



国信期货 2025 年投资策略报告

金融

政策强改预期

股指反弹债高震

2024 年 11 月 25 日

● 主要结论

1、国内经济政策在 9 月份力度显著加大，货币从积极的价格政策到积极创新货币工具全面配合财政政策，产业政策，以及给市场提供乐观预期。继续维持积极的财政政策，地方政府隐性债务已经提出公开化解方案。刺激经济力度将会更大。经济上，积极的货币政策与财政政策可能在 2025 年 3 月份数据体现，传导到居民端工作就业前景，收入预期改善以及心理预期有望在 2025 年 6 月份数据体现。国内经济恢复或持续缓慢，国内房地产恢复可能弱于预期，持续拖累国民经济。外部方面，俄罗斯乌克兰局势有恶化升级风险，特朗普上台增加了高关税的风险事件。

2、上证 50 主要成分中，金融占比 33.1%，日常消费占比 17.2%，信息技术占比 8%，材料占比 5.5%，医疗保健占比 5.4%，情绪评分 6.8，IH 略偏乐观。沪深 300 主要成分中，金融占比略有下降为 24.1%，信息技术占比 17%，工业占比 16.5%，日常消费为 11.1%。由于沪深 300 中的日常消费板块内部多空对冲效应体现，情绪评分为 8.4，IF 相对乐观。中证 500 方面，信息技术 23.7%，工业占比 17.7%，中证 500 里面的公用事业、能源均预期乐观，工业、材料悲观总体评分为-15.2，IC 也相对悲观。中证 1000 主要成分中，信息技术占比 30.6%比较乐观，工业占比 20.9%，材料占比 15.1%，也相对悲观，公用事业相对乐观，情绪评分为-19.5，IM 转向悲观。

分析师：夏豪杰
从业资格号：F0275768
投资咨询号：Z0003021
电话：0755-23510053
邮箱：15051@loosen.com.cn

3、利率方面，2021 央行货币政策采取了先紧后松因时而变，2022 年延续相对宽松的态度。2023 年总体上全年维持相对宽松的货币政策，2024 年前三季度继续执行相对宽松的货币政策，9 月底货币政策力度加大。大幅度降息、下调存量房贷利率、下调房贷利率，开展公开市场国债操作以及买断式国债操作等。财政提高地方债务限额化解隐形债务，2025 年货币政策将会逐步出现效果，或刺激力度有所减弱，利率有望持续维持低位徘徊，国债高位转为震荡。

独立性申明：

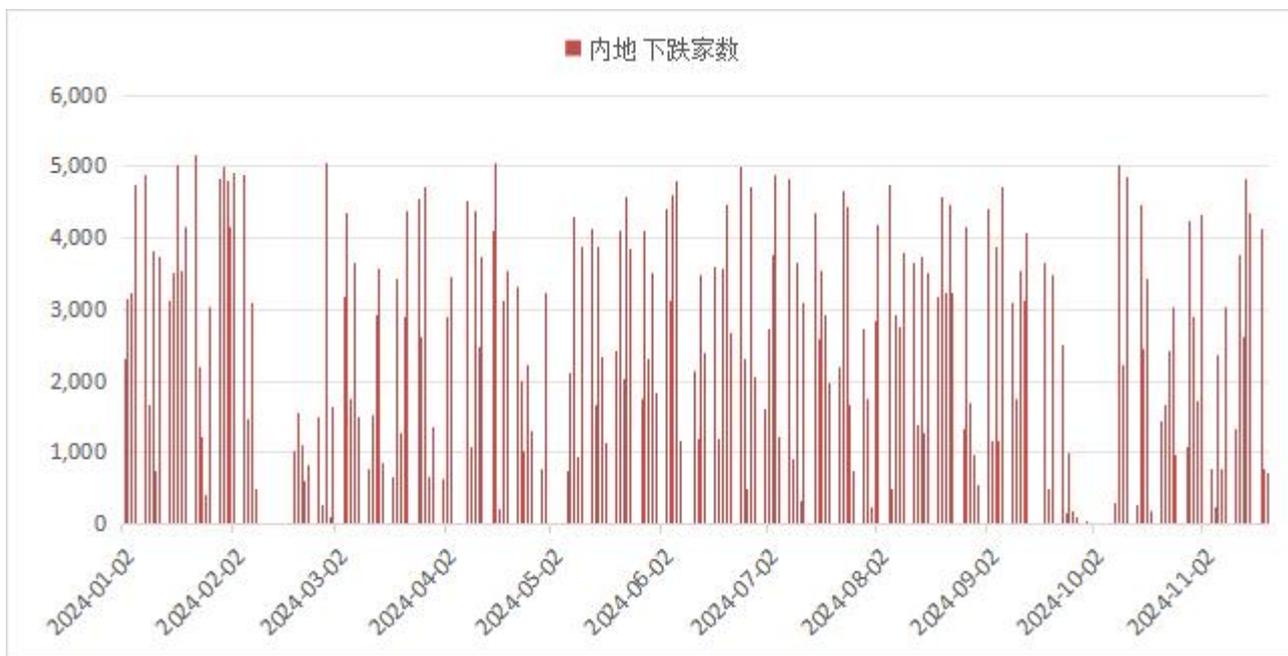
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、2024 年股市 V 型突显

改革强扭预期 供给显著降低

随着注册制改革，国内股市供给显著上升，2023 年底，市场上市公司家数已经高达 5096 家。二级市场从 2021 年高点出现持续性下跌，2024 年前三季度国内股市持续低迷，上证指数持续低于 3000 点，创出 2635.09 低点。中国证监会换帅，开始 1+N 配套改革，股市从 5 月到 9 月再度形成持续性下跌。截止到 9 月 24 日，前三季度下跌家数超过 3000 家的交易日为 88 天，下跌家数超过 4000 家的交易日 44 天。前三季度的上市公司净增加数量减少，6、7、8 三个月出现净减少，截止到 2024 年 10 月份，上市公司总个数 5107 个，相比去年净增加 11 个。

图 1：2024 年日下跌家数



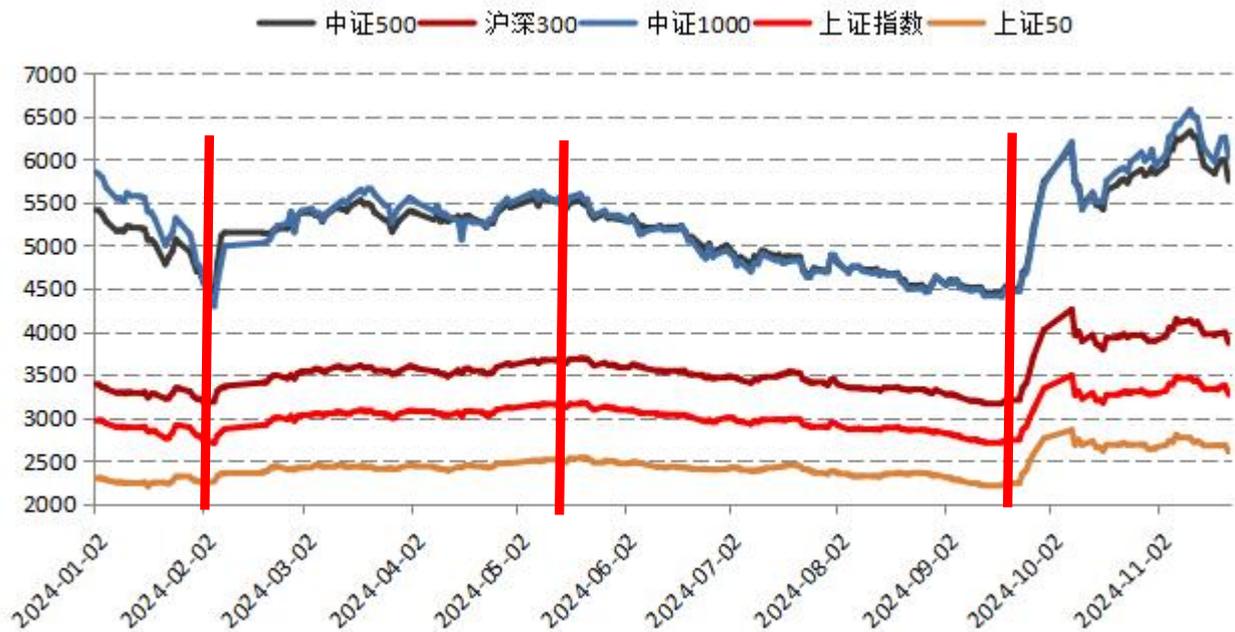
数据来源：wind 国信期货

图 2：上市公司增减



数据来源: wind 国信期货

图3: 主要指数走势



数据来源: wind 国信期货

从行情周期来看,国内股市在2023年8月份走出系统性下跌,跌破3000点,上证指数月线走出6连阴,2024年2月创出新低2635.09点,随后上证指数连续三连上,再度站上3000点。5月份小幅冲高后市场再度回调,走出月线四连阴,9月份上证指数持续下跌,跌至2689.7,9月下旬股市放量反弹,9月份上证指数月涨幅高达17.39%。国庆节之后,上证指数涨停3674.4开盘,整个股市成交额放量突破3万亿,随后市场快速回调3165点,11月份中上旬股市开始反弹,下旬则转为回调,市场整体成交额缩量至1.6万亿水平。

