



## 股指期货：内外情绪共振 股指集体走弱

2025 年 11 月 28 日

- 主要内容概述：
- 11 月以来，受海外美联储降息预期反复、国内科技板块估值较高等因素影响，A 股主要股指集体走弱。风格上，前期上涨最多的成长风格调整最多，金融风格涨幅最小。板块中仅有银行、传媒等少数板块上涨，汽车、电子元器件、计算机跌幅较深。截止 11 月 26 日，IH、IF、IC、IM 主力合约分别收涨 1.72%、2.96%、4.90%、2.77%。
- 经济基本面仍待改善，对 A 股支撑偏弱。本月公布的经济数据整体继续放缓，且低于市场预期，供需两端均表现不佳。供给端，在出口增长放缓、内需表现偏弱影响下，工业生产超增速下降。需求端，固定资产投资降幅扩大，基建制造业房地产全面走弱；消费增速受到国补和以旧换新政策退坡影响继续放缓；出口受到对美欧增速下滑影响增速显著放缓。
- 宏观流动性方面，美联储降息预期在经历反复波动后迎来回升，截至 11 月 26 日，12 月降息 25 个基点的概率已上升至 85%。国内流动性维持充裕，11 月中期流动性净投放总额达到 6000 亿元，与上月持平，连续 4 个月处于年内较高水平，但由于未进一步降低政策利率，导致市场对于短期流动性进一步增强的相关预期有所转弱。
- 短期来看，目前宏观基本面、流动性均难以对指数形成提振，且目前处于政策、业绩真空期，成交持续缩量下，市场情绪有所降温，预计指数以窄幅震荡为主。中长期来看，偏弱的经济数据进一步强化了市场对增量政策的期待，12 月重要会议将出台新一轮政策指引，有利于指数回稳走强。

上海中期交易咨询业务资格：  
证监许可【2011】1462 号  
研究所 宏观金融研究团队  
分析师：段恩文  
从业资格号：F03107802  
投资咨询号：Z0021487

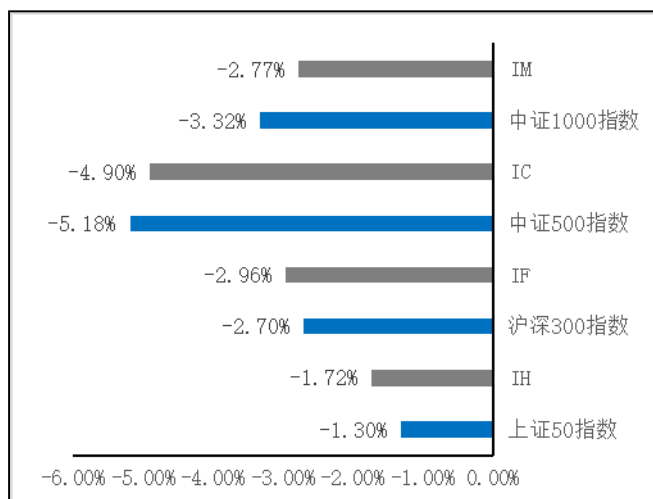
### 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、行情回顾

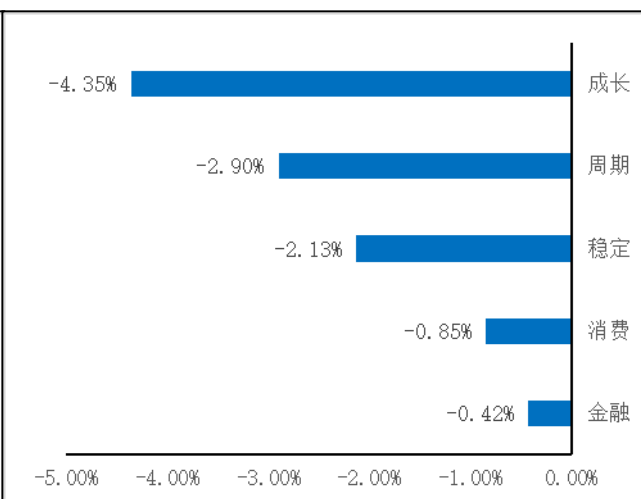
外部情绪与内部结构性矛盾共振，股指继续集体走弱。11月以来，受海外美联储降息预期反复、国内科技板块估值较高等因素影响，A股主要股指集体走弱。风格上，前期上涨最多的成长风格调整最多，金融风格涨幅最小。板块中仅有银行、传媒等少数板块上涨，汽车、电子元器件、计算机跌幅较深。截止11月26日，IH、IF、IC、IM主力合约分别收涨1.72%、2.96%、4.90%、2.77%，对应现货上证50、沪深300、中证500、中证1000指数分别收涨1.30%、2.70%、5.18%、3.32%。

