



聚焦重磅会议政策部署， 稳中求胜



——2024年12月资产配置报告

HWABAO SECURITIES / 2024年12月5日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）

分析师：郝一凡（执业证书编号：S0890524080002）

分析师：刘芳（执业证书编号：S0890524100002）

销售服务电话：021-20515355

▶ 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观主线梳理

美国经济韧性较强，通胀回落进程停滞不前

➤ 美国经济韧性较强，12月或降息25BP

◆ 美国10月通胀同比+2.6%，通胀上涨符合预期，但显示出通胀回落进程停滞不前，后续美联储官员多数表示未来降息路径仍存在不确定性，市场对12月降息25BP的概率预期为66%。

◆ 10月美国新增就业大幅回落，主要受到美国飓风“海伦”和“米尔顿”以及波音罢工事件的影响，但失业率并未抬升，显示美国劳动力市场仍然稳健。

➤ 特朗普关税扰动增加

◆ 11月美国当选总统特朗普发表了一系列有关提高关税的言论，包括1、对墨西哥和加拿大征收20%的关税。2、对中国商品加征10%的关税。3、警告金砖五国面临的关税风险。4、对东南亚的光伏产品征税。

◆ 这些关税政策一旦实施，将对中国出口产业链造成较大的冲击。即使最终并未正式推行相关关税政策，贸易关系不确定性本身也可能对经济产生比关税更深远的影响，如削弱国际公司与中国企业的贸易合作前景，影响中国公司在海外出口的投资意愿。

海外宏观

经济外生性修复为主，仍待政策进一步加码

➤ 经济边际改善，外生性修复为主，内生动能仍存压力

◆ 随着政策发力，10月经济延续边际改善，但外生性修复为主，表现为政策推动的投资、外需相对偏强，消费也带有较强的“补贴”领域偏强，其他领域修复偏慢的特征。

◆ 另外，经济的内生性动能压力仍存，一方面，价格指数弱势运行，显示出在产能过剩、有效需求不足的情况尚未有效扭转；另一方面，企业盈利下行压力仍然较大、信贷需求较弱，扩张意愿不强，就业压力不减。

➤ 政策进一步发力必要性提高，聚焦重要会议部署

◆ 近期外部不利因素扰动增多，国内政策需进一步加码以巩固经济企稳态势，且需要“打破常规”、重点向需求侧倾斜，改善有效需求不足的局面，以形成价格回升、企业盈利及居民收入提升的预期。

◆ 重点关注12月政治局会议及中央经济工作会议部署，以及后续国内经济内生动能修复的验证情况。

国内宏观

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	<p>➤ 重要会议政策部署即将落地，预计A股先扬后抑：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 国内经济基本面：政策发力带动经济边际修复，内生动能复苏仍然偏慢； ◆ 资金面：政策发力环境下市场情绪偏积极，成交活跃度维持偏高位； ◆ 政策面：中央经济工作会议有望延续“渐进式”加码节奏，随后进入政策真空期； ◆ 外部环境：特朗普政策扰动增多，未来外部不利影响增多。 <p>➤ 政策预期的博弈与落地，预计A股先扬后抑：随着外部不确定性及不利影响增多，国内政策进一步加码的必要性上升，市场再度进入政策博弈阶段，在12月政治局会议及中央经济工作会议落地前，预计市场情绪仍偏乐观，指数有维持稳定的力量支撑。后续重点关注政策落地情况，若出现对内需领域（消费、居民收入、福利保障）较为大规模（万亿级别）的政策发力指引，则市场有望延续震荡向上；若未出现超预期指引，市场在政策博弈后或将出现阶段性调整。</p>	中性
行业/风格	<p>➤ 12月大概率先扬后抑，先指数后红利：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 政策落地前，指数偏积极：在12月上旬政策落地前，在指数稳健运行的基础上，市场情绪或仍偏乐观，有望呈现轮动上涨格局，行业表现逐渐从分化走向收敛，中小盘或相对更优；板块方面顺经济周期相关的消费（非白酒）、地产链或相对更优。 ◆ 若政策未明显强于预期（大概率）：政策落地后预计市场博弈情绪逐渐退潮、分歧加大或带来阶段性调整压力，可阶段性止盈，或者在短期内关注红利、港股红利等方向。 ◆ 若政策落地强于预期：有望推动指数偏强上行，可关注沪深300、A500、创业板、中证1000、中证2000等宽基指数。 	先扬后抑 先指数后红利
配置策略	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 稳中求胜，上涨阶段可适当进行止盈操作：总体来看，12月重点关注宽基指数、个股的表现，行业风格选择获取超额收益的确定性降低，在上涨阶段可适度止盈部分仓位。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：重点关注美股、黄金等资产的机会。 	稳中求胜，适当 止盈 多资产配置

大类资产配置观点		
资产类别	月度展望	中期展望 (3个月)
A股	中性	相对乐观
港股	中性	相对乐观
利率债	相对乐观	相对乐观
信用债	相对乐观	相对乐观
可转债	中性	相对乐观
美股	相对乐观	相对乐观
美债	相对谨慎	中性
美元	中性	中性
黄金	中性	相对乐观
原油	中性	中性
货币/存款	减配	减配

注：国际形势演变超预期，地缘风险；海外经济超预期变化；国内经济复苏不及预期，政策效果不及预期。

内容目录

01 市场回顾

02 海外经济环境及政策影响

03 国内经济环境及政策影响

04 股债策略与市场结构特征

05 资产配置观点展望



大类资产表现回顾：A股震荡上行，美股表现强势

2024年11月大类资产表现特征回顾：

- **A股上涨，港股回落；美股表现出色；国内债市维持小幅上涨；黄金及原油价格出现回落，美元延续强劲。**
- **A股普遍回暖。**11月份，得益于政策发力预期强化，市场活跃度有所下降但保持在较高水平，市场维持上涨势头。
- **港股出现回调。**当前政策增量以化债、地产为主，其他领域政策进入空窗期，港股市场情绪、流动性弱于A股，继续回调。
- **海外市场分化，美股强势。**美国大选结果落地，风险偏好回升，美股表现强势，日股受到央行态度偏鹰的影响而回落。
- **黄金大幅回落。**美国大选结果落地，不确定性风险降低下黄金回落。
- **石油价格弱势震荡。**特朗普支持国内传统油气生产，从而增加全球原油供给，原油价格小幅回落。
- **债市小幅上涨。**当前政策进入空窗期，市场流动性相对充裕，叠加同业存款自律倡议推动广谱利率下行，债市延续上涨。
- **美元指数上涨。**特朗普的执政主张主要体现为（对内减税+扩大转移支付+对外加税+限制移民），利好于美元走强。

资产类别		区间涨跌幅		
		2024年11月	2024年10月	2024年以来
A股	Wind全A	1.34	2.28	12.20
	上证指数	1.42	-1.70	11.82
	沪深300	0.66	-3.16	14.15
	中证500	-0.84	2.75	7.79
	中证1000	1.18	7.14	5.13
	创业板指	2.75	-0.49	17.59
港股	恒生指数	-4.40	-3.86	13.94
	恒生中国企业指数	-4.37	-3.27	20.42
	恒生科技指数	-3.24	-5.32	15.65
海外股市	标普500	5.73	-0.99	26.47
	纳斯达克指数	6.21	-0.52	28.02
	德国DAX	2.88	-1.28	17.16
	日经225	-2.23	3.06	14.18
	英国富时100	2.18	-1.54	7.16
	法国CAC40	-1.57	-3.74	-4.08
债券	中债总财富指数	0.89	0.19	5.82
	中债信用债指数	0.60	0.17	3.74
	中证转债指数	2.43	1.52	4.52
商品	南华商品指数	-1.08	-1.41	-0.23
	ICE布油	-0.30	1.95	-5.32
	COMEX黄金	-3.26	4.22	27.86
汇率	美元指数	1.81	3.11	4.34
	美元兑人民币	1.65	1.43	1.99

A股行业风格回顾：11月小盘成长表现较好

- 2024年11月市场风格偏向成长，小盘成长风格延续良好表现。

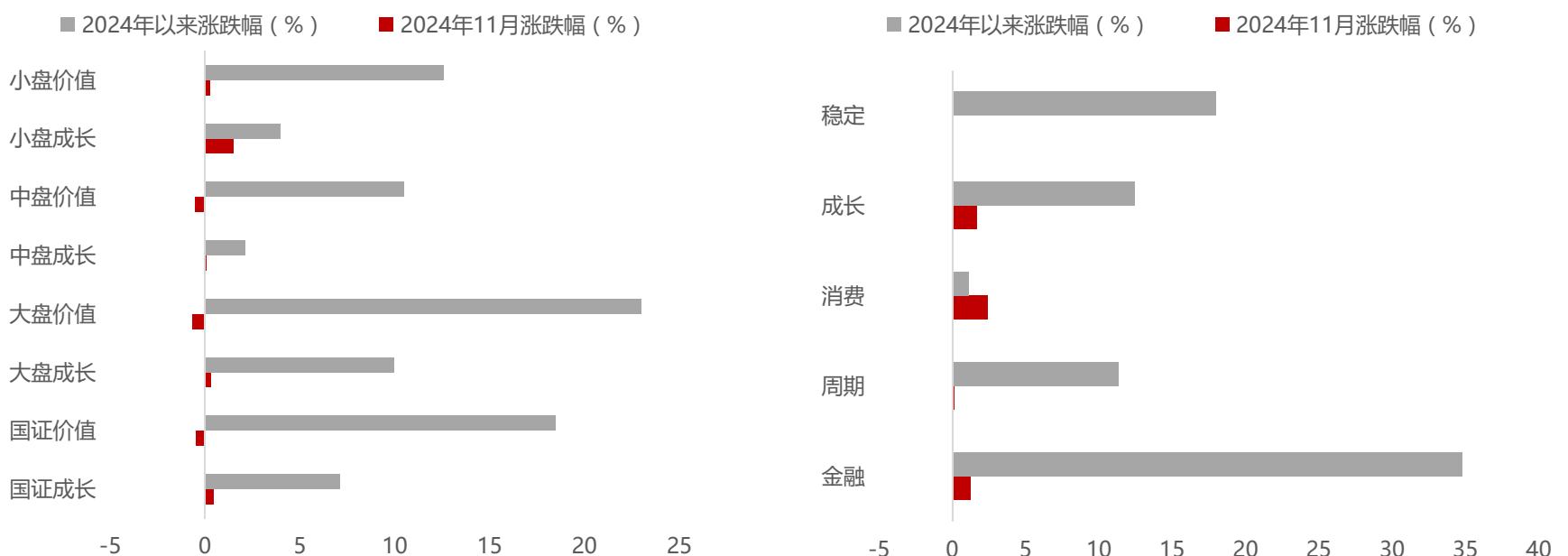
11月，A股市场交易热情有所降温但仍维持在较高水平，小盘成长延续较好表现。增量政策进入空窗期，顺周期板块表现一般。

- 行业方面，2024年11月涨跌不一，商贸零售、传媒、纺织服装行业涨幅居前。

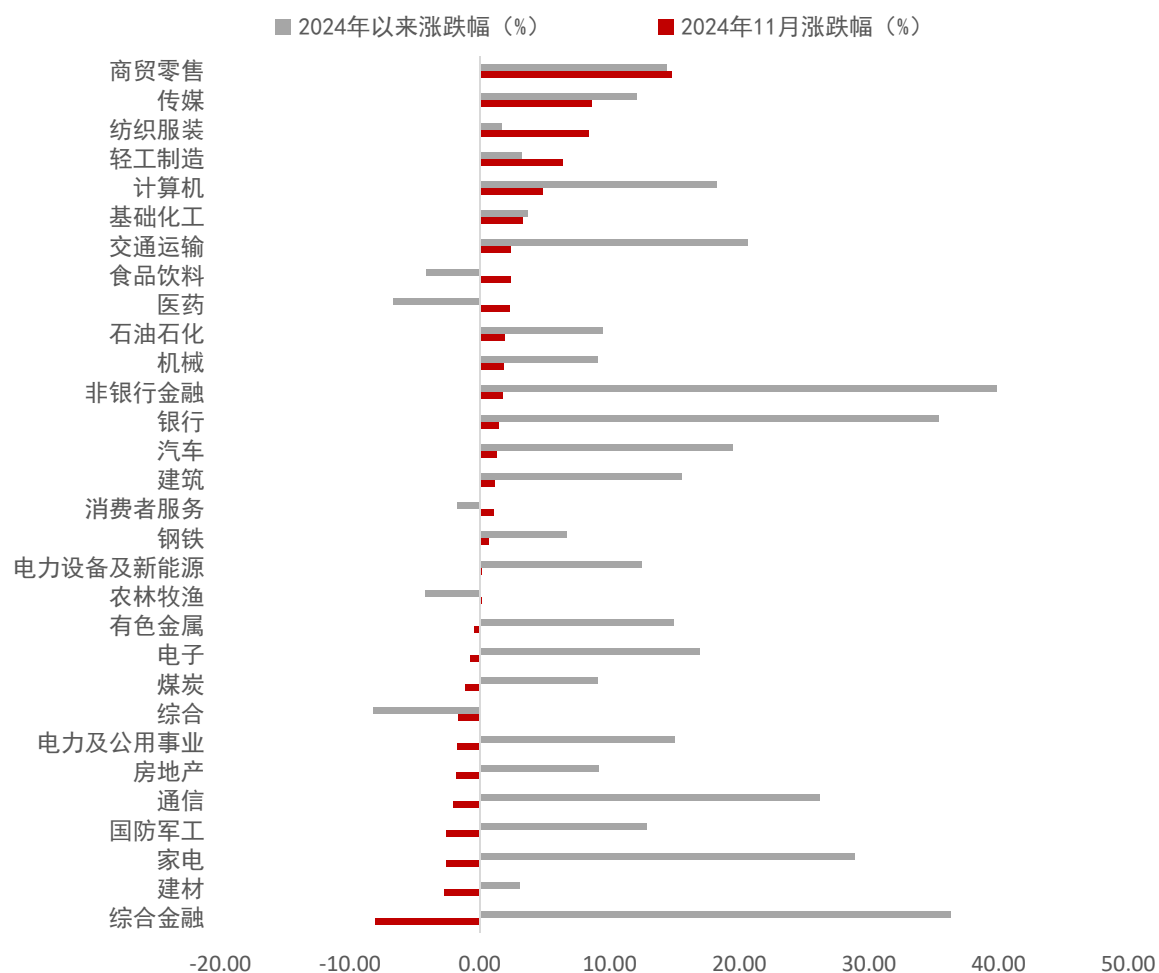
从具体行业来看，11月“谷子经济”作为资本市场的新概念，热度较高。与二次元文化关联度较高的商贸零售、传媒、纺织服装行业涨幅居前。

