



2025 年股指期货年度展望

2024 年 12 月 9 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

项麒麟

从业资格号: F03124488

投资咨询号: Z0019956

磐石为底，风云犹在

2024 年，中国股市整体经历了剧烈波动，9 月末一系列重大金融利好政策宣布，市场情绪明显改善，股指整体走出估值修复行情。2025 年，企业盈利恢复情况将成为市场中枢能否上移的关键。

政策的连续出台为股市提供了坚实的底部支撑，政府在资本市场和房地产市场的介入有助于稳定资产定价，增强投资者信心。A 股市场正逐渐从融资导向转向投资导向，吸引中长期资金流入。尽管如此，市场的上涨仍面临挑战。目前经济周期仍处在复苏周期初期阶段，经济数据全面修复仍具有不确定性。同时由于出口潜在风险和中美利差走扩预期，明年下半年可能出现经常账户和资本金融账户均逆差的格局，给国际储备带来一定压力，进而影响基础货币发行。

预计 2025 年上半年出口表现将优于下半年，之后出口和经常账户可能逐季下降，股指在 2025 年或将呈现“N”形走势，需关注盈利预期的改善是否能够支撑股指中枢的进一步抬升。

相关研究报告:

《国联期货宏观专题报告：
基于出口因子、汇率因子、
中美利差因子、滞胀周期因
子和股债性价比优化指标的
择时增强策略——大类资产
系列专题报告（六）》

正文目录

一、股指整体底部确认	- 4 -
1.1 行情回顾：风险释放与信心重筑	- 4 -
1.2 行业表现：银行业的相对吸引力或将减弱	- 5 -
1.3 股指基差：基差波动影响中性策略，未来股指贴水幅度或增大	- 5 -
二、市场估值：关注盈利带动估值消化	- 9 -
2.1 中证 500 和中证 1000 指数：市净率处于历史较低水平	- 9 -
2.2 上证 50 和沪深 300 指数：估值存在背离态势	- 10 -
2.3 指数拥挤度：短期大小盘比价或将逐步回升	- 11 -
2.4 股债性价比：股票市场相对于国债优势降低	- 14 -
2.5 估值小结	- 16 -
三、从估值修复到盈利预期改善的驱动切换	- 16 -
3.1 政策超预期密集落地，推动估值修复行情	- 16 -
3.2 化债减轻地方政府压力	- 17 -
3.3 大选落地增加出口不确定性，内需增长为改善盈利关键	- 18 -
四、A 股供求关系逆转，但双账户均存在逆差压力	- 20 -
4.1 融资市向投资市转型	- 20 -
4.2 经常账户或存在修复压力	- 22 -
4.3 中美利差存在进一步走扩风险，人民币定价资产承压	- 24 -
4.4 交易情绪改善或推动存款转化	- 26 -
五、总结：股指整体持中配策略，2025 年或呈现“N”形走势	- 27 -

图目录

图 1 : 2024 年以来各指数表现 (%)	- 4 -
图 2 : 2024 年以来申万一级各行业表现 (%)	- 5 -
图 3 : 沪深股市首发筹资金额 (亿元)	- 6 -
图 4 : 另类投资基金 (亿元)	- 7 -
图 5 : 上证 50 基差 (点)	- 7 -
图 6 : 沪深 300 基差 (点)	- 8 -
图 7 : 中证 500 基差 (点)	- 8 -
图 8 : 中证 1000 基差 (点)	- 9 -
图 9 : 中证 500 指数中证 1000 指数市净率	- 10 -
图 10 : 上证 50 指数沪深 300 指数市盈率	- 11 -
图 11 : 沪深 300 指数和上证 50 指数拥挤度	- 12 -
图 12 : 中证 500 指数和中证 1000 指数拥挤度	- 12 -
图 13 : 沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度	- 13 -
图 14 : 沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度	- 14 -
图 15 : 沪深 300 指数股债性价比 (%)	- 15 -
图 16 : 库存周期 (%)	- 19 -
图 17 : 利率周期 (%)	- 19 -
图 18 : 工业企业利润 (%)	- 20 -
图 19 : 筹资金额 (亿元)	- 21 -
图 20 : 回购金额和公司家数	- 21 -
图 21 : 分红金额和公司家数	- 21 -
图 22 : 减持金额和公司家数	- 22 -
图 23 : 国际收支总差额和经常账户 (亿美元)	- 23 -
图 24 : 经常账户和沪深 300 指数	- 24 -
图 25 : 出口同比和沪深 300 指数	- 24 -
图 26 : 世界主要经济体同美国利差	- 25 -
图 27 : 资本金融账户和利率	- 25 -
图 28 : A 股账户新开户	- 26 -
图 29 : 融资余额 (亿元)	- 26 -
图 30 : 境内存款 (亿元)	- 27 -

表目录

表 1 : 各指数估值	- 9 -
表 2 : 国债、地方债限额	- 18 -

一、股指整体底部确认

1.1 行情回顾：风险释放与信心重筑

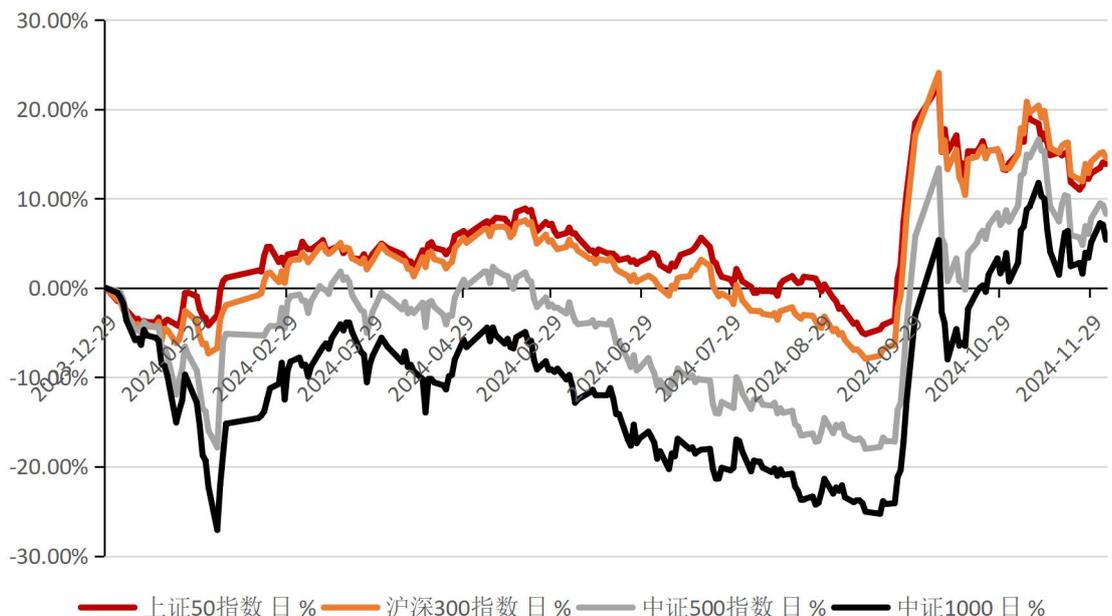
2024年，中国股市经历了剧烈波动。年初，四大指数普遍下跌，市场风险偏好降低，高股息股票受青睐，上证50和沪深300指数跌幅较小，中证500和中证1000指数跌幅较大。第二季度，市场出现复苏迹象，政策刺激和经济需求预期增强，上证50和沪深300指数回升，中证500和中证1000指数跌幅收窄。

5月下旬，市场再度走弱，内需恢复缓慢，北向和融资资金流入减缓，股市缺乏增量资金，股指延续弱势。三季度，受消费、地产和制造业景气度下降影响，市场信心受挫，资金面谨慎，A股成交额徘徊在5000亿元。

9月24日，央行推出金融利好政策，包括两项新型结构性货币政策工具，支持资本市场。9月26日的政治局会议强调加大财政支出，稳定房地产市场，提振资本市场，引导长期资金入市，这些政策显著改善市场情绪，股指在节前快速拉升，金融消费板块领涨。

国庆节后，市场区间震荡，政策支持明显，提升了市场信心和对政策连续性的预期。然而，市场上方压力仍存，源于实体经济数据、企业盈利的不确定性，以及10月初的套牢盘压力，导致市场呈现震荡走势。

图 1：2024 年以来各指数表现 (%)



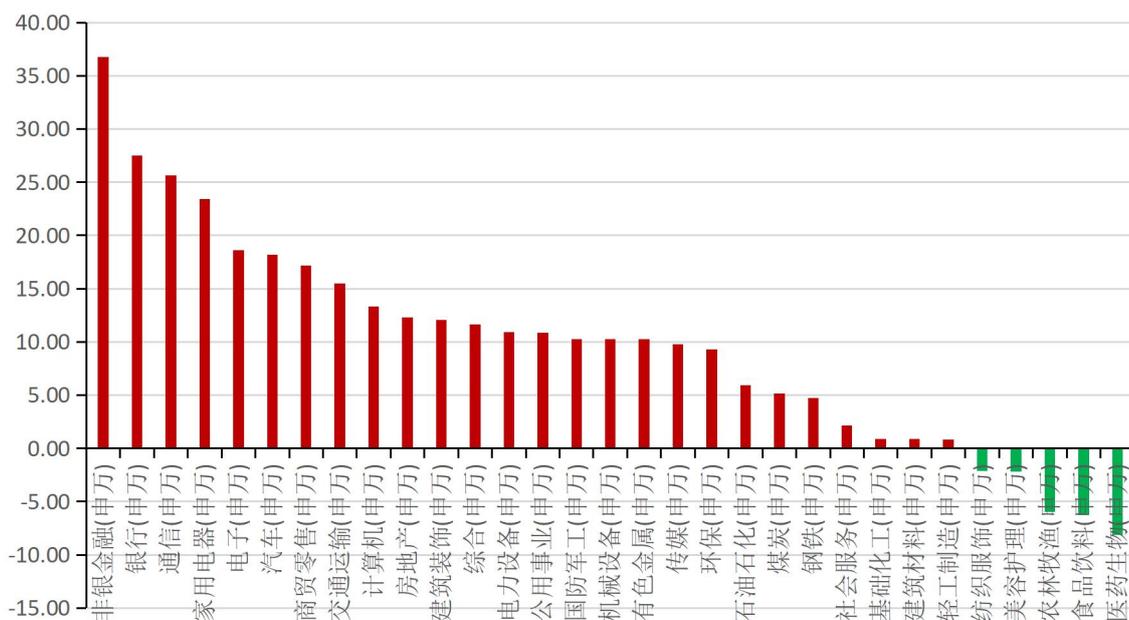
数据来源：WIND、国联期货研究所

1.2 行业表现：银行业的相对吸引力或将减弱

2024 年，非银金融行业表现强劲，特别是在央行 9 月 24 日宣布降准降息等利好政策后，市场情绪显著改善，资金纷纷涌入非银金融板块，推动了该行业的指数显著上涨。非银金融行业，包括证券、保险和多元金融等，因其与资本市场的密切联系，在市场预期向好时往往能吸引更多资金的关注。