图1：11月期指及现货涨跌幅



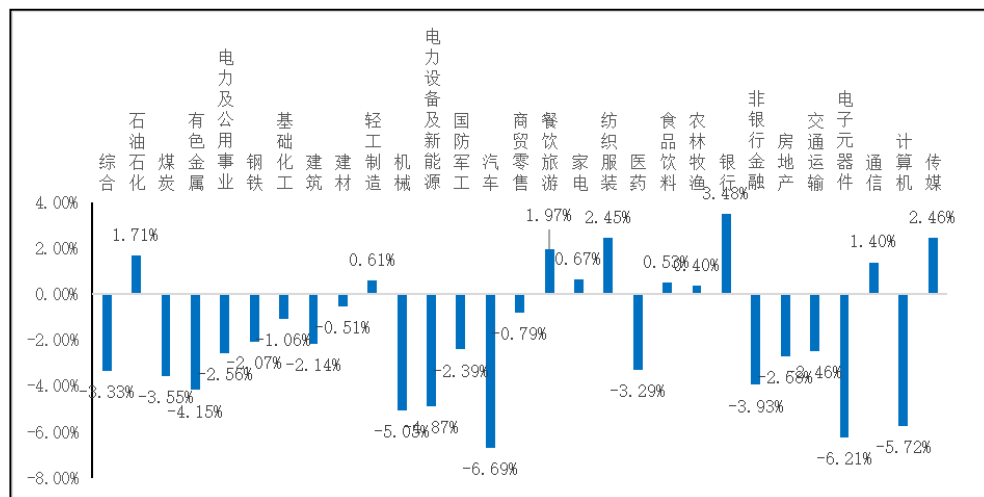
数据来源：iFind，上海中期

图2：11月风格指数涨跌幅（%）



数据来源：iFind，上海中期

图3：11月各行业板块涨跌幅



数据来源：iFind，上海中期

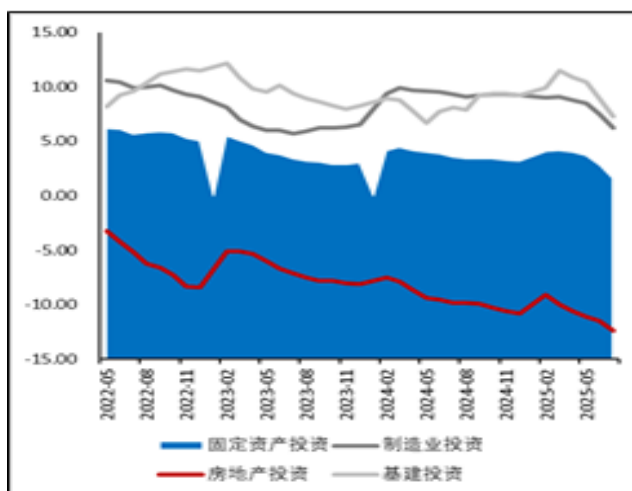
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

