

- **核心问题一：从趋势到波动。**11月A股小幅收涨，换手率小幅下滑，但市场仍然保持较高热度。市场的赚钱效应持续保持在较高水平，吸引增量资金持续流入市场。
- **核心问题二：政策预期逐步兑现，经济持续好转仍有待验证。**当前经济政策和金融政策仍在持续发力。同时随着存量政策和一揽子增量政策的稳增长效应进一步显现，部分经济数据改善，11月制造业PMI延续回升趋势，部分高频经济数据也有所好转。
- **核心问题三：保持仓位，降低交易频率。**赚钱效应和投资者政策预期仍在，A股市场热度不减。历史来看，预期改善是市场走强的必要条件。当前市场赚钱效应仍在，而从历史来看，牛市初期的赚钱效应会持续吸引增量资金流入，进一步助推市场上涨，形成正反馈。因此，建议投资者保持较高仓位。预计未来一段时间，机构偏好的方向仍难以持续战胜市场，不过，从历史来看，预期改善驱动的市场上涨阶段，领涨行业之间的市场表现差异相对较小，因此，建议降低交易频率，避免追涨杀跌。
- **A股市场：仍在验证期。**政策的持续支持以及赚钱效应带来的资金流入将有望进一步提升市场估值。短期内，市场交易或仍然围绕政策预期展开，2024年12月与2025年3月或将是市场行情演绎的重要时间节点。市场面临的风险或仍来源于外部，预计市场风格介于均衡与成长之间。成长风格行业中，12月建议重点关注证券、光伏设备、电池、半导体等。均衡偏经济风格板块中，12月建议重点关注保险、房地产开发等。
- **港股市场：关注结构性机会。**南下资金仍在持续流入港股市场，AH股溢价回升至较高位置，港股配置性价比提升。但考虑到港股受海外资金影响明显，未来港股市场整体回暖仍有待国内经济数据持续好转，建议关注港股结构性机会。
- **风险提示：**历史规律失效；政策落地进度不及预期；市场情绪显著回落；中美关系波动压制市场风险偏好；地缘冲突加剧

- 1、三个市场关注的核心问题
- 2、A股市场：仍在验证期
- 3、港股市场：关注结构性机会
- 4、风险提示

# 1.1 核心问题一：从趋势到波动

➤ 11月A股市场呈“N型”走势，整体小幅收涨。受投资者对国内政策预期以及对美联储降息预期波动等因素影响，11月A股偏震荡，整体小幅收涨，上证指数、万得全A分别上涨1.4%、1.3%，主要宽基指数走势分化，科创50、创业板指等指数涨幅居前，中小100、中证500跌幅居前。

图1：11月A股市场呈“N型”走势

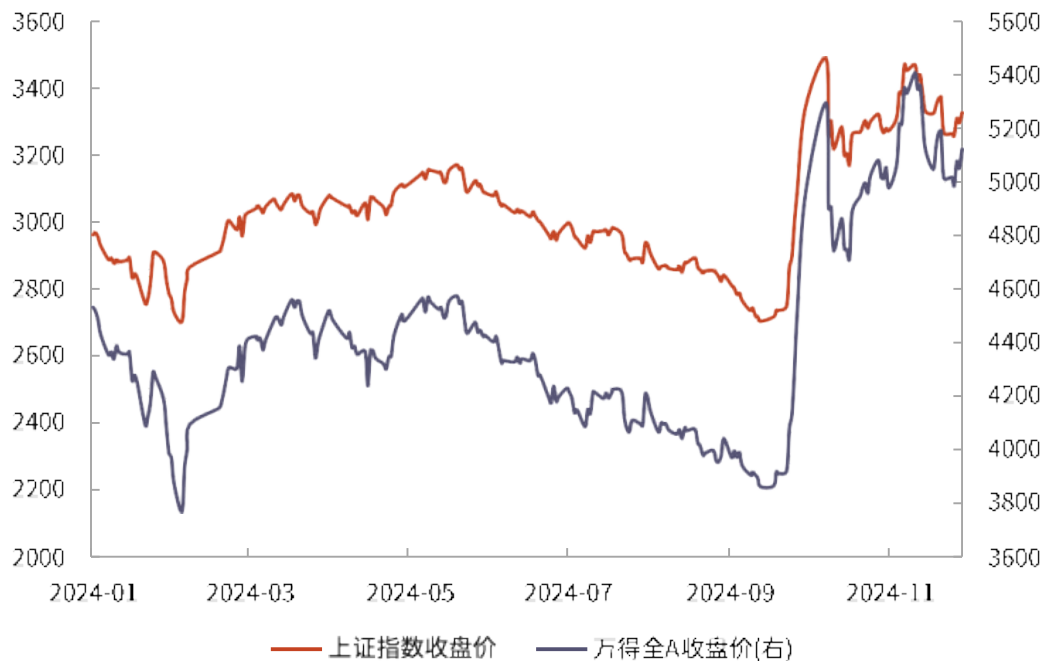
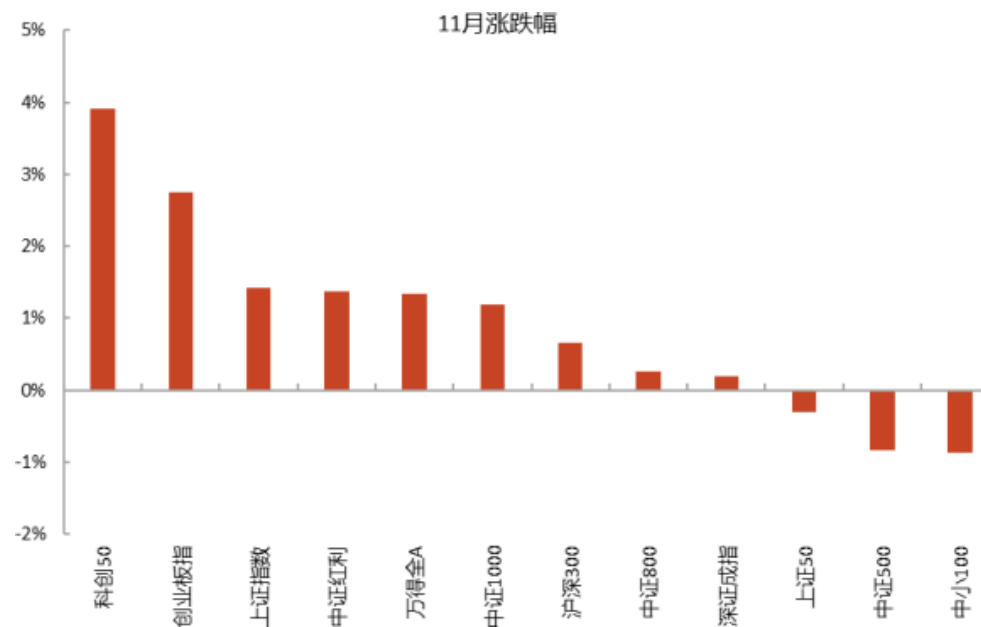