与此同时，银行业在前三季度也展现出了强劲的抗跌属性，整体涨幅较大。历史上，银行板块在熊市中往往表现强于大盘，在牛市中则可能稍显落后。这一特点使得银行板块成为市场波动时的避险选择。然而，如果经济预期收益水平持续稳定修复，伴随市场整体中枢上移，银行业的相对吸引力可能会有所减弱，资金可能会更多地流向其他具有更高增长潜力的板块。

图 2：2024 年以来申万一级各行业表现 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

1.3 股指基差：基差波动影响中性策略，未来股指贴水幅度或增大

1 月份雪球等结构化产品对期指升贴水的宽幅震荡起到一定推动作用。由于市场整体快速大幅下跌，场外雪球策略平多仓加速短期下跌步伐，雪球策略平仓对场内股指期货成交、持仓产生较大影响，导致基差大幅回落。期指基差触及近几年极值。其后基差跌幅便出现逐步缩小，延续以季节性上升为主趋势。随着国新办 9 月 24 日宣布的一系列货币宽松政策，包括下调存款准备金率和降低 7 天逆回购利率等，大量流

动性被注入市场。这些举措显著增强了投资者的信心，激发了市场活跃度，导致股指期货出现升水现象，ETF 呈现溢价趋势。基差率显著上升，期货市场经历了短期内的大幅波动。中性策略在今年基差波动放大的背景下，整体收益受损。

展望 2025 年股指期货升贴水环境，我们认为主要受三方面因素影响。

1) 中国证监会主席吴清在全国两会上再次强调，要严把 IPO 入口关，要求全力把造假者挡在资本市场的门外。今年首发 A 股筹资金额相比历史大幅收缩，A 股市场逐渐从融资市向投资市转变，未来 IPO 规模或延续今年规模趋势。**传统的打新策略容量受到一定影响，股指期货空头作为打新策略最主要的对冲方式，其持仓平稳性可能出现下滑。**

图 3：沪深股市首发筹资金额（亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

2) 中性策略高增速存疑，证监会主席吴清表示，将充分考虑中小投资者占绝大多数这个最大的市情，强化对高频量化交易、场外衍生品等交易工具的监测监管，提升监管针对性和适应性。对各种利用技术信息持股等优势，扰乱市场非法牟利的行为，紧盯不放，露头就打。**不论是市场容量还是一季度开始的市场监管，以及今年基差大幅波动，均使得中性策略规模增速下滑，股指端的套保需求或将减少。**这里我们采用 Wind 中私募另类投资基金阅读产品发行数量代表中性策略基金新发数量，呈现逐步降低趋势。

图 4：另类投资基金（亿元）

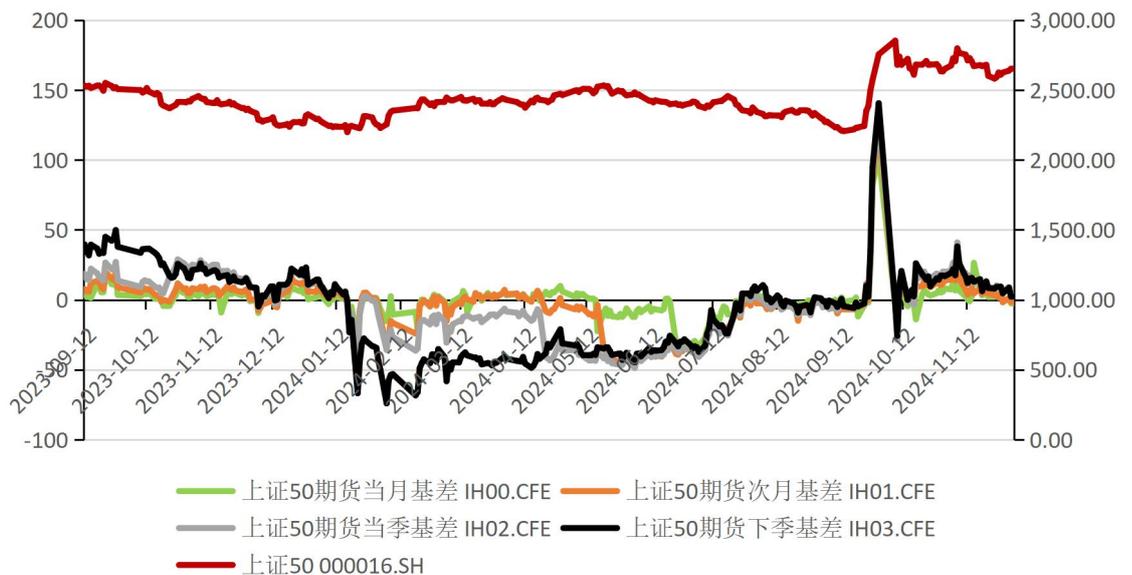


数据来源：WIND、国联期货研究所

3) 国务院国资委表示将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，同时新“国九条”严格持续监管，在政策的引导下，上市公司纷纷抛出“真金白银”的分红预案，以更大的分红力度回馈投资者。**分红力度空前带来分红率上升，未来分红对于基差的影响有所增强。**

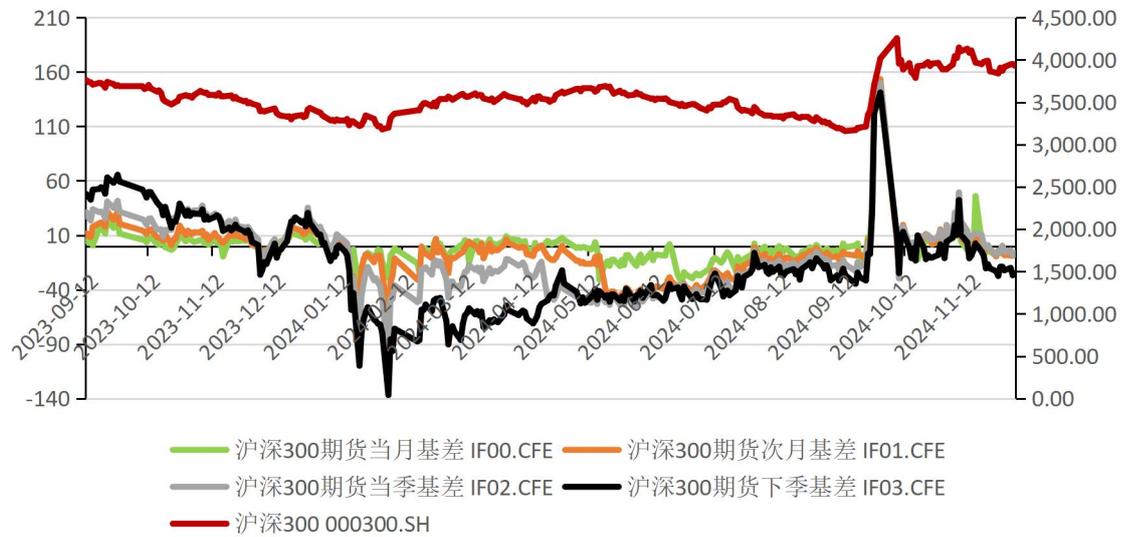
综合上述三方面因素，我们预计 2025 年分红率大概率上升使得 IF、IH 季节性贴水幅度或较历年有部分扩大，而 IC 和 IM 依然承担中小盘风格主要的套保功能，由于套保需求或将减少，所以其季月与隔季合约贴水幅度较历年或有部分缩窄。

图 5：上证 50 基差（点）



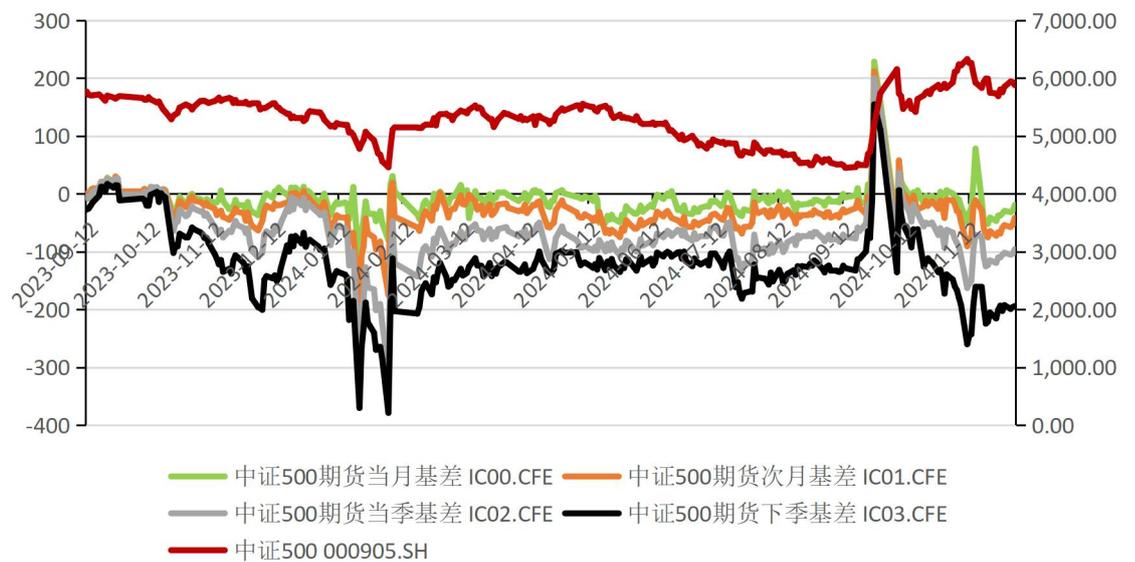
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 6: 沪深 300 基差 (点)