## 二、经济基本面：

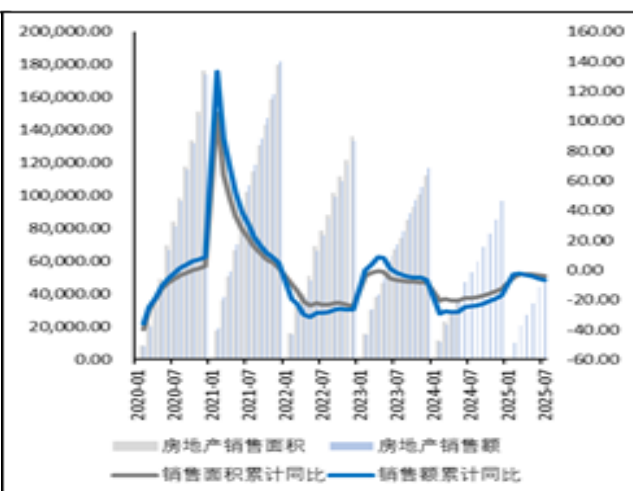
国内经济整体放缓，供需两端均表现不佳。本月公布的经济数据整体继续放缓，且低于市场预期，供需两端均表现不佳。供给端，在出口增长放缓、内需表现偏弱影响下，工业生产增速下降。需求端，固定资产投资降幅扩大，基建制造业房地产全面走弱；消费增速受到国补和以旧换新政策退坡影响继续放缓；出口受到对美欧增速下滑影响增速显著放缓。10 月公布的经济数据整体不及预期，对 A 股股指支撑偏弱。政策面看，虽然目前处于政策真空期，但偏弱的经济数据进一步强化了市场对增量政策的期待，12 月重要将出台新一轮政策指引，中长期有利于指数回稳走强。

图 4：固定资产投资及各分项同比增速（%）



数据来源：iFind，上海中期

图 5：社会消费零售总额数据



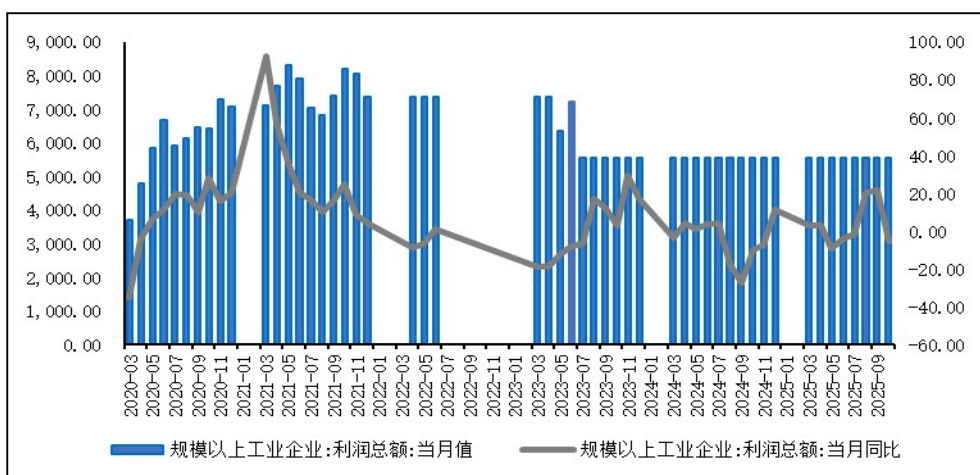
数据来源：iFind，上海中期

工业企业利润重回负增长区间，行业分化加剧。1-10 月规上工业企业利润累计同比增速为 1.9%，较 1-9 月的 2.4% 回落 0.6 个百分点，其中 10 月同比增速为 -5.5%，较 9 月的 21.6% 由正转负。10 月规上工业企业利润同比转负，一方面由于上年同期基数明显抬高，对同比增速有一定影响，另一方面反内卷下原材料涨价、叠加需求端表现偏弱，导致企业盈利空间收窄。同时，行业分化加剧，大部分行业利润增速回落，上游行业表现略好于中下游，仅有酒饮料茶行业受益于利润率低基数下的回升而实现利润边际改善。从历史经验来看，规模以上工业企业利润与 A 股非金融企业利润的同步性较高，工业企业利润告别两个月高增，重回负增长区间，再次印证了目前国内宏观基本面支撑相对不足的现状，未来需要关注政策的续接。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 6：规模以上工业企业利润总额及当月同比 (%)