稳定股市政策方面,中国证监会换帅,4月国务院引发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》,“新国九条”。中国证监会开启1+N一系列改革。但是在资本市场层面上,股市对股市出现系统性的问题,以及长久积累的弊端难以短期解决,市场持续低迷不振。直到9月底央行提出“证券、基金公司申请互换便利”“设立股票回购增持再贷款”,直接激发了散户对“推动股市真金白银”的想象,在9月中上旬日均5000亿的水平,10月8日国内股市成交额突破三万亿。股市中小投资者对“价格”更为敏感。

前三季度国内股市处于系统性风险，即便国家队主要购买宽基ETF救市，上证50、沪深300依旧呈现系统性下跌。9月24日之后四大股指快速拉上，股指出现分化。在上升阶段，上证50、沪深300上升的速度较慢，往往中证500、中证1000先出现涨停。在回调阶段，上证50、沪深300则相对较快。上证50一度跌破开盘价。中证1000在10月8日回落之后，再度反弹11月12日再度刷新10月8日高点，创出新高，随后四大股指再度回调。从11月份反弹来看，四大股指延续分化局面，但是在回调时期，均出现系统性风险，IM、IC、IF、IH出现一同下跌局面。

表1：证监会改革政策表

2024年1月28日	进一步加强融券业务监管，全面暂停限售股出借
2024年2月4日	依法从业打击欺诈发行、财务造假等信息披露违法行为
2024年2月5日	股票质押答记者问
	严惩操纵市场恶意做空
	就“两融”答记者问
2024年2月6日	中央汇金增持答记者问
	“两融”融券业务答记者问
	推动上市公司提升投资价值专题座谈会
	支持上市公司并购重组座谈会
2024年2月7日	中国证监会主要领导调整
2024年2月9日	上海思尔芯技术欺诈发行违法行为作出行政处罚
	集中处理多名从业人员违法炒股
2024年2月19日	座谈会
2024年2月22日	答记者问，限制净卖出等媒体报道
2024年2月28日	资本市场法治建设座谈会
	私募基金DMA业务
2024年3月15日	证券公司、公募基金监管建设一流投资银行和投资机构的意见
	加强上市公司监管的意见
	严把发行上市准入关从源头提高上市公司资料的意见
	证监会落实政治、能力、作风过硬标准加强自身建设
	首发企业现场检查规定
	首次公开发行股票并上市辅导监管规定

数据来源：中国证监会 国信期货

表2：证监会改革政策表

2024年4月12日	严格执行退市制度的意见
------------	-------------



	科创属性评价指引等 6 项制度规则征求意见稿
	关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见-新国九条
2024 年 4 月 16 日	分红退市答记者问
2024 年 4 月 19 日	资本市场服务科技企业搞水平发展十六措施
	公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定
2024 年 4 月 30 日	科创属性评价指引试行
	长牙带刺、严监严管
2024 年 5 月 15 日	监管规则适用指引
	程序化交易管理规定
2024 年 5 月 24 日	大股东减持股份管理暂行办法
2024 年 6 月 6 日	实施 ST、退市答记者问
2024 年 6 月 7 日	行政处罚裁量基本规则
2024 年 6 月 16 日	融券、转融券答记者问
2024 年 6 月 19 日	科创板改革八条
2024 年 7 月 5 日	关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见
2024 年 7 月 10 日	程序化交易监管答记者问
	批准暂停转融券业务
2024 年 9 月 6 日	证监会系统离职人员入股上市企业监管规定
2024 年 9 月 24 日	深化上市公司并购重组市场改革的意见
2024 年 9 月 26 日	关于推动中长期资金入市指导意见
2024 年 10 月 18 日	证券、基金公司申请互换便利
	设立股票回购增持再贷款
2024 年 11 月 15 日	证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》

图 4：十年国债主连



数据来源: wind 国信期货

国债期货走出长达三年的牛市行情: 2022年国债期货走势较为分明, 上半年大幅震荡, 下半年震荡上行, 整体震荡上行。2023年国债期货2至8月持续上涨, 2023年8月21日创出高点103.130之后, 市场开始回调, 但是回调幅度不大, 回调时间不长。2023年11月份, 国债期货重返牛市, 3月份创出新高104.440, 6月份突破105, 8月份突破106, 9月份创出新高107.135, 此后市场快速回落, 9月30日一度跌破105以下, 10月份市场再度反弹, 11月22日国债期货最高点为107.01, 接近9月24日的高点。9月份国内刺激经济的力度再度加大, 国内利率进一步下行, 展望2025年, 国内经济持续恢复, 货币政策力度有可能继续加大, 如果经济上半年企稳, 下半年货币力度或有减弱, 国债走出前高后低行情。

二、经济困难凸显

2.1 经济总体逐步恢复:

2023年, 随着优化新冠病毒的调控, 国内开启与新冠病毒共存模式, 国内经济开始出现恢复。第一季度国内GDP恢复到4.5%, 第二季度国内经济GDP回升到6.3%, 第三季度国内经济增速有所回落, 为4.9%, 第三季度波动到5.2%。国内经济在新冠病毒常态化之后, 国内经济逐步恢复向好的态势, 但是恢复的力度较弱。2024年恢复向好的力度出现减弱现象, 第一季度为5.3%, 第二季度国内经济GDP增速降低到了4.7%, 第三季度GDP增速降低到4.6%。经济增速困难凸显, 制约经济恢复向好态势的因素成为灰犀牛。

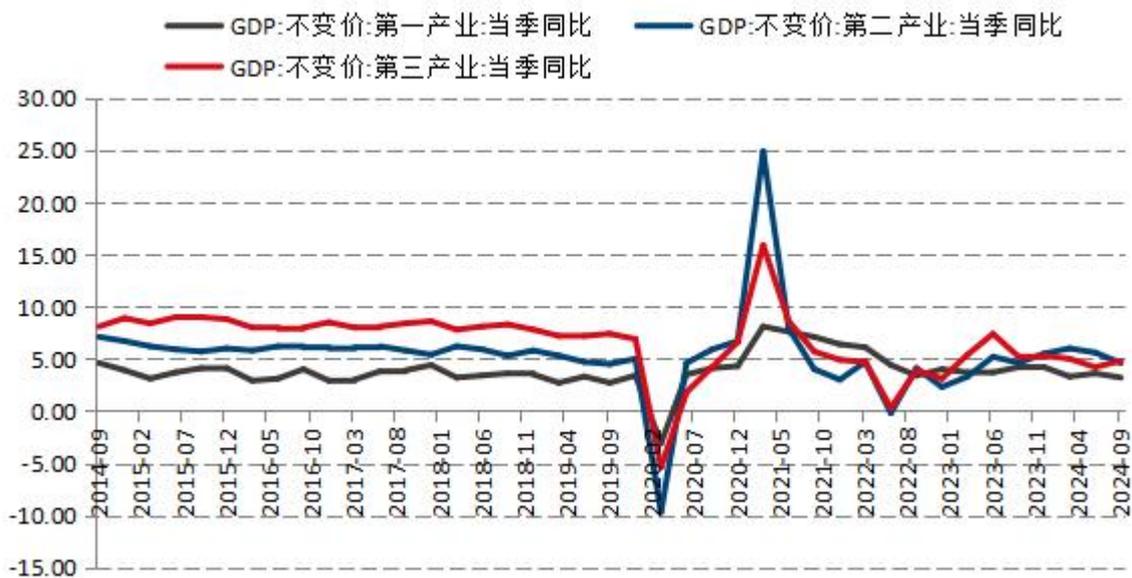
图5: 中国GDP



数据来源: wind 国信期货

GDP 恢复结构性出现差异: 第一产业 GDP 方面, 2023 年, 新冠病毒常态化之后, 第一产业 GDP 增速有所回落, 第一季度、第二季度 GDP 增速为 3.7%, 第三、四季度 GDP 略有上升为 4.2%。2024 年第一产业增速转为回落, 第一季度为 3.3%, 第二季度为 3.6%, 第三季度为 3.2%。第二、第三产业变化较为显著, 2023 年, 第一季度小幅上涨为 3.3%, 第二季度增速上涨到了 5.2%, 第三季度增速略有回落, 为 4.6%, 第四季度回升至 5.5%。2024 年第一季度为 6%, 第二产业降速较为显著, 第二季度为 5.6%, 第三季度降低至 4.6%。第三产业恢复效果相对较好, 2023 年第一季度快速回升至 5.4%, 第二季度上涨为 7.4%, 第三季度回落至 5.2%, 第四季度为 5.3%。2024 年第三产业 GDP 增速也开始出现不稳定现象, 第一季度为 5%, 第二季度下降到了 4.2%, 第三季度回升至 4.8%, 从 GDP 的趋势来看, 2024 年国内经济结构性困难的显著制约了经济恢复向好的力度。