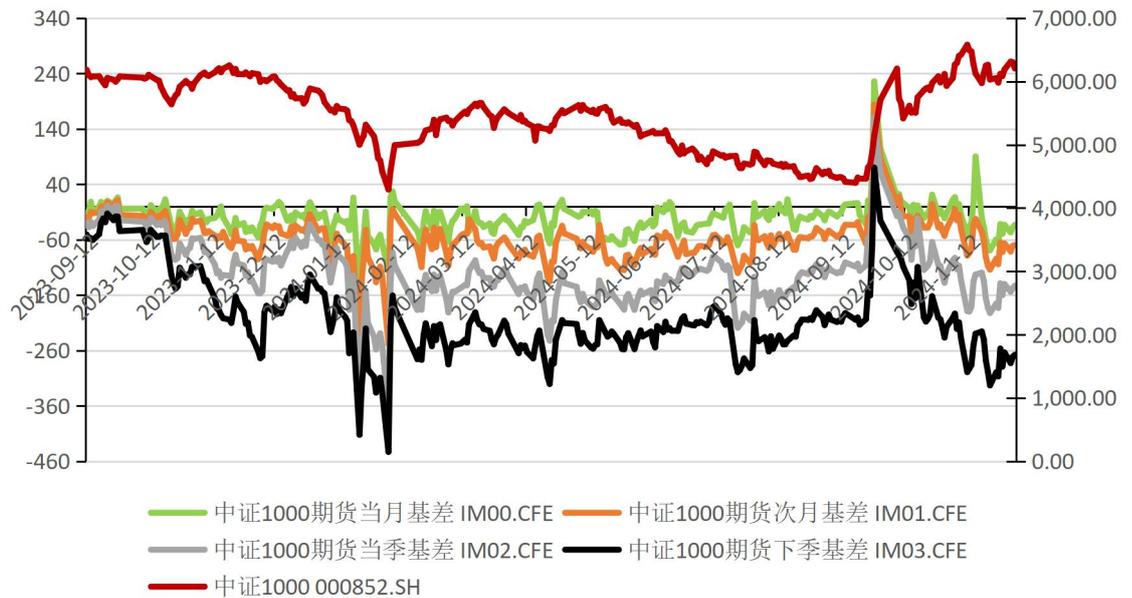
数据来源: WIND、国联期货研究所

图 7: 中证 500 基差 (点)



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 8：中证 1000 基差（点）



数据来源：WIND、国联期货研究所

二、市场估值：关注盈利带动估值消化

截至 2024 年 12 月 4 日，以 WIND 全 A 代表 A 股整体市场，其市盈率为 18.68，在 10 年期分位处于 64.77% 的水平。下表为各主要指数估值数据和 10 年期历史分位水平：

表 1：各指数估值

A 股整体估值分位			股债利差		
54.03			3.39%		
指数	代码	PE	PE 分位	PB	PB 分位
上证 50	000016.SH	10.61	62.85	1.18	27.01
沪深 300	000300.SH	12.64	53.58	1.34	18.87
中证 500	000905.SH	26.42	54.28	1.77	26.62
中证 1000	000852.SH	40.81	57.98	2.09	16.00
创业板指	399006.SZ	34.18	19.41	4.10	18.87
中证红利	000922.CSI	7.62	44.86	0.76	28.72

数据来源：WIND、国联期货研究所

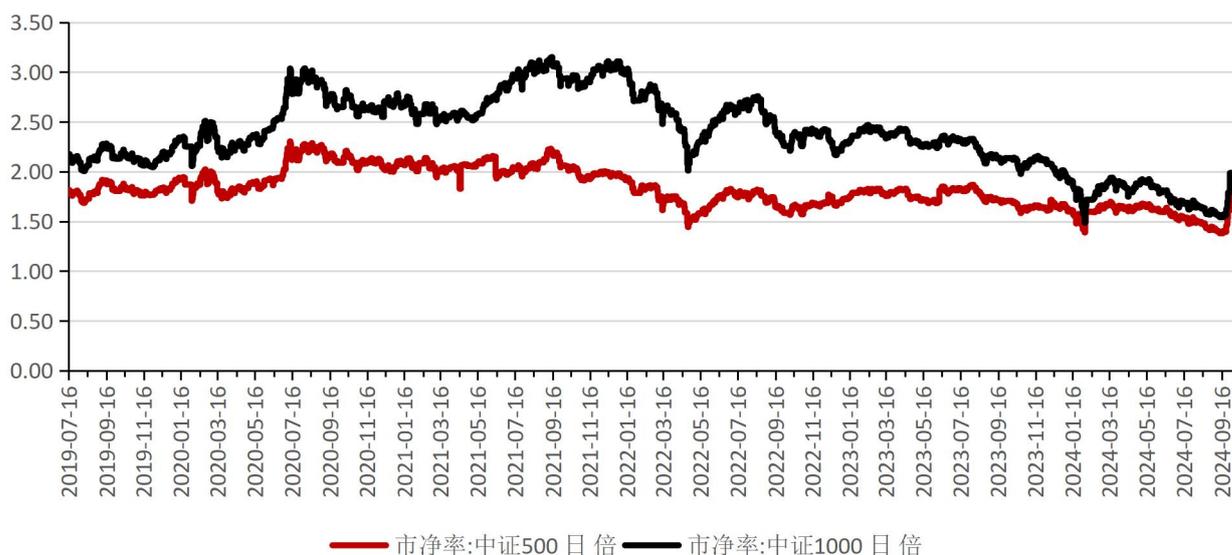
2.1 中证 500 和中证 1000 指数：市净率处于历史较低水平

中证 500 指数包含较大成分的周期行业，不能保持稳定的 ROE 且受政策影响较大，从过去五年来重要历史底部各指数 PE 情况来看，上证 50 和沪深 300 指数在历史底部市盈率明显更为稳定，中证 500 和中证 1000 指数市盈率波动则相对较大。则

对于中证 500 和中证 1000 指数利用传统 PE 进行估值往往无法完全反应真实情况，在此我们需要更多参考 PB 进行估值。

截至 12 月 4 日，中证 500 和中证 1000 指数市净率分别在 1.77 和 2.09，处于过去五年 42.66% 和 16% 分位的历史较低水平，估值整体位于中低位水平。

图 9：中证 500 指数中证 1000 指数市净率



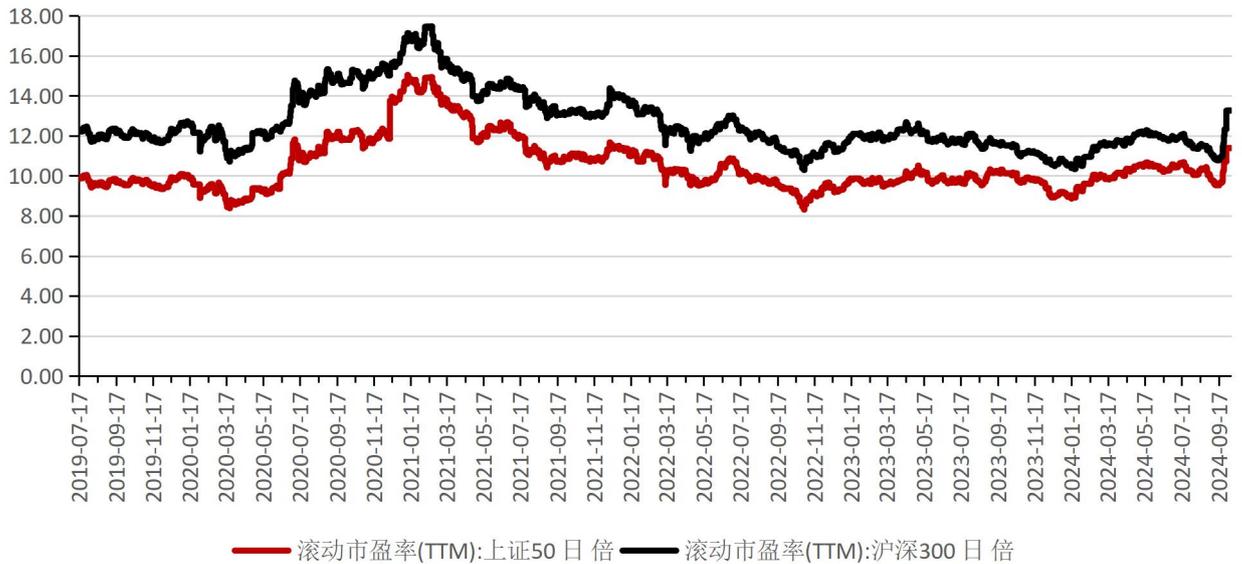
数据来源：WIND、国联期货研究所

2.2 上证 50 和沪深 300 指数：估值存在背离态势

上证 50 和沪深 300 指数拥有相对稳定的 ROE，其估值相对大小一般可参考市盈率和市净率。

截至 12 月 4 日，上证 50 指数市盈率为 10.61，在十年期历史分位中位于 62.85%，市净率 1.18，在十年期历史分位中位于 27.01%；沪深 300 指数市盈率为 12.64，在十年期历史分位中位于 53.58%，市净率 1.34，在十年期历史分位中位于 18.87%。当前估值指标显示出一定的不一致性：市盈率普遍位于历史中值的偏高区域，而市净率则相对较低。这种差异主要是由于自 9 月末以来市场经历了一轮显著的估值回升，但市场整体盈利能力的提升仍需时日。**展望 2025 年，应密切关注盈利水平的恢复情况，这将对市盈率的消化以及和市净率之间的背离修复起到关键作用。**