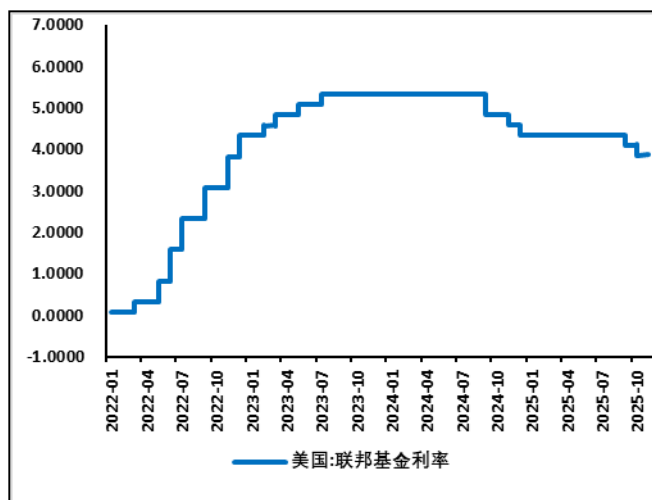


数据来源：iFind，上海中期

### 三、流动性分析：

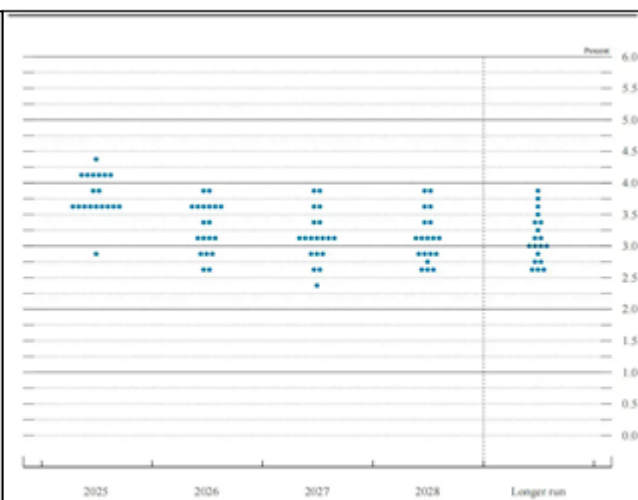
**美联储内部意见分化，降息预期反复变动。**11 月以来，由于美联储内部意见分化，降息预期反复变动。月初市场普遍预期 12 月将降息，11 月 14 日左右，预期首次降温，多位美联储官员集体释放“鹰派”信号。11 月 20 日，预期进一步受挫，9 月非农就业数据超预期，尽管失业率升至 4.4%，但就业强劲削弱了降息必要性。11 月 21 日，美联储“三把手”纽约联储主席威廉姆斯明确表示“短期内仍有降息空间”，市场情绪迅速反转，降息概率飙升至约 70%。随后美联储理事沃勒、旧金山联储主席戴利等相继表态支持降息，截至 11 月 26 日，12 月降息 25 个基点的概率已上升至 85%。

图 10：美国联邦基金利率



数据来源：iFind，上海中期

图 11：美联储 FOMC 点阵图



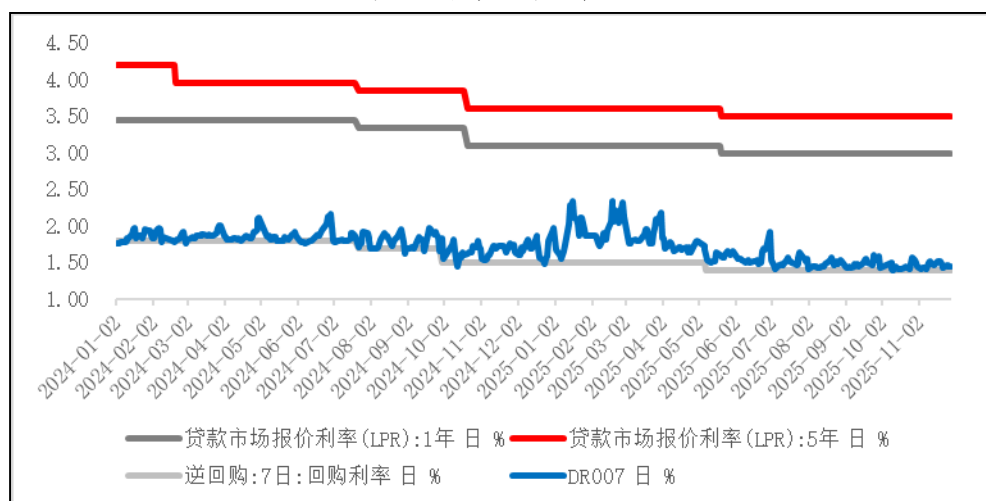
数据来源：iFind，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