图 6: 中国 GDP-三大产业

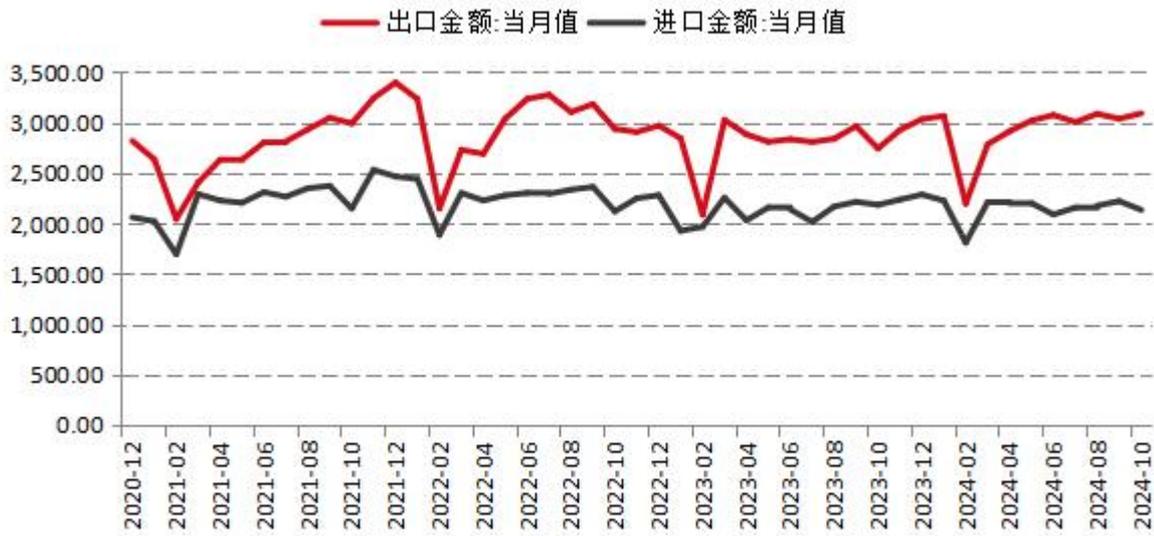


数据来源: wind 国信期货

2.2 经济内需-外贸差异显著

2023年出口有所减少，2月份出口降低至2086.41亿美元，12月出口峰值为3032.76亿美元。2024年国内出口显著好转，单月出口最低值2195.03亿美元，峰值为10月份3090.60亿美元。进口额方面，2023年12月份进口峰值为2285.49亿美元，2024年进口额峰值为1月份的2224.84亿美元，呈现进口金额减少的现象，显示了国内需求在2024年的弱势。同比方面，2023年出口同比大多数月份为负值，2、3、4月份为正，分别为3.3%、19.6%和15.4%，2024年出口同比除了3月份为负，其他月份为正，2024年10月份出口同比为5.1%，保持较好增长。进口方面，与出口同步也大多数为负值，2024年进口同比为负的月份有四个月，2、3、6、10均为负，10月份进口累计同比为1.7%，显示了国内内需的弱势。

图7：进出口



数据来源: wind 国信期货

图8：进出口



数据来源: wind 国信期货

国内消费方面，持续低迷不振。2023年6月份社会消费品零售总额到峰值39951.4亿，此后数据均低

于6月份水平，10月份上升到了43333亿，国内消费呈现出按照逐月递增的现象。2024年也呈现月份跳跃的现象，3月份为39019.9亿，4月份下降为35699.10亿，6月份超过4万亿，7、8月份低于4万亿，9月份回升至41112亿。同比方面，2023年新冠病毒常态化之后，由于基数和环境转变影响，3、4、5月份同比大幅增加，分别为10.6%、18.4%、12.7%。下半年恢复平稳，7月份同比为2.5%，8月份同比为4.6%，9月份同比为5.5%，10月份同比上升到了7.6%。2024年随着基数的正常化，消费同比较为稳定，3月份为3.1%，此后增速持续下滑，6月份社会消费品零售总额增速降低到2%，9月份回升至3.2%，10月份回升至4.8%。2024年总体上消费增速相对低迷。

图9：消费

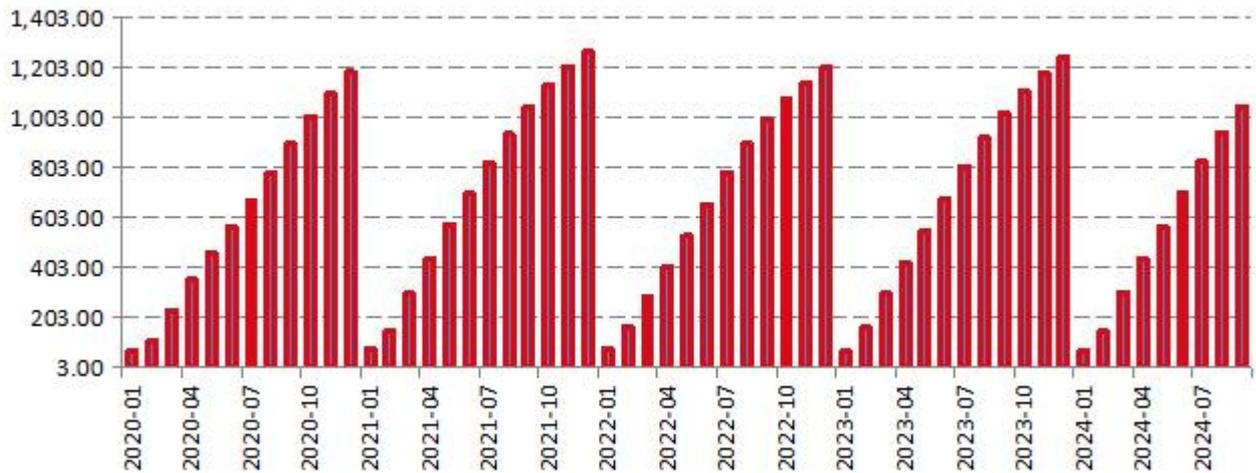


数据来源: wind 国信期货

2023年国内经济恢复向好，但是力度仍然较弱，国内经济微观主体仍需要较大的修复，国内新增就业也较为缓慢，9月份城镇新增就业人数1022万人，与去年同期1001万人相比，人数持续略有增加。也低于2021年同期1045万人，2024年城镇新增就业人口有所回升，9月份累计值1049万人，高于2023年1022万人，也高于2021年同期的1045万人。调查失业率也出现回落。2022年城镇调查失业率在5.3%以上，10月份为5.5%，11月份达到峰值为5.7%。2023年以来，城镇调查失业率开始回落，3月份已经下跌至5.3%，此后失业率下滑较为缓慢，2023年9月份回落至5%，10月份失业率维持在5%未变。相比于城镇调查失业率，31个大城市调查失业率波动较大，2023年1月份，31个大城市调查失业率高达5.8%，到9月份失业率显著下降到了5.2%，10月份进一步降低至5%，10月份为5.1%。2024年城镇调查失业率几乎稳定，4-6月份均是5%，9月份为5.1%。年轻人失业率相对较高，且预期压力更大，根据修改后的统计指标，16-24岁（不包含在校生）就业人员调查失业率2023年12月份为14.9%，2024年7月份上升到了17.10%，9月份为17.6%，10月份为17.1%。年轻人就业压力较重。

