

长城财富投研周报

2025 年第 46 周 11 月 24 日星期一

一、 核心观点

短期来看市场从 9 月份以来其实就是维持一个震荡的格局，短期市场出现了明显调整。近期 A 股市场出现显著调整，主要源于以下几方面压力：一是国内 10 月经济数据走弱，总需求增速同比转负，动摇了市场基本面信心；二是外部美元指数因美联储降息预期推迟而走强，拖累港股并间接冲击 A 股风险偏好；三是临近年底，市场进入业绩披露期，此前涨幅较大的小微盘股面临业绩检验和资金；四是临近年底资金面存在“落袋为安”的压力，融资余额流入明显放缓。

市场能否企稳回升，最关键的信号将来自 12 月召开的政治局会议和中央经济工作会议。历史经验表明，经济下行压力会倒逼政策加码，若会议能出台强有力的扩张性政策并明确“稳中向好”的基调，将极大提振市场对总需求复苏的预期，成为推动市场上行的核心动力。同时，美联储政策路径的明朗化，尤其是即将公布的 10 月 PCE 数据，也将影响美元走势和全球流动性预期，是外部环境改善的重要观察点。而业绩披露期效应则要到明年 1 月中下旬冲击结束。

综合来看，市场短期仍将处于数据和政策的真空期，可能维持震荡。但展望后市，12 月中旬的重要会议定调将是决定性的政策窗

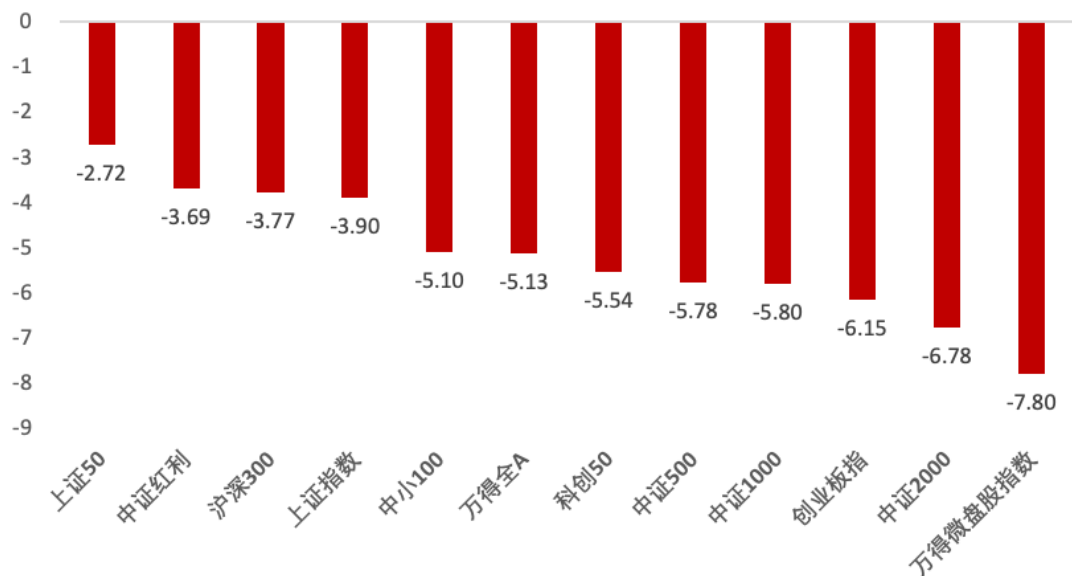
口，有望引领市场结束调整。随着明年一季度政策可能加码、总需求触底回升，以及1月业绩披露期结束后“靴子落地”，A股有望重新回到上行周期。因此从12月中上旬开始发动一波跨年行情，指数到明年一季度见到下一个高点的概率较大。

风格方面，在这个过程当中可能会发生风格切换，偏赛道科技类的股票可能表现会弱于偏大盘蓝筹和金融周期类的股票。我们认为2026年是中美共振之顺周期大年，PPI在2026年有可能会加速走高，围绕顺周期的相关板块可以考虑逢调整左侧布局，除此之外，对于服务业消费，和自主可控领域，后续政策可能会有进一步加码的可控，相关投资机会可以重点关注。顺周期涨价资源品、服务业消费、自主可控成为接下来三大主线。