图 10：上证 50 指数沪深 300 指数市盈率



数据来源：WIND、国联期货研究所

2.3 指数拥挤度：短期大小盘比价或将逐步回升

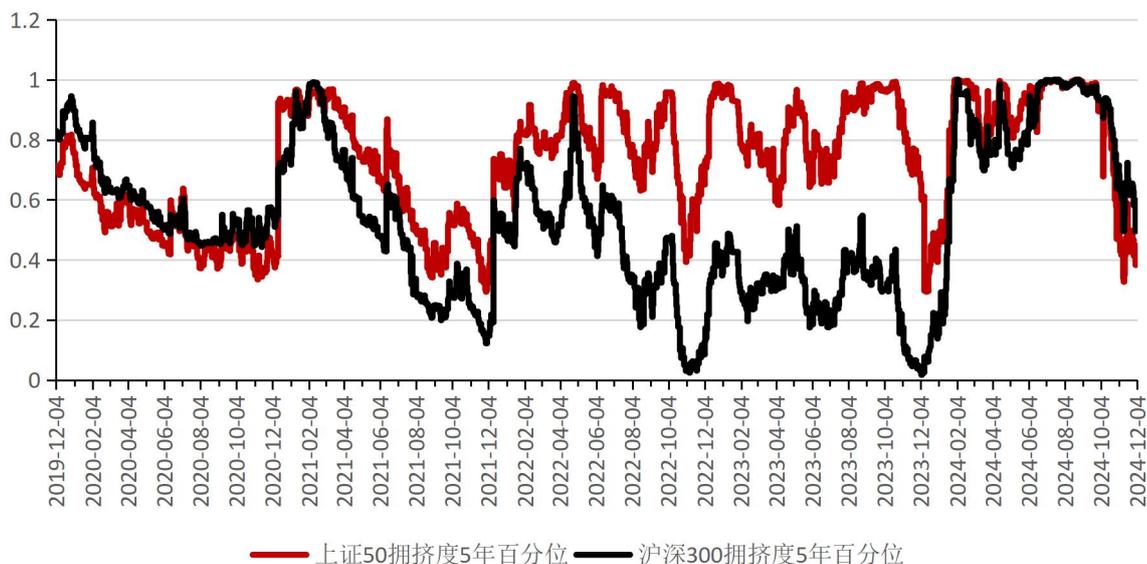
本节我们定义如下公式：

$$\text{指数拥挤度} = \text{指数 PB} / \text{全市场 PB 在过去五年分位数}$$

该值越高，表明市场对该指数的配置热情相对较高，反之则相对冷淡。该指标一方面具有明显的动量效应，另一方面亦具有一定的均值回归特性。在市场配置热情达到历史极值时，往往预示对应指数存在过热风险，反之则预示该指数过冷，存在一定配置优势。

上证 50 指数和沪深 300 指数上半年整体呈现 W 型走势，维持较为火热局面，但下半年以来尤其 9 月末以来的上涨行情后，伴随着市场整体成交量处于历史极高水平，交易情绪火热促使市场整体偏向成长风格，**上证 50 和沪深 300 指数相对估值降低，配置情绪有所降温。**

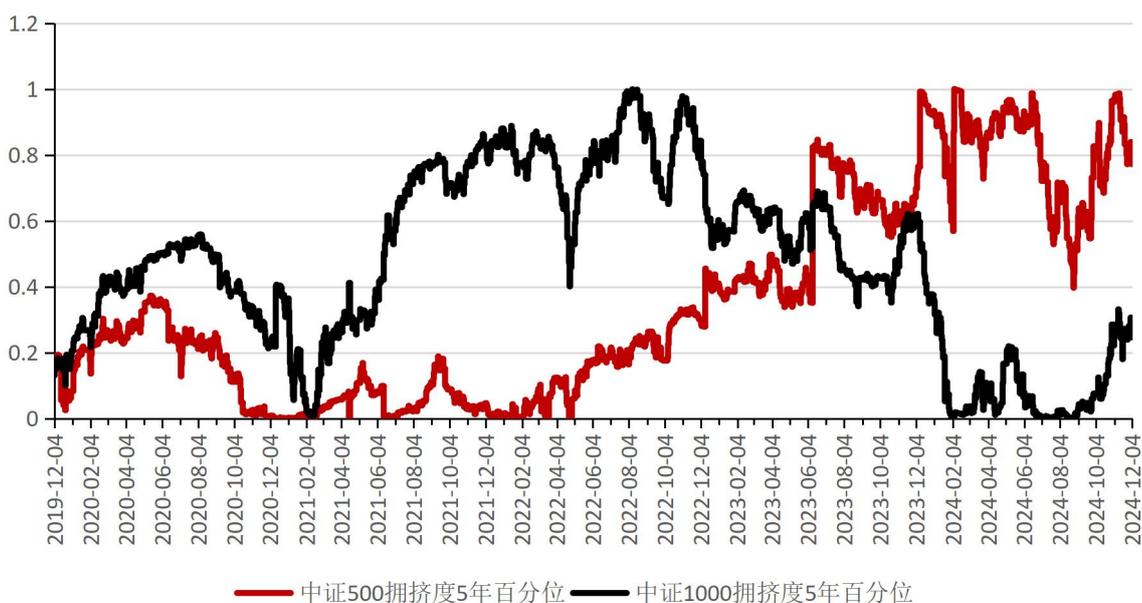
图 11：沪深 300 指数和上证 50 指数拥挤度



数据来源：WIND、国联期货研究所

中证 500 指数和中证 1000 指数目前从拥挤度角度相差较大。中证 500 在上半年保持相对火热局面，三季度拥挤度回落后再次震荡上行，市场对于中证 500 指数的配置依然具有较高热情。中证 1000 指数为上半年市场中唯一拥挤度持续走弱的指数，但在 9 月末以来的市场整体上涨行情中，市场对于小市值成长风格配置热情逐渐增强，中证 1000 指数相对估值向中枢有所回归。

图 12：中证 500 指数和中证 1000 指数拥挤度

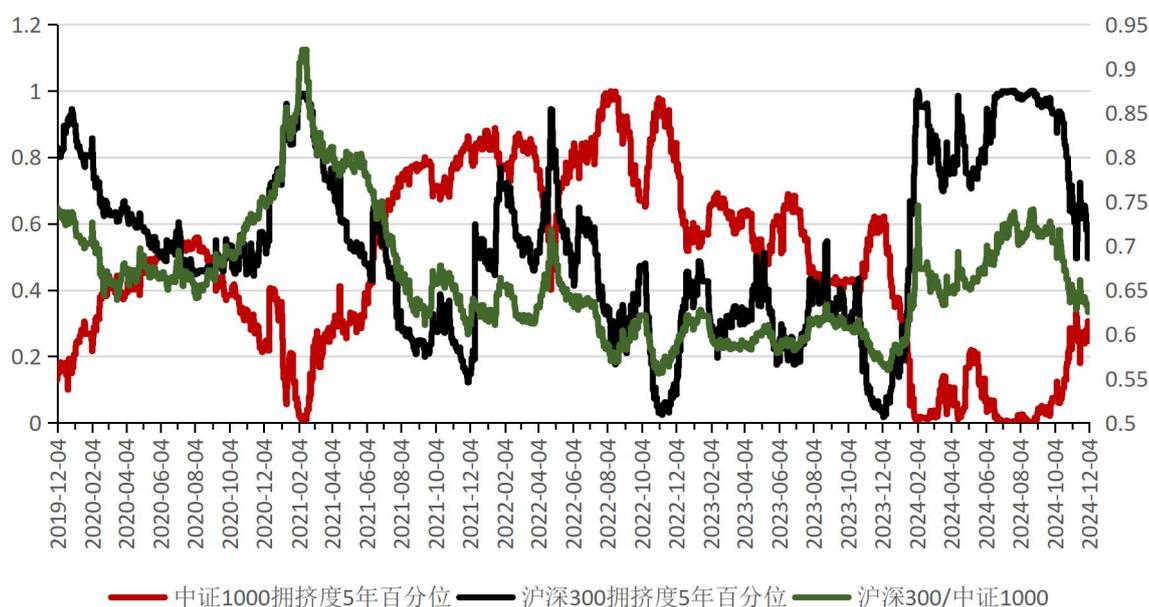


数据来源：WIND、国联期货研究所

沪深 300 指数和中证 1000 指数在拥挤度角度表现出明显负相关关系。**在历史中沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度之差每走扩且触及历史极值区域后，均将带来明显回归中枢行情。**其主要原因为沪深 300 和中证 1000 指数分别代表市场大市值价值风格和小市值成长风格，市场在风格过热和过冷切换中向中枢回归。

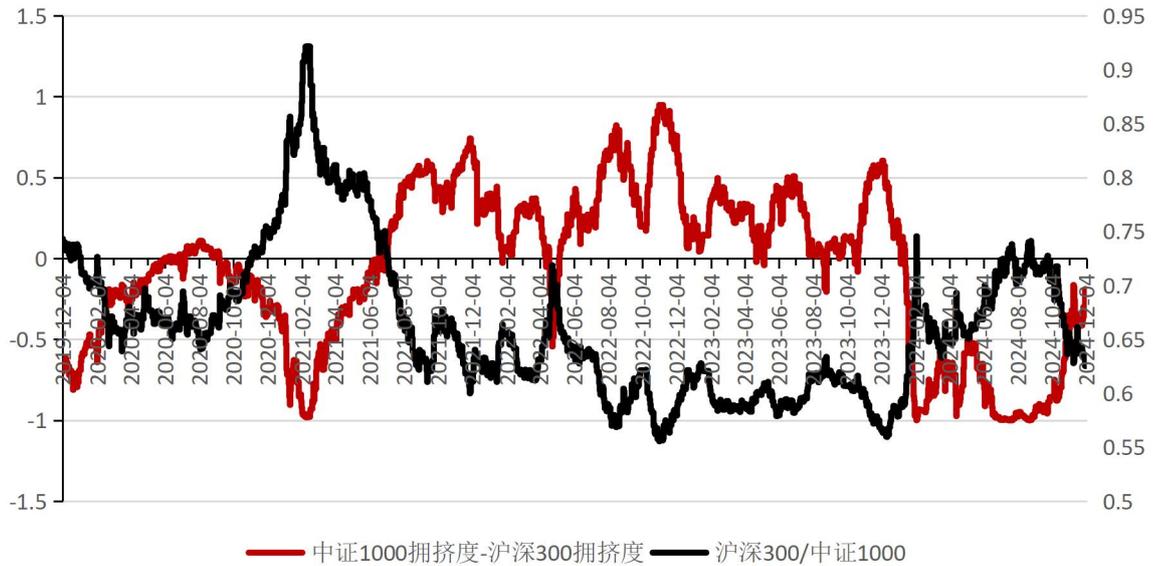
1 月份成长小市值风格下跌幅度较大，沪深 300 和中证 1000 指数拥挤度差额再次拉大，并且分别触及历史高位和历史极值低位，但在 2 月份以来风格逐渐回归至成长中小市值风格中，中证 1000 指数在此阶段表现出更强劲走势，5 月份以来沪深 300 指数仍受到市场追捧，市场整体上涨阶段其更为强势，下跌时间其相对更为抗压，但在 9 月末全市场上涨中枢上移的行情中，由于成交量持续维持高位，交易情绪火热推高小盘成长风格，中证 1000 表现相对强势。**但 300/1000 大小盘比价处于今年 3 月以来低位区域，未来成交量或伴随市场交易情绪回归理性后逐渐回落，同时在新国九条对 A 股估值体系重塑下小市值绩差股成为市场重点监控对象的背景下，大小盘比价或将逐步回升。**