**免责声明：**报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

国内流动性维持宽裕，但对宽松预期有所下降。本月央行维持市场流动性充裕，11月25日开展10000亿元MLF操作，期限为1年期，实现净投放1000亿元，这是央行连续第9个月加量续作MLF。同时，央行还开展了5000亿元买断式逆回购净投放，11月中期流动性净投放总额达到6000亿元，与上月持平，连续4个月处于年内较高水平，反映短期资金供求关系的市场化利率指标DR007本月也处于较低水平。然而，央行主要通过MLF和买断式逆回购等中期工具注入流动性，而未进一步降低政策利率，导致市场对于短期流动性进一步增强的相关预期有所转弱。

图9：国内主要利率指标



数据来源：iFind，上海中期

#### 四、市场情绪：

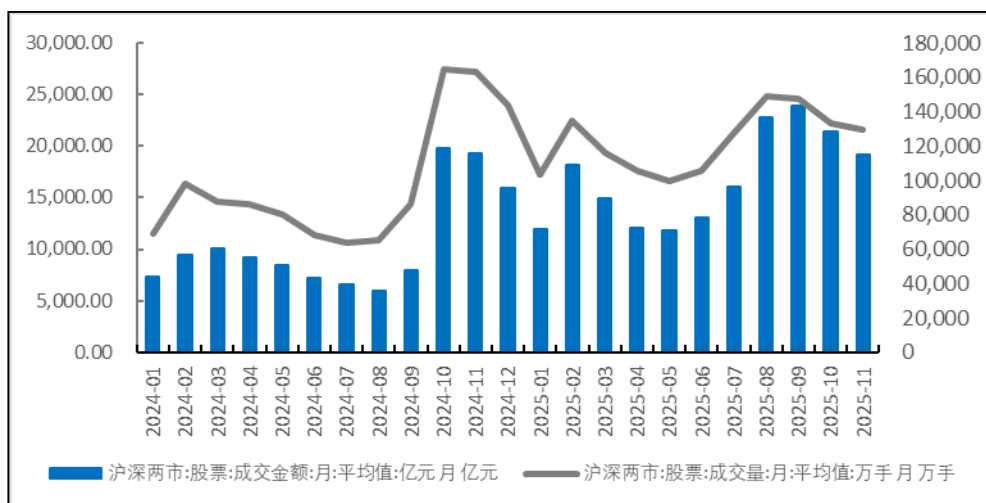
沪深两市成交额连续两个月下降，交投情绪相对清淡。截止2025年11月27日，A股市场沪深两市11月日平均成交额为1.91万亿元，较10月的2.14万亿元下降0.23万亿元，环比下降12.03%。沪深两市11月日平均成交量为129478.32万手，较10月的133119.18万手下降3640.85万手，环比下降2.73%，两市成交额与成交量持续第二个月有所下降。市场成交活跃伴反映出投资者参与意愿增强，资金流动加快，而通常经济数据不佳、政策调整不明朗等都可能导致投资者信心不足，从而使得成交量保持在较低水平。本月交投情绪相对清淡，投资者观望态度较为浓厚，可能与政策环境真空、机构调仓再平衡等因素有关。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。