二、 上周市场复盘

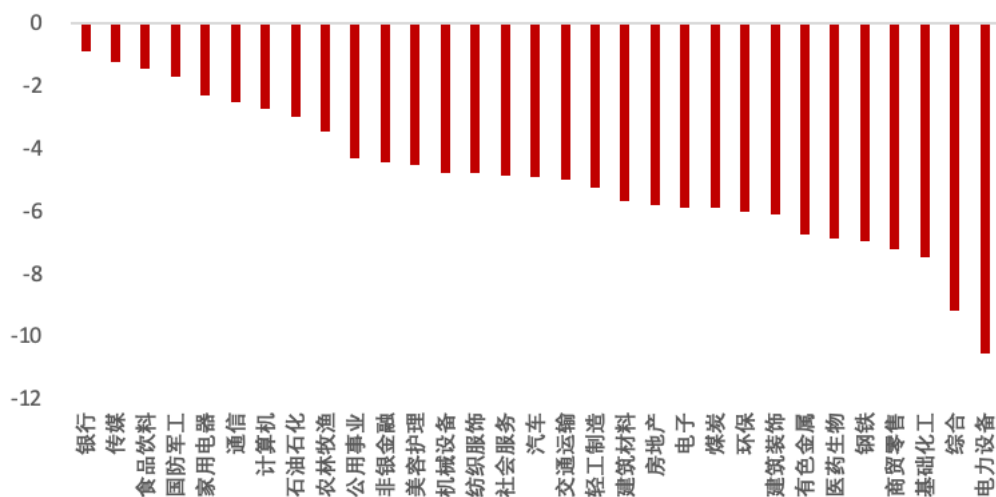
上周A股主要宽幅全部下跌，无领涨，上证50跌幅较小，跌幅低于3%，其余跌幅较大；创业板指、中证2000、万得微盘股指数跌幅超过6%。

A股主要指数周涨跌幅 (%)

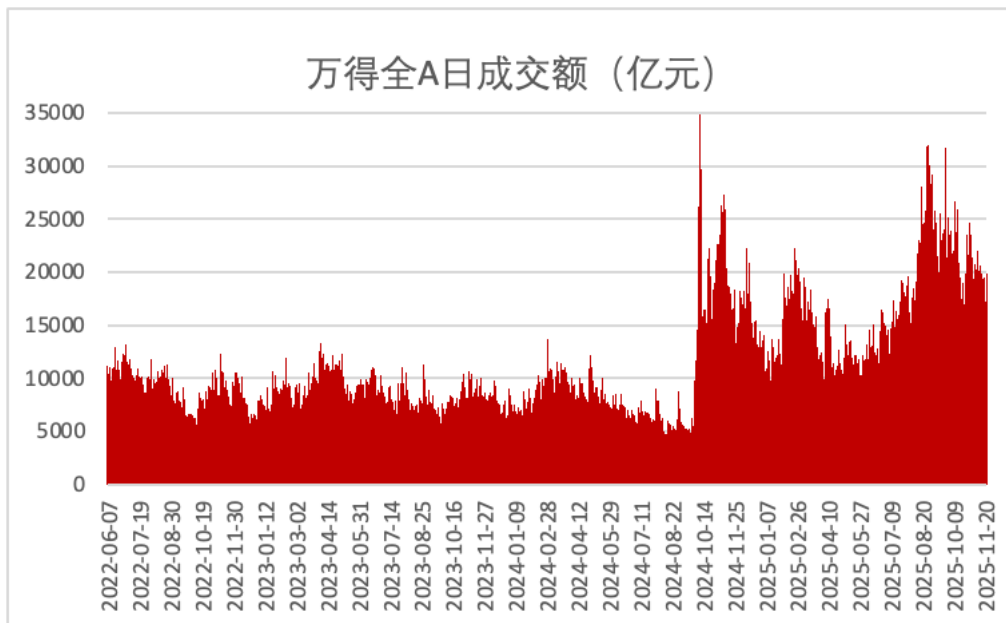


分行业看，上周一级行业全部下跌，无领涨板块，其中银行、传媒、食品饮料下跌幅度较小，均低于 3%；基础化工、综合、电力设备下跌幅度较大，其中电力设备下跌幅度超过 10%。