11月成长风格表现优于价值风格

11月成长、消费风格上涨(%)



11月行业涨跌不一，商贸零售及传媒板块表现亮眼(%)



内容目录

01 市场回顾

02 海外经济环境及政策影响

03 国内经济环境及政策影响

04 股债策略与市场结构特征

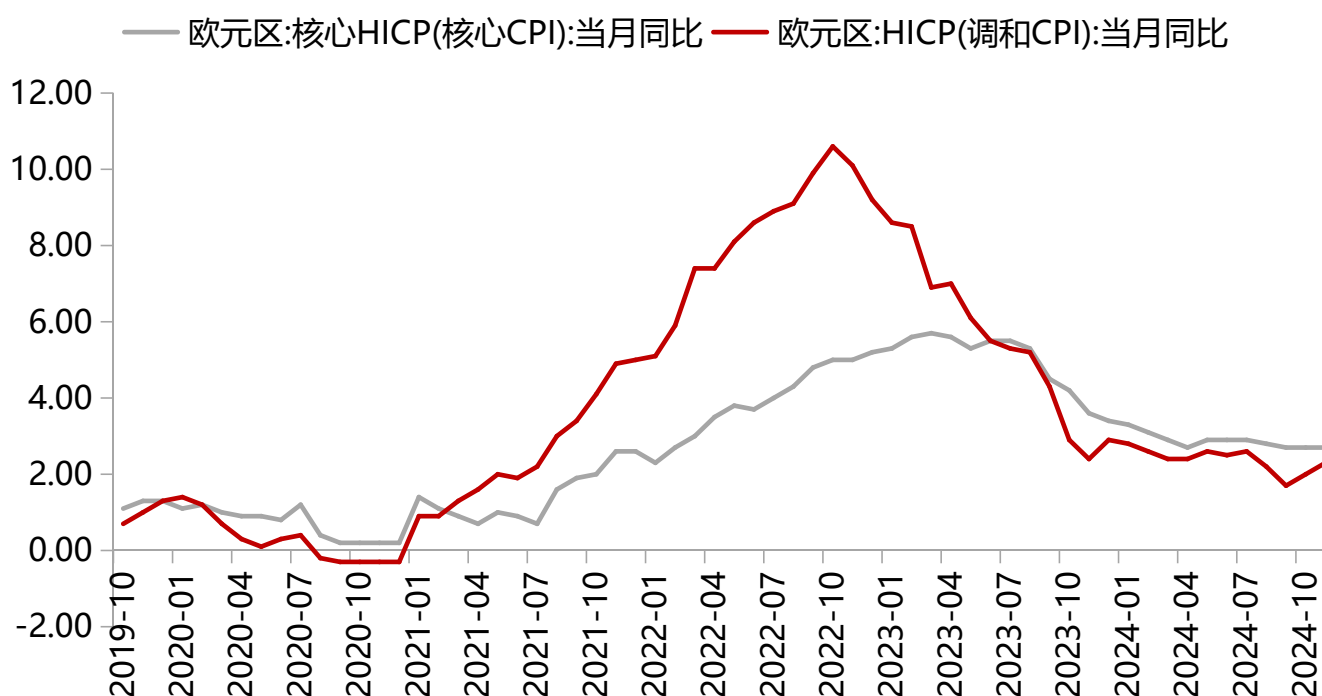
05 资产配置观点展望



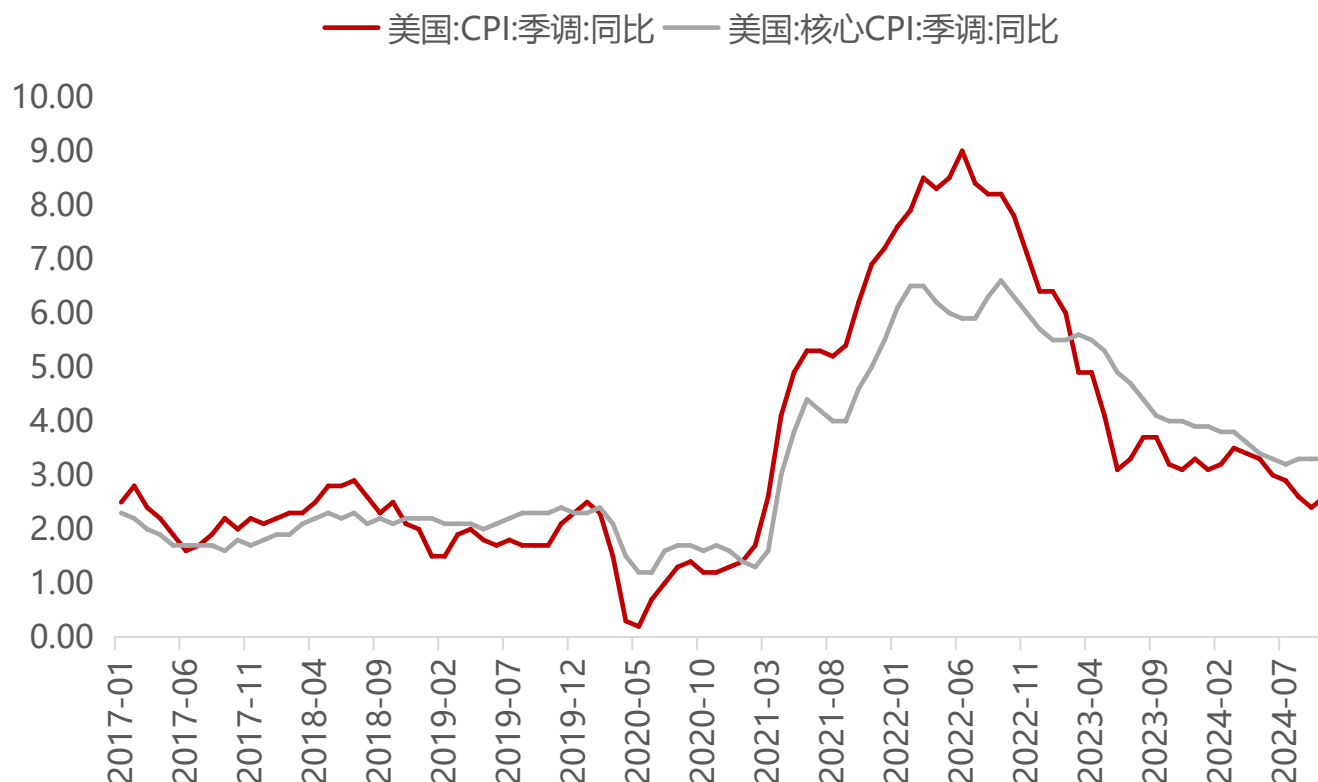
欧美通胀：欧洲通胀反弹

- **欧元区11月通胀延续反弹：**欧元区11月CPI初值同比上升2.3%，高于前值2%，这是欧元区通胀率在9月创出1.7%的阶段低点后，连续第二个月反弹。鉴于当前较为疲弱的经济前景，市场预期欧洲央行将在接下来的议息会议上连续降息。
- **美国10月CPI同比上涨，符合预期。**美国10月通胀同比+2.6%，前值+2.4%，市场预期+2.6%。美国通胀上涨符合预期，但显示出通胀回落进程停滞不前，后续美联储官员多数表示未来降息路径仍存在不确定性。

欧洲通胀反弹 (%)



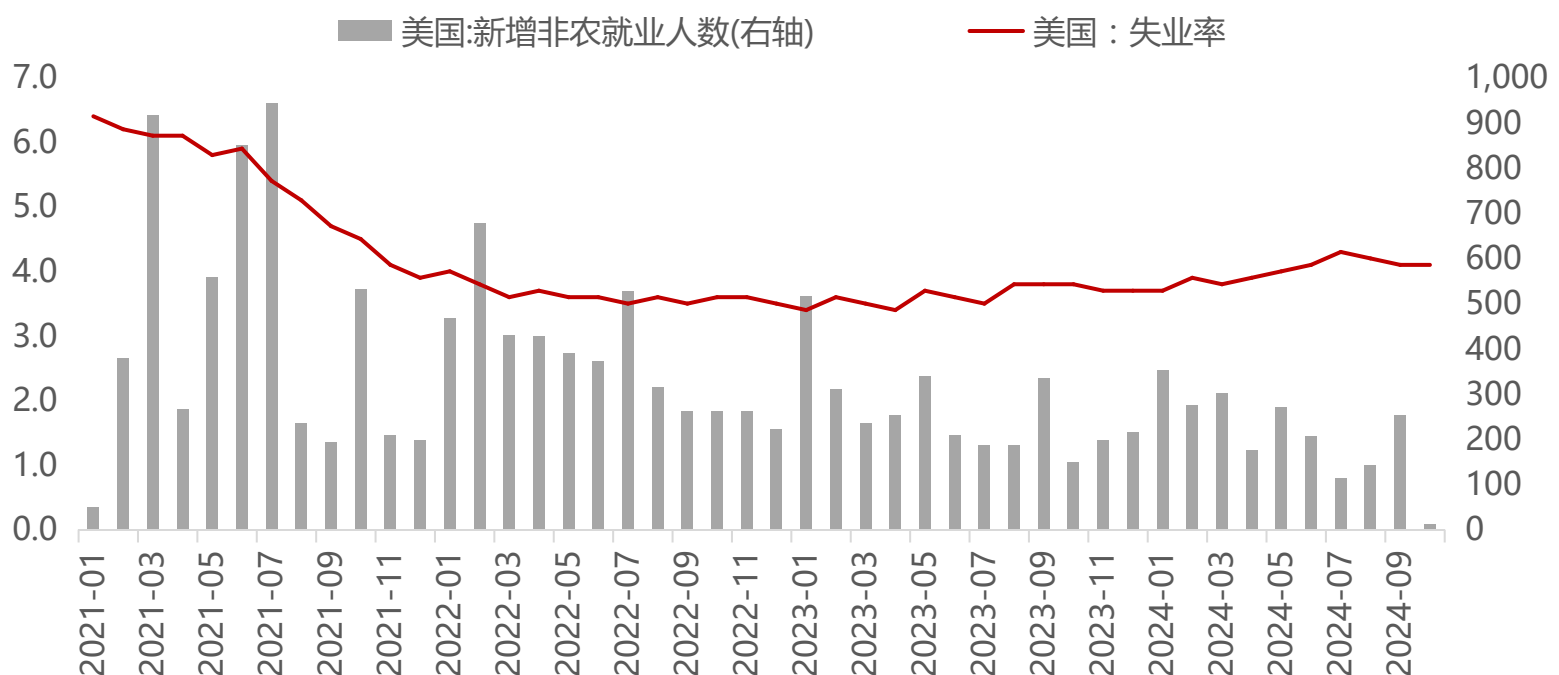
美国通胀上涨，符合预期 (%)



美国经济：非农回落，12月有望继续降息

- 美国非农就业回落，不过劳动力市场维持稳健。**10月美国新增就业大幅回落，主要受到美国飓风“海伦”和“米尔顿”以及波音罢工事件的影响：新增非农就业1.2万人，预期11.3万人；10月失业率4.1%，预期4.1%；平均时薪同比升4.0%，预期升4.0%。虽然新增非农大幅低于市场预期，但主要受到美国气候灾害和罢工事件等暂时性因素的影响，并且失业率并未抬升，显示美国劳动力市场仍然稳健。
- 市场预期美联储12月继续降息。**美东时间11月7日，美联储召开11月FOMC会议，联邦基金利率目标区间下调至4.5%-4.75%。在声明中，删除了通胀在朝2%目标“进一步推进”和“信心增强”的表述，这反映出美联储对未来通胀的担忧有所增加暗示未来可能会放慢降息的步伐。10月美国零售数据表现强劲，但实际消费增长的动力有所减弱。11月底来看12月降息25BP的概率上升至66%。