图 13：沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 14：沪深 300 指数和中证 1000 指数拥挤度



数据来源：WIND、国联期货研究所

2.4 股债性价比：股票市场相对于国债优势降低

通过观测股债性价比指标可以发现股票市场在经历 9 月末以来市场大幅上涨后触及了近三年均线以下负 1 倍至负 2 倍标准差的中低水平，短期市场存在震荡整理的需求。

近期 10 年期国债收益率跌破 2%。尽管 11 月底 PMI 数据表现较好，连续两个月位于荣枯线以上，但市场对货币政策进一步宽松的预期较高，同时 PMI 细分项出厂价格大幅度下降，对即将公布的 CPI 与 PPI 数据持悲观态度。此外，市场利率自律机制工作会议通过《关于优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议》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》，约束非银同业活期存款利率，导致非银同业机构增加对债券和固收类资产的配置需求。

2024 年 5 月，《金融时报》指出 2.5%至 3%是 10 年期国债收益率的合理区间，但 6 个半月后，收益率已下探至 2%以下，显示出人行对利率下行的容忍度提高。

展望 2025 年，通缩困境难以快速解决，政策力度不会一次性释放，预计 10 年期国债收益率仍将面临一定下行压力。短期内，央行可能进行干预以避免利率过快下行，但调整幅度可能有限。受国债收益率下降影响，离岸人民币汇率承压，跌破 7.27。根据优化股债性价比指标：

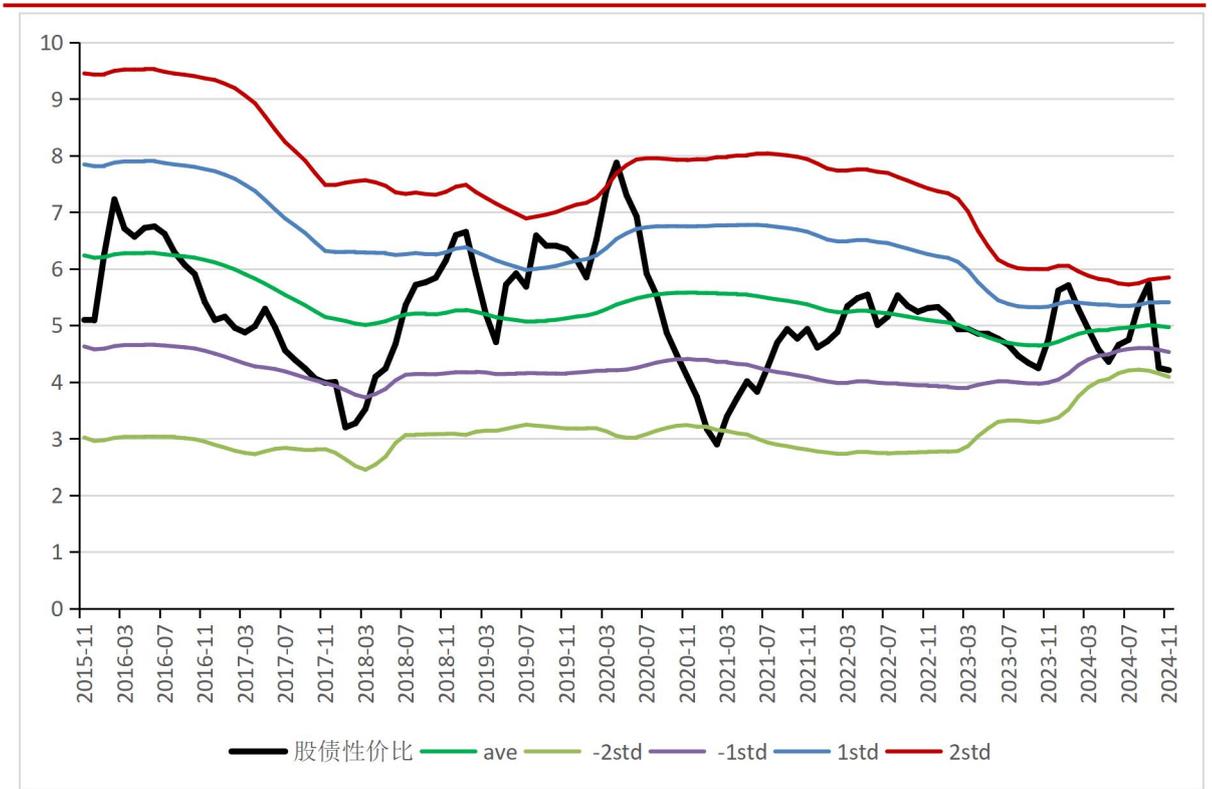
EMP

= 1/PE

$$\begin{aligned}
 & \textcircled{1} \quad 0 < \frac{(\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - \text{CNY}}{((\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - (\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} - 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}))} < 1 \\
 & \quad \frac{(\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - \text{CNY}}{((\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - (\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} - 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}))} * \text{GCNY10} \\
 & + (1 - \frac{(\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - \text{CNY}}{((\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - (\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} - 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}))}) * \text{USG10Y} \\
 & \textcircled{2} \quad \frac{(\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - \text{CNY}}{((\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - (\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} - 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}))} \leq 0 \\
 & \quad \text{USG10Y} \\
 & \textcircled{3} \quad \frac{(\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - \text{CNY}}{((\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - (\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} - 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}))} \geq 1 \\
 & \quad \text{GCNY10}
 \end{aligned}$$

目前汇市压力尚未结束，美债收益率持续走高，美国新一届政府大概率实施激进的财政和关税政策，明年上半年或给美联储降息带来一定回旋余地。使得明年初经济整体无风险收益率偏高，则股指估值在股债利差角度方面进一步面临一定压力。

图 15: 沪深 300 指数股债性价比 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

2.5 估值小结

总体而言，目前 A 股市场估值在经历 9 月末以来修复行情后依然处在历史中位水平，长期低估的情况已经明显修复。市场内部存在分化格局，上证 50 和沪深 300 市盈率普遍位于历史中值的偏高区域，而市净率则相对较低。这种差异主要是由于自 9 月末以来市场经历了一轮显著的估值回升，但市场整体盈利能力的提升仍需时日。展望 2025 年，应密切关注盈利水平的恢复情况，这将对市盈率的消化以及和市净率之间的背离修复起到关键作用。

中证 1000 指数短期已运行出明显的估值修复趋势。但新“国九条”对 A 股估值体系进行重塑，小市值绩差股处于市场重点监控对象之中，其暴雷概率远远高于大市值股票，市场资金关注焦点从中小市值个股逐步转向大市值个股。叠加目前 300/1000 大小盘比价处于今年 3 月以来低位区域，未来成交量或伴随市场交易情绪回归理性后逐渐回落，中期市场而言以中大市值个股为代表的沪深 300 指数或受到市场资金追捧。股债性价比触及了近三年均线以下负 1 倍至负 2 倍标准差的中低水平，短期市场存在震荡整理的需求，目前汇市压力尚未结束。美债收益率持续走高，美国新一届政府大概率实施激进的财政和关税政策，明年上半年或给美联储降息带来一定回旋余地。使得明年初经济整体无风险收益率偏高，则股指估值在股债利差角度方面进一步面临一定压力，仍需密切关注国内盈利水平的恢复情况。

三、从估值修复到盈利预期改善的驱动切换

3.1 政策超预期密集落地，推动估值修复行情

在 9 月 24 日举行的国新办新闻发布会上，政府释放了一系列旨在积极调控宏观经济的政策信号，包括货币政策的降准降息、存量房贷利率及首付比例的降低、平准基金的潜在实施、以及宣布了两项重大的货币政策工具创设，旨在支持资本市场的稳定发展。这些政策的核心目的在于通过资产负债表的修复与优化，促进宏观经济的稳定与增长。

国庆节后，中国资本市场整体呈现出一种区间震荡的态势，这一现象的背后，主要因素是政府连续出台的一系列政策措施所提供的强大支撑。这些政策不仅有效提升了市场参与者的信心，还显著增强了市场对于未来政策连续性及稳定性的预期。投资者们普遍期待这些积极政策的效应能够持续发酵，为市场构筑一个坚实的底部支撑。

政策具体层面，在资本市场，中国证监会推出了多项措施，包括推动中长期资金入市、发布并购重组措施、以及市值管理指引等。特别是中长期资金的引入，被视为提升市场稳定性和促进健康发展的关键。社保基金宣布正式入市，并推出了以 A500 指数为基础的 ETF 产品。A500 指数作为资本市场核心资产的代表，将成为社保基金的主要投资范围，不仅有助于提升这些企业的整体估值水平，更重要的是，它为市场提供了一个明确的参考标准。投资者可以据此判断市场的底部区域，从而增强投资信心。同时创设的 5000 亿元证券、基金、保险公司互换便利，允许符合条件的金融机构使用债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产作为抵押，从央行换入国债、中央银行票据等高流动性资产。这一政策极大地提升了金融机构的资金获取能力和股票增持能力，有助于金融机构在资本市场中发挥更大的作用，促进股权类资产的流动性和稳定性。其次，3000 亿元股票回购、增持专项再贷款的创设，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。这一措施直接支持了上市公司的资本运作，有助于提升上市公司的质量，增强市场对股权的信心，推动股权财政的发展。

在房地产市场，政府的工作重点在于促进市场的“止跌回稳”。通过财政政策的发力，如提供购房补贴、减免涉房税费、增加公共住房建设等，政府试图直接刺激市场需求，改善预期。此外，国资收购存量房作为保障性住房的政策也在多个城市实施，这有助于缩短保障性住房的建设周期，促进房地产市场的去库存。**政府的介入有助于完成资本市场和房地产市场资产定价，形成市场价格的底部，从而为投资者提供信心。**