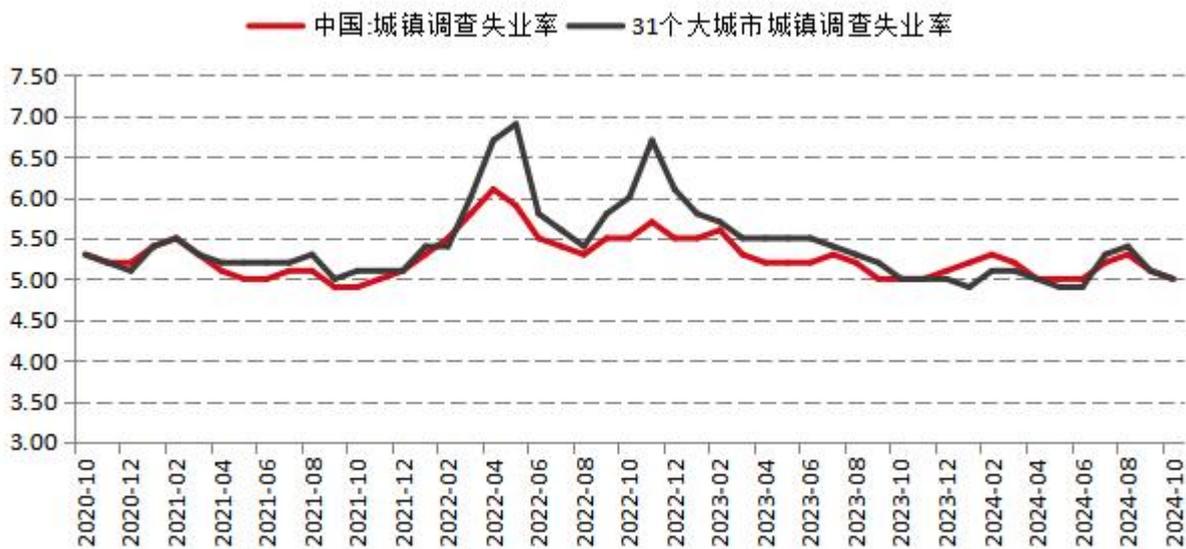
图10：城镇新增就业人数

■ 中国:城镇新增就业人数:累计值



数据来源: wind 国信期货

图 11: 调查失业率



数据来源: wind 国信期货

2.3 经济结构失衡-上下游极端差异

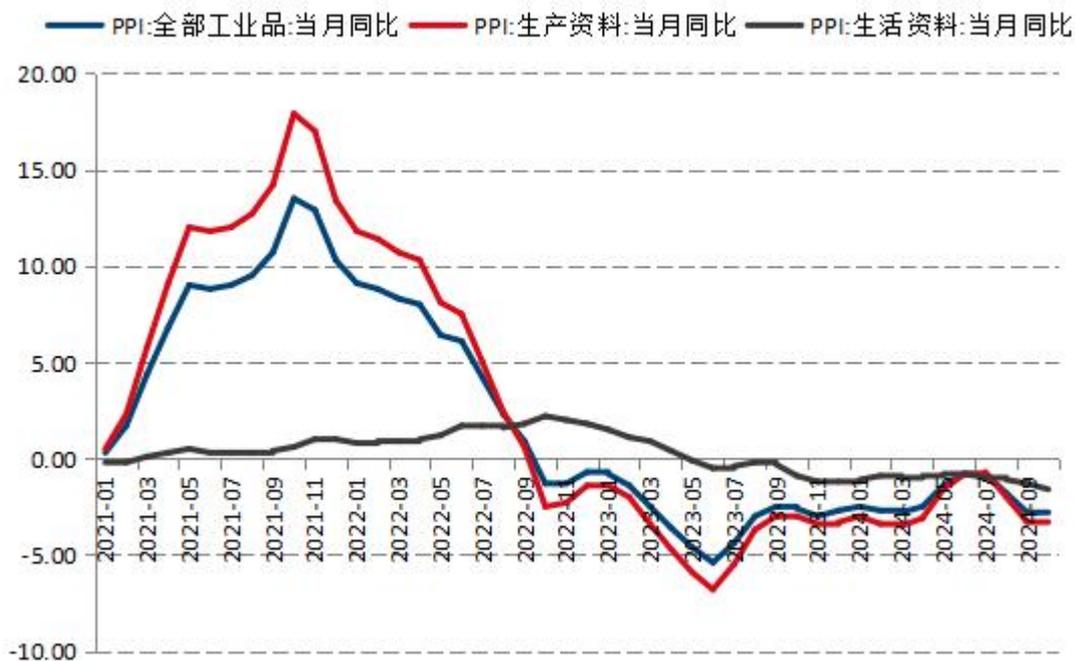
国内经济结构性问题在2021年扩大凸显,2021年海外疫情持续扩散,经济的压力导致海外国家多使用宽松的货币政策,在供给层面上,由于疫情的扩散,供给链显著不顺畅。在海外需求增长以及供给又短缺的背景下,全球的需求快速向中国转移。同期国内由于在汇率方面保持稳定,这种过快的需求导致外部提升国内的需求边际效应增加。国内方面,疫情的控制相对效果较好,央行在货币投放方面较为克制,需求维持稳定。在供给侧方面,受到国内前期供给侧改革的持续推进,“碳中和”的激进影响,生产供给,尤其是工业供给相比于国内外叠加出来的需求远远不够,叠加资本市场的推波助澜,国内工业品价格尤其是

上游能源、资源价格快速飙升。给整个中下游带来巨大压力。2021年10月份之后，中国发改委等部门联合稳定上游能源、资源快速飙升的价格，国内PPI的上涨幅度有所回落。2022年随着能源、资源价格上涨速度回落，但是持续的价格高位对下游影响，严重蚕食下游利润。2023年，国内新冠病毒常态化，国内经济逐步转为平稳，但是国内经济恢复力度相对较弱，国外需求减弱，国内经济恢复结构性不平衡。2024年国内经济恢复力度弱于预期，经济受到前几年积累的结构性失衡所形成系统性风险拖累。

国内全部工业品价格PPI在2021年1月份开始转正0.3%，3月份直接飙升至4.4%，此后PPI均大幅上涨5月份上涨至9%，6、7、8保持稳定，9月份快速上涨到了10.7%，10月份加速上涨到了13.5%。工业品PPI在2021年10月前呈现加速上涨模式。2021年10月份之后，工业品价格PPI增速出现回落，2022年1月份回落到10%以下，2022年5月份跌破8%为6.4%，增速回归正常。8月份再度下跌至2.3%，9月份回落到0.9%，10月份转为负值-1.3%。工业品价格PPI持续为负，2023年全年工业品价格持续为负，6月份出现最小值为-5.4%，此后逐步回升，但是仍然为负值。2024年全部工业PPI全部为负，且7月份之后，跌幅增大。生产资料与生活资料走出两个不同的极端，生产资料在2021年1月份转正为0.5%，4月份直接飙升到了9.1%，5月份为12%，6、7、8增速均维持在12%的水平，9月份再度跳升14.2%，10月份大涨17.9%。2021年10月份之后生产资料增速开始回落，2022年1月份回落至11.8%，2022年5月份跌破两位数为8.1%，7月份跌至5%，9月份跌破1%，为0.6%，10月份生产资料PPI转为负值为-2.5%。2023年生产资料持续为负，6月份最低值为-6.8%，随后生产资料PPI有所回升，但是仍然为负，10月份为-3%。2024年生产资料PPI持续为负，稳定在-3%，生产资料进入通货紧缩阶段。

相比于生产资料加速飞涨，生活资料价格PPI几乎保持不变。2021年1月份为-0.2%，5月份上涨到0.5%，6、7、8连续三个月保持0.3%，10月份上涨到0.6%。尚未看到生产资料对生活资料的显著传导，这与国内居民消费水平相关，疫情后显示了消费的疲软。2022年生活资料PPI开始小幅上涨，2022年4月份上涨到1%，6月份上涨到1.7%，随后生活资料PPI在小幅波动，10月份上涨到了2.2%，达到生活资料PPI的高峰，随后生活资料PPI逐步回落，2023年5月份转为负值，为-0.1%，跌幅虽然相对较小，趋势却在扩大，2023年10月份跌幅为-0.9%，2024年以来，生活资料持续为负值，且下半年负值增大，2024年10月份为-1.6%。