10月非农数据大幅回落，失业率维持低位



市场对12月降息25BP的概率预期为66%

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	66.0%	34.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.9%	57.8%	25.2%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.5%	39.8%	39.6%	11.1%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	18.5%	39.8%	31.1%	7.8%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.3%	10.0%	28.2%	35.8%	20.5%	4.3%
2025/7/30	0.0%	0.3%	3.4%	14.5%	30.1%	32.0%	16.5%	3.2%
2025/9/17	0.1%	1.3%	6.8%	19.2%	30.7%	27.3%	12.4%	2.2%
2025/10/29	0.4%	2.6%	9.7%	21.9%	29.9%	23.8%	10.0%	1.7%
2025/12/10	0.8%	4.0%	12.2%	23.6%	28.6%	21.0%	8.3%	1.4%

外部不利影响增多：特朗普及关税扰动

- **特朗普及关税扰动增加，外部不利影响增多。**特朗普上台后，全球贸易保护主义再次兴起，中国的出口面临着外部扰动增多。11月美国当选总统特朗普发表了一系列有关提高关税的言论，包括1、对墨西哥和加拿大征收20%的关税。2、对中国商品加征10%的关税。3、警告金砖五国面临的关税风险。4、对东南亚的光伏产品征税。这些关税政策一旦实施，将对中国出口产业链造成较大的冲击。即使最终并未正式推行相关关税政策，贸易关系不确定性本身也可能对经济产生比关税更深远的影响，如削弱国际公司与中国企业的贸易合作前景，影响中国公司在海外出口的投资意愿。

近期外部关税扰动增多

日期	相关国家部门或政治人物	政策
2024/11/25	美国当选总统 特朗普	将对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收25%关税。此外，特朗普还宣布将对进口自中国的所有商品加征10%的关税。
2024/11/30	美国当选总统 特朗普	要求“金砖国家”放弃创造新货币或支持其他货币取代美元的计划，否则这些国家将面临100%的关税。
2024/11/29	美国商务部	从柬埔寨、马来西亚、泰国和越南的太阳能进口以低于其生产成本的价格在美国不公平地销售，并提议对此征收高达271%的关税。国内光伏组件巨头在东南亚四国拥有大量产能，因此若关税实施将对国内光伏产业带来不利影响。
2024/12/1	俄罗斯海关	对中国进口的家具滑轨配件实施新的商品分类方法，导致该类产品的关税从原先的0%激增至55.65%。这一关税政策具有追溯性，可追溯至2021年。 输出“通缩”影响到其他国家产业 对中国出口至俄罗斯的汽车加征关税的声音也在俄罗斯变得更加普遍

内容目录

01 市场回顾

02 海外经济环境及政策影响

03 国内经济环境及政策影响

04 股债策略与市场结构特征

05 资产配置观点展望



国内经济：经济延续边际改善，期待更多内需增量政策

- 10月经济延续边际改善，主因政策发力影响，在消费、地产政策助力下，消费有所回升，不过企业生产、投资、信贷需求修复偏慢，目前以外生性因素带来的修复为主，内生修复动能仍然偏弱，还需更多内需增量政策“破局”。
- 需求：10月社会消费品零售总额同比增加4.8%，高于预期的3.9%；出口增速11.2%，明显回升，外需韧性仍强。
- 投资：10月固定资产投资增速3.4%持平前值，狭义基建回升，地产投资回落。
- 生产：10月工业增加值同比实际增长5.3%，较前值回落0.1%，在产能相对过剩的情况下，政策发力向企业扩展的传导仍存在时滞。

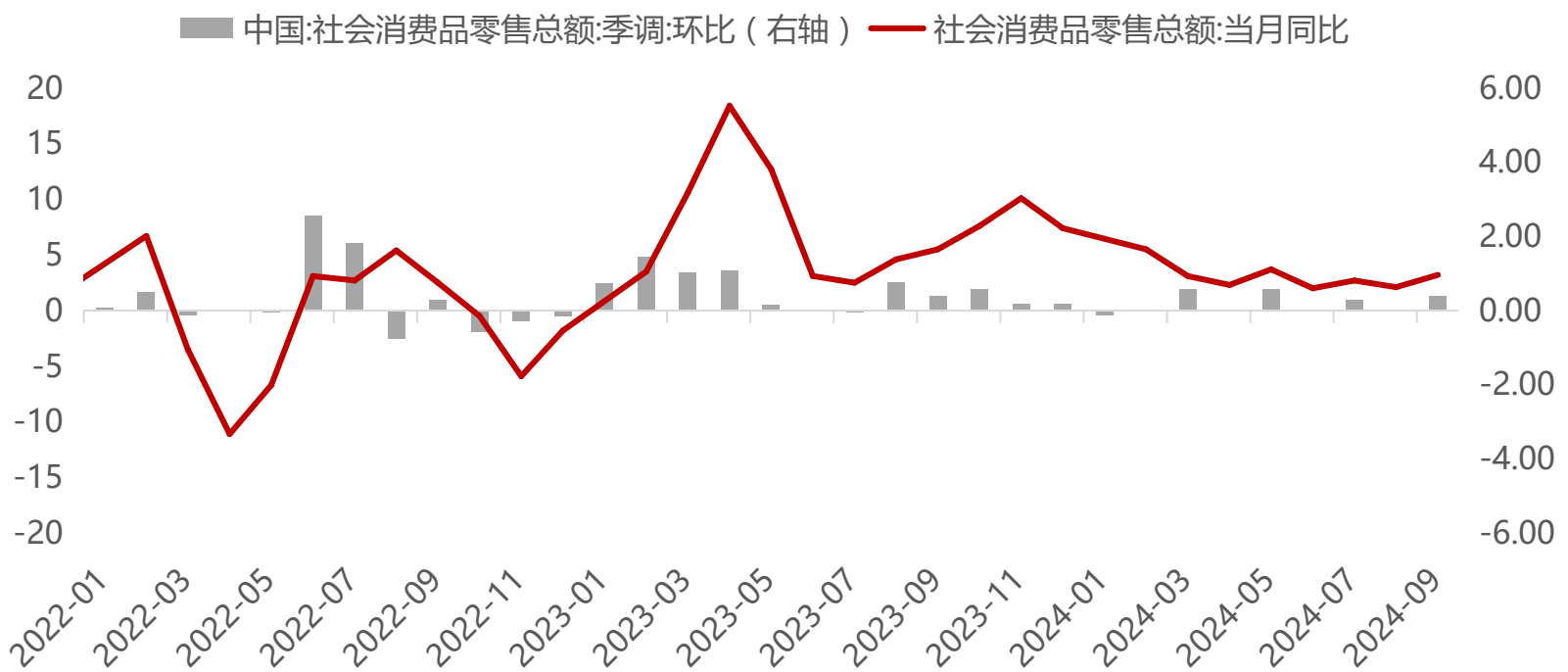
国内经济供需表现

	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资（含电力）	社零	出口
2024年10月	5.3	6.3	-10.30	9.30	9.35	4.80	11.20
2024年9月	5.4	5.1	-10.10	9.20	9.26	3.20	1.60
2024年8月	4.50	4.6	-10.20	9.10	7.87	2.10	8.40
2024年7月	5.10	4.8	-10.20	9.30	8.14	2.70	6.50
2024年6月	5.30	4.70	-10.10	9.50	7.70	2.00	10.70
2024年5月	5.60	4.80	-10.10	9.60	6.68	3.70	11.20
2024年4月	6.7	3.5	-9.80	9.70	7.78	2.30	5.10
2024年3月	4.5	5	-9.50	9.90	8.75	3.1	-3.80
2024年1-2月	7	5.8	-9.0	9.4	9.0	5.5	10.3
2023年12月	6.8	8.5	-9.6	6.5	8.2	7.4	3.8
2023年11月	6.6	9.3	-9.4	6.3	8.0	10.1	1.7
2023年10月	4.6	7.7	-9.3	6.2	8.3	7.6	-3.1
2023年9月	4.5	6.9	-9.1	6.2	8.6	5.5	-0.6
2023年8月	4.5	6.8	-8.8	5.9	9.0	4.6	-3.3
2023年7月	3.7	5.7	-8.5	5.7	9.4	2.5	-9.2
2023年6月	4.4	6.8	-7.9	6	10.2	3.1	-8.3
2023年5月	3.5	11.7	-7.2	6	10.1	12.7	-0.8
2023年4月	5.6	13.5	-6.2	6.4	9.8	18.4	16.8
2023年3月	3.9	9.2	-5.8	7	10.8	10.6	23.4
2023年1-2月	2.4	5.5	-5.7	8.1	12.2	3.5	0.9

需求端：购物节提前+国补，消费回升，出口保持韧性

- 受“两新”政策的国家补贴、双十一购物节提前影响，消费超预期回升：10月社零同比4.8%，高于预期的3.9%，消费主要受“两新”政策的国家补贴、购物节较去年提前十天启动影响，家电、通信设备、化妆品等可选消费销量大幅增长，带动消费增速回升，但考虑到今年5-6月出现过相似情形，因此需要关注后续消费修复的持续性，仍需消费政策的持续发力稳固内需。
- 外需韧性仍强。10月出口（人民币计价）同比增速11.2%，明显高于前值和预期；从2024年两年复合增速来看，出口再度反弹，外需韧性仍然偏强，结合特朗普加征关税预期，欧美制造业景气度下行，韩国、越南等出口走弱来看，外需仍然面临压力，但因加征关税前的“抢出口”因素，出口仍有望保持韧性。

社零增速回升 (%)



10月可选消费大幅改善 (%)

	2024年10月份同比增速	2024年10月份同比增速较前值变化
必选消费		
粮油、食品类	10.10	-1.0
饮料类	-0.90	-0.2
烟酒类	-0.10	0.6
服装鞋帽针纺织品类	8.00	8.4
日用品类	8.50	5.5
中西医药品类	1.40	-4.0
可选消费 (地产相关)		
家用电器和音像器材类	39.20	18.7
家具类	7.40	7.0
建筑及装潢材料类	-5.80	
可选消费 (非地产相关)		
化妆品类	40.10	44.6
金银珠宝类	-2.70	5.1
文化办公用品类	18.00	8.0
通讯器材类	14.40	2.1
石油及制品类	-6.60	-2.2
汽车类	3.70	3.3

10月出口超预期反弹 (%)

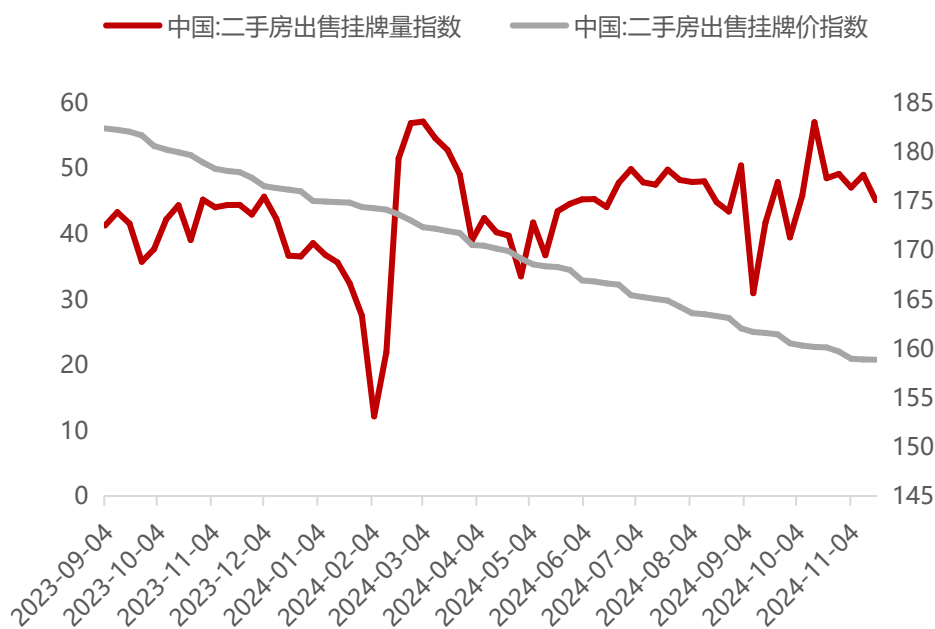


注：2024年为两年复合增速

需求端：地产政策持续优化，成交延续回暖

- **地产投资弱势下行。**1-10月，房地产开发投资累计同比-10.3%，较前值（-10.1%）进一步回落，当月投资同比出现明显下行。
- **地产成交延续回暖，价格尚未止跌。**10月地产销售较去年同期好转，沪深二手房成交维持偏高水平，30大中城市商品房成交面积同比改善，房地产市场成交在政策促进下延续回暖态势。但从二手房挂牌情况来看，挂牌价格尚未止跌。
- **地产政策仍在发力。**11月13日，房地产契税、增值税、土地增值税等迎来进一步优化，巩固地产成交企稳回暖态势，预计后续仍将有增量政策出台，促进地产价格的止跌企稳。

