



一、本周行情回顾

A股方面，上周在高位显著回调后，本周延续调整，红利涨-0.9%、中证1000涨-1.6%、全A涨-2.1%、科创100涨-2.4%、上证50涨-2.6%、创业板涨-3%、北证50涨-3.6%。红利连续第三周相对走强，但上证50却失去前两周抗跌优势，而中证1000则更抗跌。

行业方面，涨幅靠前的申万行业有商贸2.2%、纺服0.1%、环保-0.2%、有色-0.3%、机械-0.3%，跌幅靠前的申万行业有社服-5.2%、餐饮-4.1%、通信-3.8%、非银-3.6%、电子-3.3%，其中非银连续两周跌幅靠前，通信上周涨幅榜靠前。主题和板块方面，涨幅靠前有锂电电解液9.2%、中小市值6.9%、跨境电商5.2%、锂电负极5.1%、稀土永磁3.4%、体外诊断3.2%、人形机器人3%。跌幅靠前有财税数字化-6%、IGBT-5.3%、消费电子代工-5.3%、存储-5.2%、BC电池-5.1%、白酒-4.9%、金融科技-4.9%。

本周成交8.5万亿元，随着震荡筑底，较上周10.9万亿元显著收缩。

宏观方面，10月PMI强劲修复，剩余流动性延续改善，M1出现拐头迹象，耐用品消费回升，经济改善明显，9月刺激政策效果显现，同时财政部推出6+4+2化债方案，整体动作偏积极；

国内地产刺激政策加码，一线城市税费调降同时放宽非普住宅认定标准，托举地产销售，受此预期影响，近期地产高频数据反弹，信用周期扩张，后续保持跟踪；

海外特朗普胜选，内阁成员对华强硬，同时对内推进改革，即对外推升关税，对内削减财政支出，一反拜登政府的执政核心思想，同时美联储降息1码，鲍威尔口风偏鹰，美国白宫新政府与美联储矛盾凸显，成为日后另一重要潜在风险；

俄乌冲突加剧，朝鲜半岛局势紧张，降低全球风险偏好，推升美元、黄金等避险资产；

债券方面，本周利率债收益率震荡小幅下行，短端下行幅度略早于大于中长端，上半周对地方置换债供给的担忧推动利率反弹，下半周随着供给的逐步释放和货币政策宽松预期的升温，市场情绪有所缓和带动利率回落。临近月末，下周地方债供给偏大，缴款达7000多亿，资金面干扰下债市仍将延续震荡格局。

二、行业动态跟踪

大消费行业方面，本周中信股票指数食品饮料板块下跌4.08%，家电板块下跌2.33%，消费者服务板块下跌6.16%，分列中信本周板块指数的第28、20、29名。

食品饮料板块：本周食品饮料板块下跌4.08%，板块上涨排名前三的公司为桂发祥上涨13.2%，ST西发上涨8.8%，贝因美上涨7.7%。近期系列重磅会议持续释放出努力完成全年经济社会发展目标任务的鲜明政策信号，降准、降息、降存量房贷利率、支持地方化解政府债务风险、发行特别国债补充核心一级资本、运用各类工具推动房地产市场止跌回稳、加大对重点群体的支持保障力度等政策陆续发布。以提振消费为重点扩大国内有效需求，食品饮料行业有望迎来景气拐点，业绩及估值均有望得以继续提升。推荐关注休闲零食、乳制品、餐饮链等顺周期方向。

家电板块：本周家电板块下跌2.33%，板块上涨排名前三的公司为四川九州上涨61%，爱仕达上涨51.8%，日出东方上涨47.4%。本周白电板块下跌2.8%、厨电板块上涨6.1%、黑电板块上涨3.8%；以旧换新对空调内销出货有明显拉动。本周产业在线公布空调发货数据，10月