图 12: PPI

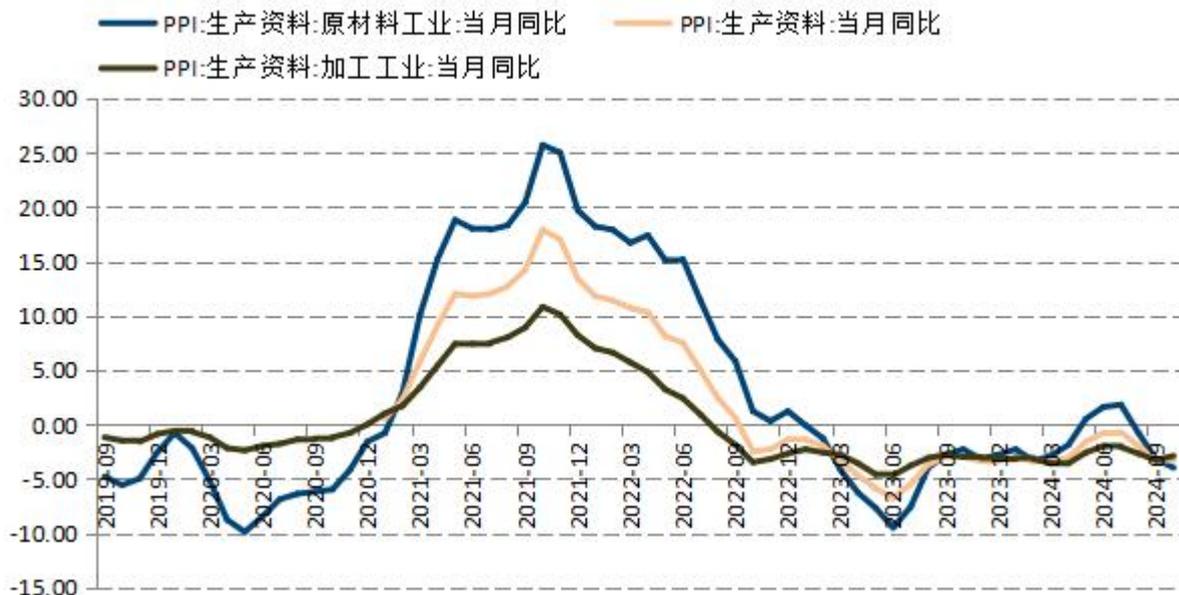


数据来源: wind 国信期货

在生产资料方面，PPI的分化也较为显著，呈现出“上游极端上涨”，中下游“传导不畅”的现象。上游采掘工业PPI大幅飙升，2021年1月份采掘工业的PPI为1%，3月份直接跳升到12%，4月份飙升至24%，5月份再度大幅上升至36.4%，此后上涨速度略有减缓，7月份上涨38.7%，8月份上涨41.8%，但是在10月份，更加极端上涨到了66.5%。采掘工业在2021年10月份之前加速进入通货膨胀状态。随后采掘工业PPI涨幅有所回落，但是涨幅依旧较大，2021年12月采掘工业PPI仍然高达44.2%，2022年1月份增速下跌至35%，3、4月份略有回升38.3%，5月份骤降低29.7%，7月份降低至18.8%，2022年8月份跌到了10.1%，10月份跌至负值为-6.7%。2022年12月再度为正，连续三个月为正，2023年3月份为-4.7%，最小负值为6月份的-16.2%。此后虽有回升，但是整体上处于负值。2024年上半年材料PPI持续为负，5月份转正为0.5%，8月份采掘工业PPI再度转负为-0.8%，此后采掘工业PPI负值持续扩大，10月份采掘工业PPI为-5.1%。原材料工业PPI在2021年10月份之前上涨幅度也较大，从2021年1月份的-0.8%，3月份跳升到两位数10.1%，9月份上升至20.4%，10月份大幅跳涨到了25.7%。随后原材料工业PPI增速下滑，2021年12月份跌破两位数为19.7%，2022年1月份为18.2%，2022年4月份为17.4%，2022年8月份下跌幅度10%，10月份跌至1.2%，2023年1月原材料PPI跌为负值，一直到10月份，仍然为负值。原材料工业绝对值开始出现平稳。2024年原材料PPI在5-7月份转正，随后再度转为负值，10月份原材料工业PPI为-4%。加工工业PPI在2021年上涨略缓和，2021年1月份加工工业PPI为1%，3月份上涨到了3.4%，涨幅相对温和，此后逐步上涨，但是涨幅不大，10月份加工工业PPI为10.8%。此后加工工业PPI也同步回落，2021年12月份跌破两位数为8.2%。2022年4月份跌破5%，为4.8%，7月份跌破1%，为0.9%，8月份跌为负值-0.7%，9月份为-1.9%，10月份为-3.5%。2023年-2024年加工工业PPI持续为负，2024年10月份加工工业PPI为-2.9%，持续处于通货紧缩阶段。

生活资料方面，PPI并未有工业PPI分化那么严重。食品类PPI在2023年、2024年持续为负，显示了消费的通缩现象。衣着类PPI在2023、2024年也呈现持续下滑状态，2024年7月份，衣着类PPI转为-0.5%，此后基本上维持小幅波动，2024年10月份为-0.4%。一般日用品PPI在2023年12月出现负值，为-0.1%，2024年3、6、7、9月均出现负值，也开始减弱。耐用品消费类与生产资料类似，2024年全年为负，2024年10月份为-3.1%。

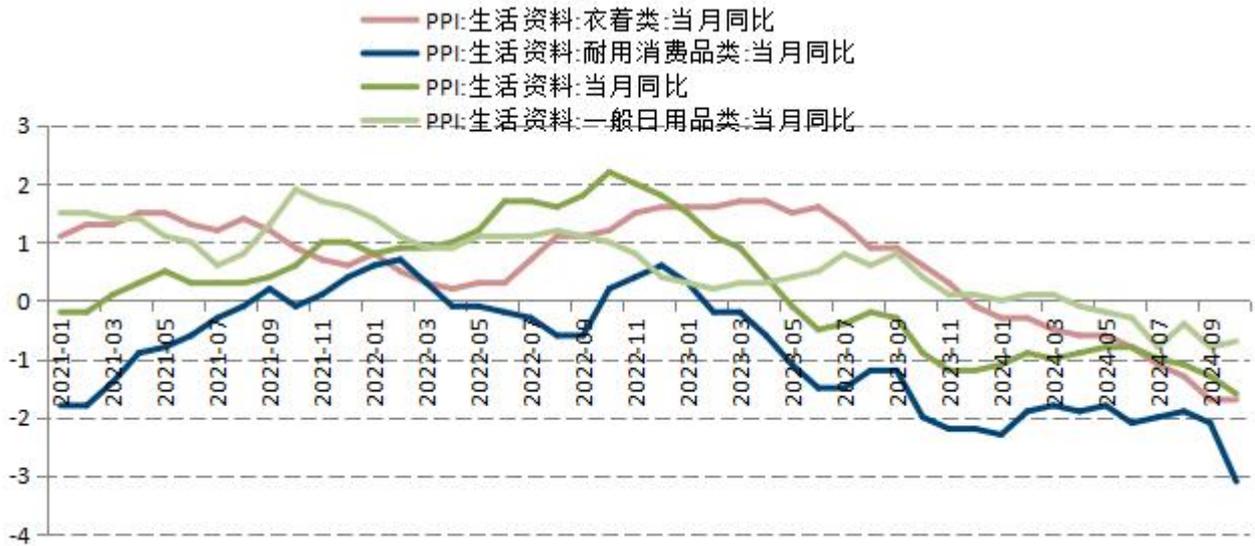
图 13：生产资料 PPI



数据来源：wind 国信期货



图 14: 生活资料 PPI



数据来源: wind 国信期货

反映在居民端消费方面, CPI在疫情期间并未出现持续性影响。CPI在2021年小幅上涨, 从1月份的-0.3% 上涨到5月份的1.3%, 6到9月份CPI有所下滑, 跌到0.7%, 10月份快速回升到了1.5%。CPI在2022年3月份显著上涨到1.5%, 4月份上涨到2.1%, 6月份上涨到2.5%, 7月份为2.7%, 9月份为2.8%, 10月份出现回落, 为2.1%。2023年整体上CPI在回落, 7月份出现负值为-0.3%, 10月份再度出现负值为-0.2%。2024年上半年CPI小幅上升, 8月份达到高峰0.6%, CPI下降速度较快, 10月份下降到了0.3%。

在剔除食品和能源之后的核心CPI, 2022年下半年逐步走弱, 2022年6月为1%, 9、10月连续两个月为0.6%。2023年核心CPI较为稳定, 大部分月份在0.6-0.8之间波动。2024年核心CPI在4月份达到峰值0.7%, 此后持续回落, 10月份核心CPI降低至0.2%, 国内消费持续低迷。

分项来看, 食品类CPI波动相对较大, 2022年2月为-3.9%, 4月份转为正1.9%, 8月份上升到了6.1%, 9月份继续上涨到8.8%, 10月份为7%。2023年下半年转负, 7至10月份复制不断扩大, 到-4%。2024年下半年食品CPI转正, 8月份为2.8%, 10月份为2.9%。