3.2 化债减轻地方政府压力

11 月 8 日，全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，全国人大常委会批准增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。此外从 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，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。地方政府新增的十万亿化债资金在未来 3-4 年内成为让地方政府轻装上阵的重要支持。

近年来，我国地方政府债务限额持续增长，2020 至 2024 每年年初核定的新增债务限额均超 4 万亿元。此次增加地方政府债务限额 6 万亿元已符合市场预期，整体支持化债力度强劲，地方化债压力将大大减轻。

表 2：国债、地方债限额

	国债余额	国债限额	国债限额空间	地方债余额	地方债限额	地方债限额空间	全部限额空间	国债新增债务限额	地方债新增债务限额
2024	31.62	35.20	3.58	45.32	46.79	1.47	5.06	4.34	4.62
2023	30.03	30.86	0.83	40.74	42.17	1.43	2.26	4.16	4.52
2022	25.87	26.70	0.83	35.06	37.65	2.59	3.42	2.65	4.37
2021	23.27	24.05	0.78	30.47	33.28	2.81	3.59	2.75	4.47
2020	20.89	21.30	0.41	25.66	28.81	3.15	3.56	3.78	4.73
2019	16.80	17.52	0.72	21.31	24.08	2.77	3.49	1.83	3.08
2018	14.96	15.69	0.73	18.39	21.00	2.61	3.34	1.55	2.18
2017	13.48	14.14	0.66	16.47	18.82	2.35	3.01	1.55	1.63

数据来源：WIND、国联期货研究所

本次新增的地方政府债务限额明确用于置换地方政府存量隐性债务，**这一特定用途不仅显著增强了地方政府的财力，还有效缓解了地方政对企业的欠款问题，均给未来经济整体持续修复带来积极预期。**

3.3 大选落地增加出口不确定性，内需增长为改善盈利关键

近年来我国出口市场结构已做出相应战略性调整，出口目的地更加多元化。具体而言，中国对东盟、俄罗斯等新兴市场的出口份额已显著增长，而对美出口依赖度则较 2018 年显著下降了约 5 个百分点。然而，当前中国经济对外需的依赖程度较 2018 年显著提高，今年前三季度中国净出口对 GDP 的同比贡献率高达 23.8%，远超 2017 年的 4.7%。

关税扰动风险将会明显加大，同时激进的财政政策可能意味着美国货币政策可能面临调整，美联储在面临经济过热和通胀粘性时，可能会减少降息空间，以防止经济过热。这将限制中国央行的货币政策宽松空间，因为中美利差的变化会影响资本流动和人民币汇率。同时，特朗普的高关税壁垒政策对外需构成压力，可能导致中国出口下降，这种外部压力可能促使政府加大内需刺激政策，以稳定经济增长。在财政政策方面，可能会有更多的宽财政政策出台，以引导内需发力。

目前尽管我国经济数据显露出一些积极迹象，但仍未完全步入复苏周期。如 11 月制造业采购经理指数（PMI）达到 50.3%，创下七个月来的新高，且连续三个月环比上升，连续两个月运行在扩张区间，同时生产、新订单和新出口订单等细分项也均有回升。但是出厂价格的大幅下降和就业人员的小幅回落，显示出供需虽有恢复，但

价格水平仍面临挑战，企业盈利的修复依然面临较大压力，库存修复情况存在反复，同时企业利润水平仍有较大修复空间，表现出目前经济周期仍处在复苏周期初期阶段。

图 16: 库存周期 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 17: 利率周期 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 18: 工业企业利润 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

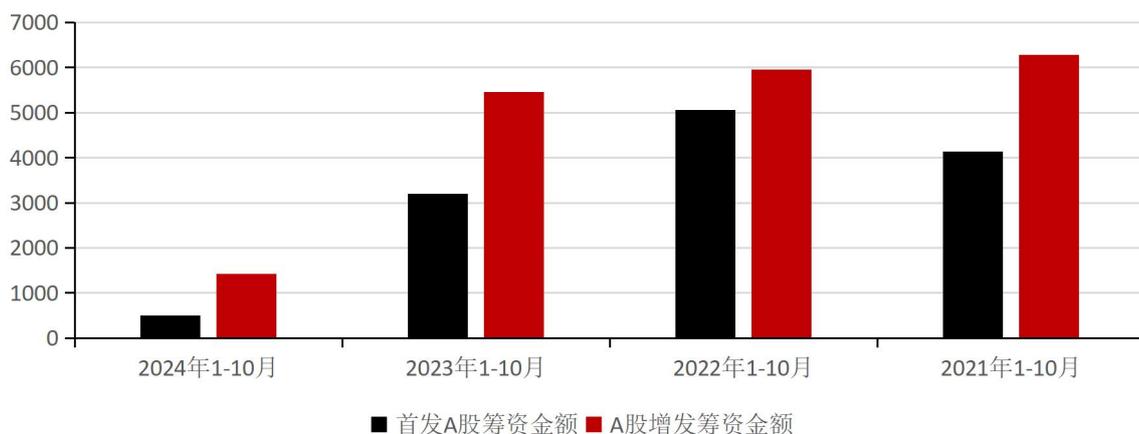
11月8日中国人民银行发布2024年第三季度中国货币政策执行报告。报告指出把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量,推动物价保持在合理水平。**2025年政策有望从投资转向效率更高的消费,以刺激内需增长,改善价格水平。**

四、A股供求关系逆转,但双账户均存在逆差压力

4.1 融资市向投资市转型

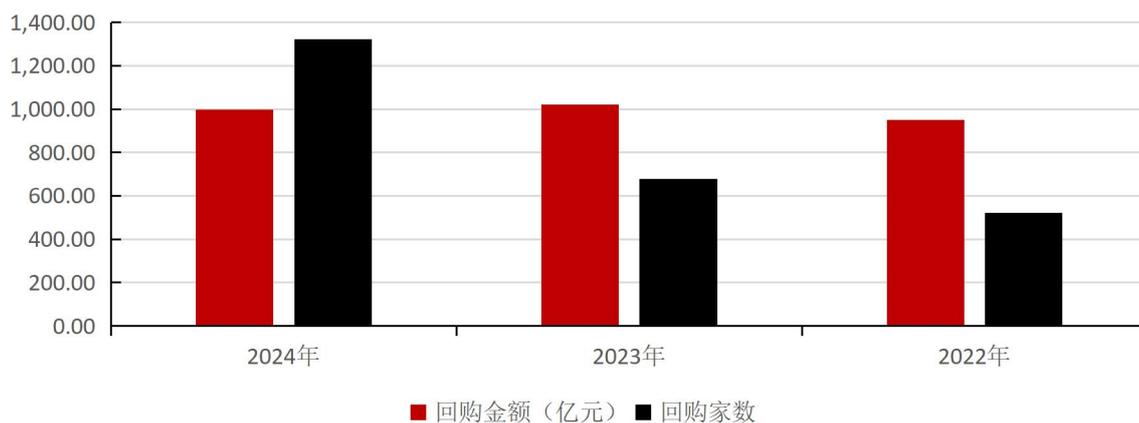
A股2021-2023年1-10月筹资金额均超8000亿元,而今年前10个月仅不到2000亿元。我们预计2024年融资金额有望相比较过去三年平均值减少超8000亿元。同时今年前11个月回购金额已近千亿元,回购家数达1321家,创近些年同期新高。**上市公司分红金额和分红家数同样高于往年同期,我们预计今年通过提升分红与回购合计回报可能接近2.5万亿,净回报可能将超2万亿元。**