图2：11月宽基指数走势分化，科创50涨幅居前



资料来源：Wind，光大证券研究所

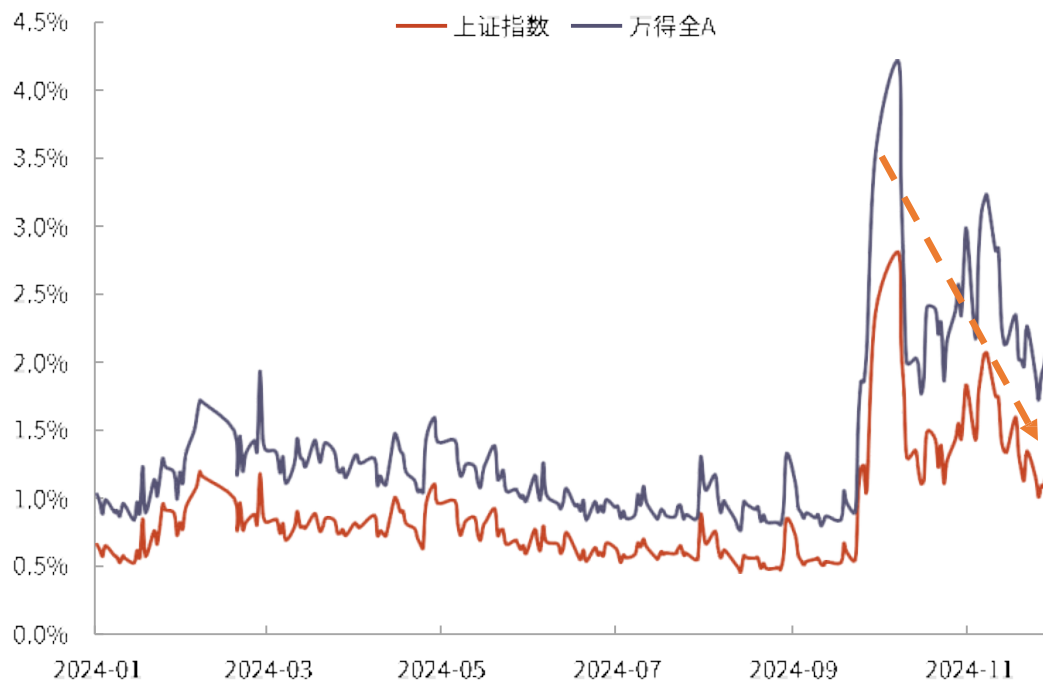
注：数据截至2024/11/29

资料来源：Wind，光大证券研究所

# 1.1 核心问题一：从趋势到波动

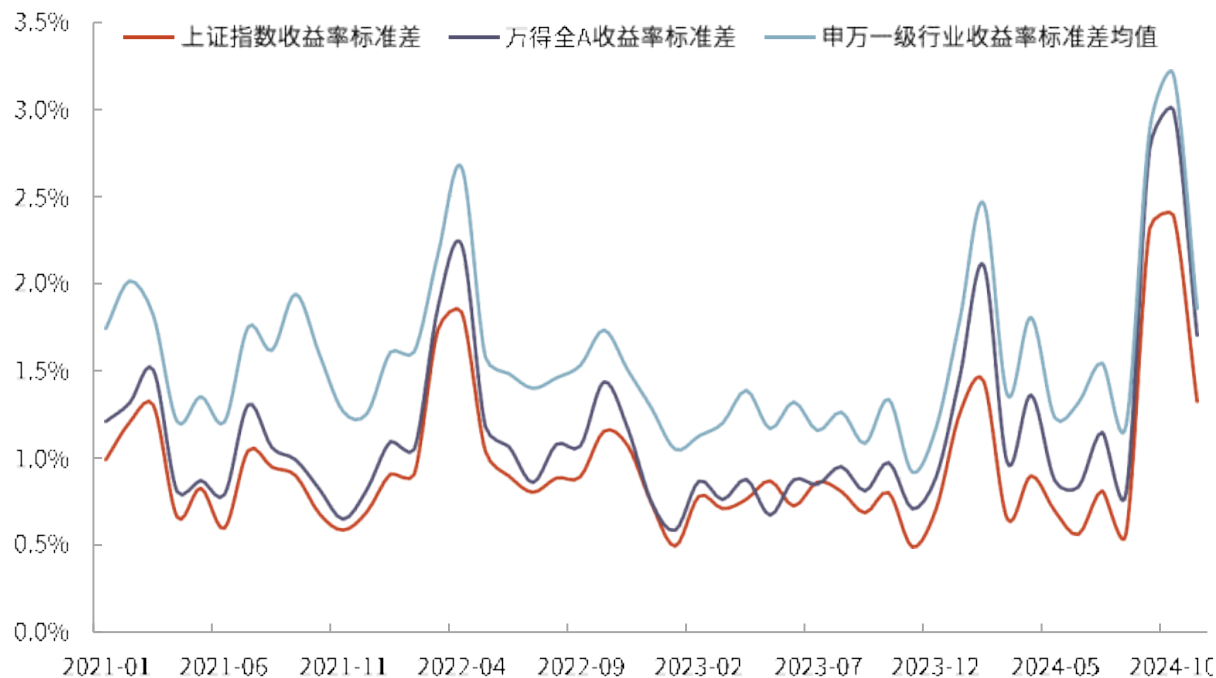
➤ 相比于9、10月份，11月A股市场的波动率和换手率均回落。从换手率来看，近期A股市场换手率较10月份的高点出现明显回落，且从市场波动率来看，11月万得全A收益率标准差显著低于10月，表明A股市场波动率有所下行。

图3：近期A股市场换手率震荡回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/11/29

图4：近期A股市场波动率下行

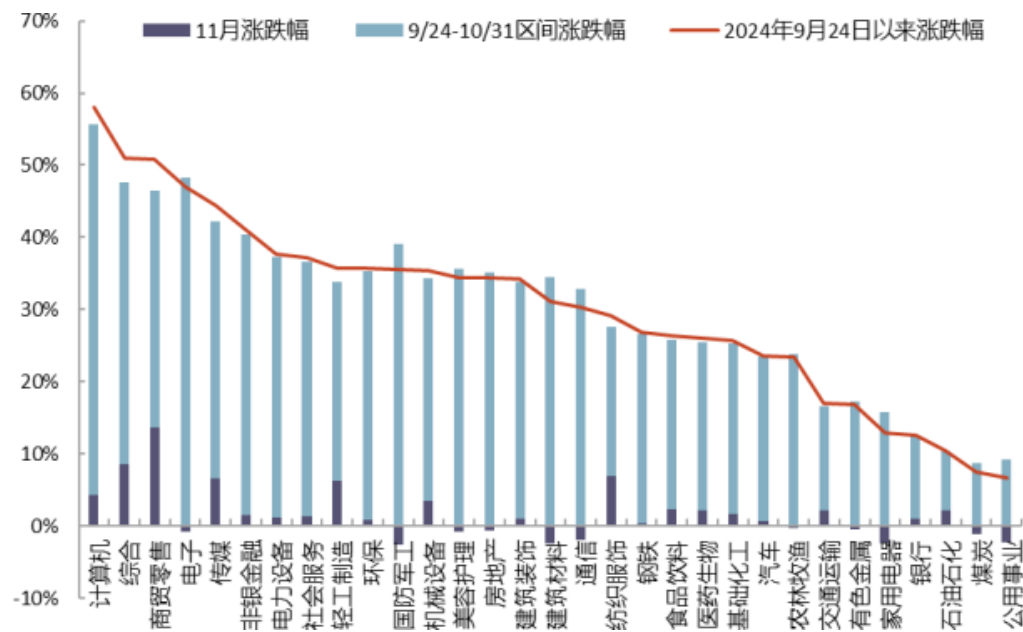


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/11

# 1.1 核心问题一：从趋势到波动

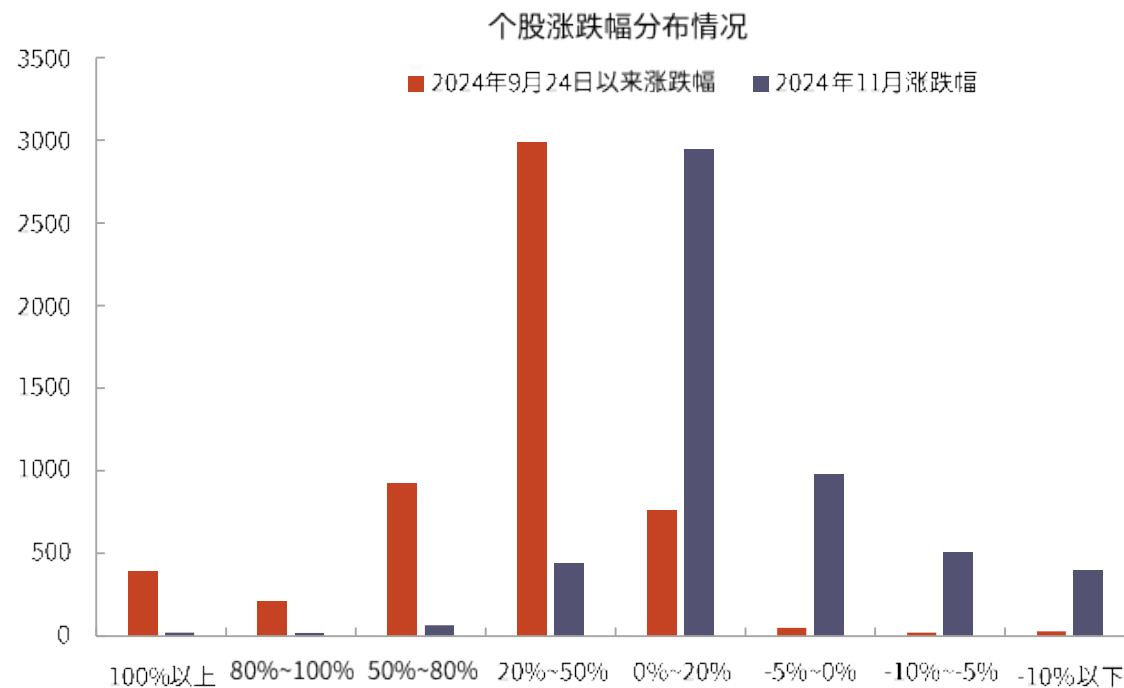
➤ **11月各行业之间的市场表现分化。**11月各行业之间的市场表现分化，商贸零售、纺织服饰、传媒等行业涨幅超过5%，而国防军工、建筑材料、家用电器等行业跌幅超过2%。此外，从9月24日以来的市场表现来看，各行业分化明显，截至11月29日，计算机、商贸零售等行业涨幅超过50%，公用事业、煤炭等行业涨幅不足10%。

图5：11月各行业之间的市场表现分化



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/11/29

图6：11月个股之间的市场表现分化



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/11/29

# 1.1 核心问题一：从趋势到波动

➤ **增量资金积极流入市场。**随着市场情绪回升，增量资金积极流入A股市场。截至2024年11月29日，融资余额为1.8万亿元，较10月末上升1348亿元。此外，小单交易相关的资金净流入规模显著上升，或反映个人投资者积极参与本轮市场行情。