消费品CPI涨幅在 2022年平均超过3%, 4、5月份均为3%, 6月份上升到3.5%, 7月份上升到4%, 此后消费品CPI波动较大, 9月份为4.3%, 10月份回落到3.3%。到2023年4月份就开始转负, 10月份消费品CPI转为负1.1%。2024年消费类CPI上半年维持在0%附近, 7月份上升到0.5%, 此后在7月份之后, 但是持续回落, 10月份消费品CPI跌至0.2%。

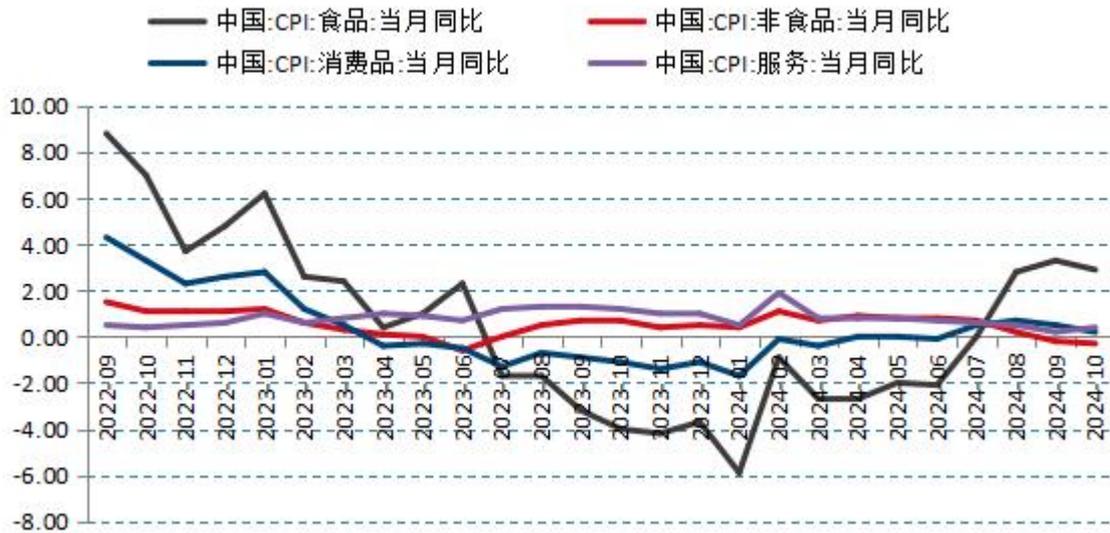
服务类CPI前高后滞, 从1月份的-0.7%, 上涨到7月份的1.6%, 此后服务类CPI小幅下降, 10月份下降到了1.4%。2022年下半年, 服务类CPI逐步下滑, 7、8月份为0.7%, 9月份为0.5%, 10月份为0.4%。2023年下半年服务类CPI转为稳定, 7至10月在1.2%-1.3%之间波动。2024年服务类CPI在持续下滑, 2024年2月服务CPI为1.9%, 2024年9月份跌至0.2%。从CPI的表现来看, 国内消费持续低迷。

图 15: CPI 与核心 CPI



数据来源: wind 国信期货

图 16: CPI-分项



数据来源: wind 国信期货

三、大力度货币政策，财政政策积极

2023 年 10 月份-2024 年 10 月份，央行主要货币政策措施：

总量方面，综合运用多种货币政策工具，包括下调存款准备金率、降低政策利率、引导贷款市场和债券市场融资利率下行、开展公开市场国债买卖操作等，保持流动性合理充裕。结构方面，设立 5000 亿元科技创新和技术改造再贷款，设立 3000 亿元保障性住房再贷款。增加支农支小再贷款额度 1000 亿元。传

导方面，支持优化金融业增加值季度核算方法，治理资金空转，规范市场竞争秩序，提高资金使用效率。汇率方面，强化预期引导，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

2024年9月份，中国人民银行货币政策力度显著加码：

较大力度降准，实施有力度的降息，优化调整房地产金融政策，其中降低存量房贷利率惠及5000万户家庭，每年减少家庭利息支出约1500亿元。创设证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持专项再贷款两项工具，鼓励长期资金入市，支持股票市场稳定发展。

国内房地产市场在疫情之后经历了从非理性上涨到系统性下滑，市场转入供过于求的大周期。疫情后全球货币宽松政策，以及居民投资需求快速增加，住房投资在2021年上半年快速上升。2021年2月份商品房销售面积累计17363.14万平方米，同比大增104%，6月份商品房销售面积累计同比呈现递增现象。由于部分地区的房价快速上升，引发地方政府的强监管，6月份之后，商品房销售面积累计增加开始减少。2021年7月份销售面积累计101648.18万平方米，比去年同期增加18016万平方米，10月份商品房销售面积143040.71万平方米，比上两同期增加9746万平方米。

2022年国内放松了对房地产的限制，但是在疫情的持续影响下，国内经济本身的收缩活动下，房地产市场难以快速扭转。房地产销售面积限制下滑，2022年10月份房地产销售面积累计111179.29万平方米，比上一年减少31861.42万平方米。2023年，国内金融对房地产已近全面转向支持，由于三年疫情冲击影响，居民的工作不确定性增加，收入预期并不稳定，居民投资房地产意愿大幅下降。截止到10月份，商品房销售面积累计92578.54万平方米，大大减少。2024年商品房销售面积进一步下滑，截止到10月份，商品销售面积累计77930.16万平方米，同比下滑高达18.8%。

新增人民币贷款居民户中长期贷款一般用来购买商品住房贷款，2022年新增人民币贷款居民户中长期多个月份已经出现负值，2022年2月份为-313.72亿元，6月份新增人民币贷款居民户中长期恢复到4166.72亿元，接近以前正常水平4000亿元，随后就快速下跌，7月份为1486亿元，8月份为2658亿元，9月份为3456亿元，10月份仅仅332亿元。2023年，新增人民币贷款居民户中长期有两个月份出现负值，2024年2月、4月也出现负值，且在2024年7月份出现新增人民币贷款中长期仅仅100亿，8月份之后才开始改善为1200亿，10月份为1100亿。居民住房投资意愿降低与房地产持续低迷相互交织，拖累国内经济恢复。

图 17：房地产销售



数据来源：wind 国信期货

图 18：新增人民币贷款居民户中长期

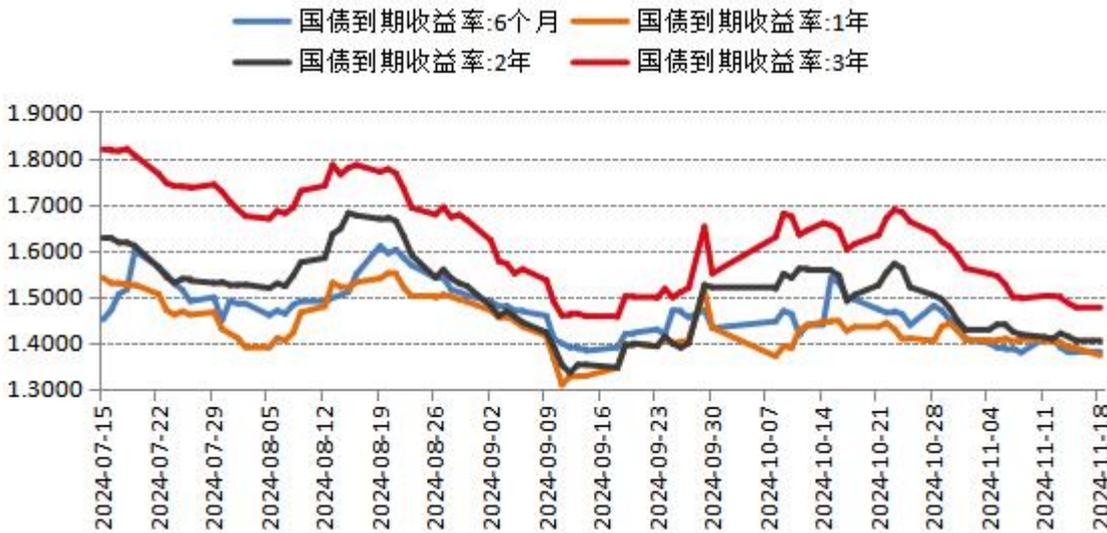


数据来源: wind 国信期货

2024 年国内货币政策总体上维持持续宽松的基调, 货币流动性充裕, 货币增速远远超过 GDP 增速。利率选择逆周期调节的原则, 形成较为显著的周期性。国内利率持续下行, 仅仅在 8 月中旬出现短时间反弹, 8 月下旬, 市场重返跌势, 11 月上旬有所回升。截止到 2024 年 11 月 18 日, 中证报价, 1 年期国债到期收益率为 1.3800%, 2 年期国债到期收益率为 1.4029%, 3 年期国债到期收益率报收 1.4781%。5 年期国债到期收益率报收 1.963%, 10 年期国债到期收益率报收 2.1098%, 15 年期国债到期收益率报收 2.2160%, 20 年期国债到期收益率报收 2.3429%, 30 年期国债到期收益率报收 2.3175%。