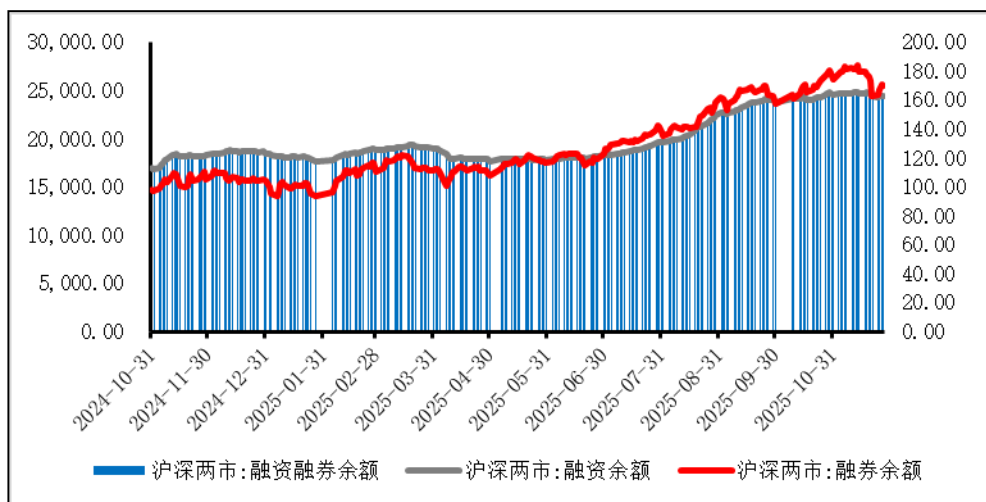
图 10：沪深两市成交额及成交量



数据来源：iFind，上海中期

**两融业务余额提升，杠杆资金交易情绪升温。**截止 11 月 27 日，11 月沪深两市两融余额总计为 24475 亿元，较 10 月末小幅减少 139.13 亿元，其中融资余额减少 134.62 亿元，融券余额减少 4.52 亿元。从杠杆资金的角度来看，两融业务中融资余额若长期增加时表示投资者心态偏向买方，市场人气旺盛属强势市场，反之则属弱势市场。考虑到 2024 年 7 月开始转融券暂停，出现小幅波动主要由于券商自有券源的正常出借，其波动对市场影响有限，因此融券余额目前不具备参考意义。仅从 11 月两融数据中融资余额较 10 月小幅下降，显示杠杆资金多头交易情绪有所降温。

图 11：A 股沪深两市两融余额（亿元）



数据来源：iFind，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

## 五、估值水平：

各宽基指数相对估值偏高，PE 均位于近五年中位数以上水平。主要宽基指数股指方面，截止 11 月 27 日，各指数 PE 较上周变动不大。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 的期末 PE 分别为 12.46 倍、14.55 倍、34.75 倍、45.59 倍，各指数估值均位于近五年中位数以上水平。行业层面，PE 位于近五年 15%分位数以内的行业有钢铁（2%）、食品饮料（10%）、交通运输（14%），PB 位于近五年 15%分位数以内的行业有基础化工（8%）、电力设备（2%）、汽车（7%）、公共事业（10%）。