图 19：筹资金额（亿元）



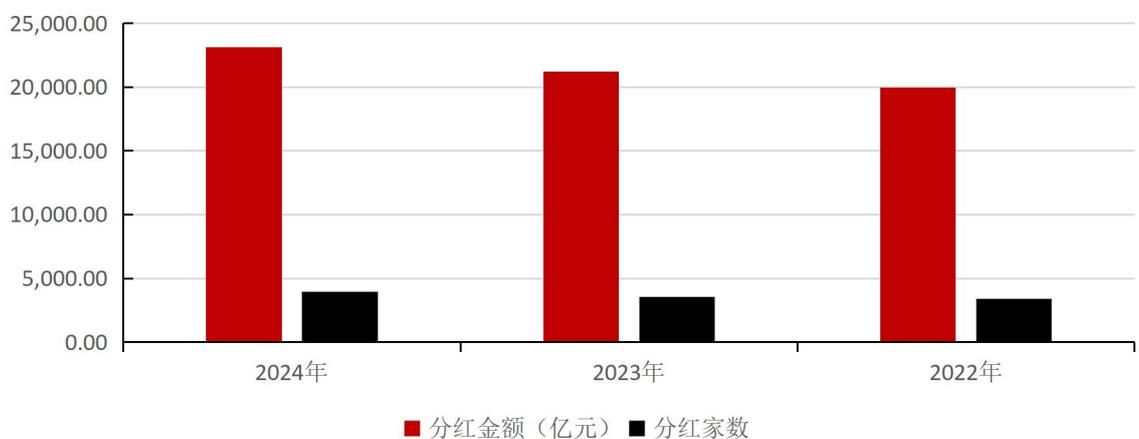
数据来源：WIND、国联期货研究所

图 20：回购金额和公司家数



数据来源：WIND、国联期货研究所

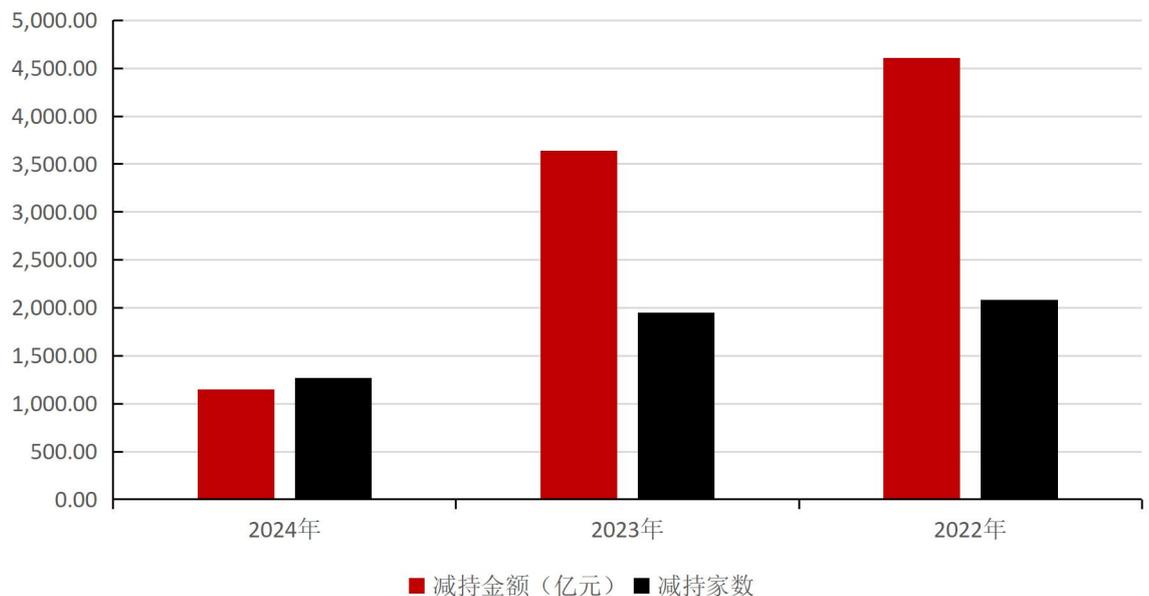
图 21：分红金额和公司家数



数据来源：WIND、国联期货研究所

2024 年前 11 个月重要股东减持大幅减少，减持金额仅仅 1149.58 亿元，减持公司家数仅 1268 家，均远低于往年同期水平，2024 年开启 A 股供求关系逆转的元年。新国九条的实施，对上市公司回购和分红行为产生了深远影响，推动了资本市场高质量发展。展望 2025 年，随着政策的深入执行，将有更多上市公司加入到积极分红和注销回购的行列中来，A 股市场回归投资本质，从融资市转向投资市，吸引中长期资金配置布局。

图 22：减持金额和公司家数

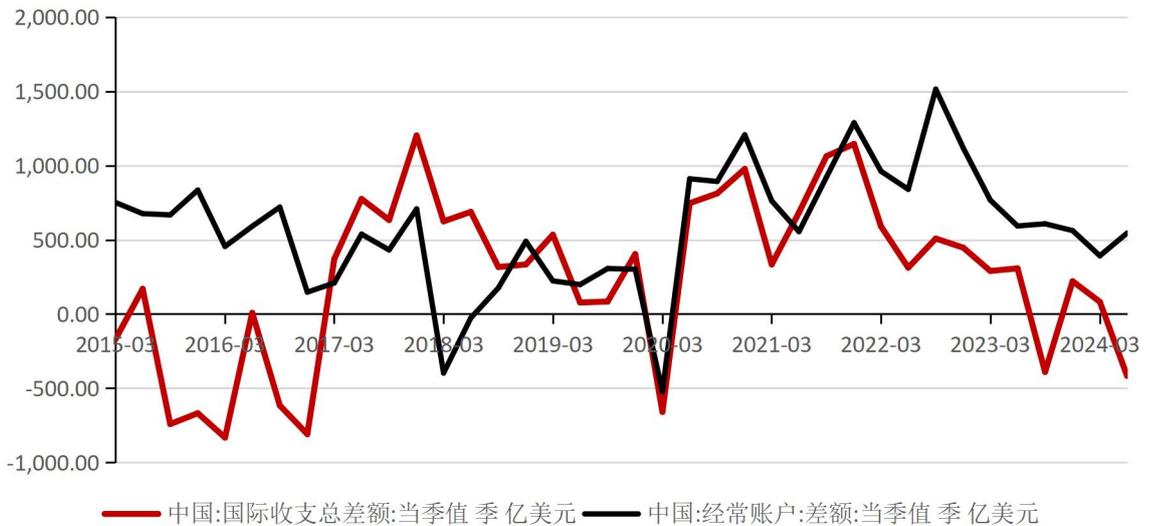


数据来源：WIND、国联期货研究所

4.2 经常账户或存在修复压力

目前我国国际收支差额仍主要靠经常项目支撑，使得国内资本市场重要定价因素之一来自于经常账户盈余。2024 年中国出口增速持续回暖上行，为 2024 年经济增长提供重要支撑。前三季度中国出口景气向好一部分源于低基数效应，但更主要来自外部经济环境修复超预期的推动。“一带一路”的深入推进，中国企业出口与海外拓展齐头并进，进一步提升了我国外贸国别的多元化。

图 23：国际收支总差额和经常账户（亿美元）

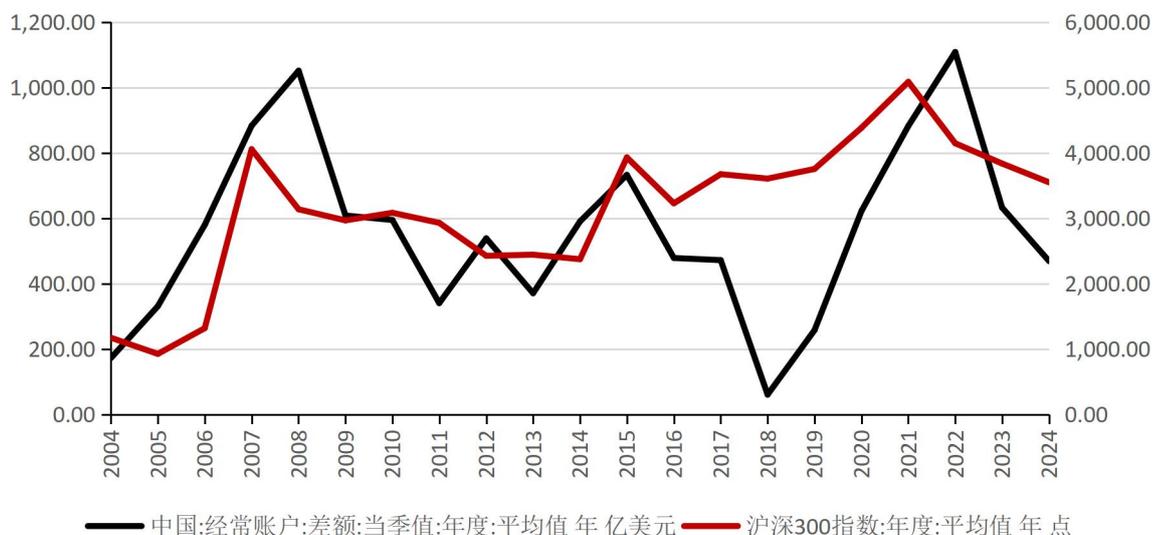


数据来源：WIND、国联期货研究所

展望 2025 年，全球制造业周期上行，叠加发达国家补库和各新兴经济体有望继续保持较快的复苏势头，预计将继续支撑外需的温和修复。但是美国当选总统提出的高关税壁垒政策，无疑给外需市场带来了巨大压力，可能导致中国明年的出口形势不容乐观。特别是 11 月末，美国当选总统宣布将对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收 25% 的关税，并计划对中国商品额外征收 10% 的关税，这一消息无疑给全球市场，特别是中国出口导向型企业带来了巨大的不确定性。

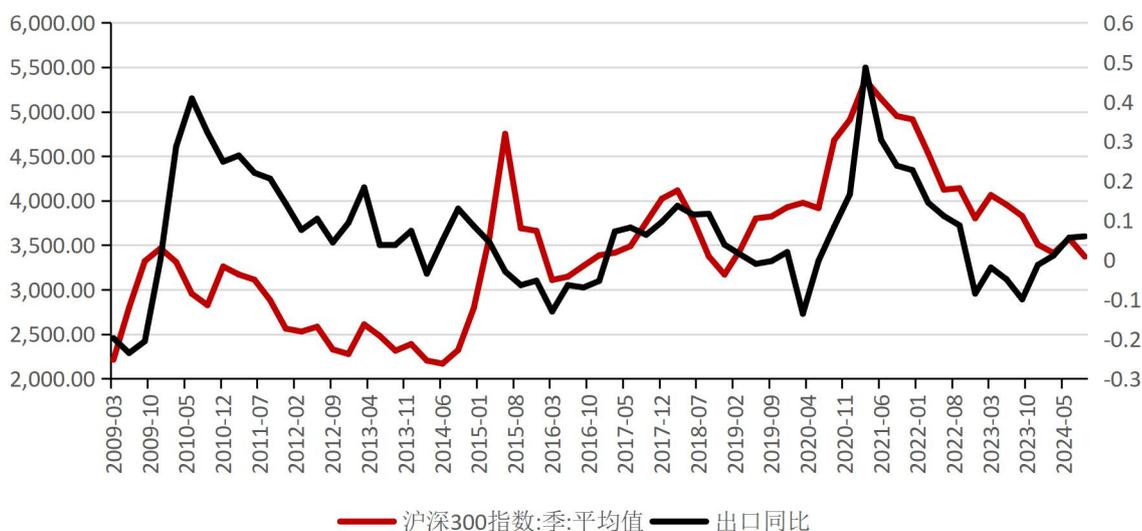
在特朗普上一任期间，人民币兑美元汇率大约贬值 12%。面对特朗普 2.0 关税政策的潜在挑战，通过人民币汇率的适度贬值来缓解外部压力和增强出口竞争力仍是有效手段。预计 2025 年一季度将为我国“抢出口”重要窗口期，所以我国 2025 年上半年出口将明显好于下半年、出口增长和经常账户或呈逐季回落态势。**2025 年全年整体中国经常账户将面临一定的压制，进而给国内股指市场在流动性层面带来偏消极的预期。**