央行维持低利率水平, 2024 年金融机构人民币贷款加权平均利率持续走低, 第三季度跌至 3.67%, 一般贷款加权利率第三季度跌到 4.15%。个人住房贷款利率方面在 2024 年也显著下滑, 第三季度 3.31%。

图 19: 国债到期收益率 (中证报价)



数据来源: wind 国信期货

图 20: 国债到期收益率 (中证报价)



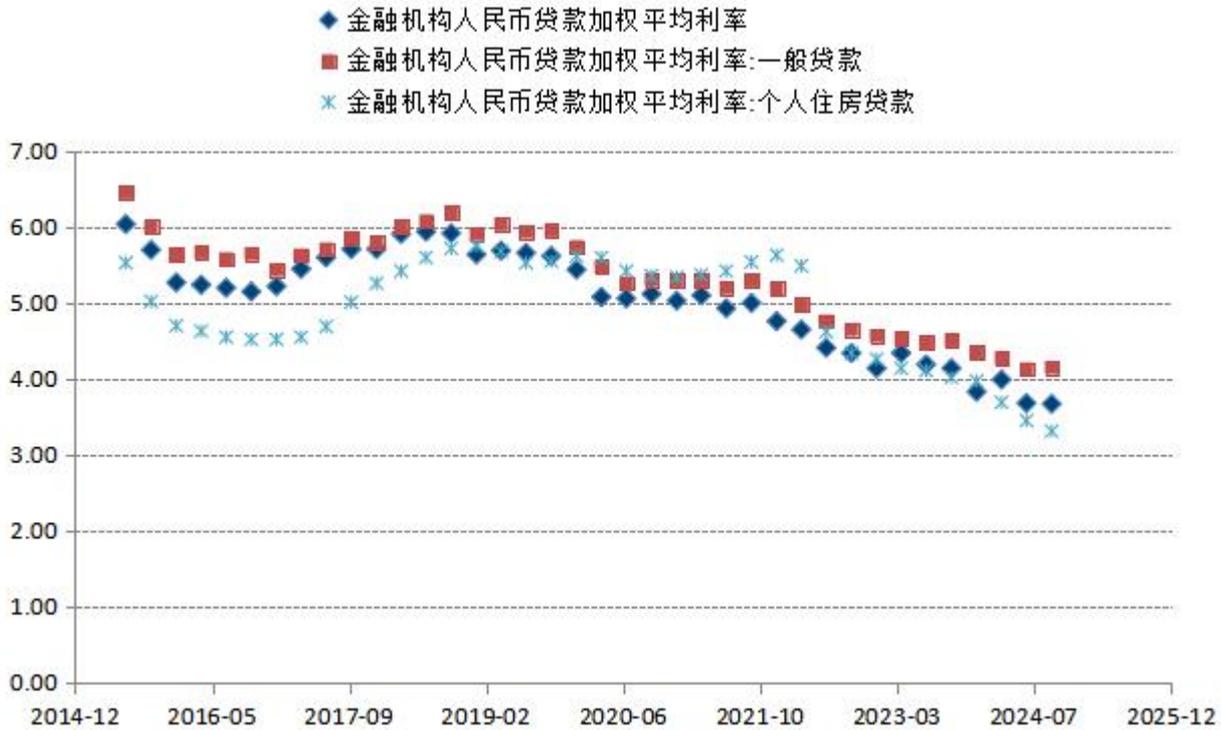
数据来源: wind 国信期货

图 21: 国债到期收益率 (中证报价)



数据来源: wind 国信期货

图 22: 金融机构加权平均利率

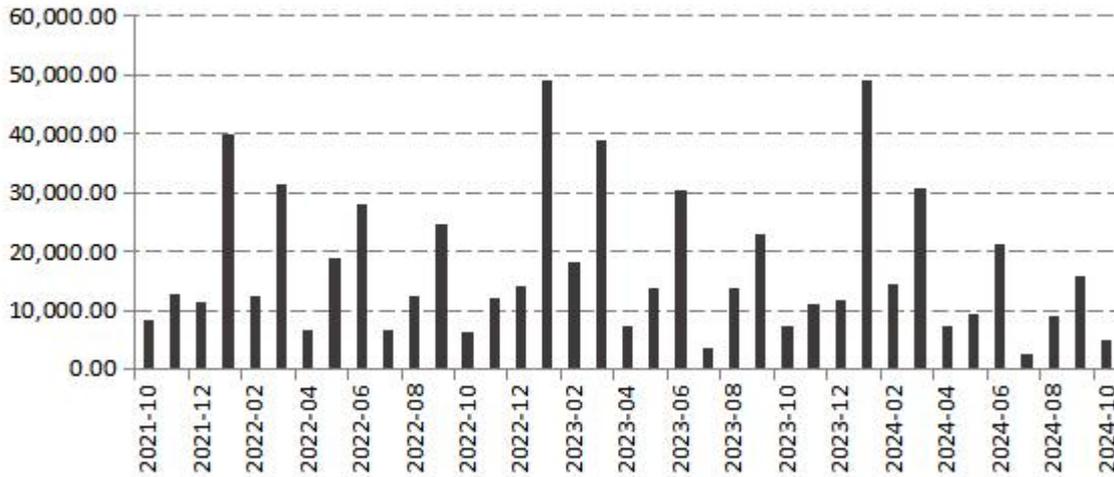


数据来源: wind 国信期货

2020年由于疫情原因,新增人民币贷款相对较高,2021年上半年,国内货币增长在第一季度延续了一定的惯性,维持相对较高的信贷增长,2021年1月份新增人民币贷款同比增加2400亿,2月份新增人民币贷款比去年同期增加4543亿。2022年3月份新增人民币贷款31300亿元,再创新高。6月份新增人民币贷款28100亿元,9月份新增人民币贷款24700亿元,10月份回落到6152亿元。2023年货币支持经济的力度更大,3月份新增人民币贷款高达3.89万亿,6月份新增人民币贷款高达3.05万亿,但是经济只发性动能较弱,其他月份新增人民币贷款增加相对较少,10月份新增人民币贷款7384亿。2024年,虽然刺激政策仍然持续,但是经济的主动性并不强,新增人民币贷款总体下降,4月份之后,多数月份新增人民币贷款低于1万亿,6月份2.13万亿,9月份1.59万亿,10月份为5千亿。总体来看,新增人民币贷款波动较大,对政策的依赖性较强。

图 23: 居民新增人民币贷款

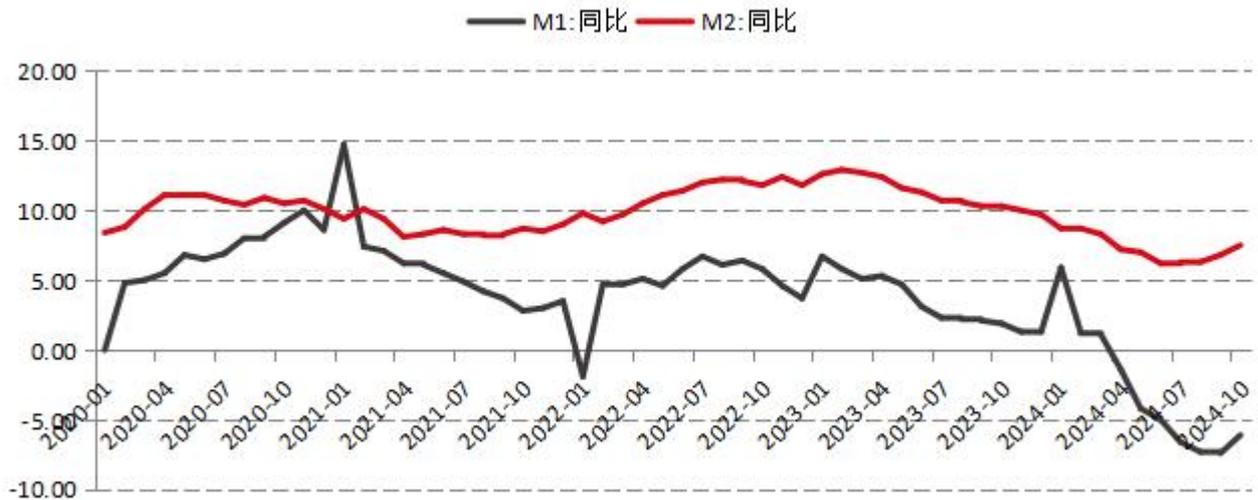
■ 金融机构:新增人民币贷款:当月值



数据来源: wind 国信期货

2020年疫情导致货币投放快速增加,在2021年,货币投放逐步减弱,2022年货币投放增速再度回升,2023年货币投放力度前高后低,2024年显著下滑。宽货币口径M2方面,2023年11月份M2增速为10%,2024年1月份下跌至8.7%,4月份跌至7.2%,6月份跌至6.2%,增速下滑较为厉害。此后虽然有所回升,但是力度不大,10月份M2增速为7.5%。在降息方面,1年期LPR降低至3.1%,5年期LPR降低至3.6%。