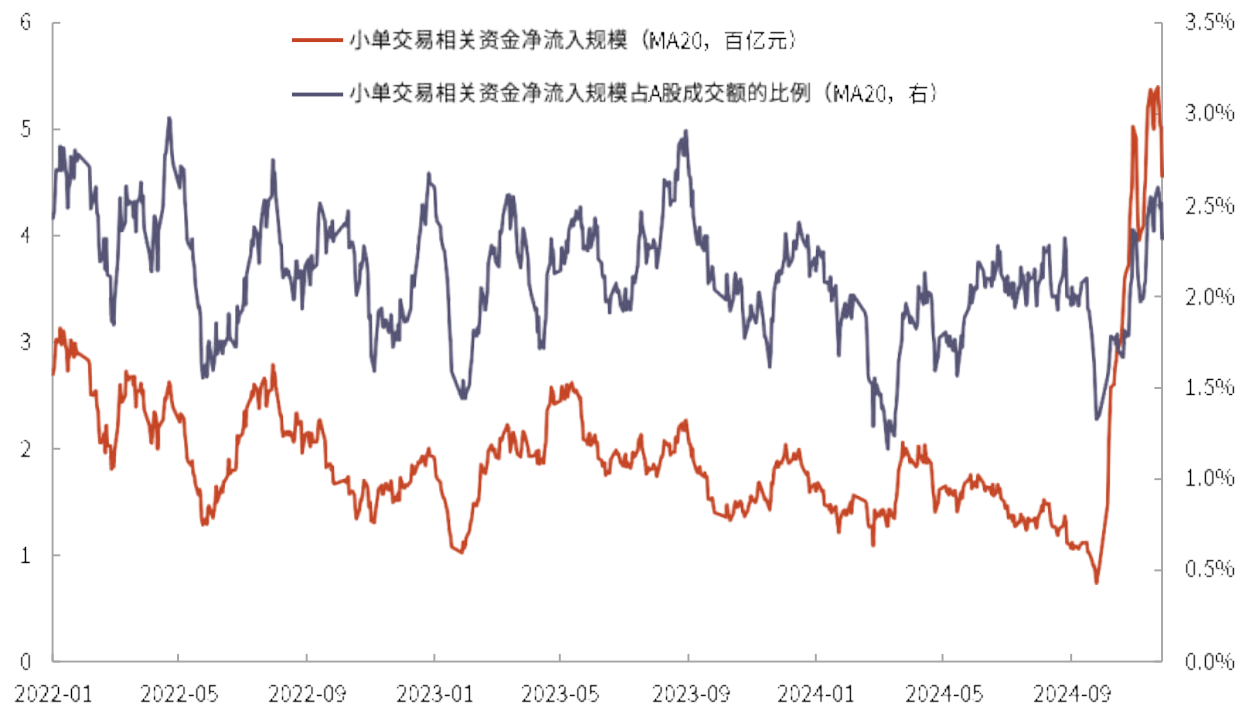
图7：近期融资余额显著上升



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11/29

图8：小单交易相关资金净流入规模显著回升



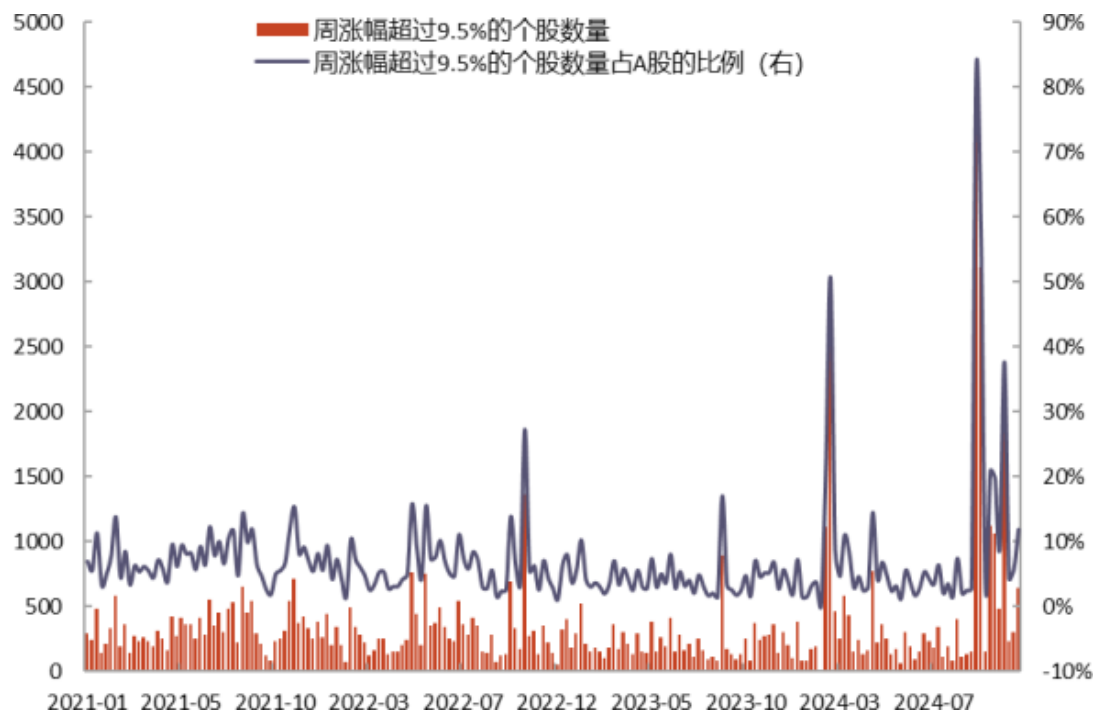
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11/29

# 1.1 核心问题一：从趋势到波动

➤ **市场赚钱效应仍在。**无论是从绝对涨幅还是从个股股价创新高的比例来观测市场的赚钱效应，近期A股市场的赚钱效应仍在，截至2024年11月29日，当周周涨跌幅超过9.5%的个股占整个A股的比例达11.9%。此外，近期个股股价创新高的比例也处于历史相对高位。因此，整体来看，市场赚钱效应仍在。

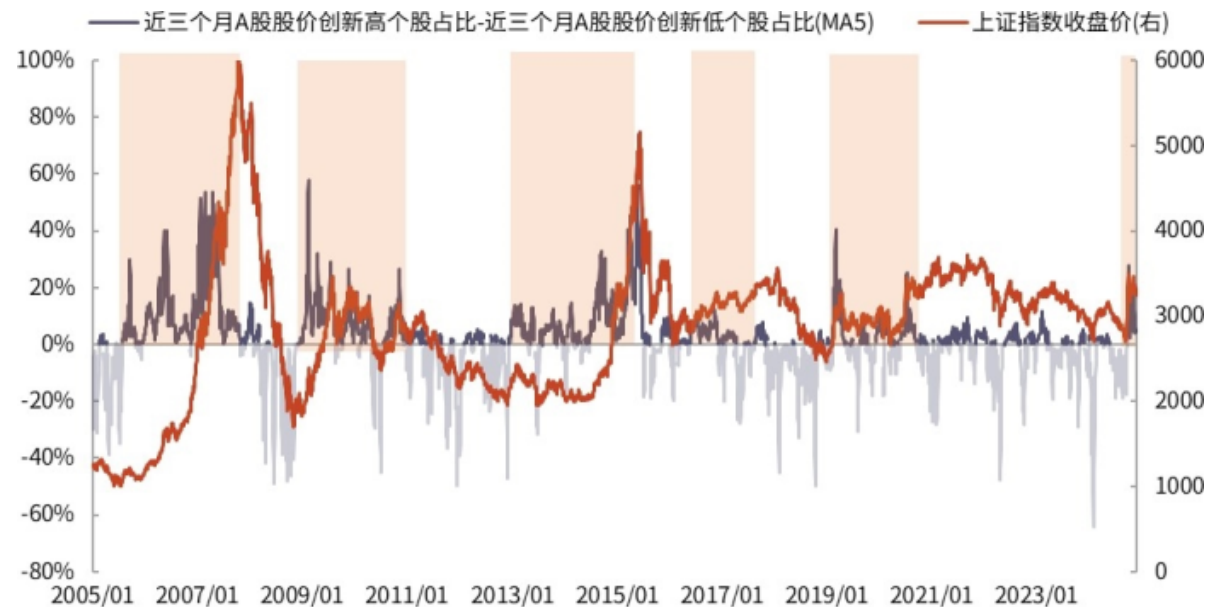
图9：周涨幅超过9.5%的个股比例仍相对较高



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11/29

图10：近期个股股价创新高的比例处于历史相对高位



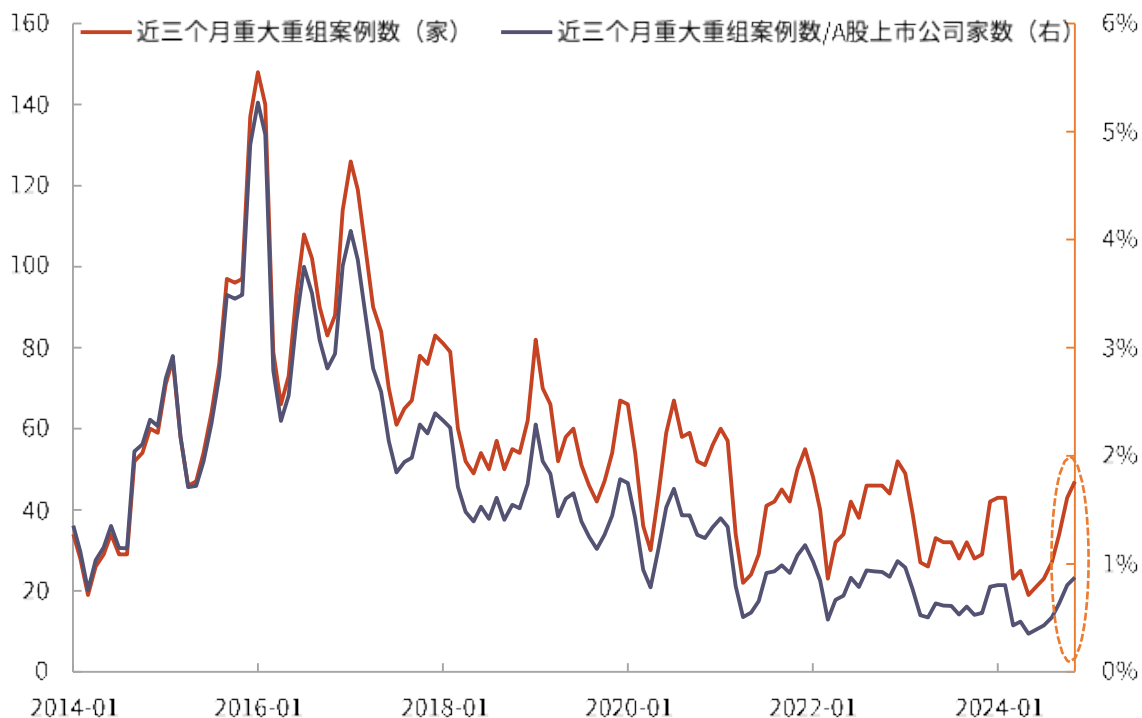
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11/29