图 12：股指及行业 PE、PB

| 行业分类   | PE      | PE本周变动 | PE近五年分位数 | PB   | PB本周变动 | PB近五年分位数 |
|--------|---------|--------|----------|------|--------|----------|
| 上证50   | 12.46   | 0.00   | 79%      | 1.13 | 0.01   | 21%      |
| 沪深300  | 14.55   | 0.08   | 76%      | 1.37 | 0.00   | 59%      |
| 中证500  | 34.75   | 0.63   | 96%      | 1.71 | -0.04  | 48%      |
| 中证1000 | 45.59   | 1.17   | 84%      | 2.13 | -0.07  | 27%      |
| 上游资源   |         |        |          |      |        |          |
| 有色金属   | 33.22   | 0.68   | 76%      | 2.09 | -0.06  | 21%      |
| 煤炭     | 12.90   | -0.10  | 91%      | 0.99 | 0.00   | 23%      |
| 石油石化   | 12.38   | -0.26  | 70%      | 1.02 | -0.02  | 59%      |
| 中游材料   |         |        |          |      |        |          |
| 基础化工   | 37.70   | 0.62   | 90%      | 1.56 | -0.02  | 8%       |
| 钢铁     | -107.32 | 0.88   | 2%       | 0.88 | 0.00   | 22%      |
| 建筑材料   | 46.41   | 0.64   | 95%      | 1.58 | 0.02   | 50%      |
| 中游制造   |         |        |          |      |        |          |
| 建筑装饰   | 11.19   | 0.12   | 74%      | 0.95 | 0.00   | 84%      |
| 电力设备   | 87.58   | 1.90   | 92%      | 2.14 | -0.08  | 8%       |
| 国防军工   | 148.45  | -0.83  | 94%      | 2.14 | -0.09  | 2%       |
| 机械设备   | 48.52   | 1.16   | 94%      | 2.04 | -0.03  | 15%      |
| 必需消费   |         |        |          |      |        |          |
| 农林牧渔   | 28.89   | -0.11  | 72%      | 2.87 | -0.13  | 34%      |
| 食品饮料   | 21.39   | -0.10  | 10%      | 5.68 | 0.01   | 28%      |
| 纺织服饰   | 36.40   | 0.56   | 57%      | 1.94 | -0.01  | 56%      |
| 商贸零售   | 60.21   | 1.00   | 68%      | 1.48 | -0.03  | 15%      |
| 医药生物   | 3.31    | 1.24   | 72%      | 3.31 | -0.07  | 52%      |
| 可选消费   |         |        |          |      |        |          |
| 汽车     | 32.15   | 0.66   | 28%      | 1.56 | -0.06  | 7%       |
| 家用电器   | 17.50   | 0.31   | 66%      | 2.98 | -0.04  | 67%      |
| 社会服务   | 67.22   | 1.91   | 92%      | 4.03 | -0.13  | 66%      |
| 轻工制造   | 48.23   | 1.30   | 97%      | 2.31 | -0.04  | 52%      |
| 美容护理   | 40.72   | 0.24   | 24%      | 3.77 | -0.13  | 25%      |
| 金融地产   |         |        |          |      |        |          |
| 银行     | 7.63    | -0.02  | 99%      | 0.78 | 0.01   | 100%     |
| 非银金融   | 14.57   | 0.09   | 31%      | 1.77 | 0.02   | 88%      |
| 房地产    | -7.70   | 0.00   | 34%      | 1.33 | 0.01   | 88%      |
| 信息技术   |         |        |          |      |        |          |
| 电子     | 94.92   | 3.93   | 96%      | 3.50 | -0.09  | 57%      |
| 计算机    | 276.10  | 1.79   | 91%      | 4.06 | -0.20  | 72%      |
| 传媒     | 96.37   | 3.28   | 58%      | 2.93 | -0.14  | 83%      |
| 通信     | 28.06   | 1.12   | 75%      | 2.68 | -0.08  | 88%      |
| 公共产业   |         |        |          |      |        |          |
| 公用事业   | 19.67   | 0.08   | 33%      | 1.44 | -0.02  | 10%      |
| 交通运输   | 16.49   | -0.17  | 14%      | 1.53 | 0.01   | 85%      |
| 环保     | 39.08   | 0.22   | 98%      | 1.60 | -0.03  | 44%      |

数据来源：iFind，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

## 六、基差与价差：

期指主力合约为次月合约，IH、IF、IC、IM 基差均为贴水状态。截至 11 月 28 日，IC、IM 隔季基差处于近一年低位，同时多个跨期价差位于近一年高位。关注相关期限、跨期、跨品种合约之间的套利机会。（基差=股指期货价格-标的指数点位；历史排位根据相关数据的历史数据，计算最新值在近一年历史中的水平，范围在 0 到 100 之间。历史排位越接近 100，表明最新值越接近历史高点；反之历史排位越接近 0，最新值越接近历史低点。）