空调行业内销、外销发货量 YoY+24%/+54%。在以旧换新影响下，仍然将白电作为家电首选，并继续推荐以旧换新政策效用外溢的黑电、厨电、清洁等板块。

消费者服务板块：本周消费者服务板块下跌 6.16%，板块上涨排名前三的公司为勤上股份上涨 14.1%，传智教育上涨 6%，ST 东时上涨 4.7%。国务院召开常务会议研究推动平台经济健康发展有关工作，明确提出，要进一步加强平台经济健康发展的统筹指导，加大政策支持力度。本次会议指出，发展平台经济事关扩内需、稳就业、惠民生，事关赋能实体经济、发展新质生产力。此外中方扩大免签国家范围自 2024 年 11 月 30 日起至 2025 年 12 月 31 日，对保加利亚、日本等 9 国持普通护照人员试行免签政策。此外，中方决定同步优化入境政策，将交流访问纳入免签事由，将免签停留期限自现行 15 日延长至 30 日，利好入境旅游。板块推荐关注人力服务、教育和景区酒店。

大健康行业方面，本周表现：中信医药指数-2.36%。跑赢创业板指数，跑赢沪深 300 指数。市场前几天反弹，周五大跌，医药走势和市场类似，但强度和波动度更大。细分方面，医疗信息化、创新药、卫生巾、AI 医疗、泛重组、破净等表现较好。

近期对于商业健康险的讨论增加，让医药支付端这个核心矛盾，在中长期角度预期得到改善，体现在子版块上就是受益于商业健康险的医疗信息化和创新药。

持续看好港股创新药。

11 月 19 日，国家医保局官微发布《推动“医保+商保”一站式结算的思考》，其中上海已实现 12 家公立医院医保、商保一站式结算服务。

大科技行业方面，美国东部时间 11 月 20 日，英伟达发布了第三季度财报，2025 财年前三财季累计收入 911.66 亿美元，同比增长 134.85%。本季度，营收 351 亿美元，同比大幅增长 94%。净利润达到了 193.09 亿美元，同比增长 109%。黄仁勋表示 Hopper 的需求还将持续到明年，明年的前几个季度都会有需求。

11 月 26 日，华为将举办 Mate70 品牌盛典及全场景新品发布会，鸿蒙 NEXT 作为华为自主研发的全新操作系统也是这次发布会的重点，鸿蒙 NEXT 抛弃了传统的虚拟机，运行效率更高。

12 月预计美国针对国内科技行业会有一些的制裁，制裁加码会促进国内进一步加大扶持，利好国内半导体等高端制造替代。此外国内，随着专项资金逐步到位，信创等行业招标陆续开启订单层面逐渐改善，基本面与外部环节共振。此外，美国财报季，多家软件公司业绩较好，AI 仍然是最高景气的方向，前期受美国大选&英伟达财报等各种因素调整较多，重点观察 ai 产业持续变化。

大制造行业方面，本周电力设备及新能源板块（中信）指数涨幅-1.90%，汽车（中信）指数涨幅-1.92%，公用事业（中信）指数涨幅-0.26%。海外大选落地，市场风险偏好回暖，国内财政、货币政策也相继落地。目前来看，市场的大主线围绕着科技，新能源领域的新技术也迎来催化，固态电池、光伏 BC 电池、集流体等，目前锂电整体排产恢复，光伏受到美国大选影响短期走弱。此外，特斯拉走强，叠加赛力斯机器人预期，相关概念走强。

风光储氢板块：光伏：工信部光伏制造规范修订，新增/改建产能电耗水耗趋严。事件：24 年 11 月 20 日晚，工信部公告对《光伏制造行业规范条件》和《光伏制造行业规范公告管理暂行办法》进行修订，正式稿对新增产能的标准大幅提升。相比 7 月的征求意见稿，终版规范在新增产能/改建产能的电耗、水耗要求上进一步趋严。

硅料环节，上版新增产能还原电耗/综合电耗要求为 44/57 度/kg，现降 4 度至 40/53 度/kg（23 年行业平均综合电耗在 57 度）；在硅片、电池的水耗上大幅趋严，硅片新建和改扩建项目水耗需低于 540 吨/百万片且再生水使用率高于 40%，#23 年切片行业平均水耗 870 吨。