# 1.1 核心问题一：从趋势到波动

➤ 近期A股市场并购重组活跃。11月27日，深圳市委金融办发布《深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案（2025—2027）（公开征求意见稿）》，力争通过并购重组实现深圳产业补链强链，提升制造业产业链活力与韧性，更好地激发科技创新活力，培育一批以科技为核心的高质量上市公司群体，也是全国首个由地方政府推动制定并公布全文的并购重组专项政策。在政策推动下，并购重组市场持续活跃。

图11：近期，A股并购重组案例数有所上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：重大重组案例数按首次披露日期进行统计，数据截至2024/11



## 1.2 核心问题二：政策预期逐步兑现，经济持续好转仍有待验证

- **经济政策持续发力。** 11月8日，全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，财政部部长蓝佛安在发布会上表示，增加的6万亿地方政府债务限额分三年安排，2024—2026年每年2万亿支持地方用于置换各类隐性债务。且从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。此外，11月19日，《关于促进外贸稳定增长的若干政策措施》发布，强调促进跨境电商发展，扩大特色农产品等商品出口，支持关键设备、能源资源等产品进口等。

**表1：经济政策持续发力**

会议或文件	日期	相关内容
全国人大常委会办公厅新闻发布会	11月8日	增加的6万亿地方政府债务限额分三年安排，2024—2026年每年2万亿支持地方用于置换各类隐性债务。从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元
国务院常务会议	11月8日	要切实做好促进外贸稳定增长工作，为经济持续回升向好提供有力支撑。要壮大外贸新动能，促进跨境电商发展， <b>推进海外智慧物流平台建设</b> 。要进一步激发养老事业和养老产业发展活力， <b>大力发展银发经济</b> ，更多调动社会力量参与积极性，发挥市场机制作用，多渠道增加服务供给、提升服务水平，释放养老消费潜力，扩大国内需求。
《关于促进外贸稳定增长的若干政策措施》	11月19日	扩大出口信用保险承保规模和覆盖面，加大对外贸企业的融资支持力度，优化跨境贸易结算， <b>促进跨境电商发展，扩大特色农产品等商品出口</b> ，支持关键设备、能源资源等产品进口等。
国务院常务会议	11月22日	会议指出， <b>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</b> 。要进一步加强平台经济健康发展的统筹指导， <b>加大政策支持力度</b> ，壮大工业互联网平台体系，支持消费互联网平台企业挖掘市场潜力，强化平台经济领域数据要素供给，促进数据依法有序跨境流动，增强平台经济领域政策与宏观政策取向一致性。

## 1.2 核心问题二：政策预期逐步兑现，经济持续好转仍有待验证

- **金融政策持续发力。**11月19日，证监会主席吴清表示，下一步，证监会将坚持以改革促发展、促稳定，着力健全投资和融资相协调的资本市场功能，加快形成支持科技创新的多层次市场体系和支持“长钱长投”的政策体系，抓紧健全强监管、防风险的制度机制，多举措强化投资者保护实效，不断提升市场的吸引力、竞争力和内在稳定性。

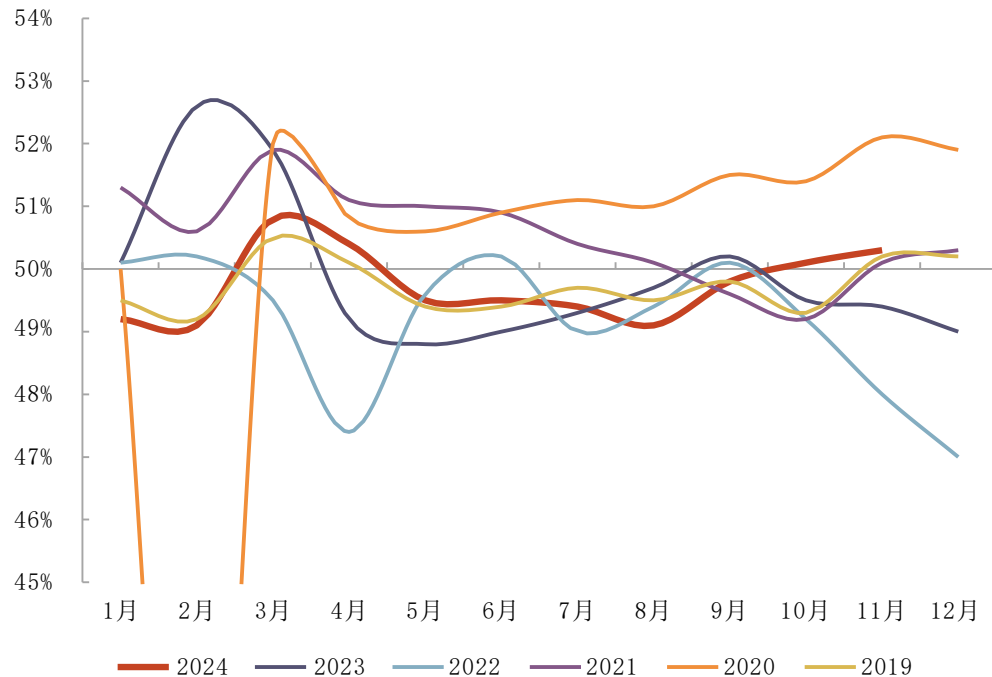
表2：金融政策持续发力

会议或文件	日期	相关内容
吴清主席在第三届国际金融领袖投资峰会上的致辞	11月19日	坚持以改革促发展、促稳定，着力健全投资和融资相协调的资本市场功能，加快形成支持科技创新的多层次市场体系和支持“长钱长投”的政策体系，抓紧健全强监管、防风险的制度机制，多举措强化投资者保护实效，不断提升市场的吸引力、竞争力和内在稳定性。保持境外融资渠道畅通，进一步提升境外上市备案效率，积极支持符合条件的境内企业赴境外上市，更好利用两个市场、两种资源。继续拓展与境外市场互联互通，扩大沪深港通标的范围，拓展存托凭证互联互通，吸引全球中长期资金。
《上市公司监管指引第10号——市值管理》	11月15日	要求上市公司以提高公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量。明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员等相关方的责任，并对主要指数成份股公司制定市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。
《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》	11月1日	修订后的办法主要从五方面降低了投资门槛，旨在进一步拓宽外资投资证券市场渠道，发挥战略投资渠道引资潜力，鼓励外资开展长期投资、价值投资。一是允许外国自然人实施战略投资；二是放宽外国投资者的资产要求；三是增加要约收购这一战略投资方式；四是以定向发行、要约收购方式实施战略投资的，允许以境外非上市公司股份作为支付对价；五是适当降低持股比例和持股锁定期要求。

## 1.2 核心问题二：政策预期逐步兑现，经济持续好转仍有待验证

- 随着存量政策和一揽子增量政策的稳增长效应进一步显现，部分经济数据改善。11月制造业PMI为50.3%，较10月回升0.2pct，连续两个月处于扩张区间。从分项来看，新订单指数为50.8%，比上月上升0.8个百分点，表明制造业市场活跃度有所增强。

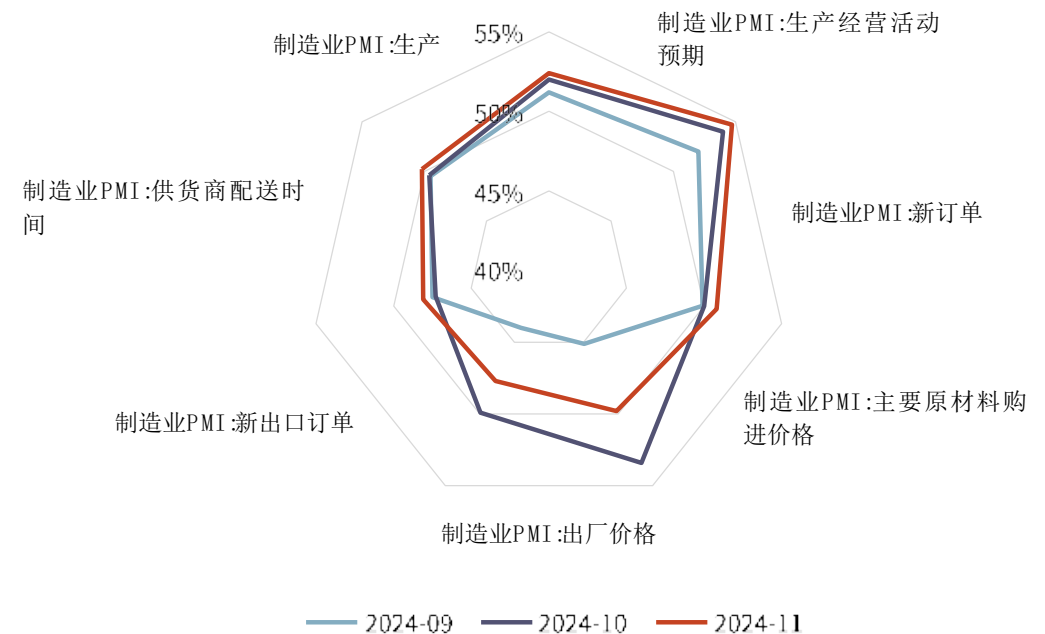
图12：11月制造业PMI回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11