图 24: 货币口径



数据来源: wind 国信期货

图 25: 货币口径



数据来源: wind 国信期货

四、经济恢复向好态势 股指反弹债转震

2024年,国内经济恢复速度较慢,房地产是拖累国内经济重点。国内主要经济消费方面,居民就业严重不平衡-居民收入预期降低-消费低迷不振循环。投资方面,房地产持续下滑-地方财政收入减少-项目投资与基础设施建设缺乏力度-经济恢复缓慢。2024年9月中国政策逻辑发生转变,开始大力度刺激经济的货币财政政策,货币方面,大力度降息、下调存量房贷利率等,财政政策提出化解地方政府隐形债务。美国方面,特朗普赢得大选,市场预期将会采取高关税政策,对国内出口产生不确定影响。2025年国内经济政策将会更加注重内循环,居民、私人企业资产负债表修复,以及提振市场信心。

根据wind一级行业分类:金融行业,金融服务实体经济的方向下,叠加防范风险,金融板块利润率增速将会出现下滑,叠加全年资金无风险偏好金融板块,导致银行板块大幅上涨,2025年银行板块可能转为震荡,维持中性。日常消费,居民工作不确定增加,收入不确定增加,日常消费和可选消费意愿降低,转为悲观。消费端对经济逐步制约,且上游能源、资源类价格冲高回落,中间部门利润有所好转,工业维持中性。刚需以及大基建、公用事业受益于逆周期调节力度,地方隐形债务化解方案落地,政府支持力度将会增大,仍然保持乐观。稳定经济的力度加大,房地产转为支持政策,居民对房地产投资已近转为谨慎,房地产板块经过风险释放,转为中性。外部俄罗斯乌克兰战争影响减弱、特朗普主政后将会刺激国内政策对科技的支持,信息技术乐观。

上证50主要成分中,金融占比33.1%,日常消费占比17.2%,信息技术占比8%,材料占比5.5%,医疗保健占比5.4%,情绪评分6.8, IH略偏乐观。沪深300主要成分中,金融占比略有下降为24.1%,信息技术占比17%,工业占比16.5%,日常消费为11.1%。由于沪深300中的日常消费板块内部多空对冲效应体现,情绪评分为8.4, IF相对乐观。中证500方面,信息技术23.7%,工业占比17.7%,中证500里面的公用事业、能源均预期乐观,工业、材料悲观总体评分为-15.2, IC也相对悲观。中证1000主要成分中,信息技术占比30.6%比较乐观,工业占比20.9%,材料占比15.1%,也相对悲观,公用事业相对乐观,情绪评分为-19.5, IM转向悲观。

利率方面，2021 央行货币政策采取了先紧后松因时而变，2022 年延续相对宽松的态度。2023 年总体上全年维持相对宽松的货币政策，2024 年前三季度继续执行相对宽松的货币政策，9 月底货币政策力度加大。大幅度降息、下调存量房贷利率、下调房贷利率，开展公开市场国债操作以及买断式国债操作等。财政提高地方债务限额化解隐形债务，2025 年货币政策将会逐步出现效果，或刺激力度有所减弱，利率有望持续维持低位徘徊，国债高位转为震荡。

图 26：沪深 300 行业权重（wind 一级 2024 年 11 月 19 日）



数据来源：wind 国信期货

表 3：沪深 300 行业权重评级（wind 一级 2024 年 11 月 19 日）

行业	权重	态度	权重态度调整
金融	24.1	中性	0
信息技术	17	乐观	17
工业	16.5	中性	0
日常消费	11.1	悲观	-11.1
材料	8.1	乐观	8.1
可选消费	7.4	悲观	-7.4
医疗保健	6.5	悲观	-6.5
公用事业	3.9	乐观	3.9
能源	2.9	乐观	2.9
电信服务	1.5	乐观	1.5
其他	1		0
总结	100		8.4

数据来源：wind 国信期货

图 27：上证 50 行业权重（wind 一级 2023 年 14 月 19 日）



数据来源: wind 国信期货

表 4: 上证 50 行业权重评级 (wind 一级 2024 年 11 月 19 日)

行业	权重	态度	权重态度调整
金融	33.1	中性	0
日常消费	17.2	中性	0
工业	10.7	悲观	-10.7
信息技术	8	乐观	8
公用事业	5.7	乐观	5.7
材料	5.5	中性	0
医疗保健	5.4	悲观	-5.4
能源	5.4	乐观	5.4
电信服务	3.8	乐观	3.8
可选消费	3.5	中性	0
其他	1		0
总结	99.3		6.8

数据来源: wind 国信期货

图 28: 中证 500 行业权重 (wind 一级 2024 年 11 月 19 日)



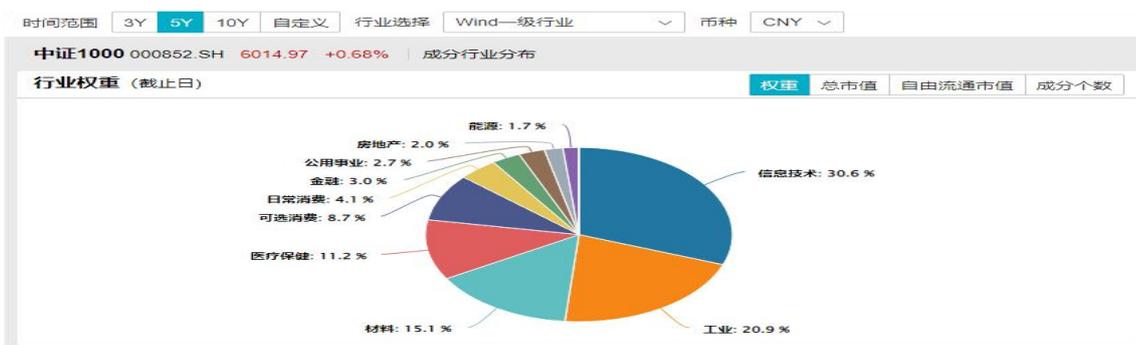
数据来源: wind 国信期货

表 5: 中证 500 行业权重评级 (wind 一级 2024 年 11 月 19 日)

行业	权重	态度	权重态度调整
信息技术	23.7	乐观	23.7
工业	17.7	悲观	-17.7
材料	17.3	悲观	-17.3
可选消费	10.9	中性	0
金融	9.8	悲观	9.8
医疗保健	9.2	中性	0
日常消费	4.1	中性	0
公用事业	3.7	乐观	3.7
能源	2.2	乐观	-2.2
房地产	1.3	中性	0
其他	0		0
总结	99.9		0

数据来源: wind 国信期货

图 29: 中证 1000 行业权重 (wind 一级 2024 年 11 月 19 日)



数据来源: wind 国信期货



表 6: 中证 1000 行业权重评级 (wind 一级 2024 年 11 月 19 日)

行业	权重	态度	权重态度调整
信息技术	30.6	悲观	30.6
工业	20.9	中性	-20.9
材料	15.1	乐观	-15.1
医疗保健	11.2	中性	0
可选消费	8.7	悲观	0
日常消费	4.1	悲观	-4.1
金融	3	悲观	3
公用事业	2.7	乐观	2.7
房地产	2	中性	0
能源	1.7	悲观	-1.7
总结			-5.5

数据来源: wind 国信期货

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布, 需注明出处为国信期货, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料, 国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正, 但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断, 仅供阅读者参考, 不能作为投资研究决策的依据, 不得被视为任何业务的邀约邀请或推介, 也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议, 也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果, 均不可归因于本研究报告, 均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