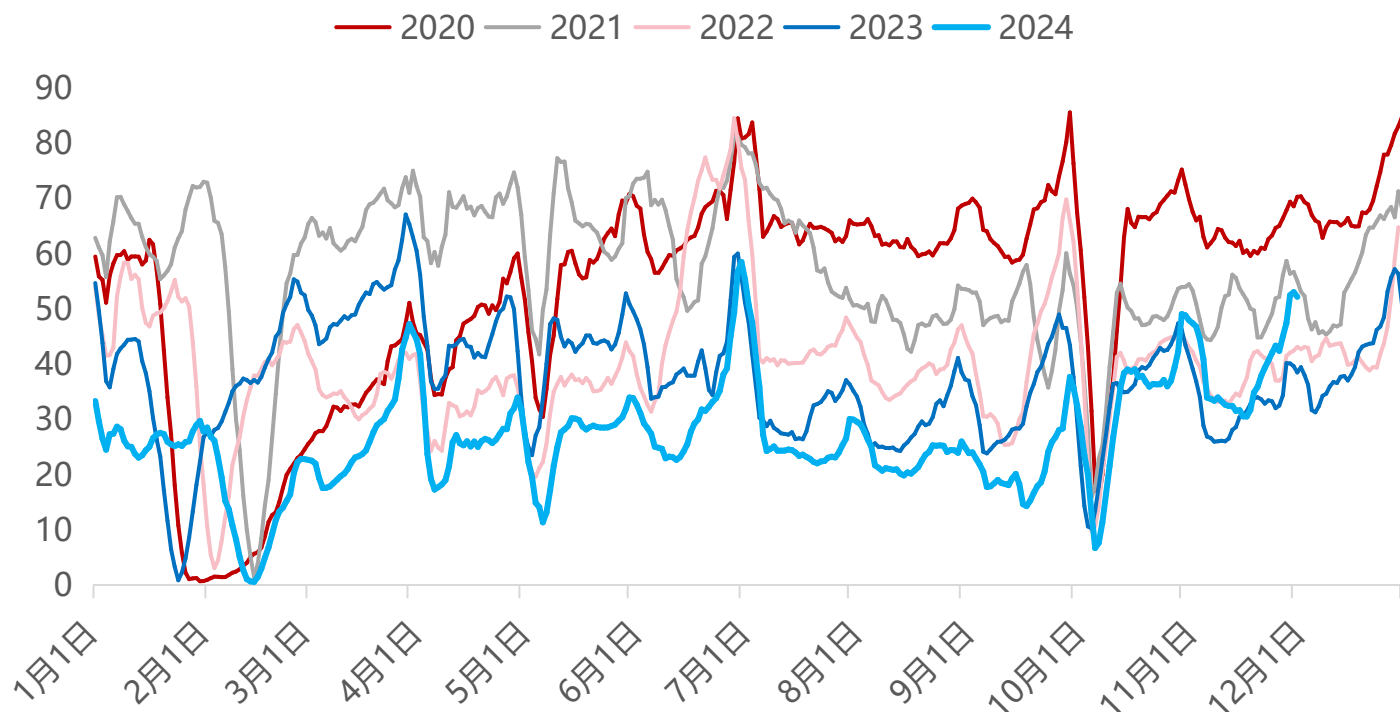
二手房挂牌量稳价跌



沪深二手房周度成交维持偏高水平 (套)



30大中城市商品房成交面积 (万平方米)

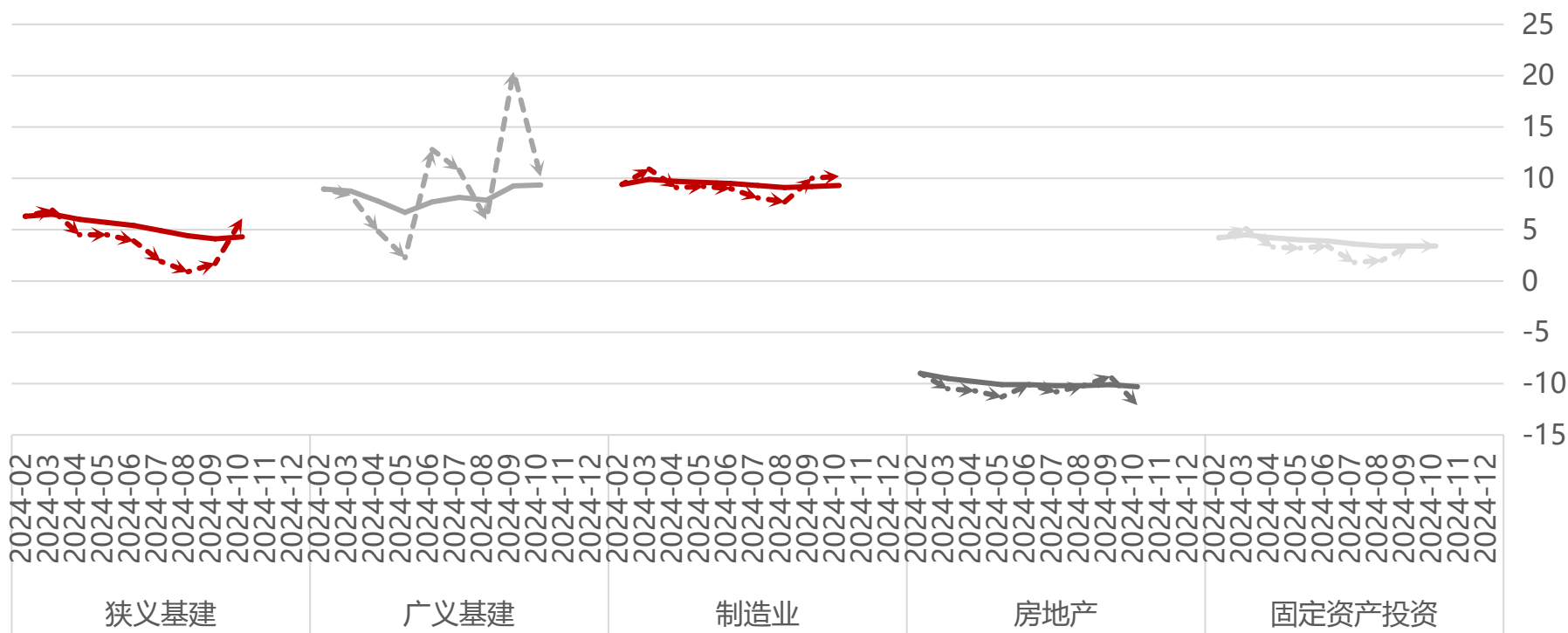


投资&生产端：固定资产投资趋平，工业增加值回落

- **10月固定资产投资平稳，基建、制造业偏高，地产投资回落：**10月从当月同比来看，狭义基建低位回升，广义基建、制造业维持高位，地产投资回落，在政策发力的背景下，投资增速修复相对偏慢，反应出内生修复力仍然不强。
- **工业增加值回落，企业盈利压力仍然较大：**10月工业增加值同比增速回落至5.3%，前值5.4%，且低于预期的5.6%。此外，企业盈利降幅收窄，但较去年同期仍然较大幅回落，应收账款同比去年同期增加3.5天，企业盈利、现金流压力较大的状况尚未改善，或是拖累企业生产意愿的主要因素。

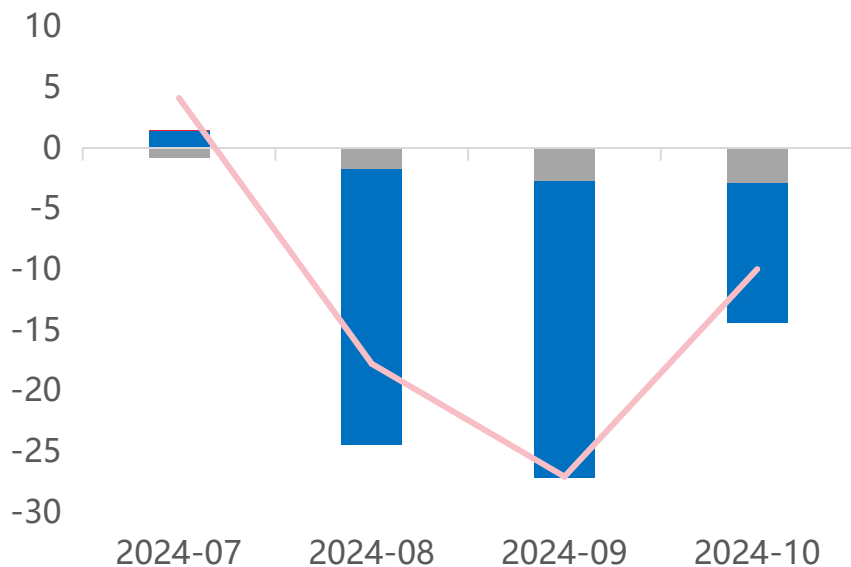
10月固定资产投资趋平 (%)

固定资产投资及分项累计同比（实线）、当月同比（虚线）



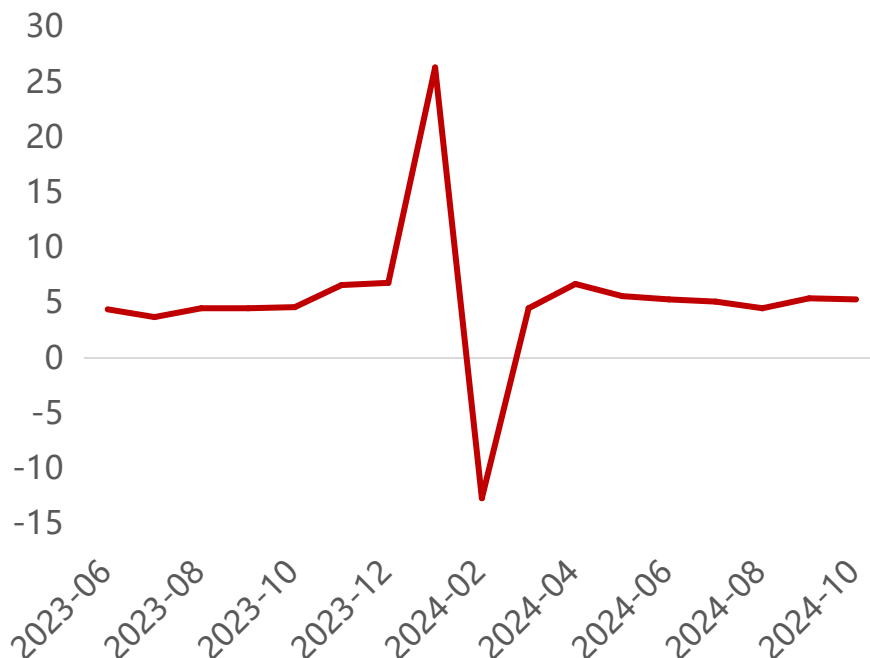
10月企业盈利降幅收窄 (%)

■ 中国:PPI:全部工业品:当月同比
 ■ 利润率：当月同比
 ■ 中国:工业企业:营业收入:当月同比
 ■ 中国:工业企业:利润总额:当月同比



10月工业增加值回落 (%)