图13：11月多项制造业PMI分项位于荣枯线之上

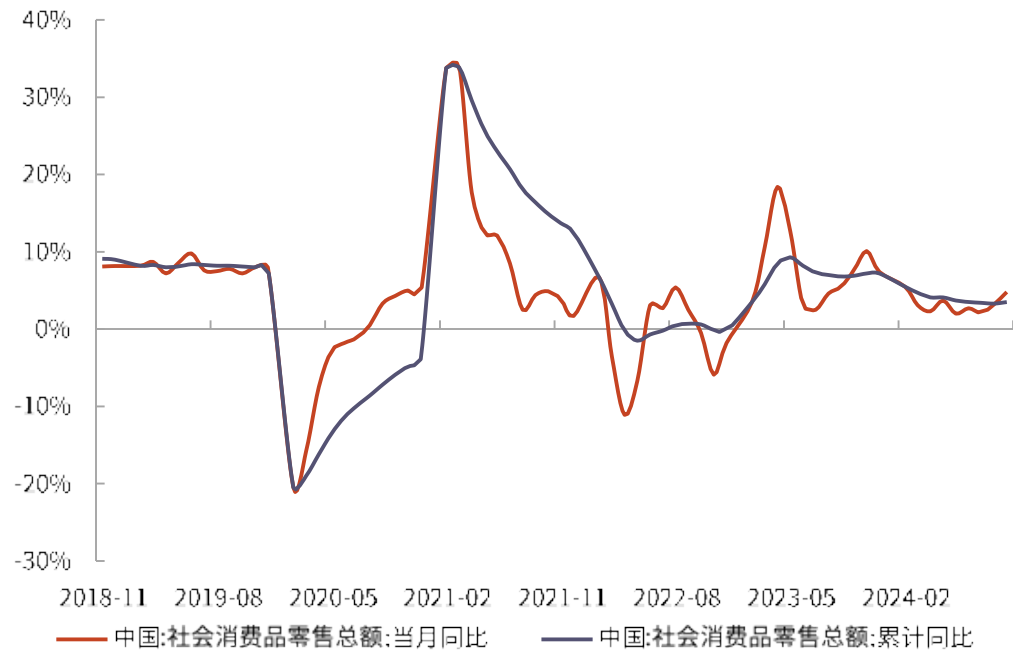


资料来源：Wind，光大证券研究所

## 1.2 核心问题二：政策预期逐步兑现，经济持续好转仍有待验证

- **10月消费数据改善，工业生产企稳。**随着前期消费品以旧换新政策加力实施，政策效果逐步显现，10月社零同比增速为4.8%，较9月回升1.6pct。10月规模以上工业增加值同比增速为5.3%，较9月小幅回落0.1pct。

图14：10月社零同比增速回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/10

图15：10月规模以上工业增加值同比增速小幅回落



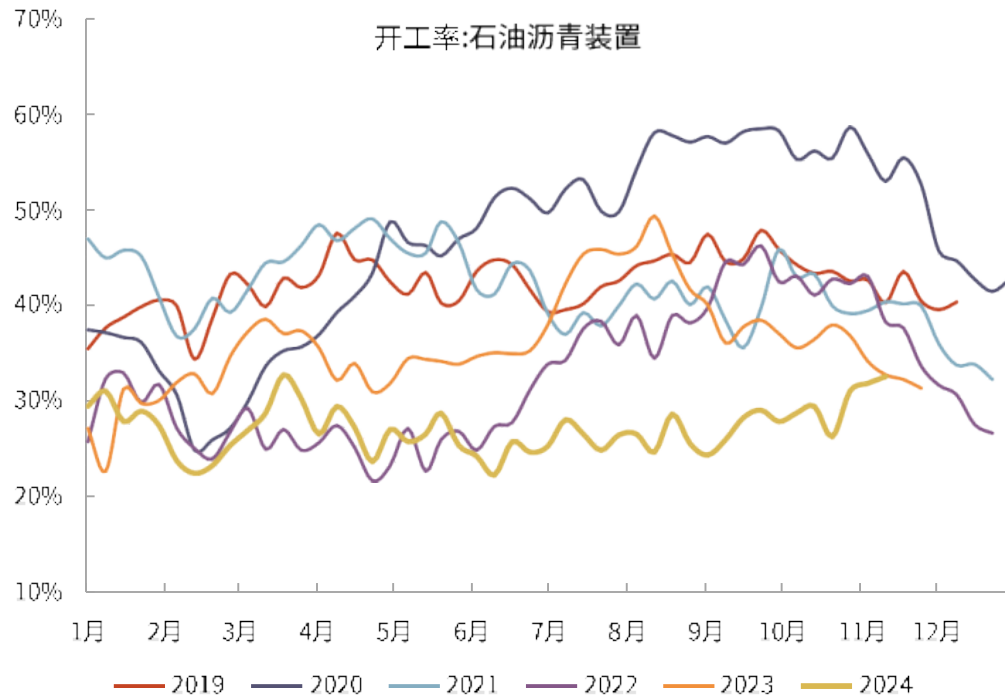
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/10

## 1.2 核心问题二：政策预期逐步兑现，经济持续好转仍有待验证

- ▶ **部分高频经济数据有所好转。**从高频经济数据来看，截至11月27日，石油沥青装置开工率为32.5%，较10月末的29.4%出现回升。截至2024年11月29日，高炉开工率为81.6%，处于近几年同期相对高位。

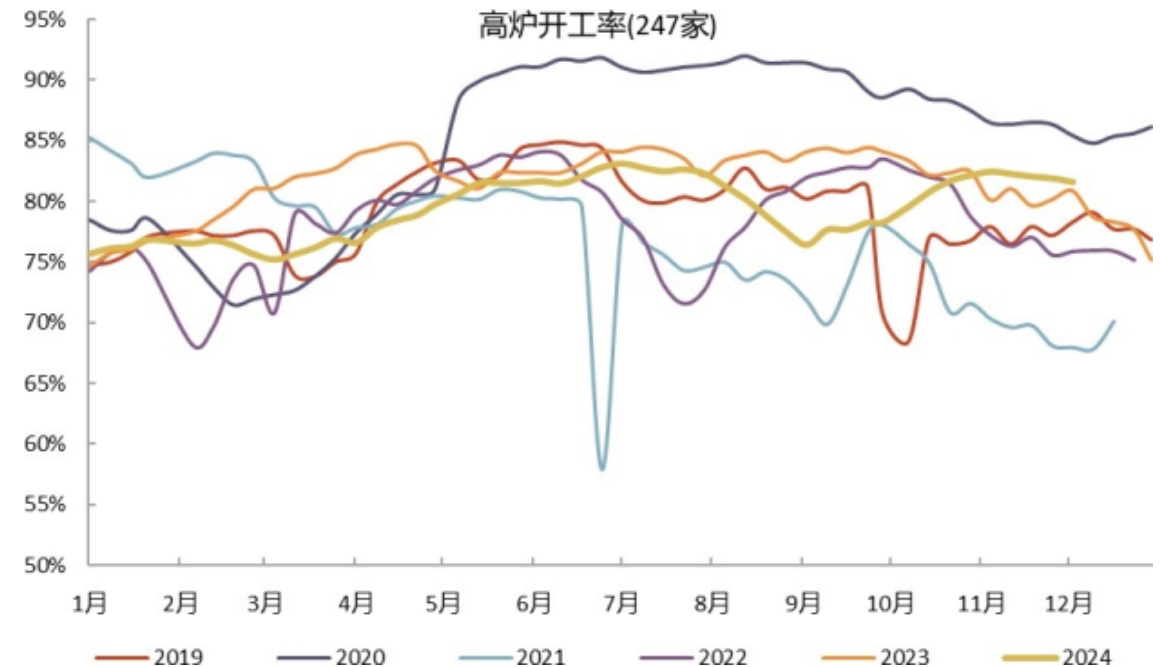
图16：近期，石油沥青装置开工率回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11/27

图17：近期，高炉开工率处于近几年同期相对高位



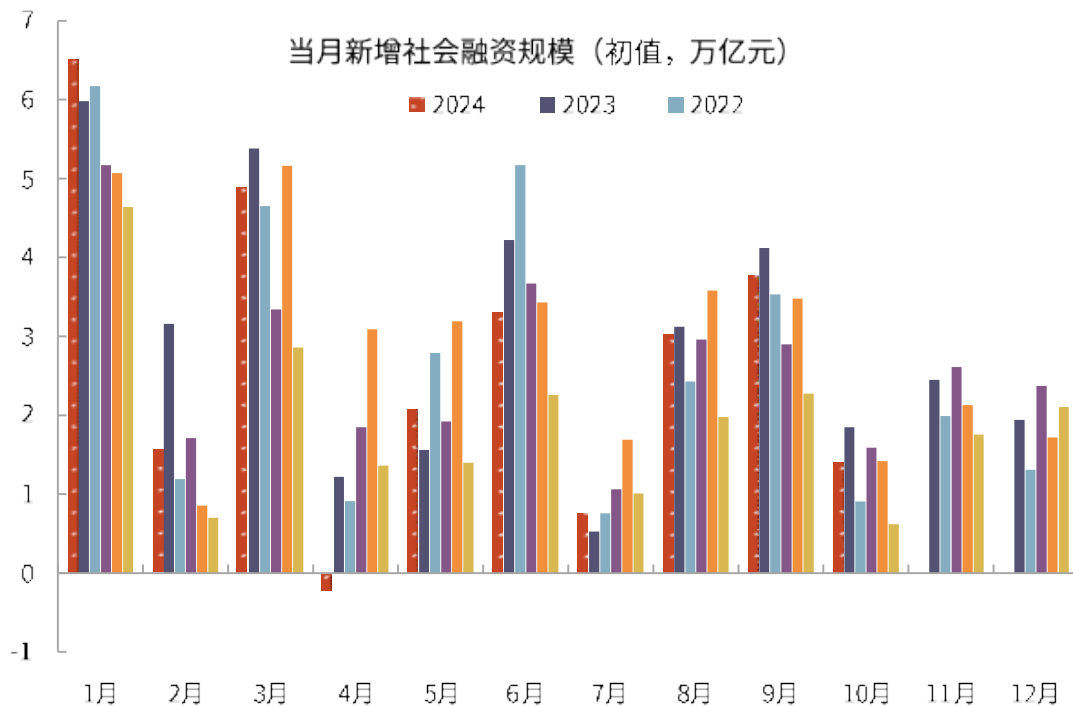
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/11/29