申万一级行业周涨跌幅 (%)



上周节前市场情绪低落，万得全 A 日均成交额为 18650.36 亿元，环比减少 1787.91 亿元。



三、 宏观及主要新闻事件

上周重要新闻、事件：

11月20日 外交 | 中国向日方通报暂停进口日本水产品。外交部发言人毛宁在例行记者会上强调，当前形势下，即使日本水产品向中国出口也不会有市场。日本首相高市早苗涉台错误言论损害中日关系政治基础，如果日方拒不撤回、甚至一错再错，中方将不得不采取严厉、坚决的反制措施，由此产生的一切后果由日方承担。

11月20日 半导体 | 荷兰经济大臣卡雷曼斯发表声明，宣布暂停针对安世半导体的行政令。商务部新闻发言人表示，中方对荷方主动暂停行政令表示欢迎，认为这是向妥善解决问题的正确方向迈出的第一步，但距离解决全球半导体供应链动荡和混乱的根源“撤销行政令”还有差距。同时，在荷经济部推动下的企业法庭剥夺闻泰

科技对荷兰安世控制权的错误裁决，仍是阻碍问题解决的关键所在，希望荷方继续展现与中方真诚合作的意愿，真正提出建设性解决问题的方案。

11月20日 海外投资 | 在中华人民共和国主席习近平、坦桑尼亚联合共和国总统萨米娅·苏卢胡·哈桑、赞比亚共和国总统哈凯恩德·希奇莱马三位国家元首的战略引领下，**坦赞铁路市场化激活工程于2025年11月20日启动**。中华人民共和国、坦桑尼亚联合共和国、赞比亚共和国三国政府一致同意，携手推进公正合理、开放共赢、人民至上、多元包容、生态友好、和平安全的现代化，推动建设坦赞铁路繁荣带，助力中、坦、赞三国发展，释放区域发展潜力，打造中非高质量共建“一带一路”的典范。

上周主要经济金融数据及事件：

11月18日 财政数据 | 财政部公布数据显示，今年1—10月，全国财政收入**18.65万亿元**，同比增长**0.8%**。10月单月，全国财政收入**2.26万亿元**，同比增长**3.2%**，月度增幅继续提高。1—10月，全国财政支出**22.58万亿元**，同比增长**2%**。

11月18日 外汇 | 国家外汇局统计显示，10月，银行结汇**2142亿美元**，售汇**1965亿美元**，银行结售汇顺差**177亿美元**，环比有所收窄。受国庆中秋假期因素等影响，9月企业、个人等非银行部门跨

境资金小幅净流出，10月跨境资金净流入增多，综合两个月情况看跨境收支月均顺差为240亿美元。

11月19日失业率 | 国家统计局公布数据，10月份，不包含在校生，全国城镇16-24岁劳动力失业率为17.3%，25-29岁劳动力失业率为7.2%，30-59岁劳动力失业率为3.8%。