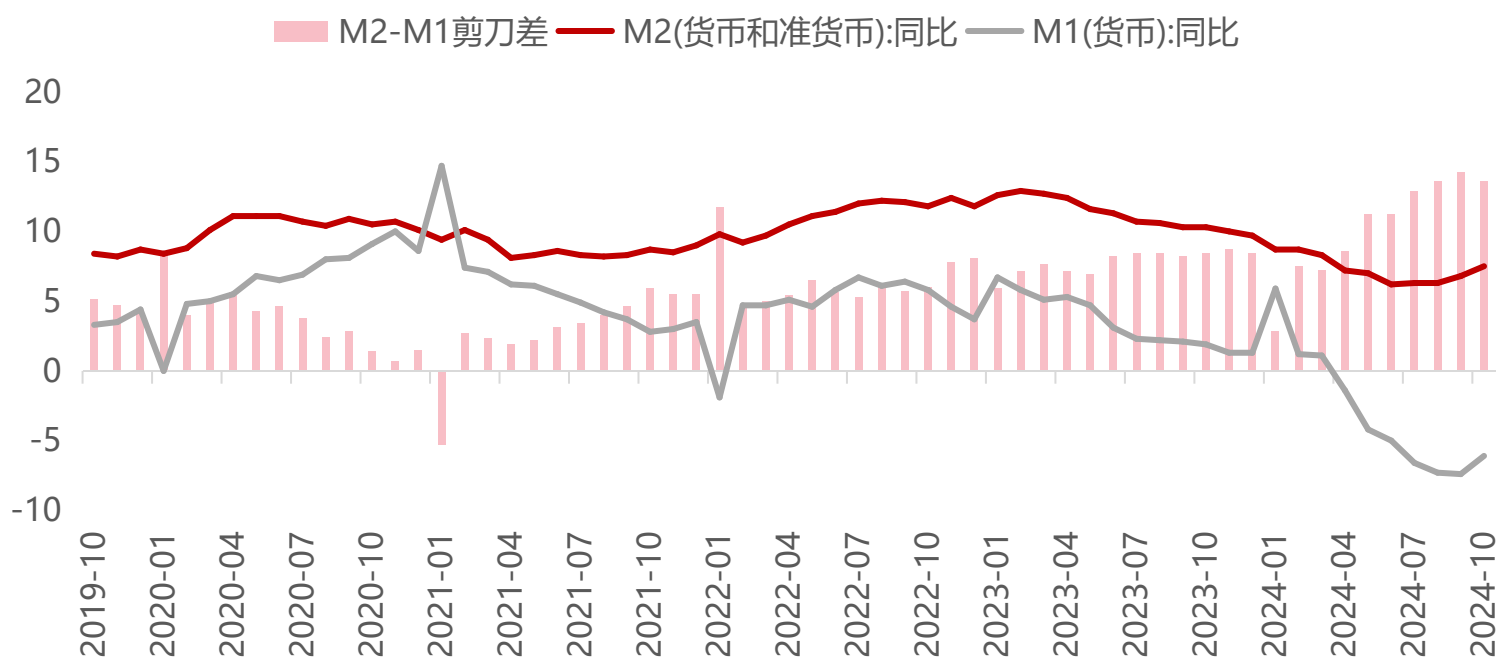
— 中国:规模以上工业增加值:当月同比



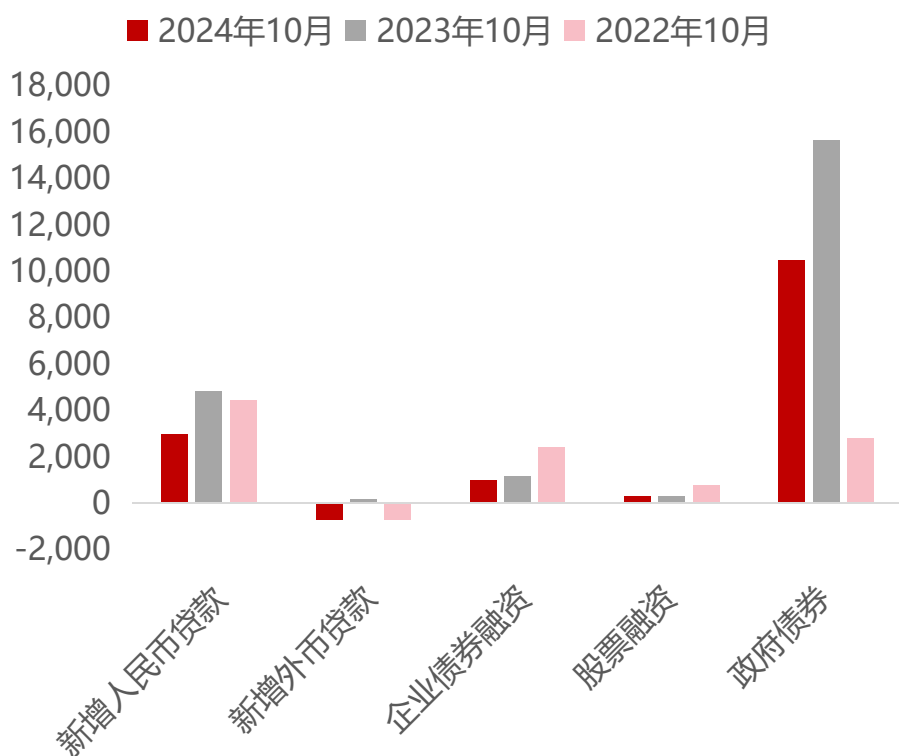
金融数据：居民信贷需求回暖，企业信贷需求走弱

- 政策加码推动M1、M2回升，M2-M1剪刀差收敛。政策发力影响下，企业经营、现金流状况有所改善，M1同比较前值企稳回升，M2继续修复，或仍主因证券市场持续活跃（证券客户保证金计入M2），M2-M1剪刀差有所收敛，显示出筑底改善迹象。
- 社融增速低于预期，企业信贷需求偏弱。10月新增社融低于市场预期，此前主要支撑社融增长的政府债融资有所回落，从信贷结构上来看，在地产、消费等政策发力，股市上涨等因素影响下居民信贷需求好转，但企业信贷需求显著弱于往年同期。显示出政策对居民信心的阶段性提振产生一定效果，但企业端仍相对谨慎，预计仍需财政在扩内需政策方面出台打破常规的增量政策，从而逐步推动居民需求的可持续改善，并带动企业信心好转。

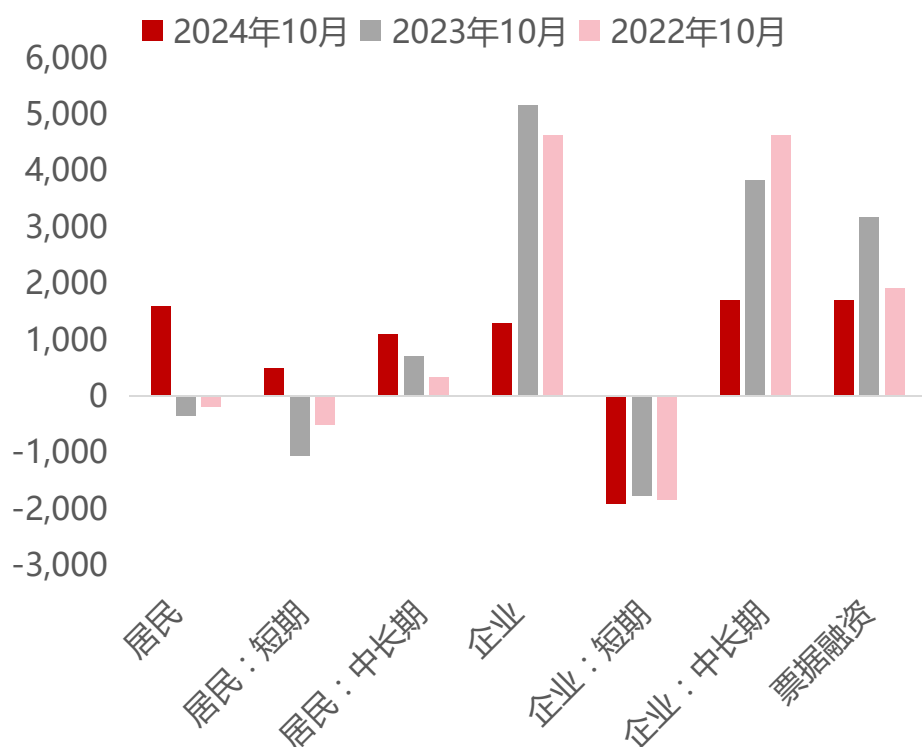
M1低位回升，M2-M1剪刀差收窄（%）



社融分项：各融资分项普遍回落（亿元）



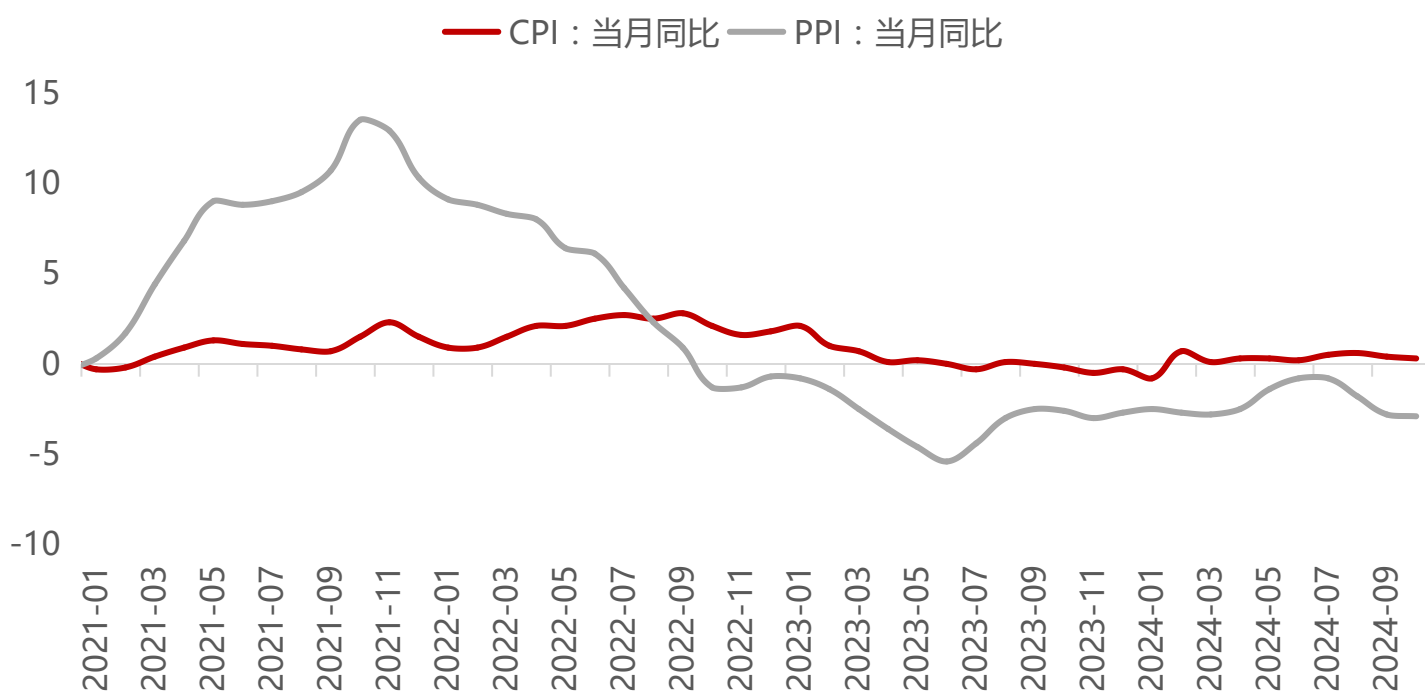
新增贷款：居民信贷修复，企业信贷需求大幅走弱（亿元）



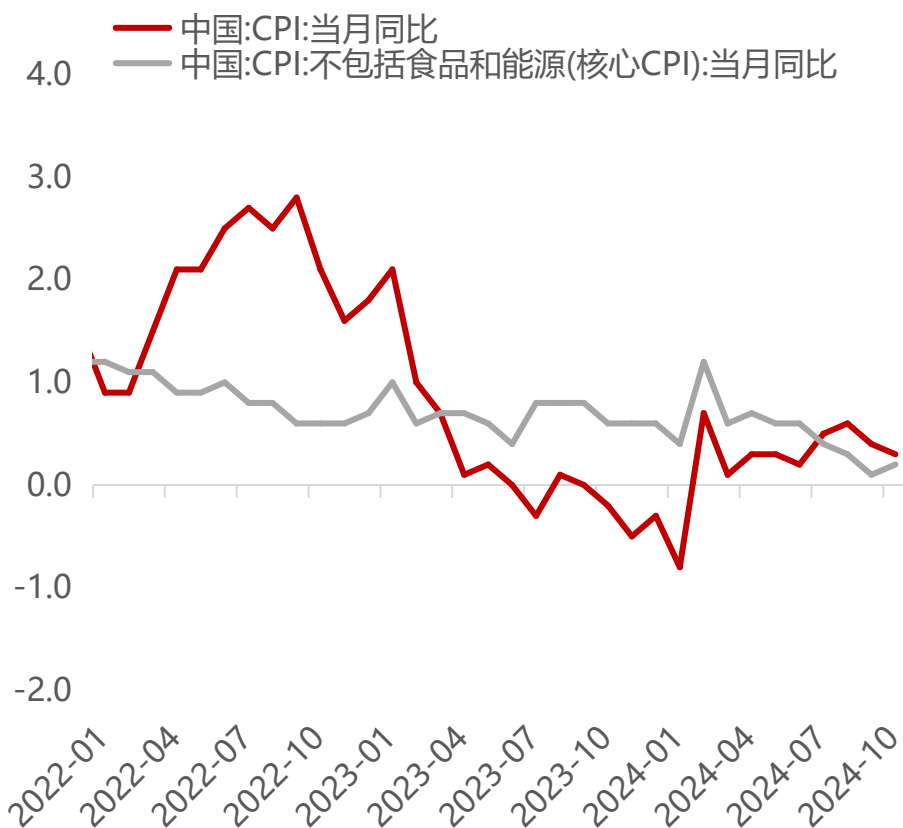
通胀前景：物价尚未筑底，低通胀压力仍然较大

- **CPI进一步回落，价格指数尚未筑底。**10月CPI回落至0.3%，低于预期和前值的0.4%，其中蔬菜、猪肉环比由强转弱带动CPI进一步走低，核心CPI小幅回升。
- **PPI低位进一步下行。**10月PPI进一步回落至-2.9%（前值-2.8%），不及预期的-2.5%。其中上游工业品价格延续回落，耐用消费品价格进一步降低。当前政策发力，但仍受制于产能过剩扰动，叠加需求端对价格较为敏感，导致物价尚未见底，修复滞后，企业盈利仍面临压力，有待政策在内需方面的持续发力。