## 1.2 核心问题二：政策预期逐步兑现，经济持续好转仍有待验证

- **金融数据分化。**11月11日，中国人民银行公布10月金融数据，10月社融新增1.4万亿元，同比少增4483亿元。但M1同比降幅收窄，10月M1同比增速为-6.1%，较9月份回升1.3个百分点，扭转此前连续多月增速走弱势头。

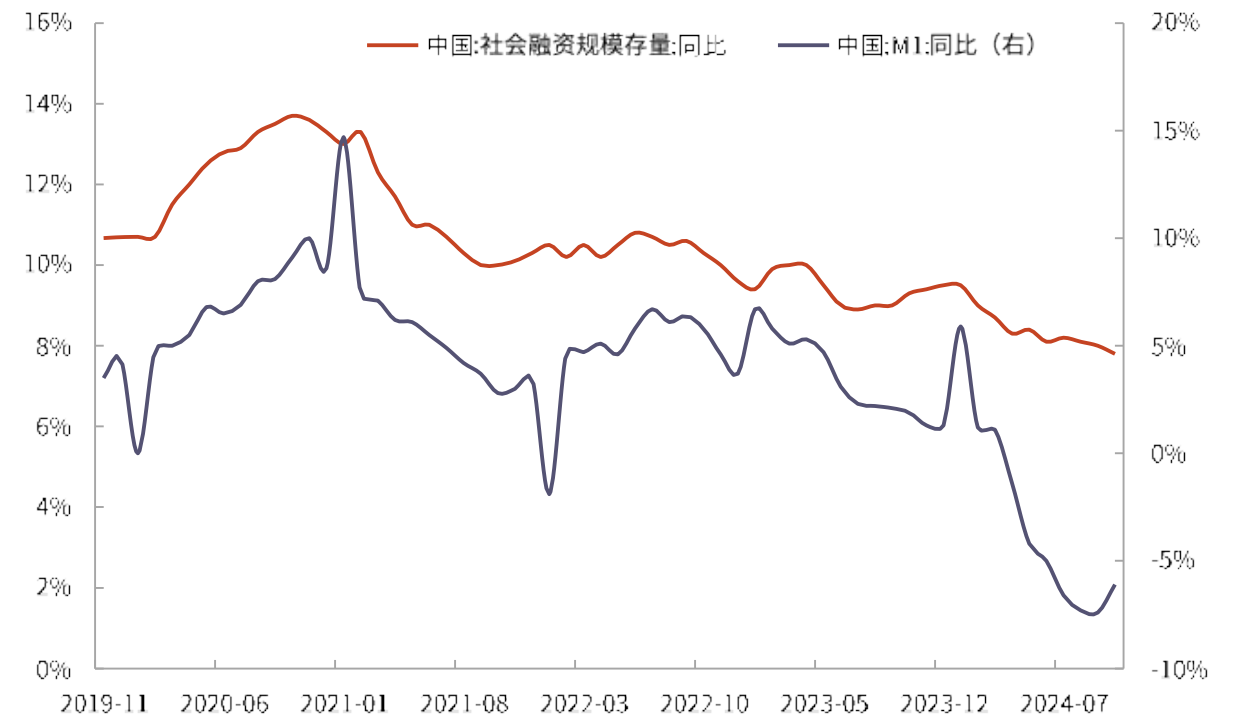
图18：10月新增社融1.4万亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/10

图19：10月M1同比降幅收窄



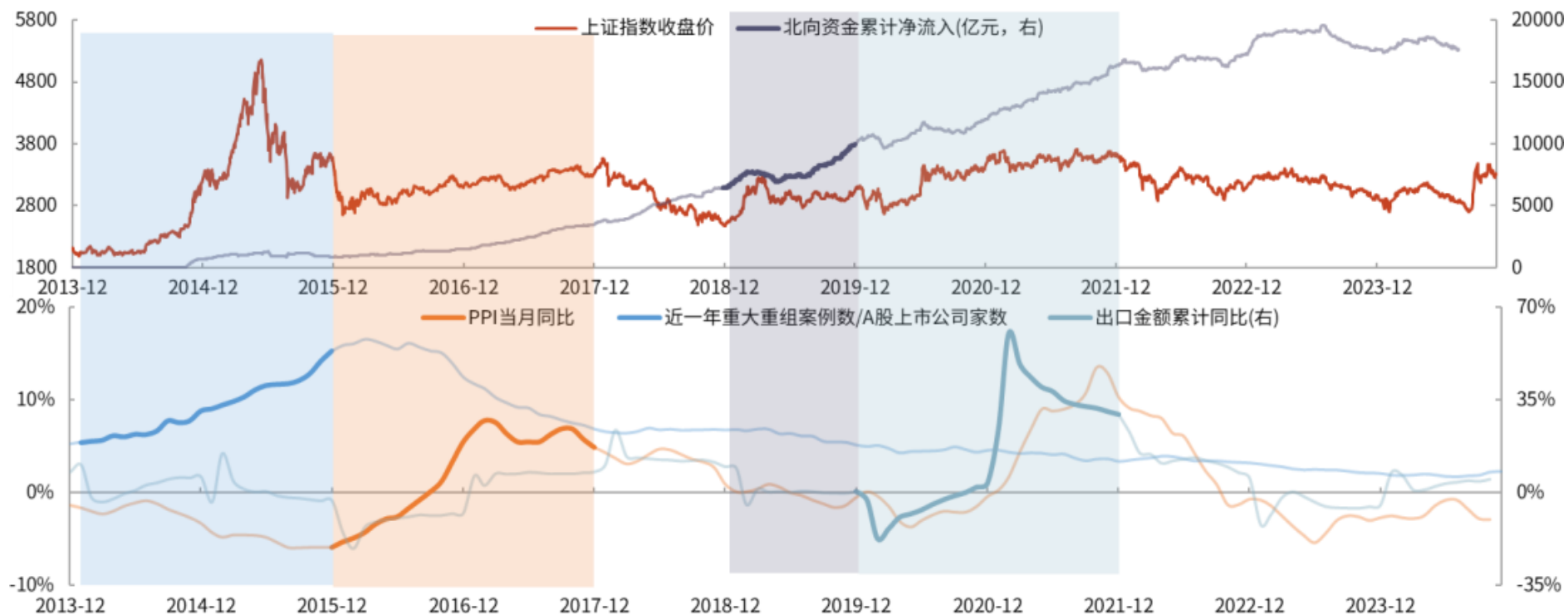
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至2024/10

# 1.3 核心问题三：保持仓位，降低交易频率

➤ 赚钱效应和投资者政策预期仍在，市场热度不减。历史来看，预期改善是市场走强的必要条件。不过，预期的改善在不同的时间阶段有不同的体现，在2014-2015年，体现为大规模的并购重组与流动性宽松带来的信心回升；在2016-2017年，体现为供给侧改革与棚改货币化共振带来的再通胀与盈利的逐步好转；在2019年，体现为中美贸易摩擦阶段性缓和以及政策宽松带来风险偏好抬升；在2020-2021年，体现为疫情期间国内经济相较于海外经济出现提前修复，以及出口显著回升。本轮行情中则体现为投资者对于内需相关政策的乐观预期以及对于经济改善的期待。

图20：历史来看，预期改善能推动市场上涨，如2014-2015年并购重组带来的盈利改善预期



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上证指数收盘价截至2024/11/29，北向资金数据截至2024/8/16，PPI、出口、重大重组案例数相关数据截至2024/11，其中，重大重组案例数按首次披露日期进行统计

# 1.3 核心问题三：保持仓位，降低交易频率

- 赚钱效应则是牛市形成的另外一个必要条件，当市场出现赚钱效应时，通常会成为一轮牛市的起点。除了预期改善之外，赚钱效应或许是牛市形成的另一个必要条件，当然，这本身也是市场演绎的结果。对于A股市场而言，缺乏的不是增量资金，而是对资金的长期吸引力，对于个人投资者而言，最大的吸引力或许来源于赚钱效应。从历史来看，牛市初期的赚钱效应会持续吸引增量资金流入，进一步助力A股市场上涨，形成正反馈。
- 建议保持仓位。当前赚钱效应和投资者的政策预期并没有出现显著变化，预计A股市场仍然将保持较高热度，建议投资者保持仓位。

