

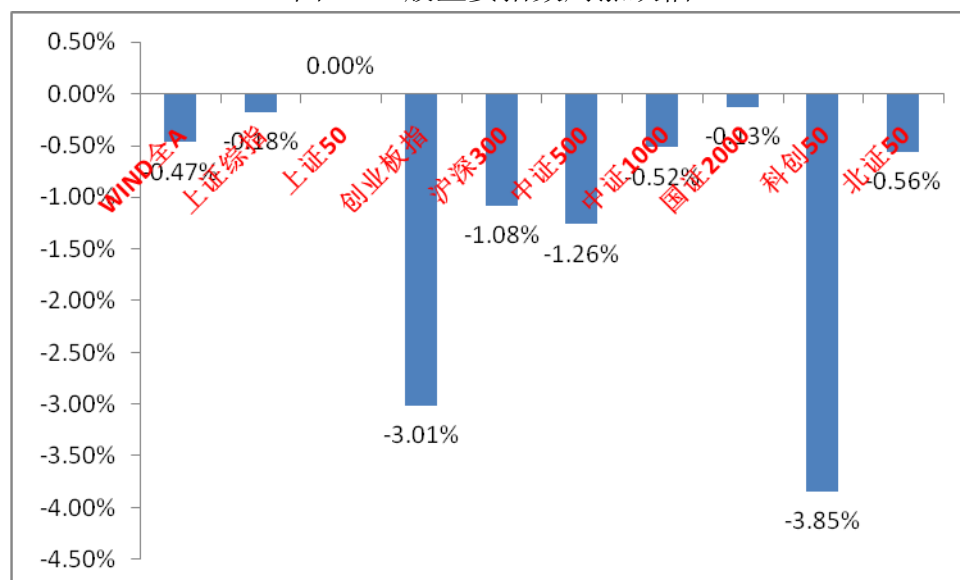
市场持续震荡

1、市场回顾与分析

主要指数情况

上周 A 股主要指数涨跌不一，调整中量能降低。

图 1：A 股主要指数周涨跌幅



(资料来源: wind, 统计区间: 2025/11/10-2025/11/14)

各行业情况

31 个申万一级行业中综合、纺织服装和商业贸易相对表现较好。

图 2：申万一级行业周涨跌幅



(资料来源: wind, 统计区间: 2025/11/10-2025/11/14)

2、策略观点

宏观事件与数据

10月新增社融8150亿元，同比少增5970亿元，社融存量同比增速从9月的8.7%下降至8.5%。10月M2、M1同比为6.2%，二者增速较上月（8.4%、7.2%）同样出现下行。10月新增人民币贷款2200亿元、同比少增2800亿元，居民短期贷款、居民中长期贷款、企业中长期贷款分别同比少增约3400亿元、1800亿元、1400亿元，仅企业短期贷款增量持平去年同期，数据不及预期。总量看，此前稳定的支撑项政府债券略承压。信贷端呈现企业和居民双弱结构。企业中长贷已经连续3个月同比少增，显示反内卷背景下企业资本开支意愿萎缩。居民短贷和中长贷也是负增。资金活性方面，M1增速放缓但新增非银存款同比多增0.77万亿元，新增居民存款同比多减0.77万亿元。居民存款搬家趋势向好。

10月工业增加值同比4.9%、服务业生产同比4.6%，社零总额单月同比2.9%，固定资产投资单月同比从9月的-6.8%降至-11%，累计同比从前9月的-0.5%降至-1.7%其中，广义基建、狭义基建、制造业、房地产投资同比为-8.9%、-12.1%、-6.7%、-23%。数据不及预期。消费端，餐饮单月同比3.8%、较9月抬升2.9ppt，因节假日带动而有所回暖。必选消费及金银珠宝类、通讯器材类表现持续较好，对社零形成一定支撑。而可选消费类同比整体转为负增，家电、建材、汽车在去年政策支持下的高基数和今年政策退坡下成为主要拖累。投资端，各分项全部加速下滑。最为疲软的房地产投资继续拖累居民端，狭义和广义基建投资随着财政支撑作用减弱和北方部分地区开始停工，带动建筑活动低迷。制造业投资在外需不确定性、内需承压和反内卷等多重因素影响下连续负增，制造业企业资本开支意愿萎靡。后续，扩大内需相关方向仍有待支持。

展望

市场上周宽幅震荡，资金面层面，市场量能偏低，多种技术指标偏弱。

年末市场持续平淡，宏观层面短期利空因素更多，如地缘政治风险、美国降息预期降低、美国国内对AI巨头盈利能力担忧加剧、国内基本面持续弱势等。资金面层面，随着市场调整居民端增量资金继续观望，而年底接近和公募基金考核标准的导向变化也使得公募行为更加保守。在此背景下美股科技股下跌更易带动国内相关标的调整。避险类红利和一些顺周期行业短期表现较好，短期市场大背景仍将是震荡，应降低一些收益预期。中期看，难言市场结构会就此转变。科技板块中长期逻辑依旧，调整后依然是优先增配方向。而在高切低的另一端，多数红利避险板块和顺周期板块均有基本面层面的问题或缺乏长期叙事，行情进一步深化乃至成为市场主线需要足够强力的催化出现（如出口承压下的投资消费政策对冲或在美国降息周期下的宽松跟进，这是市场风格能否改变的决定性因素）。对于科技外的板块短期应更加重视行业景气度和基本面。在偏宽松的货币政策支持和低利率环境下，市场流动性充足，流动性和情绪环境依旧支持主题性机会不断产生。

长期维度，中美长期斗争的基调已经确定，随着美国政策的底线逐渐清晰与持续增加赤字，国际资本市场已经开始质疑美国政府的治理能力与制度信

誉。但美元信用目前仍未被实质撼动，美债暂时也不存在大风险。观察美国资本市场变化与我国是否会迎来战略机遇。当前在美国经济前景不确定+美联储降息区间中，人民币对美元汇率出现提升，如有外资持续流入对我国权益市场也会形成支撑。其二，在监管多重政策推动下，公募产品被动化、险资和券商自营等资金长期化趋势可能进一步强化（截止6月30日，五家A股上市大型险企持有股票1.8万亿，同增28.7%，股票和基金配置比例均在10%以上），且从居民角度来看，权益市场赚钱效应增加有利于居民超额存款流入股市（超额存款55万亿左右，目前仅有22%的家庭金融资产配置在基金和股票上）中长期维度看市场仍可能迎来配置资金流入。

行业上，对于偏防御的红利类行业，配置比例建议提高，短期市场防御倾向增加是大概率。关注有催化的红利标的（部分反内卷相关行业和地产链低位标的）和稳定避险属性强的港股红利、金融、农业、贵金属等价值红利。进攻性行业方面，我们继续重点关注科技（AI竞赛持续，在当前市场与宏观环境下仍是短期业绩与长期叙事结合最好的方向。中期看好，观察调整节奏和催化。关注短期有催化的国产算力、深空深海、机器人，产业景气度高及调整幅度较大的港股互联网、NV链等方向催化）。内需与高景气方向（内需板块问题在于宏观基本面。此类方向行情启动需要自身强力催化出现或科技行情结束，低估值内需和高景气方向如一些电新细分方向、部分机械、化工等在科技调整、市场缺乏主线背景下优势凸显）。弱美元交易（黄金有色等，短期涨幅大叠加多个事件打击情绪，中长期逻辑仍在）。出海类（在美国制造业资本开支提高预期和美国关税谈判时期短期在情绪压力中寻找错杀品种或受益于后续政策更大的品种，自下而上择股更加重要）相关标的。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。