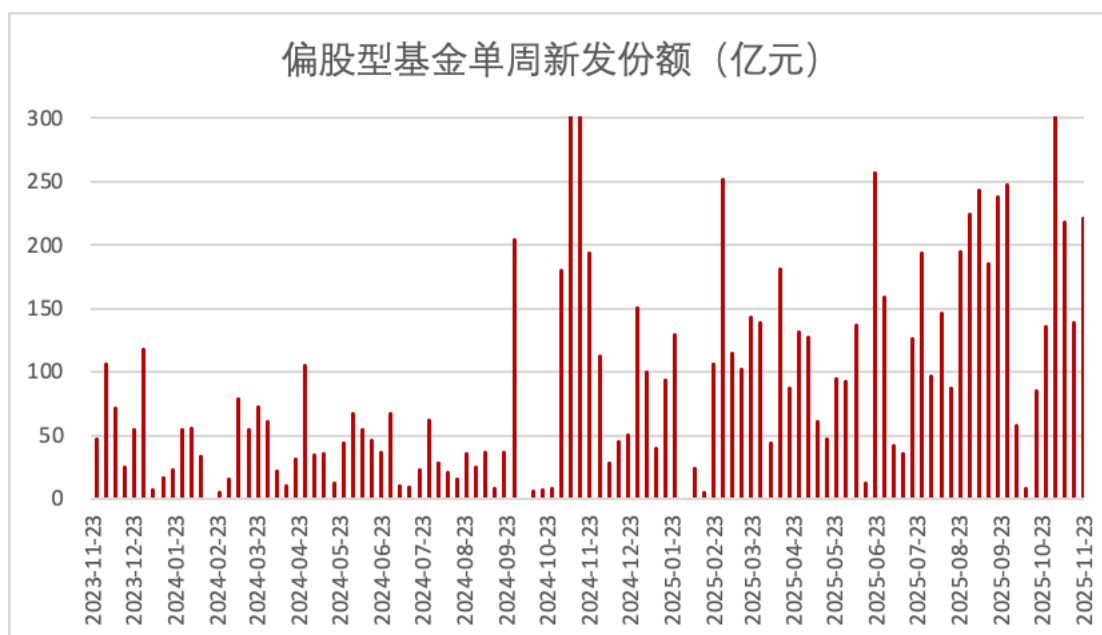
四、 市场流动性

银行间市场流动性：本周央行公开市场开展了16760亿元逆回购操作、8000亿元买断式逆回购操作，本周有11220亿元逆回购到期，本周实现净投放13540亿元。此外，因本周有1200亿元国库现金定存到期，因此本周实现净投放（含国库现金）12340亿元。资金价格涨跌不一，隔夜回购加权利率下行4.19个bp至1.3877%，10年国债到期收益率上行0.26个bp至1.8166%。

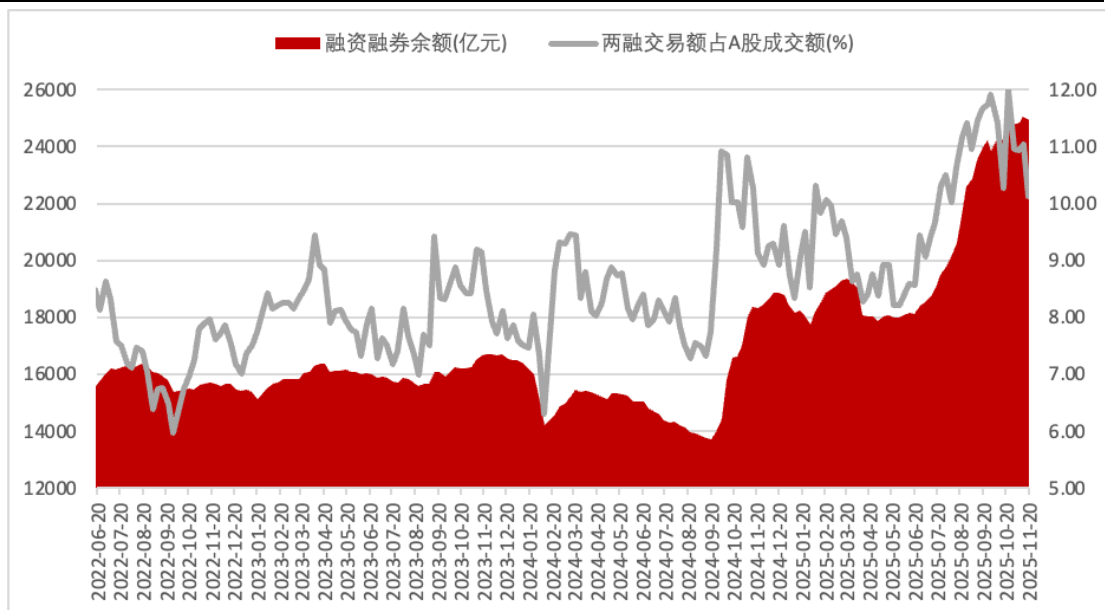




新发偏股公募基金：上周新成立偏股型公募基金新发规模为 220.97 亿元，环比增加 82.28 亿元。



融资融券：上周两融余额环比减少 148.31 亿元至 24917.03 亿元。
两融周成交额 7431.07 亿元，占期间 A 股成交额比为 10.12%，环比减少 0.92 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（ $1/\text{沪深 300 市盈率} - \text{十年期国债收益率}$ ）环比上升，处于历史均值-2 标准差卖点上方位置。