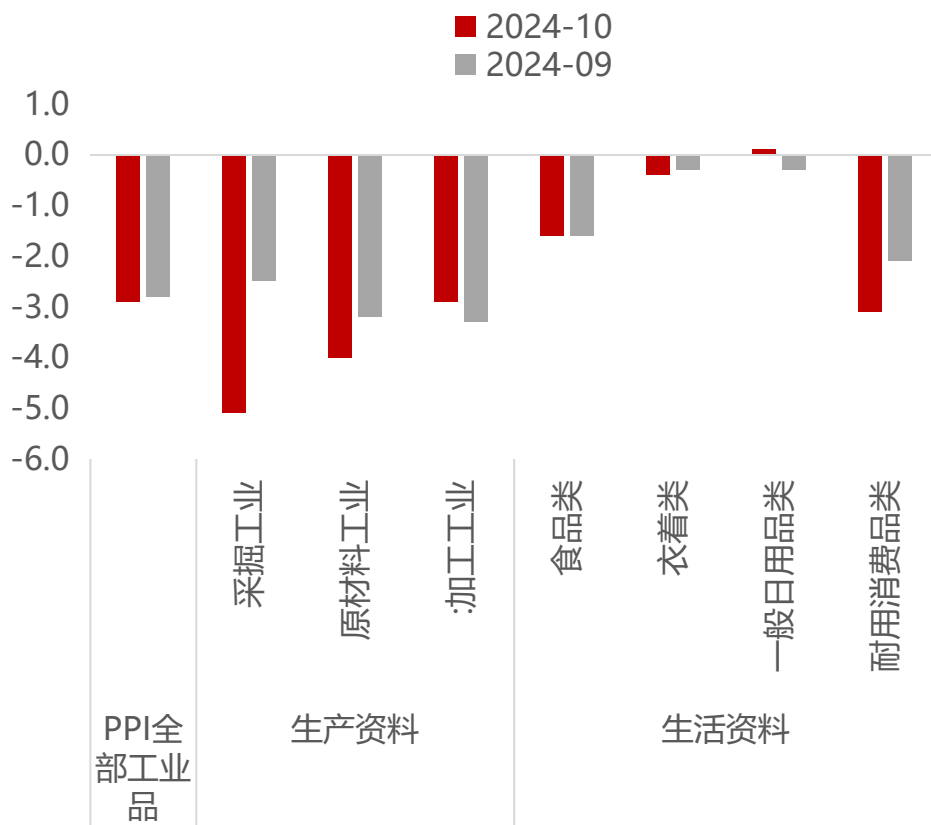
CPI、PPI均回落 (%)



核心CPI低位小幅回升 (%)



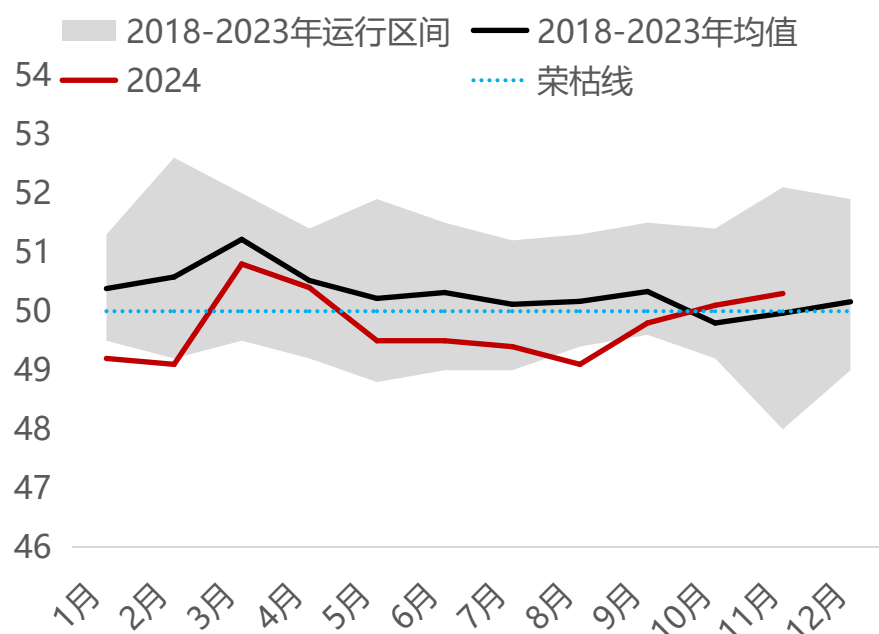
PPI上游价格回落、中下游价格低迷 (%)



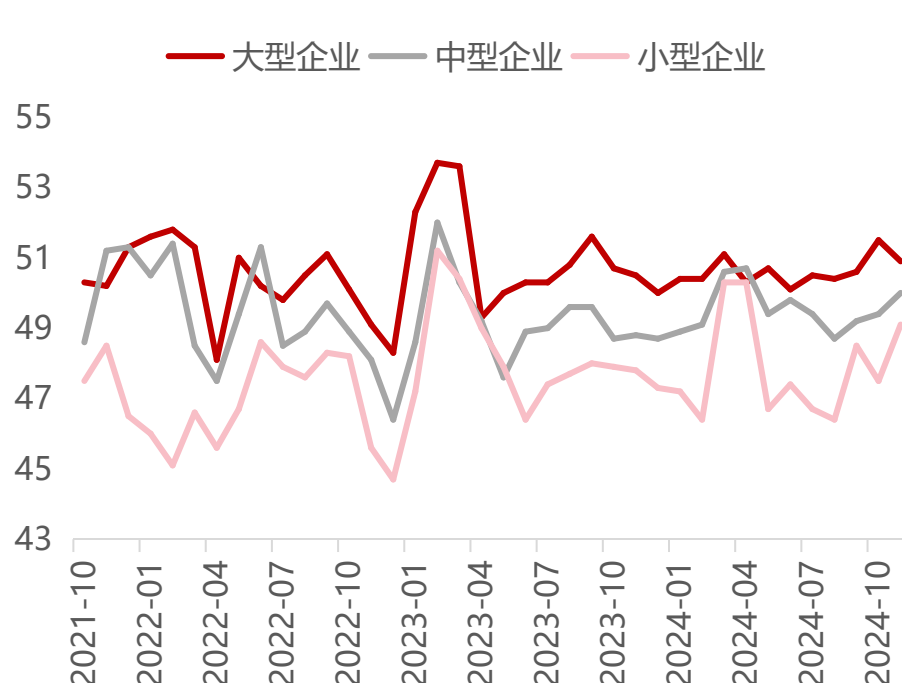
PMI：生产修复，内生动能仍有压力

- 11月制造业延续扩张，强于季节性。**11月制造业PMI回升至50.3（前值50.1）；服务业PMI为50.1（前值50.1），其中制造业PMI延续扩张走势，且强于过去5年（2018-2023年）均值，显示出制造业受政策影响延续修复。
- 中小型企业修复，但小型企业仍在荣枯线下。**11月大小型企业景气度明显收敛，中小型企业景气度回升，中型企业回升至50，小型企业回升至49.1但仍处荣枯线下。
- 生产、订单好转，但价格、从业指标回落，内生动能仍有弱化压力。**在政策发力影响下，生产修复；新出口订单、新订单回升或主要受“抢出口”需求影响；但价格指标均明显回落，从业人员指数也在回落，反映出经济的修复主要受益于外力刺激，而内生动能仍有弱化的压力。

制造业PMI强于季节性

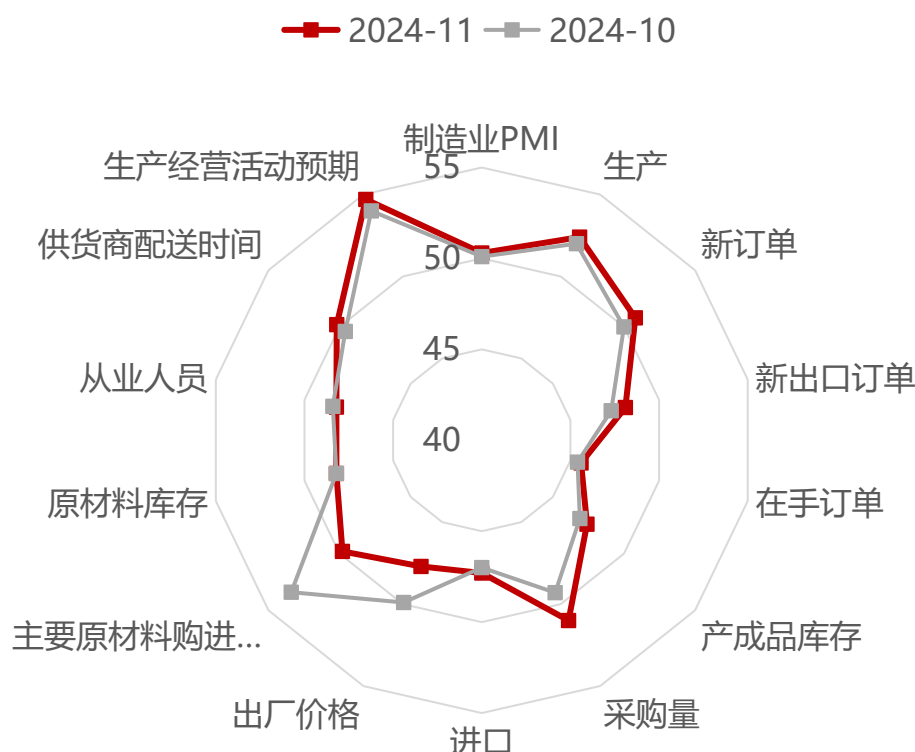


中小型企业修复



注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

PMI分项：生产、订单回升，价格、就业回落



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征**
- 05 资产配置观点展望



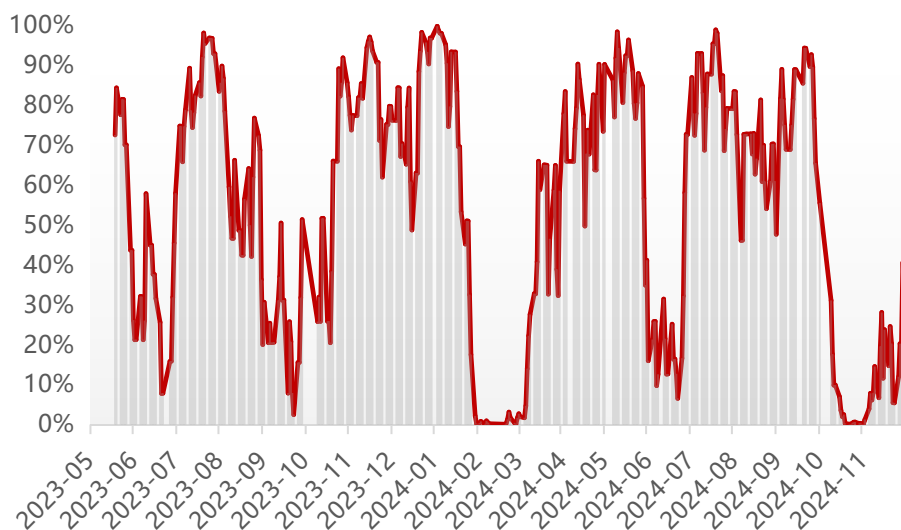
A股交易结构：轮动速度有所加快，行业间收益差收敛

2024年11月，A股维持震荡上涨的格局，由于市场风格出现分化，行业轮动有所增加，行业间收益差异对应收敛。

- ✓ 行业轮动：11月行业轮动速度有所提升但维持在低位，题材行情的持续性有所降低，赚钱效应逐渐减弱。
- ✓ 行业收益分布差：11月A股整体呈现震荡上升的格局，行业间收益差异有所收敛。
- ✓ 行业拥挤度：11月交易拥挤度明显提升的方向主要集中在：商贸零售、汽车、机械设备、交通运输等方向。