10 月光伏出口快报。10 月电池组件出口 21.63 亿美元，估算共 24.1GW，同比+19%，



环比+8%。

新能源汽车和机器人板块：重卡 10 月出口跟踪。出口总量:10 月出口下滑在预期内
中汽协口径下，10 月重卡出口 2.3w，同环比分别-10.1%/-6.6%；海关口径下，10 月重卡出口 2.7 万辆，同环比分别+20%/-38%。出口流向:俄罗斯抢运结束后销量回落、非俄地区持续高增长。

11 月 19 日碳酸锂行业大会在成都召开，行业公司现货价格折扣减少甚至取消，长协订单酝酿涨价，期货主力合约价格已经开始上涨；其次，富宝 11 月 13 日资讯，澳大利亚矿产资源公司 (Mineral Resources) 表示，本周开始对西澳大利亚 Bald Hill 锂矿进行维护和保养 (停产)，以回应锂价的长期暴跌，2025 年发货量将从预估 12 万至 14.5 万吨下调至 6 万吨。

三、兴合观点

公募基金投资部孙祺（权益）观点：

大盘在关键位置周二出现反弹，中国证监会主席吴清 11 月 19 日在第三届国际金融领袖投资峰会上表示，“一是突出支持发展新质生产力。今年以来，全市场并购重组约 3000 起，9 月份“并购六条”发布以来，已有 260 多家上市公司披露资产重组事项”今年 9 月，中国证监会会同中央金融办出台了推动中长期资金入市的指导意见，着力打通社保、保险、理财等资金入市的堵点、痛点，培育鼓励长期投资的市场生态。“在座有很多的长期投资，当然长期投资、短期投资我们都是欢迎的，但现在市场上更需要把长期资金入市的堵点打通。”

但周五大盘出现破位大跌。当日有多个新闻。彭博社台湾表示，正在制定总统赖清德访问太平洋岛国行程中在美国领土停留的细节。据美国德州州长办公室网站消息，德州州长阿博特(Greg Abbott)致函给德州所属各州机构，指示他们从来自中国的创投撤资。特朗普提名金融家凯文·沃什担任财政部长，并有意让其在鲍威尔到期后出任美联储主席，凯文·沃什的主要政策观点包括：反对量化宽松政策、支持自由贸易、反对保护主义。

根源是本轮 9 月底以来是弱现实强预期的市场，从 11 月 8 日人大常委会结束后，短期难以形成更强的政策兑现预期。未来能够期待的是 12 月中的政治局会议和 12 月底中央经济工作会议。

由于短期缺乏更多刺激因素，而美国新总统的变量持续出现，近两周市场出现调整，这对于前期的小市值题材股活跃而机构重仓股表现较弱是一个再次均衡。但 A 股中长期看好的因素未发生变化，特别是十二月的中央经济工作会前市场情绪有望再次回暖，预计科技股仍为本轮行情的主线，调整充分后将重新引领市场再次走强。

公募基金投资部魏婧（固收）观点：

11 月 LPR 报价按兵不动，符合预期。债市一会儿期待降准，一会儿担忧起供给放量，利率小幅震荡。总体上，预计短期利率较难大幅走强。但在降准预期和年底抢跑下，不排除小幅行情。

专户基金投资部赵刚（权益）观点：

上周市场低开低走跌破 3300，受国内政策不及预期和海外封锁等影响，市场风险偏好下降，固态电池和 AI 表现较好，其他都有所回调。

特朗普当选后政策博弈加重，地方债、房地产救助等托底经济下沿，但政策预期未能进扩落地对冲风险，资本市场风险偏好下降，高层关于资本市场的疯牛、慢牛态度等仍影响市场。美联储降息又面临不确定性，以色列持续搅动地缘冲突可能引发更强烈的全球动荡，黄金屡创历史新高，石油持续高位宽幅震荡，中美博弈进入新阶段。特朗普当选后的对内对外政策都面临博弈调整，但国内政策大方向不变，大力化解地方债，支持土地收储，补充银行核心资本等，资产重组将成为下一阶段资本市场优化资源配置的主要抓手，其中自主可控仍



