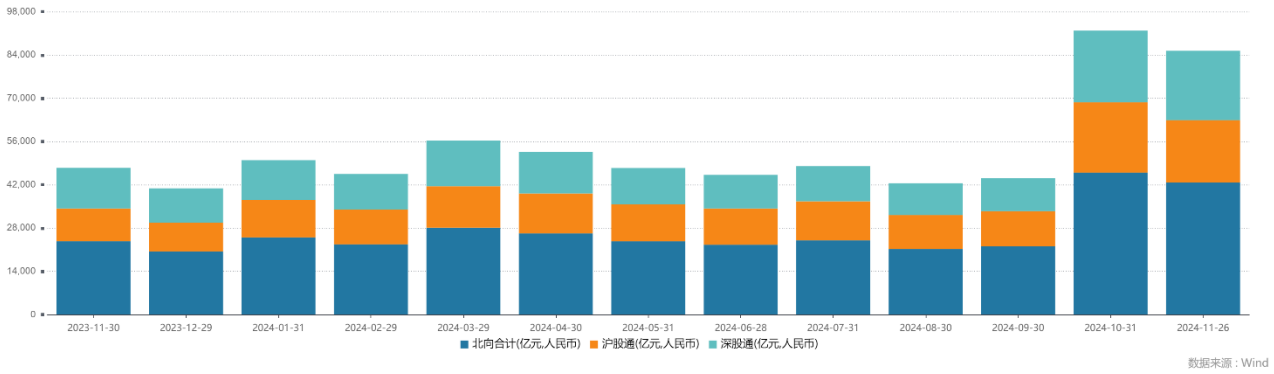


资料来源：瑞达期货、Wind

2、外资买卖总额

截至 11 月 26 日，北向资金期间买卖总额 42652 亿元，较 9 月份 45923.69 亿元小幅下滑。海外方面，受到美国大选特朗普胜选影响，其对内增加财政赤字，对外加征关税的政策主张，预计增强通胀粘性，迫使美联储放缓降息步伐，推高美元指数。在强美元、高利率的环境下，海外资金预计将流向美国，对新兴市场股市形成一定压力。