图 13：股指期货基差与价差

| 股指期货基差与价差  |        |        |         |        |         |        |         |        |
|------------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 2025/11/28 |        |        |         |        |         |        |         |        |
|            | IH     |        | IF      |        | IC      |        | IM      |        |
| 基差         | 现值     | 历史排位   | 现值      | 历史排位   | 现值      | 历史排位   | 现值      | 历史排位   |
| 当月         | -6.42  | 22.72% | -20.86  | 13.06% | -57.35  | 9.82%  | -73.41  | 13.64% |
| 次月         | -10.22 | 29.45% | -36.06  | 23.56% | -113.55 | 18.05% | -148.61 | 15.36% |
| 下季         | -10.62 | 30.50% | -54.26  | 29.21% | -230.55 | 28.78% | -308.21 | 22.18% |
| 隔季         | -22.22 | 47.19% | -102.26 | 21.46% | -439.55 | 8.40%  | -547.01 | 8.23%  |
| 跨期价差       |        |        |         |        |         |        |         |        |
| 次月-当月      | 5.40   | 79.77% | 15.20   | 72.61% | 53.60   | 53.11% | 70.40   | 52.07% |
| 下季-当月      | 6.20   | 75.52% | 32.40   | 60.26% | 164.20  | 59.81% | 222.80  | 63.21% |
| 隔季-当月      | 15.80  | 57.52% | 79.20   | 73.03% | 370.60  | 88.26% | 459.20  | 89.32% |
| 下季-次月      | 0.80   | 53.11% | 17.20   | 39.83% | 110.60  | 62.66% | 152.40  | 63.16% |
| 隔季-次月      | 10.40  | 65.15% | 64.00   | 64.73% | 317.00  | 89.66% | 388.80  | 89.76% |
| 隔季-下季      | 9.60   | 76.35% | 46.80   | 89.00% | 206.40  | 99.59% | 236.40  | 0.00%  |
| 跨品种价差      | IF/IM  |        | IF/IC   |        | IH/IC   |        | IH/IM   |        |
| 当月         | 0.63   | 46.06% | 0.65    | 29.68% | 0.43    | 23.74% | 0.41    | 26.17% |
| 次月         | 0.63   | 43.33% | 0.65    | 28.90% | 0.43    | 23.71% | 0.42    | 25.65% |
| 下季         | 0.64   | 48.66% | 0.66    | 25.58% | 0.44    | 21.59% | 0.42    | 23.35% |
| 隔季         | 0.66   | 58.28% | 0.68    | 34.42% | 0.45    | 24.19% | 0.44    | 33.24% |

数据来源：iFind，上海中期

整体来看，目前国内基本面支撑仍然偏弱，经济数据显示供需两端均表现不佳，工业企业利润也重回负增长区间，对 A 股股指的支撑有限。宏观流动性层面海外降息预期在经历反复波折后有所回升，国内央行维持市场流动性充裕，但由于政策利率维持不变，市场对宽松预期有所下降，整体对股指缺少提振。短期来看，目前仍处于政策、业绩真空期，成交持续缩量下，市场情绪有所降温，预计指数以窄幅震荡为主。中长期来看，偏弱的经济数据进一步强化了市场对增量政策的期待，12 月重要将出台新一轮政策指引，有利于指数回稳走强。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。



## 七、总结与展望：

**总结：**11 月以来，受海外美联储降息预期反复、国内科技板块估值较高等因素影响，A 股主要股指集体走弱。风格上，前期上涨最多的成长风格调整最多，金融风格涨幅最小。板块中仅有银行、传媒等少数板块上涨，汽车、电子元器件、计算机跌幅较深。截止 11 月 26 日，IH、IF、IC、IM 主力合约分别收涨 1.72%、2.96%、4.90%、2.77%。

经济基本面仍待改善，对 A 股支撑偏弱。本月公布的经济数据整体继续放缓，且低于市场预期，供需两端均表现不佳。供给端，在出口增长放缓、内需表现偏弱影响下，工业生产超增速下降。需求端，固定资产投资降幅扩大，基建制造业房地产全面走弱；消费增速受到国补和以旧换新政策退坡影响继续放缓；出口受到对美欧增速下滑影响增速显著放缓。

宏观流动性方面，美联储降息预期在经历反复波动后迎来回升，截至 11 月 26 日，12 月降息 25 个基点的概率已上升至 85%。国内流动性维持宽裕，11 月中期流动性净投放总额达到 6000 亿元，与上月持平，连续 4 个月处于年内较高水平，但由于未进一步降低政策利率，导致市场对于短期流动性进一步增强的相关预期有所转弱。

短期来看，目前宏观基本面、流动性均难以对指数形成提振，且目前处于政策、业绩真空期，成交持续缩量下，市场情绪有所降温，预计指数以窄幅震荡为主。中长期来看，偏弱的经济数据进一步强化了市场对增量政策的期待，12 月重要会议将出台新一轮政策指引，有利于指数回稳走强。

(正文结束)

---

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。