是核心。AI、低空经济、机器人、固态电池、创新药等科技板块是政策方向具有持续性，寻找确定性和真正的科技将是长期的目标。建筑、公用事业、银行、家电等低估值高股息板块在长期看仍是大类资产配置强需求，后续在利率下行周期仍然是重点方向。

专户基金投资部姚飞（权益）观点：

当下主要关注独立逻辑个股（和国内经济以及美国贸易制裁风险相关度不高）、医药（困境反转逻辑）、破净国央企、尚未打入复苏预期的低估值顺周期的个股机会，新能源在供给侧加速出清的情况下如果回调较多也可能出现机会。

专户基金投资部郭昱泽（权益）观点：

本周大盘震荡下挫，三大指数集体收跌，沪指失守 3300 点。本周市场资金分歧加剧，部分活跃资金选择获利兑现，叠加人民币汇率、中美贸易等相关外围因素都对当前市场做多情绪形成冲击，本周 A 股在大部分时间里呈现多空对峙与高位震荡的格局，短期市场情绪有所降温。从周 K 线来看，上证指数下跌 1.91%，深证成指下跌 2.89%，创业板指下跌 3.03%，科创 50 指数下跌 1.78%，北证 50 指数下跌 3.61%。个股板块普跌，综合、商贸零售、纺织服饰、环保和有色金属等板块表现靠前，社会服务、食品饮料、通信、非银金融和电子等板块表现靠后。

本周本周，IH 及 IF 期限结构上，远月相对近月均呈升水结构，斜率较上周微幅下降。IC 及 IM 期限结构上，远月相对近月均呈贴水结构，斜率较上周微幅扩大。以期指空头套保头寸为展期计算对象，各期指合约持仓量加权年化展期收益率（分红调整）较上周均有所下降，其中 IM 下降幅度最大。本周主要宽基指数 PB 估值有所下行，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 的期末 PB 分别为 1.17 倍、1.34 倍、1.78 倍、2.06 倍，均位于近五年中位数以下水平，其中证 1000 指数 PB 位于近五年 19%分位数水平，低于其他宽基指数当前分位数。

总体来看，本周大盘震荡下挫，三大指数集体收跌，沪指失守 3300 点。从国内环境来看，政策暖风持续呵护经济回升向好，近期地产销售有企稳迹象，消费也出现回暖。当前经济数据中的结构性亮点开始逐步增多，9 月以来经济的企稳回升之势得以巩固，全年经济增速达到 5%的可能性正在上升。政策方面，随着多地新一轮存量隐性债务置换债券发行计划披露，政府债券供给有望放量，央行或增加资金投放进行配合，降准预期升温；一线城市相继取消普通住房标准，房地产税收等新政也将陆续执行；12 月中央经济工作会议和政治局会议即将召开，政策预期或仍有发酵空间。展望后市，虽然近期人民币汇率、中美贸易政策等相关外围因素都对当前市场做多情绪形成扰动，但目前市场逻辑已经发生根本改变，政策组合拳持续加码将继续支撑股市环境和中国经济的良性循环，市场预期有望继续“以我为主”。因此，在充沛的流动性支撑下，A 股有望在震荡中继续企稳攀升。



【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。基金管理人承诺以恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金管理人提醒投资者在做出投资决策前应全面了解基金的产品特性并充分考虑自身的风险承受能力，理性判断市场，投资者自行承担基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险。投资有风险，选择须谨慎。敬请投资者于投资前认真阅读基金的基金合同、最新招募说明书、基金产品资料概要及其他法律文件。

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。若本材料转载或引用第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表兴合基金的立场。