图 20 陆股通买卖总额（亿元）（月）

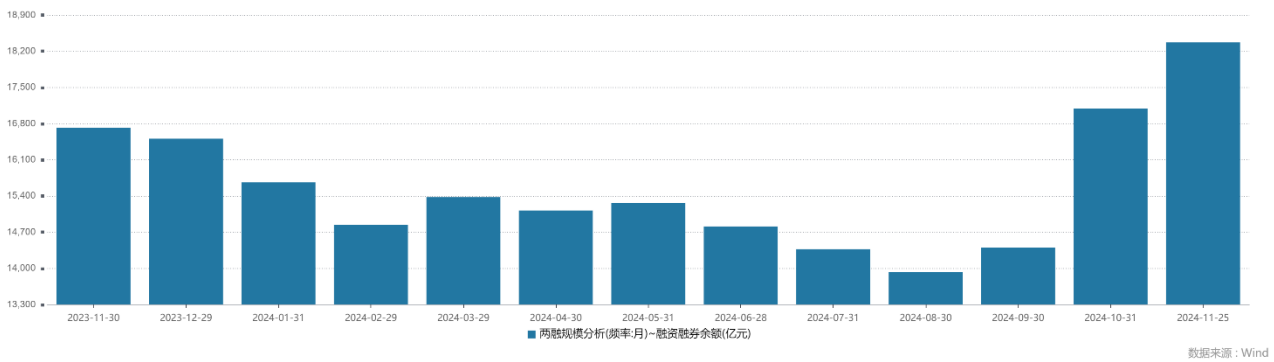


资料来源：瑞达期货、Wind

3、两融余额

截至 11 月 25 日，两融余额为 18373.06 亿元，较 10 月末明显上升，融资余额及融券余额同步增长，融资余额增幅略高于融券余额。11 月份融资期间买入额为 35236.41 亿元，整体较上月小幅下降。从融资买入额占 A 股成交额比例来看，11 月融资买入额占 A 股成交额比例为 10%，相较于 10 月份基本持平。整体来看，11 月份，国内市场行情震荡，经济基本面受政策时滞影响尚未出现好转。海外，特朗普当选总统后，美元持续走高，对 A 股市场形成压制，使得市场做多情绪有些许降温。目前，国内处于政策空窗期，市场期待 12 月中央经济工作会议做出进一步指示，届时市场融资买入意愿预计将得到进一步提振。

图 21 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图 22 融资买入额占 A 股成交额比例 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

五、市场估值分析

截至 11 月 22 日，全部 A 股市盈率处于 18.14 倍，在经过前期大幅上涨后，估值随着股价水涨船高，11 月份整体维持在历史均值上方。主要宽基指数估值运行在历史中位数附近波动，沪深 300、上证 50 以及中证 1000 略高于历史 50 分位，中证 500 则略低于历史 50 分位，仍具有一定配置价值。股债 ERP 为 3.44，受经济基本面依旧偏弱和海外市场扰动，市场震荡回落，加上国内增量政策尚未进一步出台，投资者观望情绪较浓，等待后续政策指引，市场风险偏好下行，风险溢价震荡走高。

目前处于国内宏观环境处于流动性宽松、政策加码的阶段，经济基本面虽然依旧偏弱，但在政策强力支持下，有较高复苏预期，中小盘股仍具有一定配置价值。海外方面，随着特朗普上台时间日益临近，其新政府内阁成员中对华强硬派居多，市场担忧美国新一届内阁在对华政策上带来的利空，同时，特朗普新政下通胀有抬升预期，美联储或放缓降息步伐，影响国内宽松货币政策的施展空间，后续还需关注财政端发力。

图 23 全 A 市盈率（TTM-整体法）



资料来源：瑞达期货、Wind

图 24 股债风险溢价



资料来源：瑞达期货、Wind

六、十二月份股指走势展望

主要指数本月宽幅震荡，沪深两市成交持续活跃，自 9 月 25 日以来已连续 41 个交易日成交额维持在万亿水平，为历史最长记录。四期指表现分化，基差整体变化不大，IC、IM 维持贴水，IF 由升水转为小幅贴水，IH 则仍有小幅升水。海外方面，特朗普内阁新提名财政部长贝森特表示，其优先事项是兑现特朗普减税承诺。特朗普最近表态将对所有中国进口商品加征 10% 的关税，预计特朗普上台后将逐步加征关税，而非一次性大规模提高关税水平，特朗普贸易政策短期冲击减弱。美国 10 月 PCE 指数反弹，使得市场对美联储 12 月降息预期进一步减弱，对国内宽松货币政策起到掣肘。国内方面，11 月 8 日闭幕的人大常委会会议出台了 12 万亿地方政府化债方案，6 万亿增量符合预期，市场更期待消费及房地产等经济增长相关政策出台。经济基本面，受政策时滞影响依旧维持弱势，后续还需宽财政进一步发力，市场期待 12 月中旬中央经济工作会议。在此之前，A 股预计仍将保持震荡整理。

图 25 沪指 K 线图



资料来源：瑞达期货、Wind

六、期指交易策略

11月股指宽幅震荡，成交量始终维持在万亿水平，市场流动性充足。目前沪指回落至3300点附近，后续，在暂无更多政策出台的环境下，股指预计维持震荡态势。期指方面，目前，四期指估值相对较高，在经济基本面和企业获利面尚未有明显好转之前，大幅上涨的空间有限，因此单边策略建议暂时观望。期权方面，从盘面来看，10月8日开盘价或为年内最大压力位，随着期权隐含波动率逐步走低，IO、HO可考虑卖出宽跨式组合。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。