图21：历史来看，市场的赚钱效应通常会持续一段时间

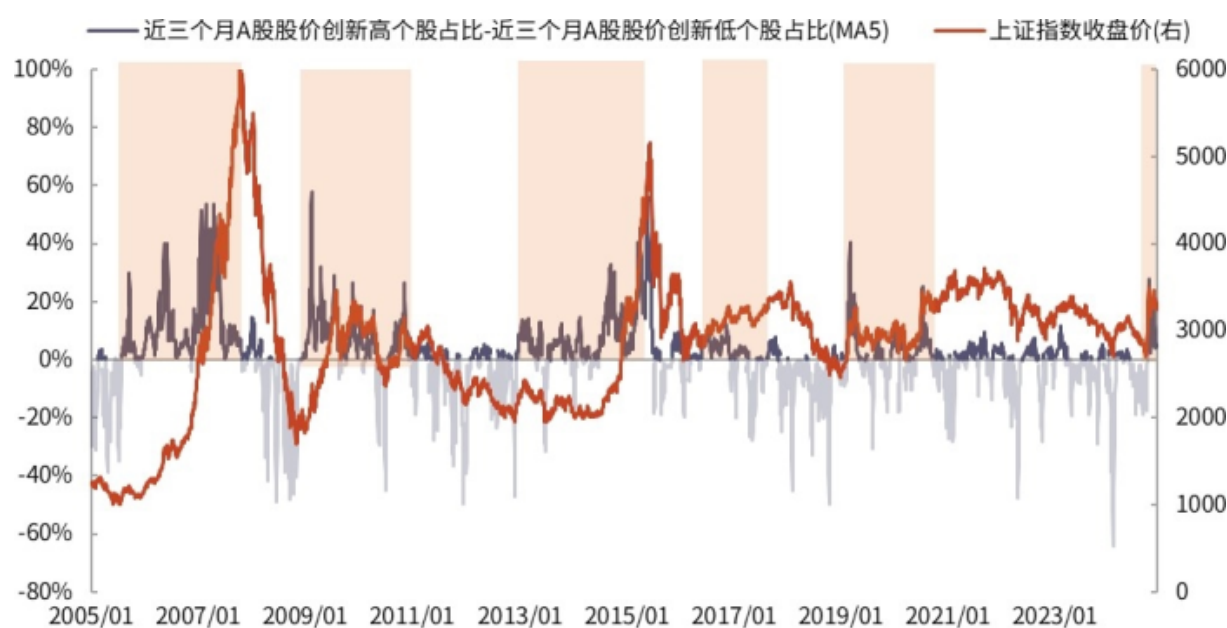
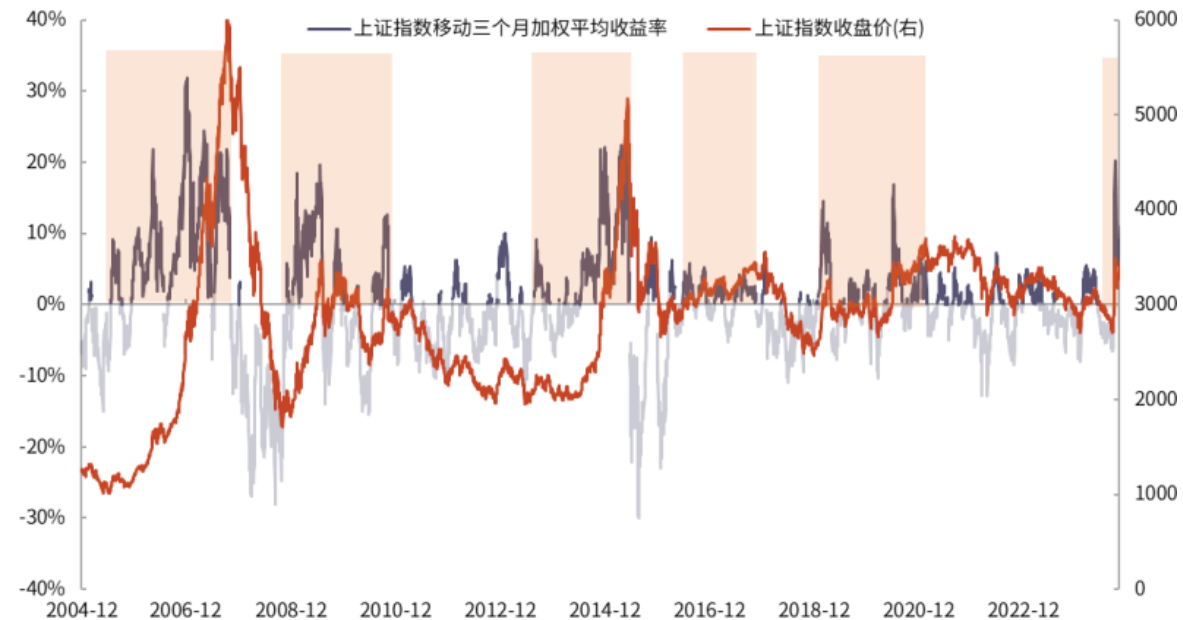


图22：历史来看，市场在牛市初期通常有相对明显的赚钱效应





# 1.3 核心问题三：保持仓位，降低交易频率

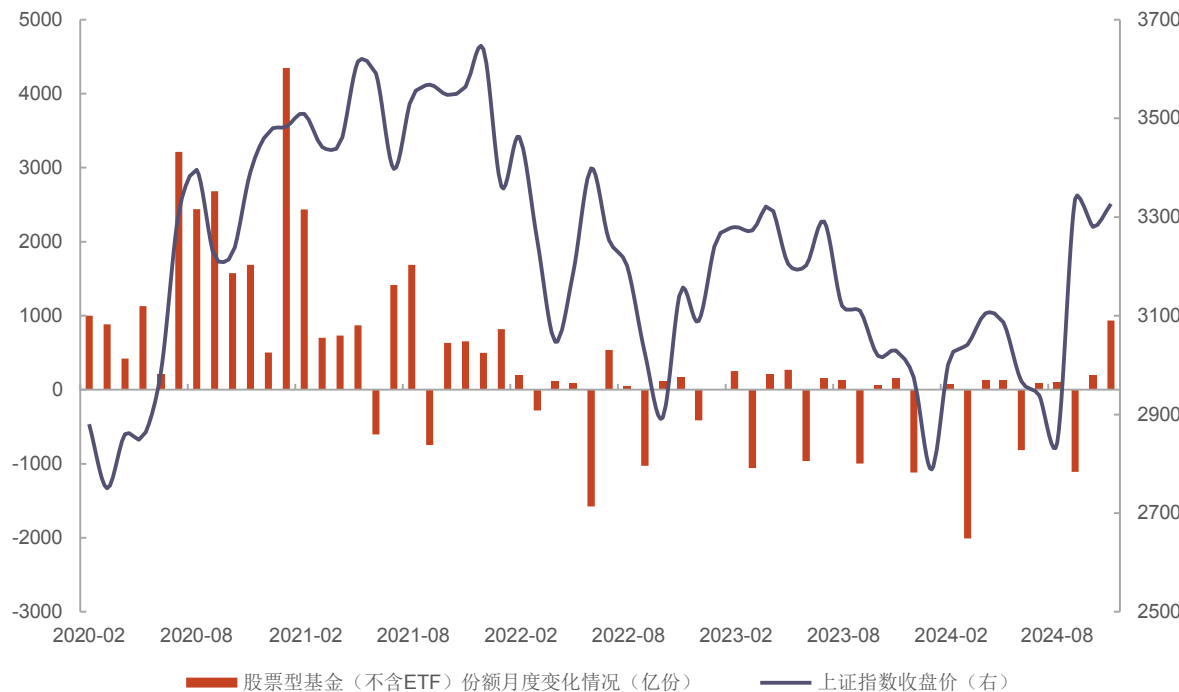
➤ **公募基金发行回暖，持续为A股市场带来增量资金。**随着市场行情回暖，投资者申购基金的热情有所回升，10月、11月偏股型基金发行份额处于近几年来相对高位，为A股市场带来增量资金。

图23：近期，偏股型基金发行回暖



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/11

图24：近期，股票型基金（不含ETF）份额回升



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至2024/11

# 1.3 核心问题三：保持仓位，降低交易频率

➤ 当前市场上上涨的驱动力仍来自于预期改善，市场波动率相对较大。从历史来看，预期改善驱动市场上涨的阶段，市场波动率相对较大。而盈利改善驱动市场上涨的阶段，市场波动率相对较小，毕竟基本面的变化通常相对缓慢且具有一定的持续性，而风险偏好的变化则相对更加敏感且迅速。因而，未来随着盈利逐步改善，A股市场或相对更加平稳。