图 24: 经常账户和沪深 300 指数



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 25: 出口同比和沪深 300 指数

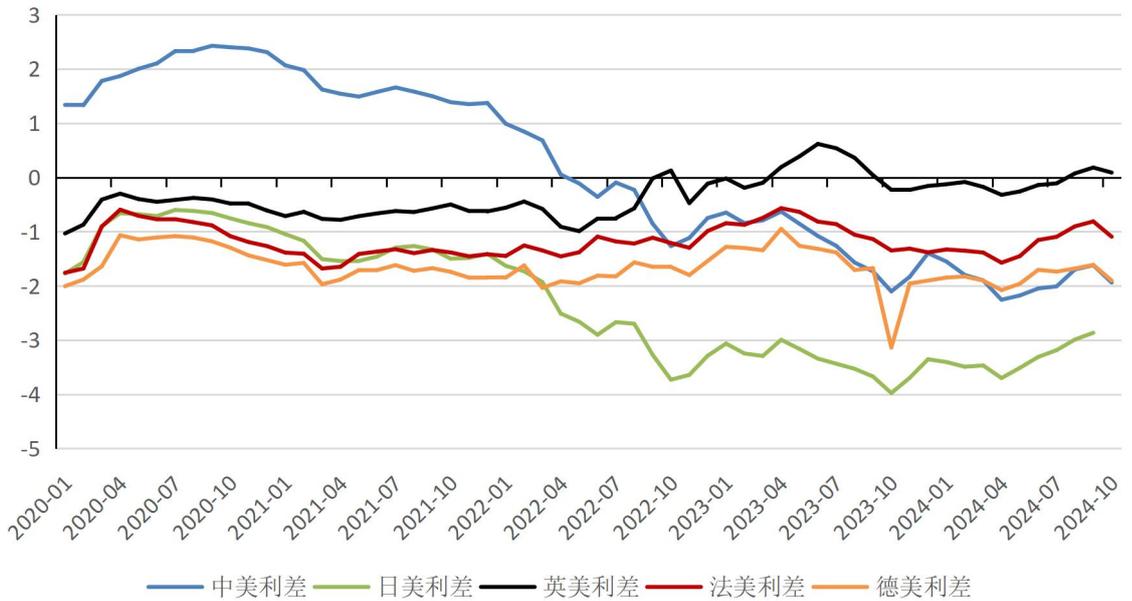


数据来源: WIND、国联期货研究所

4.3 中美利差存在进一步走扩风险，人民币定价资产承压

尽管美联储开启降息周期，但从利差角度来看，全球其他央行已经开始降息，所以美国的息差优势在短期内预计将会持续维持。同时由于美国经济数据的回暖，美国当前的“二次通胀”趋势可能导致美债收益率维持在较高区间，而中债收益率则持续走低。2024年5月，《金融时报》指出2.5%至3%是10年期国债收益率的合理区间，但6个半月后，收益率已下探至2%以下，显示出人行对利率下行的容忍度提高。

图 26: 世界主要经济体同美国利差



数据来源：WIND、国联期货研究所

展望 2025 年，通缩困境难以快速解决，政策力度不会一次性释放，预计 10 年期国债收益率仍将面临一定下行压力。中美利差的扩大给人民币带来了一定的贬值压力，同时利率持续走低也表现出社会整体预期收益持续走弱，“资产荒”问题仍待解决，均驱使资本金融账户延续逆差趋势。明年下半年可能出现经常账户和资本金融账户均逆差的格局，给国际储备带来一定压力，进而影响基础货币发行。

图 27: 资本金融账户和利率

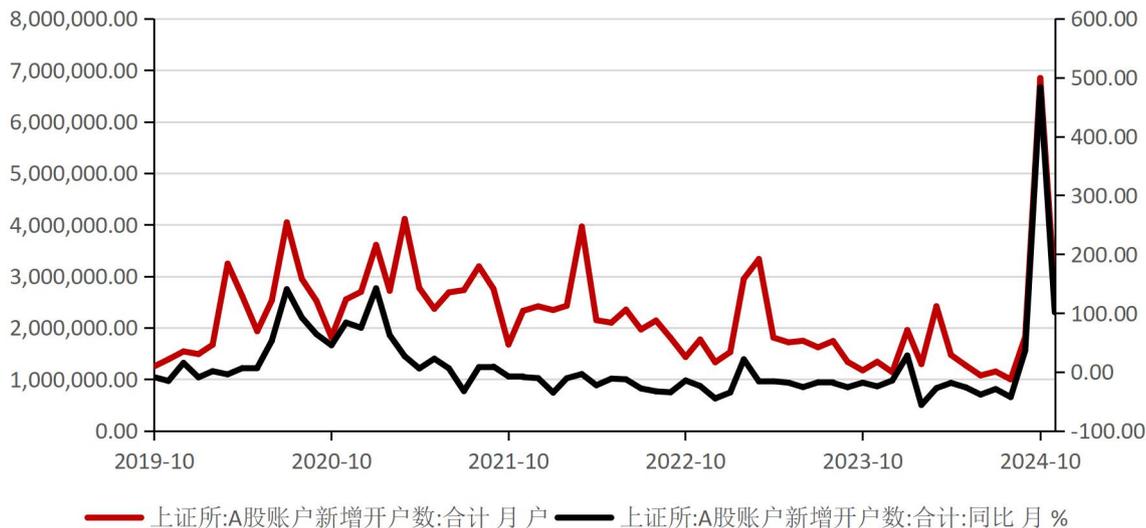


数据来源：WIND、国联期货研究所

4.4 交易情绪改善或推动存款转化

9月24日以来从政策转向到情绪反转，个人投资者成为影响指数表现的重要资金因素，10月上交所A股账户新增开户数685万，为历史单月第三高的水平。

图 28: A股账户新开户



数据来源: WIND、国联期货研究所

同时,个人参与度较高的融资数据亦呈大幅改善趋势,A股融资余额由9月23日的1.36万亿元增加至12月5日的1.85万亿元,期间增加了近5000亿元。表现出市场持续火热的交易热情。

图 29: 融资余额 (亿元)

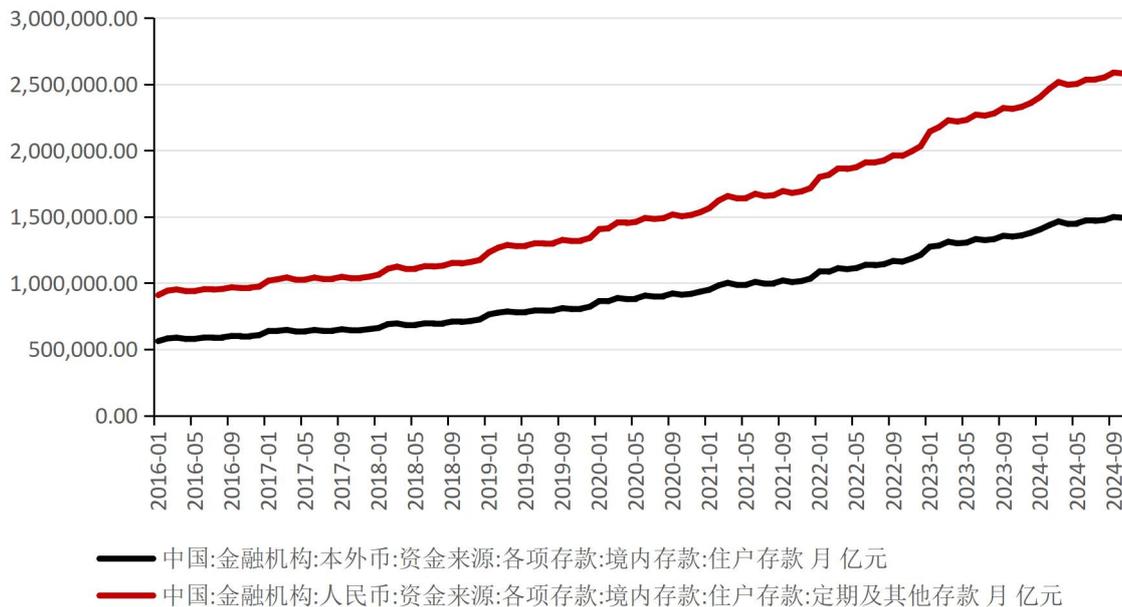


数据来源: WIND、国联期货研究所

过去几年居民储蓄持续累积,存款呈现定期化趋势。截至2024年9月底,我国住户存款规模为149.2万亿元,其中定期存款及其他存款109.0万亿,占比73%。经

历本轮上涨后，投资正回报比例快速上升，有助于改善投资者风险偏好并带来增量资金入市。

图 30：境内存款（亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

五、总结：股指整体持中配策略，2025 年或呈现“N”形走势

当前 A 股市场估值在经历修复后处于历史中位水平，但市场内部分化。展望 2025 年，盈利恢复情况将是市场整体中枢能否抬升的关键。一方面，上证 50 和沪深 300 市盈率偏高而市净率较低，盈利恢复情况将是市盈率和市净率背离消化的主要驱动因素。另一方面，目前股债性价比处于低位，使得市场短期存在震荡整理需要，同时面对出口的潜在挑战，人民币汇率存在适度贬值预期，叠加美债收益率或仍维持相对高位也对 A 股估值构成一定压力，需关注国内盈利水平恢复对于股指整体预期收益抬升。

股指内部结构选择中，中证 1000 指数显示估值修复趋势，但新政策下小市值绩差股受监控，资金转向大市值股。叠加目前 300/1000 大小盘比价处于今年 3 月以来低位区域，未来成交量或伴随市场交易情绪回归理性后逐渐回落，中期市场而言以中大市值个股为代表的沪深 300 指数或受到市场资金追捧。

政策出台和预期的连续性给股指市场整体带来了坚实的底部支撑，政府的介入有助于完成资本市场和房地产市场资产定价，形成市场价格的底部，从而为投资者提供信心。同时 A 股市场回归投资本质，从融资市转向投资市，吸引中长期资金配置布局。

同时，市场的上方压力依然不容忽视，目前经济周期仍处在复苏周期初期阶段，

经济数据全面修复仍具有不确定性。同时由于出口潜在风险和中美利差走扩预期，明年下半年可能出现经常账户和资本金融账户均逆差的格局，给国际储备带来一定压力，进而影响基础货币发行。2025年上半年出口将明显好于下半年、出口增长和经常账户或呈逐季回落态势。

综合而言，2024年9月市场整体大幅度下跌后的低点将成为A股市场未来低点，出台的一系列政策措施为市场提供了坚实的支撑。考虑到2025年一季度开门红，且将为我国“抢出口”重要窗口期，能够为股指流动性带来积极支撑；但接下来由于出口潜在风险和中美利差走扩预期，可能出现经常账户和资本金融账户均逆差的格局，给国际储备带来一定压力，进而影响基础货币发行；下半年则重点关注盈利预期改善能否能够支撑股指中枢的进一步抬升。因此，股指在2025年整体或将呈现“N”形走势。

策略建议：

短期来看，指数震荡偏强的格局或仍将延续，方向性交易者前期多单仍建议维持。

中长期来看，股指市场持中配格局。在大类资产配置中的股票资产选择中，沪深300指数期货更符合当前市场风格。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600