行业轮动速度有所加快

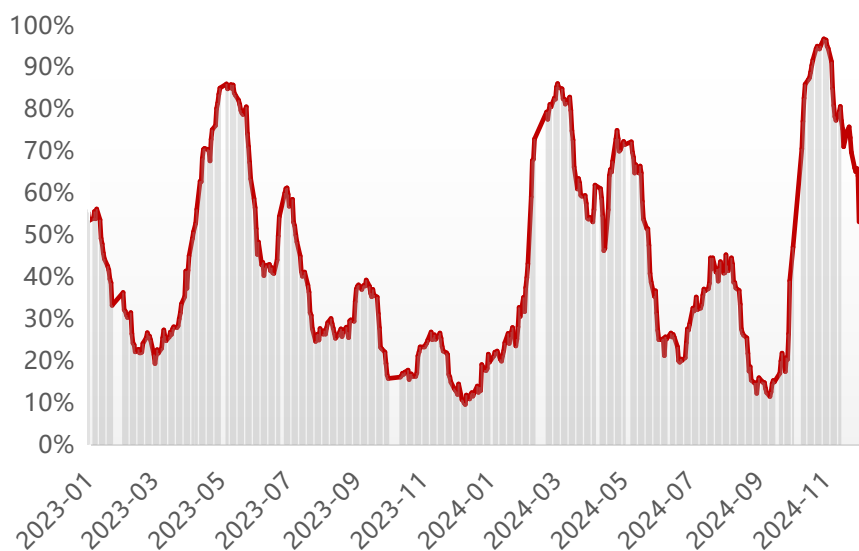
行业轮动指数



注：数值越高代表行业轮动速度越快

行业间收益差异收敛

行业间收益差异



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

行业拥挤度变化

	行业拥挤度（近三年）	月度分位数变化
银行	0.12	-32.6%
国防军工	0.70	-22.4%
建筑装饰	0.50	-16.0%
公用事业	0.10	-15.0%
美容护理	0.20	-14.6%
钢铁	0.22	-12.4%
房地产	0.37	-12.1%
建筑材料	0.00	-11.7%
非银金融	0.83	-9.5%
环保	0.70	-8.0%
电子	0.83	-7.6%
医药生物	0.02	-3.7%
电力设备	0.48	-2.9%
煤炭	0.16	-1.5%
食品饮料	0.01	-1.5%
农林牧渔	0.00	-1.0%
石油石化	0.05	-0.9%
计算机	0.93	-0.2%
基础化工	0.22	6.7%
社会服务	0.57	7.1%
通信	0.74	8.0%
有色金属	0.28	12.1%
家用电器	0.99	16.2%
轻工制造	0.19	16.9%
纺织服装	0.23	18.1%
综合	0.38	18.8%
传媒	0.64	19.7%
交通运输	0.54	24.5%
机械设备	0.84	24.5%
汽车	0.66	25.3%
商贸零售	0.84	29.8%

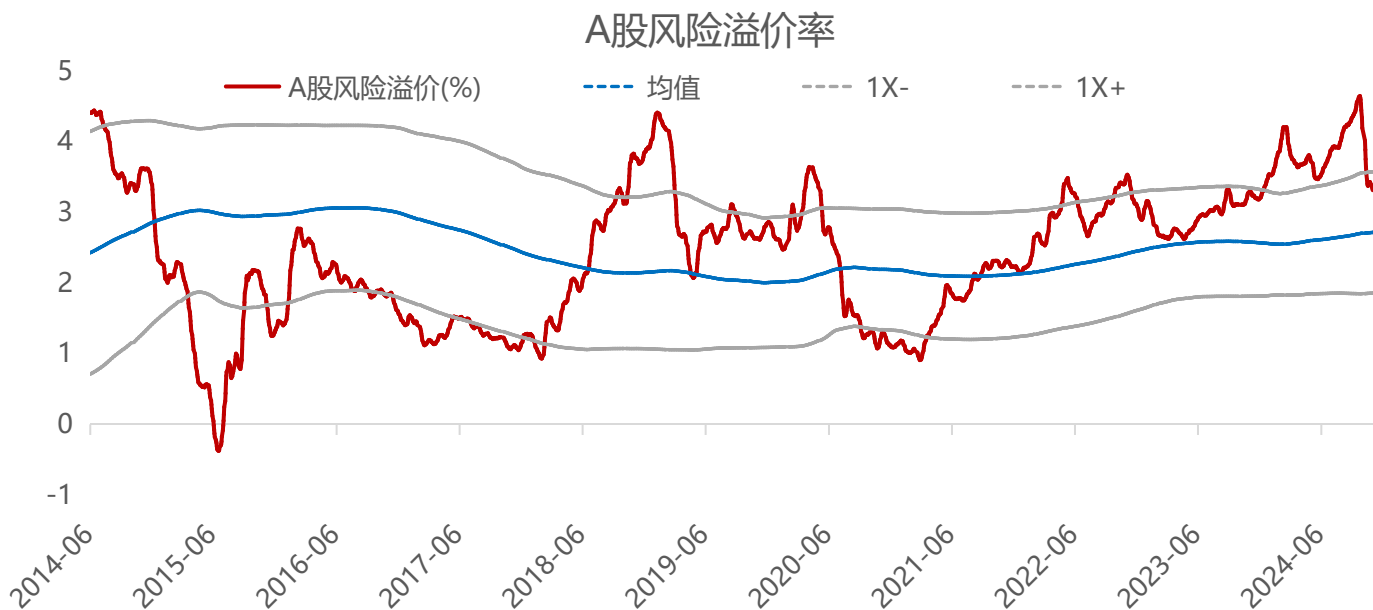
市场风险偏好：基本持平上月

- **上证红利股债性价比有所上升：**11月29日《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》和《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》通过审议会议，两项自律倡议有助于降低非银资金利率中枢，十年期国债收益率快速回落，上证红利股息率 - 十年期国债收益率小幅回升至3.20（前值3.02），接近3年滚动负一倍标准差水平（3.00）。
- **A股风险溢价率小幅上升，市场风险偏好基本持平：**截至11月30日，万得全A风险溢价率为3.37（前值3.31），目前接近5年滚动正一倍标准差水平（3.57），市场整体风险偏好基本持平。

上证红利股债性价比小幅回升



风险溢价率基本走平

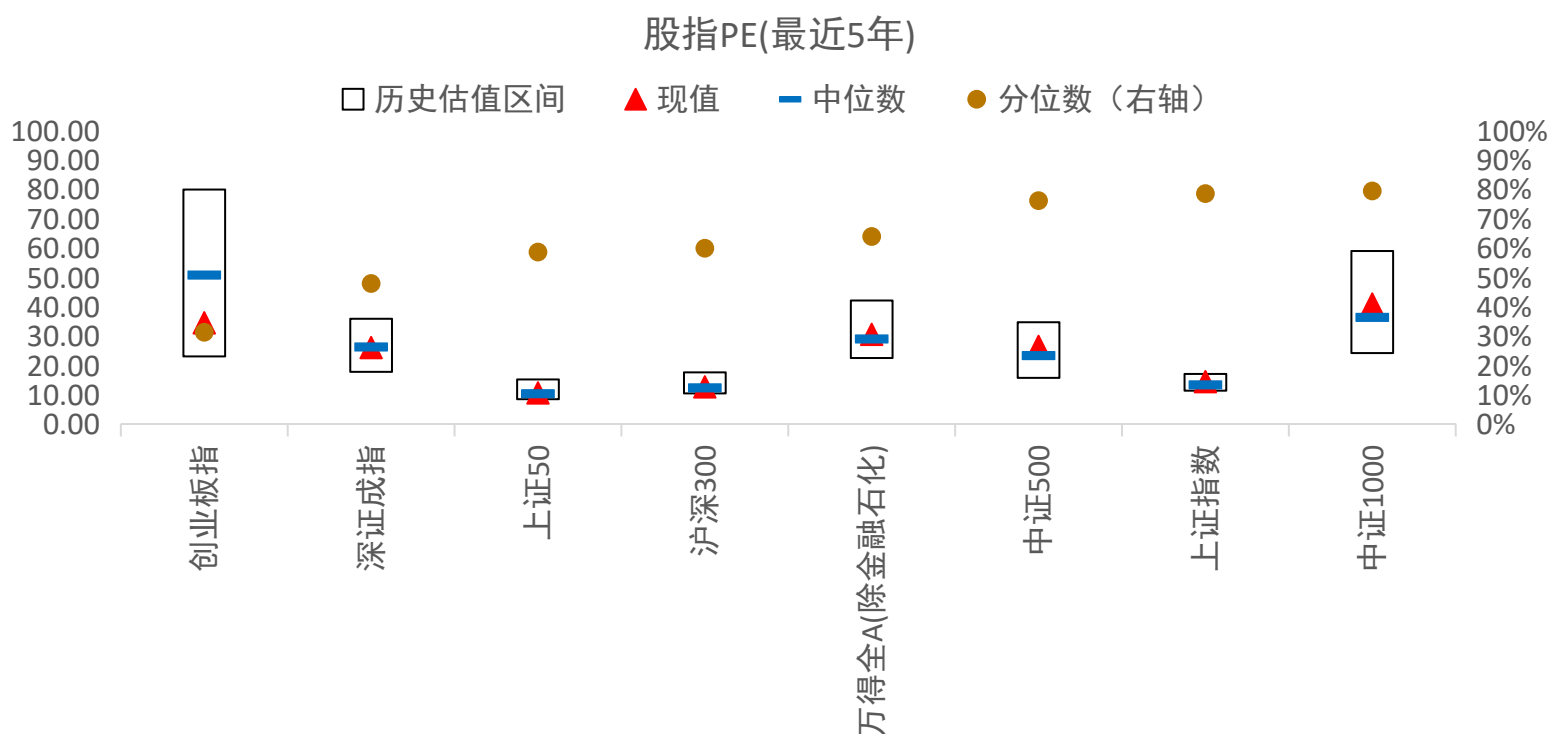


注：A股风险溢价=全部A股PE倒数 - 十年期国债收益率

股指估值水平：

- 2024年11月，跟踪的8个股指中，估值涨多跌少，其中，**中证1000、中证500、上证指数**处于至3/4以上区间，**创业板指、深证成指**处于**中位数以下**区间，**上证50、沪深300、万得全A（除金融、石油石化）**处于中位数区间以上。
- 跟踪PE的8个股指中，6个位于中位数以上区间，2个位于中位数以下区间。

注：股指标注绿色代表估值向下变化；股指标注红色代表估值向上变化；股指标注蓝色代表估值无明显变化。



	上月涨跌幅 (%)	2024年涨跌幅 (%)	PE	百分位
创业板指	2.75	17.59	34.31	31.21
深证成指	0.19	11.41	25.88	47.77
万得全A(除金融、石油石化)	1.32	8.96	30.38	63.87
沪深300	0.66	14.15	12.50	59.83
中证500	-0.84	7.79	26.29	76.14
中证1000	1.18	5.13	40.69	79.40
上证指数	1.42	11.82	14.28	78.49
上证50	-0.31	12.84	10.44	58.55

注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间为过去5年，按最大值归一化处理。

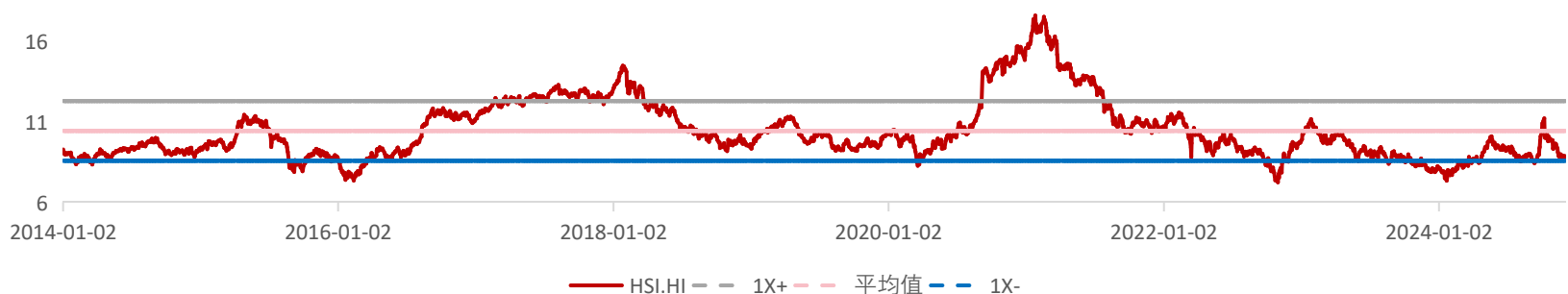
港股：AH股溢价率持续上升，估值回落

- 11月AH股溢价率上升：
- 11月A股市场在政策预期博弈升温和资金面改善的推动下，市场有所回暖，而港股延续回落态势。AH溢价因此有所上升至148.57，港股配置性价比优势凸显。
- 港股估值小幅回落，配置性价比优势仍然偏高：
- 11月，由于流动性及情绪相对偏弱，港股估值继续回落。目前整体接近均值-一倍标准差的水平，结合AH股溢价率来看，配置性价比仍然偏高。