图25：盈利改善的市场呈“慢牛”特征，基金发行与市场表现相关

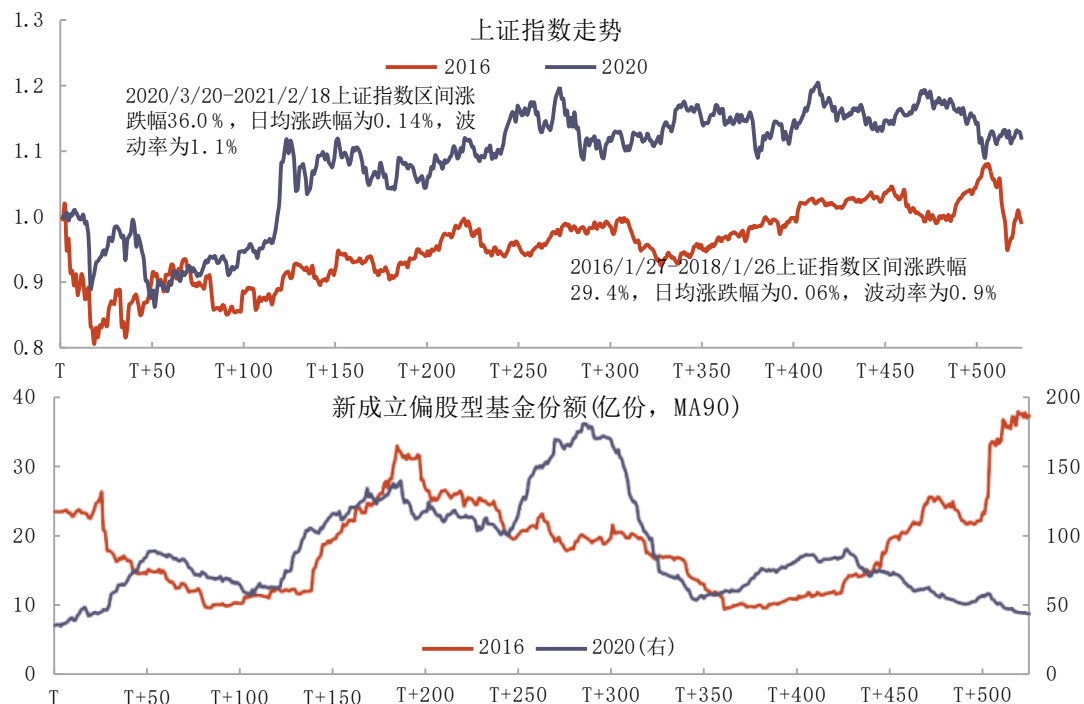
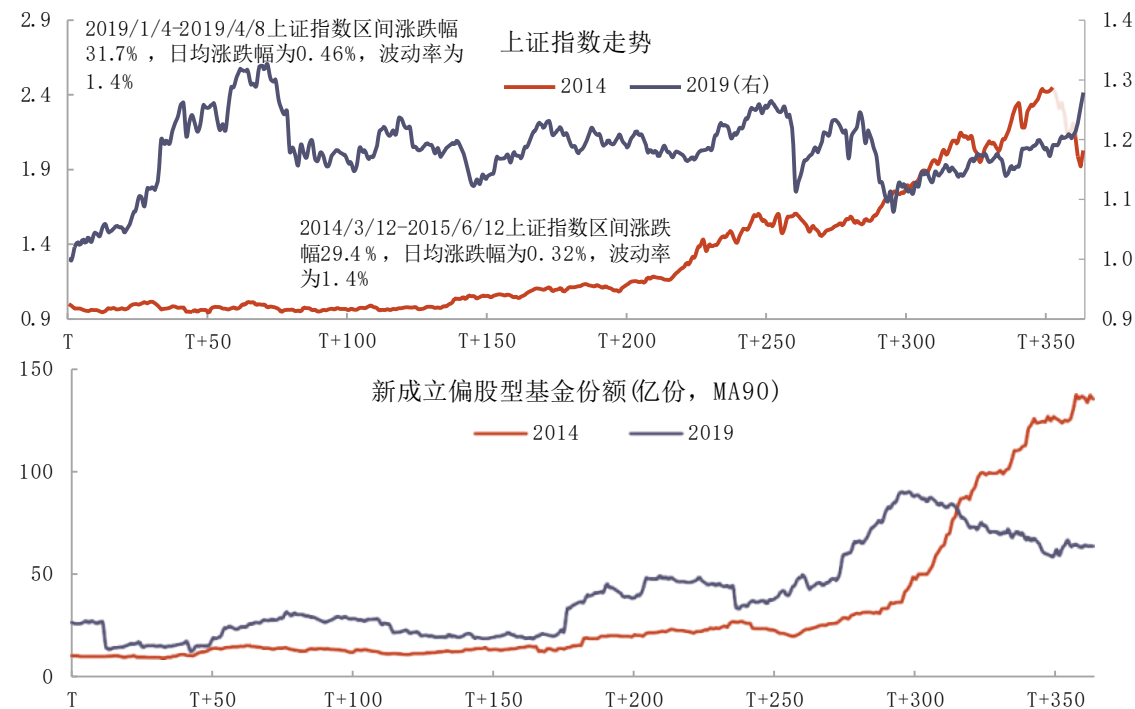


图26：预期改善的市场呈“快牛”特征，基金发行呈震荡上行趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上证指数走势是将2016、2020年第一个交易日的收盘价标准化为1后得到，图中的T表示当年的第一个交易日，T+n表示当年的第n+1个交易日

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上证指数走势是将2014、2019年第一个交易日的收盘价标准化为1后得到，图中的T表示当年的第一个交易日，T+n表示当年的第n+1个交易日

# 1.3 核心问题三：保持仓位，降低交易频率

- 预期改善驱动市场上涨的阶段，市场波动率偏高，领涨行业之间的市场表现差异相对较小。盈利改善推动市场上涨的阶段，市场区间换手率相对更低，同时领涨行业的涨幅存在相对较大的差异；而预期改善推动市场上涨的阶段，市场区间换手率相对更高，同时，领涨行业的涨幅差异相对更小，呈现一定程度的普涨行情。
- 建议降低交易频率。当前产业边际变化尚未形成明显趋势，预计A股各行业之间市场表现差异或将缩小，建议降低交易频率，避免追涨杀跌。

图27：盈利改善推动的牛市中，机构获得超额收益的比例高于个股

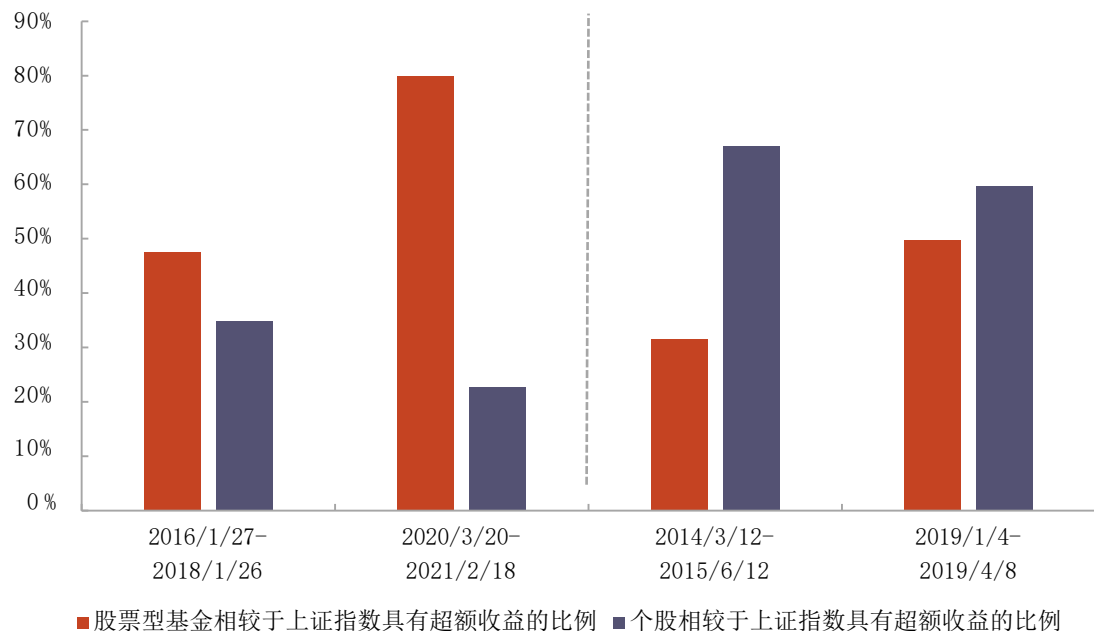
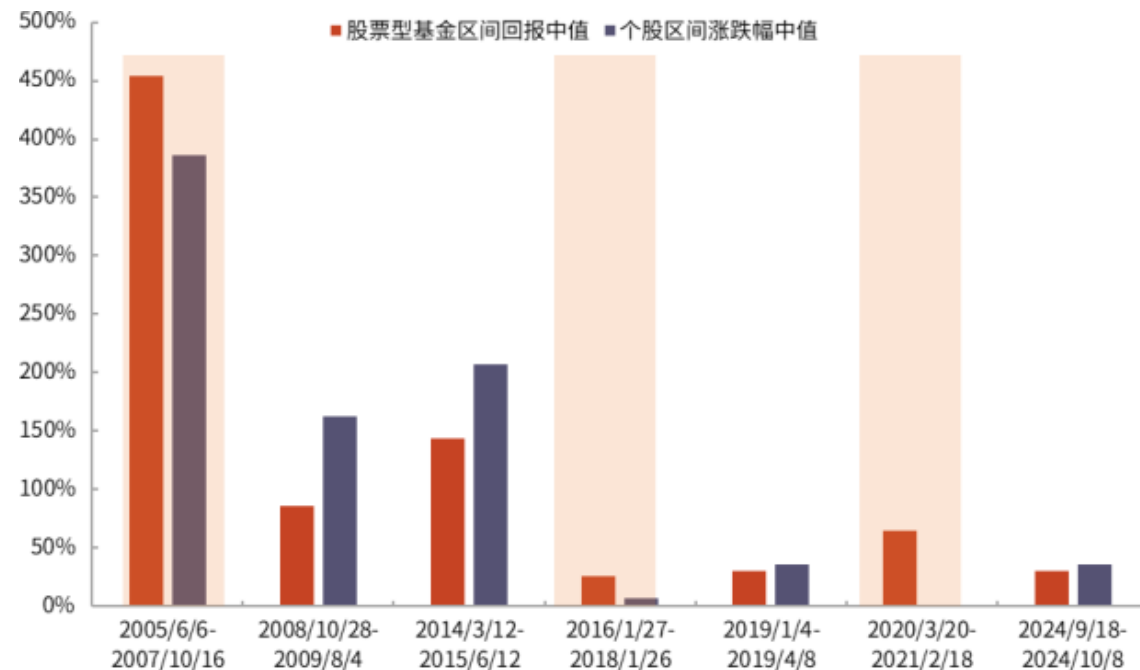


图28：盈利改善推动的牛市中，A股日均换手率相对更低，领涨行业收益率标准差相对更高



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中股票型基金的统计范围包括普通股股票型、被动指数型、增强指数型、偏股混合型基金，个股仅统计了沪深A股

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中股票型基金的统计范围包括普通股股票型、被动指数型、增强指数型、偏股混合型基金，个股仅统计了沪深A股

- 1、三个市场关注的核心问题
- 2、A股市场：仍在验证期
- 3、港股市场：关注结构性机会
- 4、风险提示

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：  
<https://d.book118.com/845014311131012011>