AH股溢价率回升



恒生PE



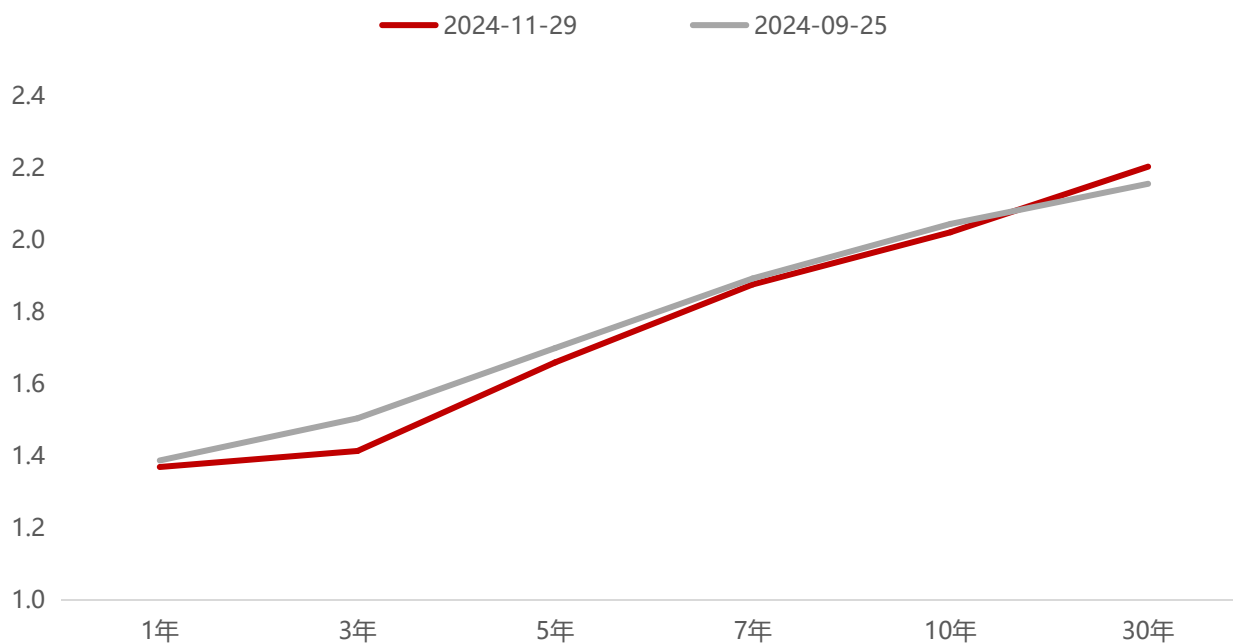
恒生PB



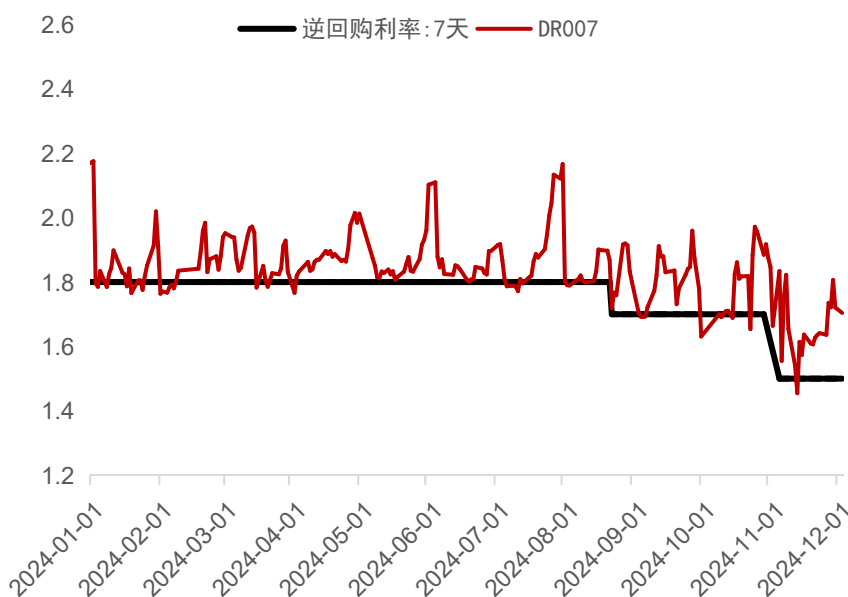
债市：年末胜率相对较高

- **11月宏观政策面相对平静，化债供给扰动有限：**11月以来尚未有更多增量政策出台，化债措施推动政府发债增加，但央行通过二级市场购债、买断式逆回购提供流动性有效对冲发债需求，债市供给扰动有限。
- **《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》推动同存、债市利率下行：**11月29日，市场利率定价自律机制发布《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》和《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》。有助于压降银行同业存款负债成本，畅通利率传导机制，为未来降息铺路；同时，还将推动部分同业存款转向同业存单、债市，加快了广谱利率的下行。
- **年末债市收益率下行概率较高：**当前经济低通胀、企业盈利压力较大的局面尚未实质性扭转，若无大幅超预期的政策增量，或难以对债市形成利空，政策落地则可能意味着债市扰动减弱。此外，从过去几年经验来看，受银行理财年末收官及“开门红”影响、机构逐渐为下一年布局等因素影响，12月债市收益率下行概率较高。因此12月建议适度积极配置，调整即是机会。

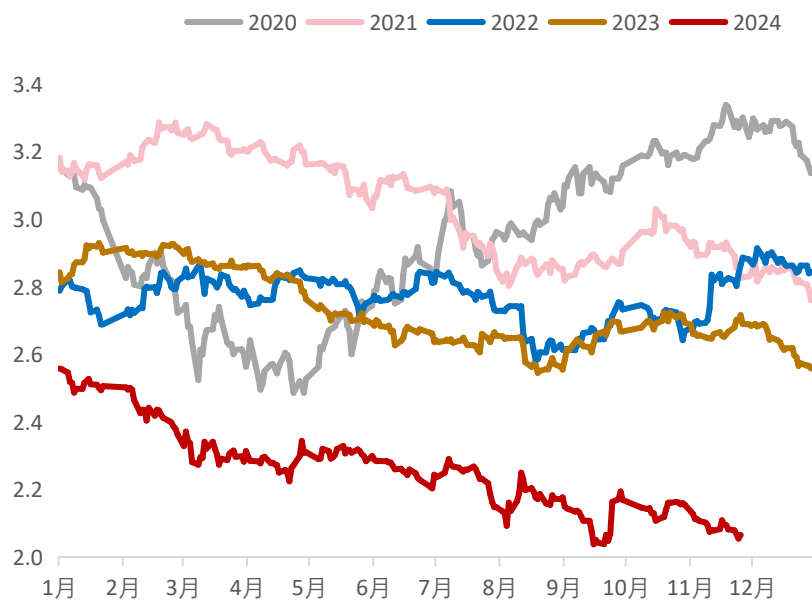
近2个月国债收益率曲线陡峭化 (%)



11月资金利率相对政策利率偏高 (%)



近几年12月债券收益率普遍下行 (%)



内容目录

01 市场回顾

02 海外经济环境及政策影响

03 国内经济环境及政策影响

04 股债策略与市场结构特征

05 资产配置观点展望



谨慎

相对谨慎

中性

相对乐观

乐观

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
<p>港股</p>	<p>预计先扬后抑，总体仍处震荡阶段</p> <ul style="list-style-type: none"> 在政策博弈阶段，预计呈现先扬后抑，总体震荡的走势，但外部扰动增多限制港股上涨空间。 由于本轮港股表现相对弱于A股，港股性价比提升，红利股股息率也相对偏高，预计将先行企稳，进一步下行风险降低。 配置性价比有所回升，短期震荡为主，观点中性，关注港股红利。 	<p>中性</p>
<p>美股</p>	<p>12月美股有望延续良好表现</p> <ul style="list-style-type: none"> 美国当前健康的劳动力市场和稳健的公司盈利增长均对股市的基本面形成支撑。 特朗普支持的放松管制和降低公司税的政策主张有望提振美股表现。 美国经济维持强劲叠加降息周期延续，12月美股有望延续良好表现。 	<p>相对乐观</p>
<p>美债</p>	<ul style="list-style-type: none"> 11月下旬以来“特朗普交易”降温，美债收益率基本抹去11月初以来的涨幅。后续若通胀维持强劲，美债收益率进一步回落的空间较为有限。 12月美联储大概率进行降息，但市场已经基本反映了这一预期。后期美联储降息的节奏将受到通胀回落路径的影响，存在放缓的可能性，长期美债收益率可能出现反复波动。 美债收益率进一步回落的空间有限，反复波动风险增加，观点相对谨慎。 	<p>相对谨慎</p>
<p>美元</p>	<ul style="list-style-type: none"> 近期“特朗普交易”开始明显降温，不过特朗普有关贸易关税的言论仍可能推高美元汇率。 圣诞假期临近，市场交易量减少，投资者可能会减少交易持仓并增加对美元资产的抛售，从而影响美元汇率。 许多非美国家年底具有结汇需求，大规模的结汇行为会增加对美元抛售的压力。 美元指数短期或震荡为主，观点维持中性。 	<p>中性</p>

谨慎 相对谨慎 中性 相对乐观 乐观

资产类别		核心逻辑观点	配置建议
债券	利率债	<p>年末胜率相对较高，未来利率下行仍有空间</p> <ul style="list-style-type: none"> 《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》进一步压降同业存款成本，畅通利率传导机制，有助于推动广谱利率进一步下行，且以险资为代表的非银机构配债需求也有望提升。 政府债发行增加，央行通过公开市场操作投放流动性有效对冲，年末预计资金面压力不大。 预计明年仍有降息空间，受银行理财规模上升、机构为来年布局配置等因素推动，债市12月胜率较高。 虽有“抢跑”，但年末胜率仍然偏高，观点相对乐观。 	相对乐观
	信用债	<ul style="list-style-type: none"> 权益市场情绪暂未再度升温，“开门红”等推动理财规模回升，信用利差走阔风险缓和。 12月债市胜率偏高，信用债有望跟随利率下行走势，但仍建议以短久期、高评级为主。 短期偏积极，观点相对乐观，以短久期、高评级为主。 	相对乐观
	可转债	<ul style="list-style-type: none"> 由于权益市场或转向偏震荡阶段，预计12月可转债先扬后抑总体震荡。 在政策发力阶段，后续权益市场或仍有结构性机会，作为固收+配置可转债仍有配置价值。 权益市场或延续偏震荡走势，观点中性。 	中性
商品	黄金	<ul style="list-style-type: none"> 展望未来，全球不确定性上升，降息周期延续，黄金的储备、投资、对冲汇率风险的价值仍然较强，慢牛趋势尚未改变。 美国大选落地后金价回落，配置性价比提升，但短期或以震荡为主。 黄金处于慢牛市中，短期偏震荡，中长期配置价值较高。 	中性
	原油	<ul style="list-style-type: none"> 特朗普政策主张石油增产，对油价形成不利影响 油价已处于低位区间，进一步下行空间有限，或以低位震荡为主 原油价格或维持低位震荡格局，观点维持中性。 	中性

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	<p>➤ 重要会议政策部署即将落地，预计A股先扬后抑：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 国内经济基本面：政策发力带动经济边际修复，内生动能复苏仍然偏慢； ◆ 资金面：政策发力环境下市场情绪偏积极，成交活跃度维持偏高位； ◆ 政策面：中央经济工作会议有望延续“渐进式”加码节奏，随后进入政策真空期； ◆ 外部环境：特朗普政策扰动增多，未来外部不利影响增多。 <p>➤ 政策预期的博弈与落地，预计A股先扬后抑：随着外部不确定性及不利影响增多，国内政策进一步加码的必要性上升，市场再度进入政策博弈阶段，在12月政治局会议及中央经济工作会议落地前，预计市场情绪仍偏乐观，指数有维持稳定的力量支撑。后续重点关注政策落地情况，若出现对内需领域（消费、居民收入、福利保障）较为大规模（万亿级别）的政策发力指引，则市场有望延续震荡向上；若未出现超预期指引，市场在政策博弈后或将出现阶段性调整。</p>	中性
行业/风格	<p>➤ 12月大概率先扬后抑，先指数后红利：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 政策落地前，指数偏积极：在12月上旬政策落地前，在指数稳健运行的基础上，市场情绪或仍偏乐观，有望呈现轮动上涨格局，行业表现逐渐从分化走向收敛，中小盘或相对更优；板块方面顺经济周期相关的消费（非白酒）、地产链或相对更优。 ◆ 若政策未明显强于预期（大概率）：政策落地后预计市场博弈情绪逐渐退潮、分歧加大或带来阶段性调整压力，可阶段性止盈，或者在短期内关注红利、港股红利等方向。 ◆ 若政策落地强于预期：有望推动指数偏强上行，可关注沪深300、A500、创业板、中证1000、中证2000等宽基指数。 	先扬后抑 先指数后红利
配置策略	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 稳中求胜，上涨阶段可适当进行止盈操作：总体来看，12月重点关注宽基指数、个股的表现，行业风格选择获取超额收益的确定性降低，在上涨阶段可适度止盈部分仓位。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：重点关注美股、黄金等资产的机会。 	稳中求胜，适当 止盈 多资产配置

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美国经济、通胀数据反弹风险；
- 欧美经济衰退风险；
- 美国政策不确定性风险；
- 稳增长政策落地不及预期；
- 国内经济复苏不及预期。

风险提示及免责声明

分析师承诺：

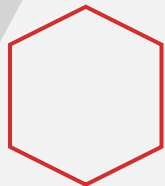
本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示：

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明：

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES