

华光如梦，预期先行

投资观点： 看多

报告日期 2024-12-23

- **经济基本面**：2024 年下半年在一揽子政策激励下，部分宏观指标发生了边际改善的信号，尤其是在宏观政策从过往的以支持供给主体方为主的思路，逐渐转变为向需求端倾斜，也对消费带来了比较强的传导效应。展望 2025 年，随着特朗普领导班子上台，美国可能在外贸上对中国进一步提高关税壁垒，净出口面临较大考验；固定资产投资受财政政策的托底，大概率延续韧性；关键变量在于消费，由于消费属于慢变量，在当前就业市场低迷、居民收入预期不佳的情况下，政策端能否进一步解决消费“堵点”至关重要。
- **企业盈利**：2024 年前三季度 A 股整体盈利的小幅修复，主要受金融、石油石化的带动，剔除金融、石油石化板块后，A 股整体利润仍呈现下滑态势。期指中，沪深 300 和上证 50 业绩表现具有韧性，前三季度归母净利润同比增速由负转正，净资产收益率亦有所修复；而中证 500、中证 1000 归母净利润增速、净资产收益率（TTM）表现均不尽如人意。
- **政策走向**：结合 12 月政治局会议和中央经济工作会议对 2025 年经济工作的表述，2025 年宽货币、扩财政将进一步展开：货币政策呈现“适度宽松”，并“适时降准降息”；财政政策将进一步加码，赤字率、特别国债、地方专项债额度的共同提升。扩内需、促销费为工作重点，预计明年推动经济的“三驾马车”中的消费端在政策的驱动下有更多积极信号。地产行业政策以稳房价、防风险为主，金融市场将有更多支持工具推出，A 股增量资金来源充足。
- **估值方面**：随着 9 月底以来股指估值的快速修复，目前沪深 300 市盈率已由 10.9 修复至 12.8，中证 1000 市盈率由 30 修复至 41.8，股指估值已行至历史中位水平。无风险利率的持续下行，使得股指的风险溢价率维持相对高位，推升股指投资性价比。截至 12 月 16 日，沪深 300 风险溢价率达 6.12%，处于历史 83%分位水平。因此未来在货币政策进一步宽松的基调下，无风险利率将从股指分母端形成驱动。
- **股指展望**：随着 2025 年的到来，货币政策的进一步宽松，预计从分母端对股指带来驱动，同时，财政政策、扩内需、促销费力度的加码，有望提振经济基本面和企业盈利，股指分子端有望陆续修复，因此中期内投资者对股指仍可积极看待。

股指

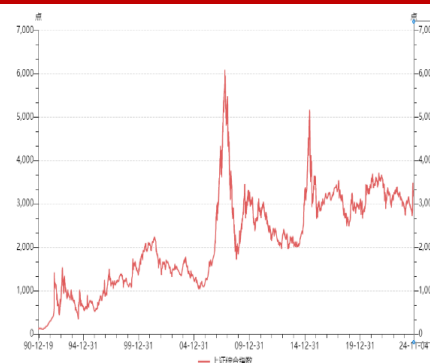
年报

分析师：郑雨婷

从业资格证号：F3074875

投资咨询证号：Z0017779

上证指数走势（2010 年以来）



数据来源：Wind

往期相关报告

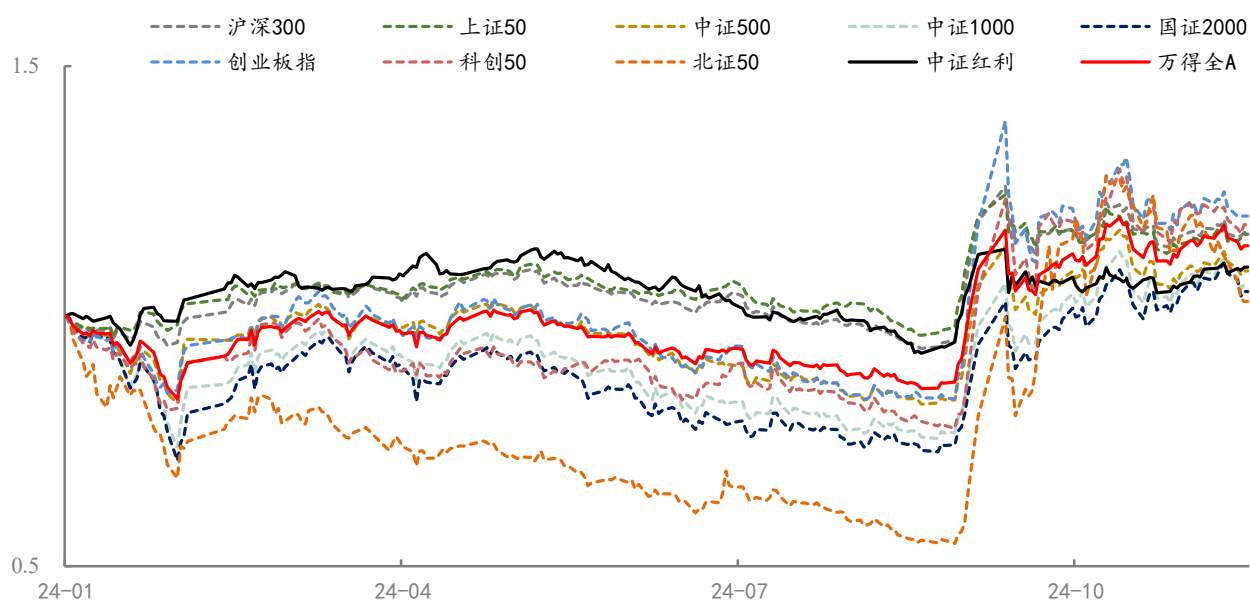
- 1、两项重磅会议落地，股指何去何从？ 20241213
- 2、中央政治局会议定调积极 20241211
- 3、海外扰动加剧，股指大幅调整 20241124
- 4、定性描述多于定量——10 月 12 日财政部新闻发布会点评 20241013
- 5、政策强势推出，市场情绪反转 20240929

1 行情回顾

1.1 宽基指数回顾

2024 开年以来，股指一季度在基本面小幅恢复的支撑下有所反弹，不过，随着地产进一步下行、经济指标疲弱下，股指转为震荡下行，9 月中下旬在 9.24 金融政策会议、9.26 中共中央政治局会议推出政策“组合拳”后，市场强势反转。截至 12 月 17 日，宽基指数今年以来涨跌幅表现依次为：沪深 300（15.8%）、上证 50（15.7%）、中证 500（8.1%）、中证 1000（4.9%）、国证 2000（3.4%）、创业板指（18.6%）、科创 50（15.2%）、北证 50（3.1%）、中证红利（10.3%）、万得全 A（13.0%）。

图表 1、宽基指数今年以来走势



资料来源：Wind、国贸期货研究院

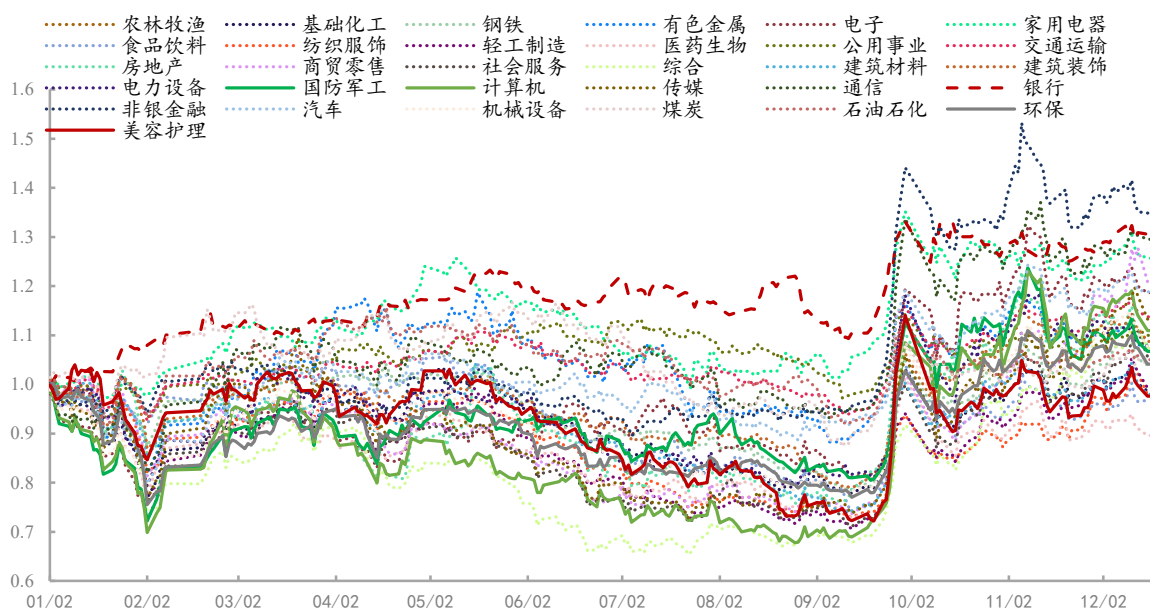
1.2 板块回顾

申万一级行业指数中，银行指数表现亮眼，不仅上半年大盘大幅下跌时作为抗跌，且全年上涨 30.6%，领先板块。而计算机、传媒指数上半年领跌，分别跌超 30%、26%，而随着 9 月市场转势，计算机和传媒指数快速修复，全年分别上涨 11%、13.3%，表现优于行业中位数。

具体来看，2024 年申万一级行业涨跌幅排序依次为：非银金融（34.9%）、银行（30.6%）、

通信 (29.5%)、家用电器 (25.7%)、商贸零售 (20.9%)、汽车 (18.8%)、电子 (18.6%)、交通运输 (13.7%)、传媒 (13.3%)、计算机 (11.0%)、公用事业 (10.0%)、建筑装饰 (8.7%)、房地产 (7.9%)、电力设备 (7.8%)、机械设备 (7.6%)、综合 (7.4%)、有色金属 (7.3%)、国防军工 (6.7%)、社会服务 (5.7%)、石油石化 (5.0%)、煤炭 (4.2%)、环保 (4.1%)、钢铁 (3.9%)、轻工制造 (-0.7%)、基础化工 (-1.4%)、建筑材料 (-2.0%)、纺织服饰 (-2.1%)、美容护理 (-2.4%)、食品饮料 (-3.2%)、农林牧渔 (-7.9%)、医药生物 (-10.5%)。

图表 2、申万一级行业指数 2024 年走势对比



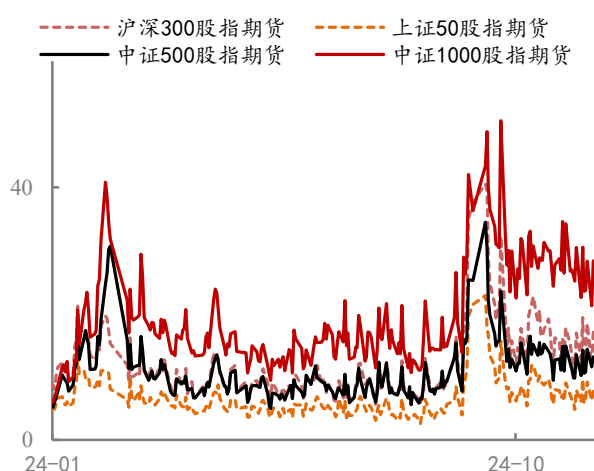
资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.3 期货成交量/持仓量及升贴水表现

2024 年中金所股指期货总成交量分别在 2 月大跌时期、9 月底 10 月初大涨时期成交放量，其余时期回归中中枢水平，上半年成交量中枢水平在 35 万手附近，10 月 18 日当日创下年内最高成交量 122 万手，而 11-12 月股指期货当日总成交量中枢水平在 65 万手左右，较 1-3 季度明显抬升。分品种看，IM 成交量跃居第一，IF 次之。

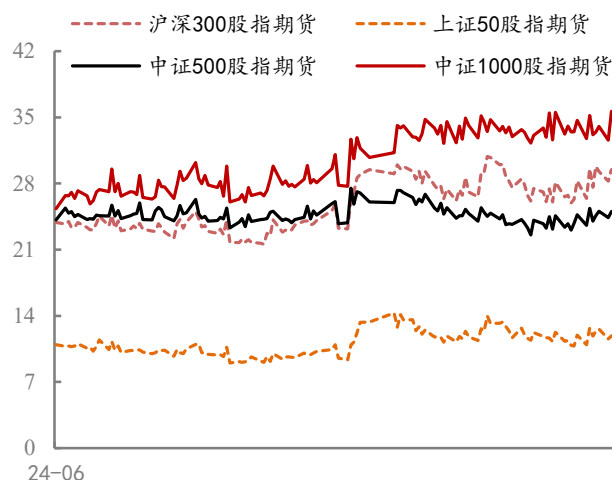
持仓量方面，1-3 季度股指期货总持仓量持续下行至 80 万手附近，随后在 9 月底大幅上升，IM2024 年持仓量上升幅度领先，截至 12 月 17 日，股指期货总持仓量为 102 万手，其中 IM 各期限合约总持仓量为 35.6 万手，占比 34.9%。

图表 3、股指期货各品种成交量走势（万手）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、股指期货各品种持仓量走势（万手）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2 股指分析框架及展望

2.1 股指分析框架

$$P_t = \sum_{n=1}^{\infty} E_t \left[\frac{D_{t+n}}{(1+r+ERP)^n} \right]$$

D_{t+n} 指企业未来的股息或盈利。企业盈利是 GDP 中重要的组成部分，与经济增长高度相关，但同时由于企业盈利是名义值，因此也会受到通货膨胀的影响。 r 是无风险利率，反映了资金的时间价值。无风险利率受货币政策影响较大，在货币政策宽松、银行流动性充裕时，无风险利率趋于下降。ERP 则是权益风险溢价，是对承担权益资产风险所给予的风险补偿。ERP 通常具有逆周期性，在经济衰退、经济和市场剧烈波动时期，投资者避险情绪上升、ERP 相应增大。

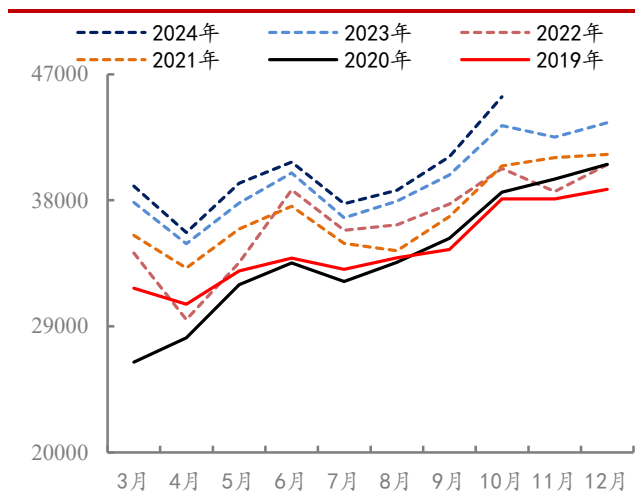
影响股价波动的因素可以总结为五因素。依次为：1) 经济增长、2) 通货膨胀、3) 货币政策与流动性、4) 股市资金、5) 市场情绪五项。

2.2 经济基本面和企业盈利

2.2.1 经济总体增长缓慢，结构上消费成为亮点

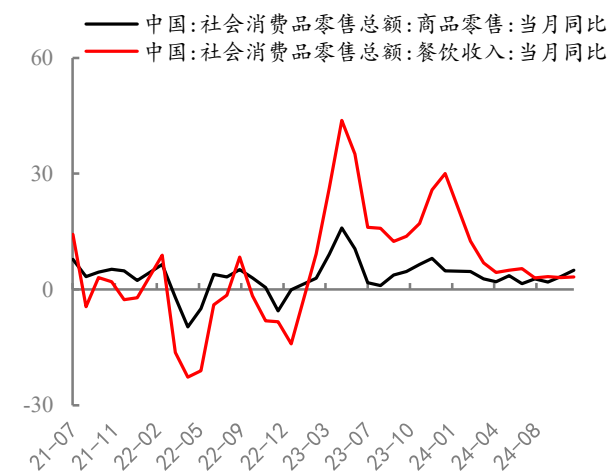
2023 年下半年在一揽子政策激励下，部分宏观指标发生了边际改善的信号。尤其是在宏观政策从过往的以支持供给主体方为主的思路，逐渐转变为部分向需求端提振倾斜，也对消费带来了比较强的传导效应。9 月以来全国社会消费品零售总额当月值明显向上改善，尤其 10 月当月新增 4.54 万亿，强于季节性。从增速来看，10 月社会消费品零售总额同比增长 4.8%，增速连续 2 个月改善。从具体分项来看，由于消费领域的政策主要为降低存量房贷利率和以旧换新政策，对商品零售的提振作用更为明显，其中 10 月商品零售、餐饮收入分别增长 5.0%、3.2%。

图表 5、社消当月值（季节图表/亿元）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、社会消费品零售分项走势（当月同比 %）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

以旧换新、消费补贴政策带动汽车和家电板块走势回暖，10 月汽车类零售额同比进一步上行至 3.7%；10 月家用电器和音响器材销售同比大幅增长 39.2%。除此以外，受国庆消费旺季和“双十一”活动带动，10 月化妆品类消费同比大增 40.1%，粮油食品类同比增长 10.1%。

图表 7、社会消费品零售具体产品品类当月同比（%）

指标名称	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02
限额以上企业商品零售总额	6.8	2.8	-0.7	0.0	-1.0	3.5	0.9	2.5	6.2
粮油、食品、饮料、烟酒类	6.9	7.2	7.9	7.5	8.6	9.5	8.3	10.1	0.0
粮油、食品类	10.1	11.1	10.1	9.9	10.8	9.3	8.5	11.0	9.0
饮料类	-0.9	-0.7	2.7	6.1	1.7	6.5	6.4	5.8	6.9
烟酒类	-0.1	-0.7	3.1	-0.1	5.2	7.7	8.4	9.4	13.7
服装鞋帽针纺织品类	8.0	-0.4	-1.6	-5.2	-1.9	4.4	-2.0	3.8	1.9
服装类	7.2	-0.3	-1.9	-5.6	-2.2	3.2	-3.0	3.6	0.0
化妆品类	40.1	-4.5	-6.1	-6.1	-14.6	18.7	-2.7	2.2	4.0
金银珠宝类	-2.7	-7.8	-12.0	-10.4	-3.7	-11.0	-0.1	3.2	5.0
日用品类	8.5	3.0	1.3	2.1	0.3	7.7	4.4	3.5	-0.7
体育、娱乐用品类	26.7	6.2	3.2	10.7	-1.5	20.2	12.7	19.3	11.3
书报杂志类		5.1	-3.9	-2.7	0.8	-5.1	-2.0	10.7	0.0
家用电器和音像器材类	39.2	20.5	3.4	-2.4	-7.6	12.9	4.5	5.8	5.7
中西药品类	1.4	5.4	4.3	5.8	4.5	4.3	7.8	5.9	2.0
文化办公用品类	18.0	10.0	-1.9	-2.4	-8.5	4.3	-4.4	-6.6	-8.8
家具类	7.4	0.4	-3.7	-1.1	1.1	4.8	1.2	0.2	4.6
通讯器材类	14.4	12.3	14.8	12.7	2.9	16.6	13.3	7.2	16.2
石油及制品类	-6.6	-4.4	-0.4	1.6	4.6	5.1	1.6	3.5	5.0
建筑及装潢材料类	-5.8	-6.6	-6.7	-2.1	-4.4	-4.5	-4.5	2.8	2.1
汽车类	3.7	0.4	-7.3	-4.9	-6.2	-4.4	-5.6	-3.7	8.7
其他类		6.9	3.7	3.4	3.5	4.4	3.7	0.4	0.0

资料来源：Wind、国贸期货研究院

固定资产投资平稳运行，且 2024 年下半年以来，随着前期增量贡献突出的基建和制造业投资增速边际放缓，加上地产投资尚未企稳，固定资产投资整体缺乏亮点。10 月全国固定资产投资累计同比增长 3.4%，其中，在大规模设备更新政策支持下，制造业投资维持在 9% 以上，10 月制造业投资累计同比增长 9.3%，从 8 月年内低点持续恢复；狭义基建投资下半年以来增速放缓，由上半年的 5.5% 中枢下移到“4 开头”，10 月狭义基建投资累计同比增长 4.3%；地产投资尚未企稳，10 月地产投资累计同比-10.3%，降幅较前值扩大 0.2 个百分点。

图表 8、基建投资具体表现

	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03
基础设施建设投资	9.4	9.3	7.9	8.1	7.7	6.7	7.8	8.8
基础设施建设投资(不含电力)	4.3	4.1	4.4	4.9	5.4	5.7	6.0	6.5
电力、热力、燃气及水投资	24.1	24.8	23.5	23.8	24.2	23.7	26.2	29.1
电力、热力投资		30.8	29.8	29.8	29.9	29.7	31.8	36.7
铁路投资	14.5	17.1	16.1	17.2	18.5	21.6	19.5	17.6
道路投资	-2.1	-2.4	-2.8	-2.0	-1.0	-0.9	0.7	3.6
水路投资		5.9	4.4	4.1	6.8	6.2	7.2	8.5
航空运输投资	19.2	17.9	20.3	25.5	23.7	20.1	24.6	35.4
管道运输投资		-22.2	-31.9	-30.9	-37.3	-45.0	-38.7	-50.5
水利、环境和公共设施管理业	3.1	2.8	1.2	0.7	0.7	-1.5	-1.0	0.3

资料来源：Wind、国贸期货研究院

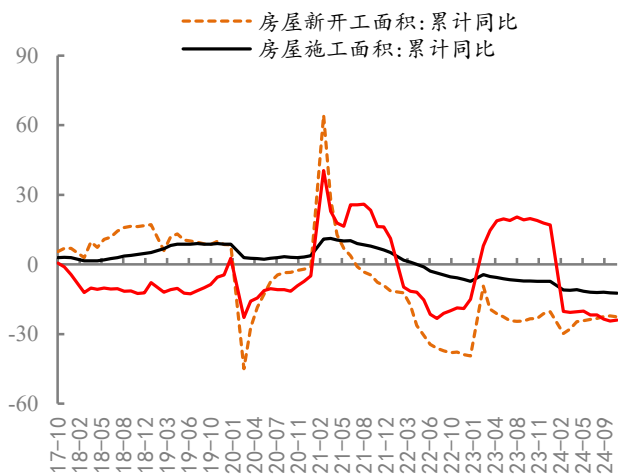
图表 9、制造业投资具体表现

指标名称	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02
制造业	9.3	9.2	9.1	9.3	9.5	9.6	9.7	9.9	9.4
农副食品加工业	18.8	19.4	19.6	21.2	21.8	21.4	19.2	17.4	13.6
食品制造业	23.5	23.5	26.1	26.8	27.0	29.7	27.8	19.0	22.5
制造业:酒、饮料和精制茶制造业		20.1	21.1	21.8	24.7	19.2	21.8	28.2	39.3
烟草制品业		-10.6	-12.1	-12.2	-13.2	-12.6	-9.4	-15.8	-14.0
纺织业	15.2	14.6	13.5	13.1	14.3	13.4	16.3	12.4	15.0
纺织服装、服饰业		16.3	15.5	14.5	14.0	14.8	17.9	17.5	16.6
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业		12.0	9.9	9.7	8.8	11.6	19.5	4.9	-2.4
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业		3.3	4.5	4.9	5.4	0.0	-0.7	-1.2	-2.2
家具制造业		8.6	8.4	9.5	10.3	12.3	11.8	6.9	-1.4
造纸及纸制品业		19.4	19.9	21.6	21.9	22.5	22.2	17.1	22.5
印刷业和记录媒介的复制		16.6	13.7	14.0	7.9	13.3	14.2	11.2	13.7
文教、工美、体育和娱乐用品制造业		11.5	9.8	11.5	10.4	8.1	7.1	3.4	-2.5
石油、煤炭及其他燃料加工业		10.6	9.7	9.8	8.3	4.1	1.7	-3.8	-25.3
化学原料及化学制品制造业	11.2	10.1	10.0	9.9	8.4	9.9	13.9	11.9	14.0
医药制造业	6.2	7.4	7.3	8.5	7.1	6.8	4.7	8.5	2.7
化学纤维制造业		4.7	4.4	6.2	6.4	4.7	4.6	6.6	8.0
橡胶和塑料制品业		14.6	13.7	15.7	15.6	14.2	15.6	14.1	10.3
非金属矿物制品业		3.2	3.9	4.9	5.0	5.9	6.4	5.7	2.0
黑色金属冶炼及压延加工业		5.2	4.9	6.8	5.4	6.5	7.9	4.6	13.5
有色金属冶炼及压延加工业	25.9	24.8	26.2	23.7	19.8	18.4	20.0	18.8	23.2
金属制品业	15.8	16.4	17.3	18.1	16.0	17.3	16.4	16.1	9.2
通用设备制造业	14.2	14.9	13.8	13.8	14.0	13.5	13.2	13.9	11.3
专用设备制造业	11.9	12.0	12.8	13.3	12.6	12.7	13.9	14.1	12.0
汽车制造业	5.9	5.8	5.4	5.0	6.5	5.8	5.7	7.4	7.0
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	33.0	31.8	30.7	30.1	28.2	34.7	27.7	24.8	25.0
电气机械及器材制造业	-2.8	-1.6	-0.3	1.4	3.5	8.1	10.1	13.9	24.1
计算机、通信和其他电子设备制造业	13.2	13.1	14.2	14.5	15.3	14.8	13.1	14.3	14.8
仪器仪表制造业		-1.5	0.6	2.8	4.5	4.2	7.7	6.0	-3.9
废弃资源综合利用业		10.5	9.9	11.2	10.0	13.9	12.2	11.0	5.1
金属制品、机械和设备修理业		-1.3	-2.5	-2.7	2.3	1.5	11.1	-5.2	50.0

资料来源：Wind、国贸期货研究院

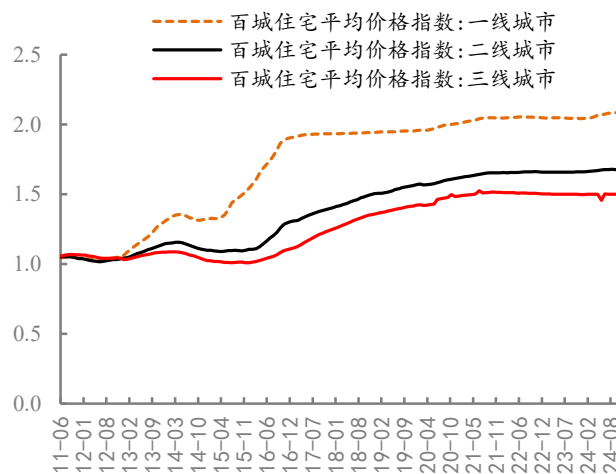
由于 7 月政治局会议明确了后续地产工作主要围绕“降库存”基调运行，即适当减少供给端的供给，并同时提振需求端，综合运用收储等措施，稳定房价预期，提振居民信心。因此，短期内地产投资的各项指标受到政策的提振效果有限，年内新开工面积、施工面积、竣工面积增速均表现为大幅下跌，10 月新开工面积、施工面积、竣工面积累计同比增速分别为 -22.6%、-12.4%、-23.9%，地产投资仍为固定资产投资、经济总量的拖累项。而受政策提振下，地产销售在 9 月底以来有所回暖，尤其全国特大城市（深圳、成都、北京、上海、杭州）的二手房销售表现较为火热，同时，全国 30 大中城市一手房成交也由第三季度的低迷表现切换为回暖上升。

图表 10、地产新开工、竣工、施工面积走势



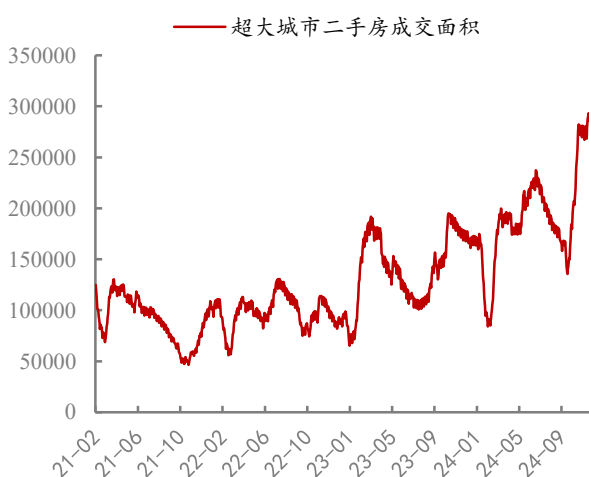
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 11、百城住宅平均价格指数走势



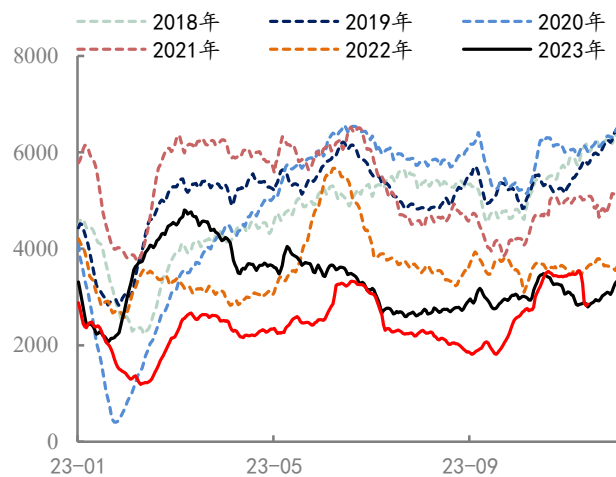
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 12、全国超大城市二手房成交面积（移动平均值）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 13、全国 30 大中城市一手房成交套数



资料来源：Wind、国贸期货研究院

外贸方面，下半年以来我国出口延续较强表现，尤其在“抢出口”效应影响下，10 月出口增速大超预期。中国 10 月出口（以美元计价）同比增长 12.7%至 3090.6 亿美元，前值增 2.4%；进口同比减少 2.3%至 2133.4 亿美元，前值增 0.5%；贸易顺差 957.3 亿美元，前值 817.1 亿美元，创历史第三高。10 月我国对主要出口国的出口同比多实现高增，主要原因可能三个方面：一是去年同期基数较低，推动今年 10 月同比读数高升；二是海外短期扰动因素边际消退，如 9 月飓风、美国东岸码头工人罢工等因素对航运的冲击有所减弱；三是外需边际回升，全球制造业 PMI 指数由 48.8%边际回升至 49.4%。值得关注的是，一方面，受中欧贸易摩擦升温的影响，10 月我国对欧盟的出口比重有所回落，与我国汽车及底盘出口环比回落相印证。另一方面，5 月美国宣布对中国输美“新三样”（电动汽车、锂电池、太阳能电池）等价值 180 亿美元商品加征关税，虽然此次加征关税涉及的商品规模不大（占 2023 年我国对美出口的 3.6%），但结合特朗普上任带来的不确定性，未来仍需关注美国新任总统对华的贸易关税政策的变动，及其对我国出口的影响。

图表 14、主要出口经济体出口同比增速走势

国家	项目	单位	同比			环比		
			2024-10	2024-09	2024-08	2024-10	2024-09	2024-08
美国	对美国出口	%	8.1	2.2	4.9	-0.7	-0.5	3.3
	对美国进口	%	6.6	6.7	12.2	-3.9	1.8	-9.8
	贸易差额	亿美元	26.8	1.4	7.6	1.8	-4.9	29.8
欧盟	对欧盟出口	%	12.7	1.3	13.4	3.40	-10.2	2.3
	对欧盟进口	%	-6.1	-3.5	-5.3	-7.4	-1.1	-6.7
	贸易差额	亿美元	63.0	13.8	68.3	31.4	-45.1	27.4
东盟	对东盟出口	%	15.8	5.5	9.0	3.5	-0.5	-0.5
	对东盟进口	%	-7.3	4.2	5.0	-7.6	8.1	2.3
	贸易差额	亿美元	92.4	9.2	22.2	44.1	-29.6	-9.8
日韩	对日韩出口	%	5.9	-8.1	1.9	6.1	1.7	1.2
	对日韩进口	%	7.8	-2.1	5.6	3.0	5.1	-2.7
	贸易差额	亿美元	-7.0	-15.6	-10.0	6.2	-9.8	10.5
俄罗斯	对俄出口	%	26.7	16.6	10.4	-2.2	9.6	2.7
	对俄进口	%	-2.8	-8.4	-0.8	2.2	-7.5	17.7
	贸易差额	亿美元	3.6	-10.5	14.0	-4.3	-11.5	4.1

资料来源：Wind、国贸期货研究院

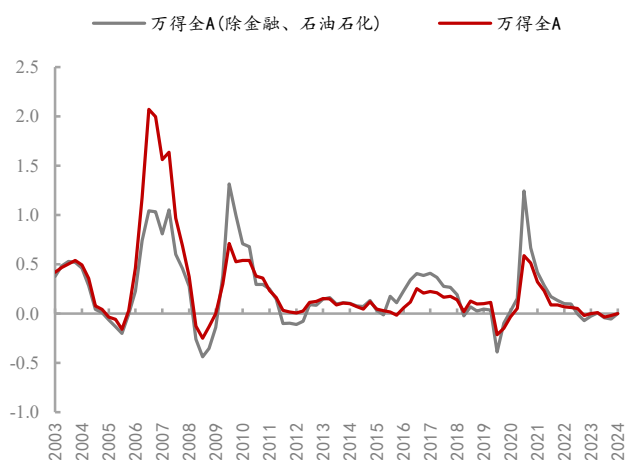
2.2.2 企业业绩小幅修复，但主要受益于金融和石油石化板块

根据 A 股三季报披露的内容来看，2024 年前三季度 54.63%的公司营业总收入实现同比增长，46.17%的公司归母净利润实现同比增长。4118 家公司实现盈利，占比 76.89%。A 股整体盈利小幅修复，2024 年前三季度万得全 A 净利润为 4.75 万亿，同比微降 0.01%，前值降 1.88%；前三季度万得全 A（剔除金融、石油石化）净利润为 2.37 万亿，同比降 7.15%，前值降 5.45%。

由此可见，A 股整体盈利的小幅修复，主要受金融、石油石化的带动，剔除金融、石油石化板块后，A 股整体利润仍呈现下滑态势。

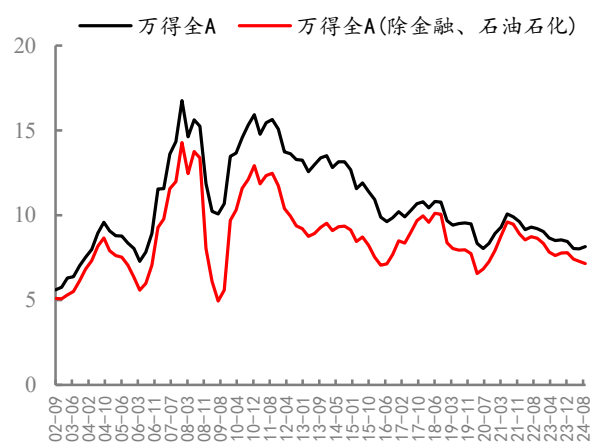
从盈利能力来看，截至 2024 年三季度万得全 A 净资产收益率（ROE TTM）为 8.14%，前值为 8.02%；截至 2024 年三季度万得全 A（剔除金融、石油石化）净资产收益率（ROE TTM）为 7.15%，前值为 7.28%。因此，在金融、石油石化板块的带动下，A 股整体盈利能力小幅修复，但剔除金融、石油石化板块后，A 股整体盈利能力仍呈现下滑态势。

图表 15、A 股净利润表现



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 16、A 股净资产收益率（ROE TTM）表现



资料来源：Wind、国贸期货研究院

具体板块盈利表现对比：根据申万一级行业指数，2024 年三季报共有 15 个行业归母净利润实现同比正增长，其中，农林牧渔、综合、非银金融、电子，社会服务板块净利润增速居前，同时，农林牧渔、综合、非银金融三季度利润改善明显。而 2024 年三季报共有 16 个行业归母净利润同比下行，其中，房地产、钢铁、建筑材料受地产行业拖累，利润跌幅居前，同时煤炭、美容护理、电力设备、国防军工归母净利润增速均大幅下跌。

从盈利能力来看，2024 年三季报，食品饮料、家用电器、煤炭、石油石化、有色金属净资产收益率（TTM）表现居前，同时食品饮料、家用电器 ROE 高于 15%。综合、房地产板块净资产收益率维持负值。除此以外，农林牧渔、非银金融、通信、社会服务、电子、商品零售板块净资产收益率较中报有所改善，其余板块净资产收益率较中报均有下滑。

图表 17、申万一级行业指数盈利表现对比

日期	归母净利润(同比增长率)			净资产收益率(TTM)		
	2024-09-30	2024-06-30	2024-03-31	2024-09-30	2024-06-30	2024-03-31
食品饮料(申万)	10.4	14.0	16.0	21.9	22.4	21.1
家用电器(申万)	5.7	7.7	9.9	16.1	17.1	16.5
非银金融(申万)	41.2	-0.8	-16.9	9.3	6.7	6.0
银行(申万)	1.4	0.4	-0.6	9.3	9.3	9.3
煤炭(申万)	-21.9	-27.3	-35.8	12.1	12.6	12.8
通信(申万)	8.2	6.8	7.5	8.9	8.6	8.4
石油石化(申万)	1.5	11.1	10.4	10.9	11.4	11.0
美容护理(申万)	-21.7	2.7	8.2	7.8	9.7	9.7
汽车(申万)	9.1	21.9	15.7	8.1	8.5	7.8
医药生物(申万)	-7.3	-9.8	-11.4	7.1	7.1	7.0
建筑装饰(申万)	-11.8	-10.4	-2.4	7.4	7.7	8.0
有色金属(申万)	-0.8	-4.8	-33.1	10.6	10.3	9.6
公用事业(申万)	8.8	16.9	26.6	9.0	9.2	9.0
交通运输(申万)	6.3	11.7	25.9	7.9	8.0	7.9
基础化工(申万)	-7.6	-3.5	-13.5	6.3	6.3	6.2
电力设备(申万)	-54.0	-52.1	-50.5	5.0	6.5	8.4
农林牧渔(申万)	469.2	173.7	56.2	7.1	3.0	-0.5
纺织服饰(申万)	-7.0	-2.7	6.3	7.9	8.2	8.3
轻工制造(申万)	-3.5	15.0	49.4	6.5	7.1	7.1
机械设备(申万)	-1.4	4.5	12.4	6.5	6.5	6.6
电子(申万)	38.0	54.2	75.1	5.6	4.9	4.8
环保(申万)	2.9	2.7	13.8	5.5	5.5	5.5
国防军工(申万)	-27.9	-20.1	-15.4	3.3	3.8	4.2
社会服务(申万)	27.3	105.1	61.7	7.7	7.0	6.0
建筑材料(申万)	-50.7	-59.9	-89.9	2.8	3.1	4.2
商贸零售(申万)	6.4	-17.1	-18.7	3.0	2.2	2.4
传媒(申万)	-32.9	-30.8	-29.7	3.8	4.4	5.0
计算机(申万)	-31.6	-39.2	-76.6	2.4	2.4	2.5
综合(申万)	82.2	-19.5	-73.8	-6.2	-6.5	-6.8
钢铁(申万)	-114.8	-54.6	-86.8	0.3	2.4	2.5
房地产(申万)	-148.3	-139.3	-99.6	-3.8	-3.6	-1.7

资料来源：Wind、国贸期货研究院

股指盈利表现对比：对比宽基指数，沪深 300 和上证 50 业绩表现仍然具有较强韧性，2024 年三季度归属母公司净利润同比增速由负转正，净资产收益率亦有所修复。由于沪深 300 和上证 50 成分股主要集中在银行（12%、18.6%）、非银金融（11.4%、13.7%）和食品饮料（12%、18.6%），金融、食品饮料业绩的改善与沪深 300、上证 50 业绩表现相印证。除此以外，创业板值三季报归母净利润同比增速有所下行，但维持在正增速，同时创业板指的净资产收益率（TTM）在宽基指数中领先，显示盈利能力较强。除此以外，中证 500、中证 1000 归母净利润增速、净资产收益率（TTM）表现均不尽如人意。因此从业绩层面来看，沪深 300 和上证 50 的分子端驱动强于中证 500 和中证 1000，使得沪深 300 和上证 50 防守性更强。中证 500 和中证 1000 作为成长型指数，业绩表现缺乏稳定性，在企业盈利整体下行周期表现不佳。

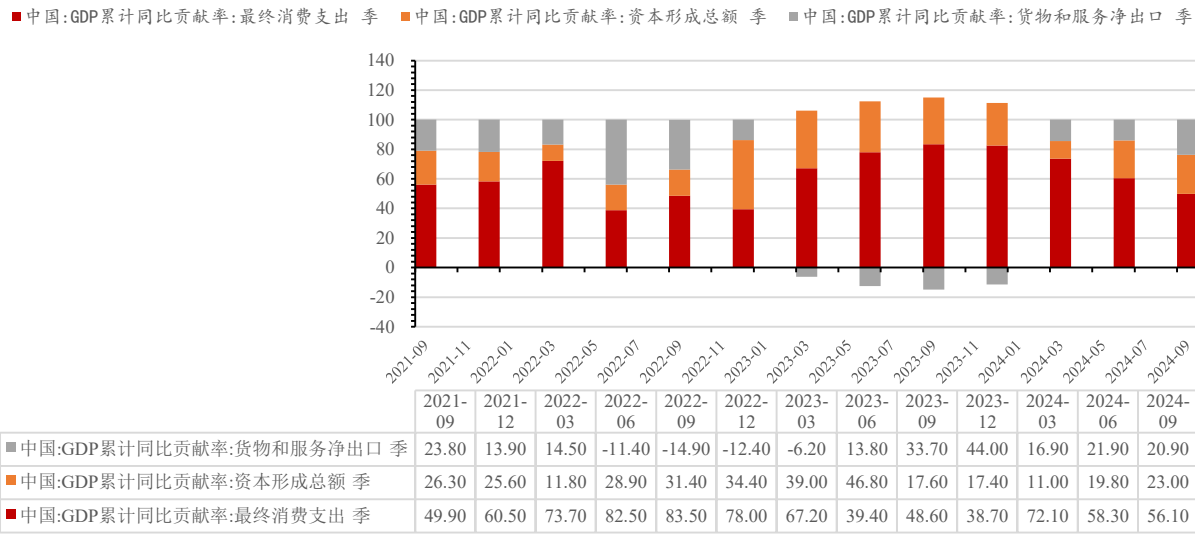
图表 18、宽基指数盈利表现对比

日期	归母净利润(同比增长率)			净资产收益率(TTM)		
	2024-09-30	2024-06-30	2024-03-31	2024-09-30	2024-06-30	2024-03-31
沪深 300	1.86	-2.24	-4.10	10.01	9.82	9.64
上证 50	5.99	-1.02	-3.94	10.45	10.02	9.99
中证 500	-10.90	-8.66	-11.84	6.52	6.89	6.74
中证 1000	-9.66	-9.07	-12.86	5.24	5.30	4.97
国证 2000	-11.87	-10.18	-14.75	4.96	5.13	4.96
创业板指	2.13	6.74	5.78	12.36	12.92	12.39
科创 50	-48.89	-48.62	-40.30	6.10	6.11	8.56
北证 50	-23.26	-27.55	-15.61	8.39	7.37	7.93
中证红利	-2.99	-2.92	-3.63	9.16	9.33	9.38
万得全 A	-0.52	-3.09	-4.64	8.14	8.03	8.04

资料来源：Wind、国贸期货研究院

总的来看，2023 年下半年在一揽子政策激励下，部分宏观指标发生了边际改善的信号，尤其是在宏观政策从过往的以支持供给主体方为主的思路，逐渐转变为部分向需求端提振倾斜，也对消费带来了比较强的传导效应。外贸方面，下半年以来我国出口延续较强表现，尤其在“抢出口”效应影响下，10 月出口增速大超预期，贸易顺差亦有所走扩。固定资产投资整体表现平稳，地产投资尚未企稳，制造业投资和基建投资维持韧性，对冲地产下行的影响。展望 2025 年，三驾马车中，随着特朗普的上台，美国可能在外贸上对中国进一步提高关税壁垒，净出口面临较大考验；固定资产投资受财政政策的托底，大概率延续韧性；关键变量在于消费，由于消费属于慢变量，在当前就业市场低迷、居民收入预期不佳的情况下，政策端能否进一步解决消费“堵点”至关重要。从企业盈利来看，2024 年前三季度企业盈利从负增修复至 0 增速附近，但剔除金融、石油石化板块后，A 股整体利润仍呈现下滑态势。因此经济和企业盈利当前仍难从分子端对股指形成明显驱动，市场更多的是期待政策的进一步加码从而改善经济、企业盈利预期。

图表 19、经济“三驾马车”对 GDP 的贡献情况



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2.2.3 2025 年宏观政策支持方向

11 月中旬，10 万亿新增化债规模落地。十四届全国人大常委会第 12 次会议表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议（以下简称“《议案》”）。《议案》提出，在压实地方主体责任的基础上，建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。同时，从 2024 年开始，我国将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。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。对于后续的财政政策，预计具体从以下几个方面加码：一是积极利用可提升的赤字空间。二是扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例。三是继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设。四是加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模。五是加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度。

12 月中旬，中共中央政治局会议和中央经济工作会议陆续落地。会议总结了 2024 年经济工作，分析了当前经济形势，并部署了 2025 年经济工作。两次会议的主要内容有：

对于经济运行中的内部困难，中央经济工作会议首次提及“部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多”，显示当前高层对国内经济发展堵点的认知更为清

晰和客观，后续政策或更有针对性，后续“就业-收入-消费”的链条有望打通。**对于外部形势的判断**，中央经济工作会议表示“当前外部环境变化带来的不利影响加深”，显示高层对外部环境的看法更为谨慎，将采取更为充足的应对措施，如：美国特朗普领导班子上台后，预计将对华实施提高贸易壁垒措施。**对于明年的工作目标**，会议表示“明年要保持经济稳定增长，保持就业、物价总体稳定，保持国际收支基本平衡，促进居民收入增长和经济增长同步”。**对于宏观政策的定调**，政治局会议表示要“充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节”，中央经济工作会议表示明年要“保持经济稳定增长”、“实施更加积极有为的宏观政策”，预计明年的宏观政策更为积极主动，政策“组合拳”的使用将更有前瞻性、针对性、有效性。**对于财政政策**，政治局会议表示要“实施更加积极的财政政策”，中央经济工作会议进一步表明要“确保财政政策持续用力、更加给力”、“提高财政赤字率”、“增加发行超长期特别国债”、“增加地方政府专项债发行使用”，显示 2025 年财政政策将进一步加码，赤字率、特别国债、地方专项债额度的共同提升，将推动广义赤字率明显上调，但更多定量细节只能在 2025 年两会知晓。**对于货币政策**，政治局会议对货币政策的表述由“稳健的货币政策”转变为“适度宽松的货币政策”，也是继 2009 年后首次采用该表述，中央经济工作会议进一步指出要“适时降准降息”，意味着货币政策基调更为积极，2025 年宏观流动性大幅宽松的信号强烈。**对于扩内需、促销费领域**，政治局会议表示要“全方位扩大国内需求”、“要大力提振消费”，中央经济工作会议表示“着力提振内需，特别是居民消费需求”是明年的工作重点。因此，预计明年推动经济的“三驾马车”中的消费端在政策的驱动下有更多积极信号。**对于其他特定领域**，两次会议均强调了“稳住楼市股市”表述，同时指出持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。

图表 20、12 月中央政治局会议和中央经济工作会议重点内容汇总

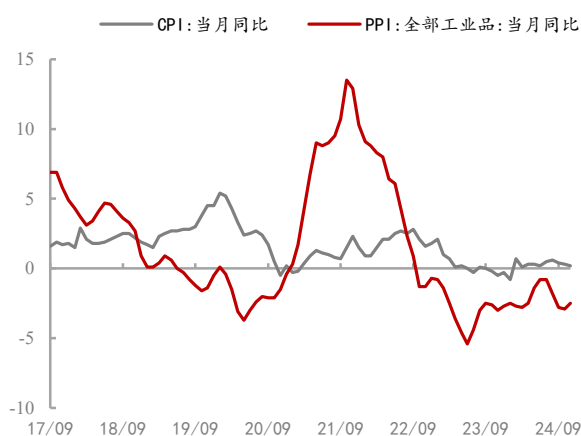
	2024 年政治局会议	2024 年中央经济工作会议
经济形势	今年是实现“十四五”规划目标任务的关键一年，经济运行总体平稳、稳中有进，我国经济实力、科技实力、综合国力持续增强，新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力，全年经济社会发展主要目标任务将顺利完成。	当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多。同时必须看到，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。我们要正视困难、坚定信心，努力把各方面积极因素转化为发展实绩。
总体思路	坚持稳中求进工作总基调，进一步全面深化改革，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展， 稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力 ，推动经济持续回升向好。	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系， 更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。
	明年要坚持 稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破、系统集成、协同配合 ，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。	要实施更加积极的财政政策。 提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。加大财政支出强度，加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施，增加地方政府专项债发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围...
	扩内需： 要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。	要实施适度宽松的货币政策 ，发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息...保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定， 探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能 ，创新金融举措的协调配合...
	强产业： 要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。	要打好政策“组合拳” ，加强财政、货币、就业、产业、区域、贸易、环保、监管等政策和改革开放举措的协调配合...
	促改革： 要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。	一是大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。 实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负... 加力扩围实施“两新”政策 ，创新多元化消费场景...更大力度支持“两重”项目，适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资...
	扩开发： 要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。	二是以科技创新引领新质生产力发展 ，开展“人工智能+”行动，培育未来产业，健全多层次金融服务体系，壮大耐心资本，更大力度吸引社会资本参与创业投资， 综合整治“内卷式”竞争 ...
重点工作	防风险： 要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。 稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击。	三是发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效 ，高质量完成国有企业改革深化提升行动，出台民营经济促进法... 统筹推进财税体制改革 ...深化资本市场投融资综合改革
	乡村振兴： 要持续巩固拓展脱贫攻坚成果，统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展。	四是扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资 ...积极发展服务贸易、绿色贸易、数字贸易，深化外商投资促进体制机制改革，稳步推进服务业开放、扩大电信、医疗、教育等领域开放试点，...推动高质量共建“一带一路”走深走实
	区域规划： 要加大区域战略实施力度，增强区域发展活力。	五是有有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统风险底线 ，持续用力推动房地产市场止跌企稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应...推动构建房地产发展新模式...稳妥处置中小金融机构风险
	双碳： 要协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型。	六是统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展。 ...千方百计拓宽农民增收渠道。发展现代化都市圈，提升超大特大城市现代化治理水平，大力发展县域经济。
	保民生： 要加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。	七是加大区域战略实施力度，增强区域发展活力。 发挥区域协调发展战略、区域重大战略、主体功能区战略的叠加效应，积极培育新的增长极...深化东、中、西、东北地区产业协作，大力发展海洋经济和湾区经济。
	党的领导： 要加强党对经济工作的指导，确保党中央各项决策部署落到实处。要充分调动各方面积极性，调动干事创业的内生动力。要坚持求真务实，统筹发展和安全，增强协同联动。 加强预期管理，提高政策整体效能。 要做好民生保障和安全稳定各项工作，确保社会大局稳定。	八是协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型。
		九是加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。 实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划，促进重点群体就业。

资料来源：Wind、国贸期货研究院

2.2 通胀水平维持低位，拖累经济和企业盈利名义读数

今年以来国内通胀水平仍在低位运行，通胀的弱势表现，对名义经济增速和企业盈利读数存在掣肘。在上年同期基数大幅下沉的背景下，11 月 CPI 同比涨幅仍较上月回落 0.1 个百分点至 0.2%，低于市场预期，主要原因是受当月气温偏高影响，蔬菜、水果供应增加，价格水平大幅下降，带动食品价格走低，拖累整体 CPI 同比涨幅低位回落。

图表 21、CPI 和 PPI 走势



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 22、通胀因素拖累名义 GDP 增长



资料来源：Wind、国贸期货研究院

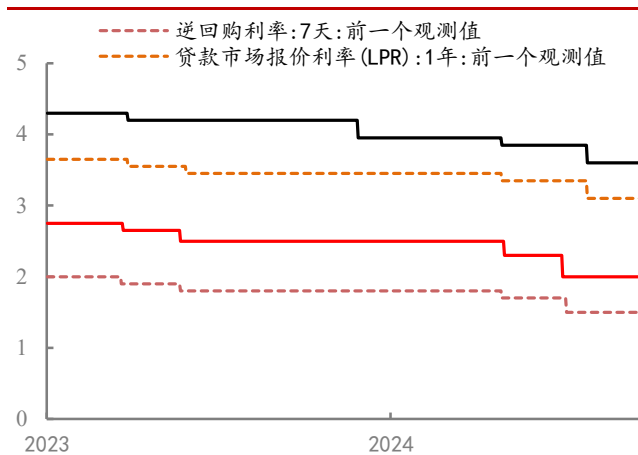
2.3 货币政策及市场流动性

货币政策方面，2024 年货币政策框架改革推进，7 天期逆回购利率作为主要政策利率，成为利率传导机制的起点，并覆盖了短中期限的利率政策机制。2024 年七天期逆回购利率共调降 2 次，由 1.8%调整至 1.5%；一年期 MLF 利率调降 2 次，由 2.5%下调至 2%；贷款市场报价利率亦同步调整，一年期 LPR 报价利率调降 2 次，由 3.45%下调到 3.1%；5 年期 LPR 调降 3 次，由 4.2%下调至 3.6%。除了降息以外，今年以来，中国人民银行两次下调存款准备金率共 1 个百分点，释放长期流动性约 2 万亿元，并综合运用多种货币政策工具，引导金融加大对实体经济支持服务。央行还创新推出国债买卖操作、买断式逆回购等工具，不断丰富货币政策工具箱。数据显示，目前我国已有结构性货币政策工具近 20 项。

12 月 9 日中共中央政治局会议对货币政策基调有了新的表述，由“稳健的货币政策”转变为“适度宽松的货币政策”，这是继 2009 年后首次采用该表述，意味着货币政策基调更为

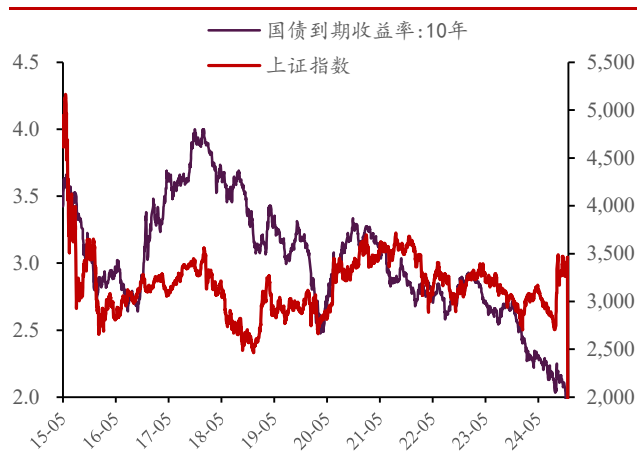
积极，2025 年宏观流动性大幅宽松的信号强烈，降准降息幅度有望超过 2024 年，同时新的货币政策工具有望推出，如央行定向对政策性银行、商业银行向有条件的企业发放贷款收储等。

图表 23、政策利率走势



资料来源：Wind、国贸期货研究院

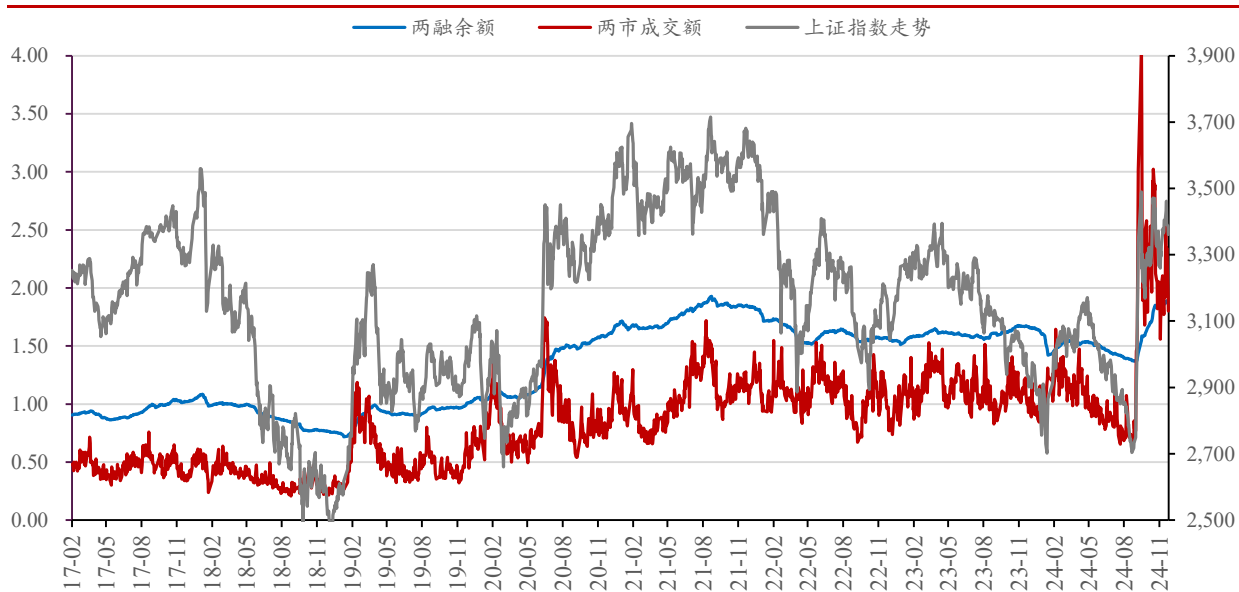
图表 24、十年期无风险利率进一步下行



资料来源：Wind、国贸期货研究院

资本市场政策方面，10 月 10 日，我国首项支持资本市场的货币政策工具——证券、基金、保险公司互换便利落地，可接受符合条件的证券、基金、保险公司申报，首期操作规模为 5000 亿元。10 月 18 日，中国人民银行推出股票回购增持再贷款，首期额度为 3000 亿元，年利率 1.75%。据 Wind 数据统计，截至 12 月 2 日，累计 173 家上市公司披露回购增持贷款相关情况，其中，130 家上市公司获得回购专项贷款，贷款金额上限合计 236.42 亿元；47 家公司披露了 50 名控股股东、实际控制人等大股东获得增持贷款，贷款金额上限共 149.79 亿元。

图表 25、杠杆资金、市场成交量及上证指数走势



资料来源：Wind、国贸期货研究院

在政策组合拳的助力下，9 月底以来市场情绪和流动性快速修复，截至 12 月中旬，A 股两融余额增加至 1.86 万亿，创下 2021 年 10 月以来新高；A 股成交量周五再度放量至 1.8 万亿以上。对流动性较为敏感的中小盘表现较为强势，期指中中证 500 和中证 1000 领涨。

因此展望 2025 年，在货币政策“适度宽松”的政策指引下，加上资本市场政策对资金的引导，市场流动性将更为充裕，无风险利率或进一步下行，将从分母对对股指带来较强驱动。

2.4 A股估值与市场风险偏好

随着 9 月底以来股指估值的快速修复，目前沪深 300 市盈率已由 10.9 修复至 12.7，中证 1000 市盈率由 30 修复至 37.5, 股指估值已行至历史中位水平。无风险利率的持续下行，使得股指的风险溢价率维持相对高位，推升股指投资性价比。截至 12 月 17 日，沪深 300 风险溢价率达 6.14%，处于近十年 87%分位水平。因此未来在货币政策进一步宽松的基调下，无风险利率将从股指分母端形成驱动。

图表 26、沪深 300 风险溢价率

指数	市盈率	历史分位（近十年）	市净率	历史分位（近十年）	风险溢价率	历史分位（近十年）
沪深 300	12.7	63.1%	1.4	38.1%	6.14	87.0%
上证 50	10.9	69.5%	1.2	38.0%	7.48	72.1%
中证 500	28.1	85.1%	1.8	59.8%	1.80	75.7%
中证 1000	37.5	61.0%	2.1	19.9%	0.89	92.5%
国证 2000	42.8	65.3%	2.2	46.0%	0.54	93.1%
创业板指	34.1	31.0%	4.2	23.0%	1.21	93.5%
科创 50	82.8	92.7%	4.5	37.2%	-0.52	53.5%
北证 50	53.2	95.7%	3.9	90.6%	0.15	6.4%
中证红利	7.4	78.3%	0.8	59.1%	11.86	69.4%
万得全 A	18.7	63.7%	1.6	28.0%	3.58	89.3%

资料来源：Wind、国贸期货研究院

分行业来看，申万一级行业指数中，银行、食品饮料、公用事业、有色金属板块市盈率、市净率及估值历史分位处于较低水平。

图表 27、申万一级行业指数估值对比

指数	市盈率	历史分位（近十年）	市净率	历史分位（近十年）
银行	5.8	25.8%	0.5	22.6%
电子	53.6	71.6%	3.5	48.2%
非银金融	17.1	64.2%	1.4	26.3%
医药生物	32.0	33.9%	2.6	6.9%
电力设备	32.0	34.6%	2.5	30.7%
食品饮料	21.5	4.6%	4.5	27.4%
计算机	70.4	79.6%	3.8	44.0%
机械设备	31.2	54.9%	2.4	41.6%
汽车	25.7	60.8%	2.4	66.3%
基础化工	24.2	52.6%	1.8	18.7%
公用事业	17.7	6.9%	1.6	34.6%
交通运输	17.2	42.6%	1.4	17.1%
石油石化	16.5	49.3%	1.3	13.1%
有色金属	19.1	17.3%	2.1	19.4%
通信	32.9	24.9%	2.7	54.7%
国防军工	68.3	55.3%	3.1	41.5%
建筑装饰	10.1	42.6%	0.8	10.6%
家用电器	15.1	35.3%	2.5	19.8%
煤炭	12.8	66.6%	1.4	53.4%
传媒	41.8	65.5%	2.7	56.0%
农林牧渔	23.8	13.0%	2.4	4.0%
房地产	40.4	98.6%	0.8	10.1%
商贸零售	38.3	78.9%	1.9	49.1%
轻工制造	26.4	45.1%	1.8	24.5%
钢铁	27.8	75.6%	1.0	27.5%
环保	22.5	44.5%	1.5	11.8%
建筑材料	25.6	69.0%	1.1	6.6%
纺织服饰	21.1	19.9%	1.7	22.5%
社会服务	26.0	6.1%	3.1	18.0%
美容护理	35.8	41.9%	3.3	23.9%
综合	61.6	74.6%	1.6	29.3%

资料来源：Wind、国贸期货研究院

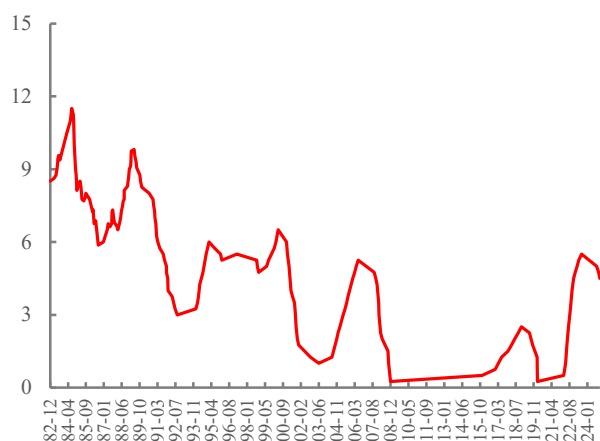
2.5 海外因素：美联储连续降息，但立场逐渐鹰派

美联储从 2022 年 3 月开启加息周期，截至 2023 年 7 月加息 11 次，加息幅度 500BP，美联储大幅、连续的加息导致美债收益率高企，十年期美债收益率大幅冲高破 5%，创下 2007 年以来最高水平，美元指数突破 107。美元兑人民币汇率承压，中美利差大幅走扩，极端值达-220bp，加上地缘政治因素，2023 年下半年北向资金持续大幅流出。

2024 年 9 月美联储利率拐点正式到来，9 月、11 月、12 月分别降息 50bp、25bp、25bp，

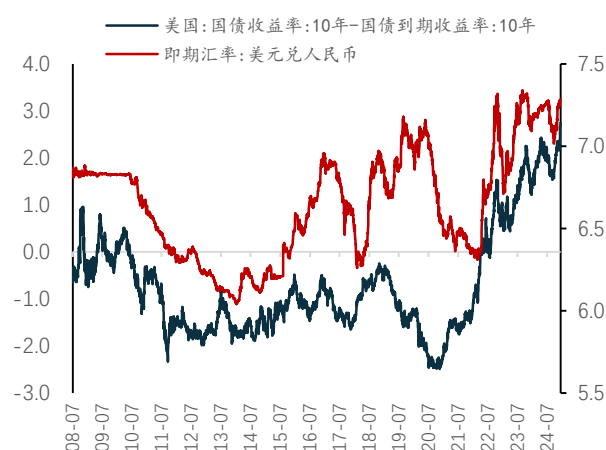
截至12月19日，联邦基金目标利率区间调整到4.25%-4.50%之间。随着美联储陆续降息，国内货币政策空间受到的外部制约减小，有望缓解A股流动性压力。不过，美联储利率会议会后答记者问中，明确地表明当前利率的限制性水平已明显降低，未来降息将更加谨慎，速度将有所放缓；点阵图指向2025年降息空间50BP，相较9月明显收敛。结合美联储表述来看，美联储2025年的降息节奏或为：Q1、Q2各降息25BP，此后停止降息，即未来联储降息会更慢、更少、更为谨慎，整体立场偏鹰。

图表 28、美国联邦基金目标利率



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 29、中美利差和美元兑人民币汇率



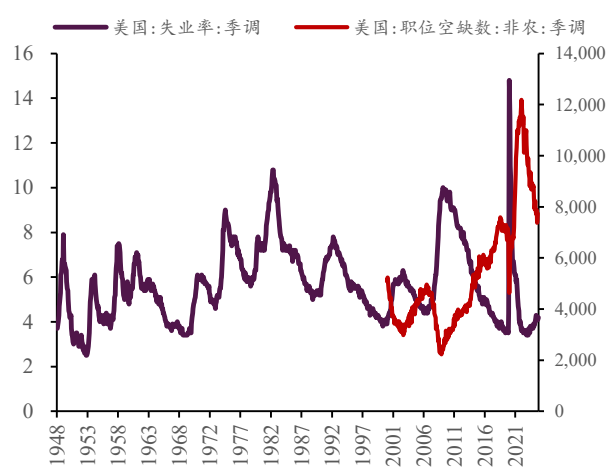
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 30、中美利差与沪深300走势



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 31、美国就业情况



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2.6 股指行情展望

经济基本面：2024 年下半年在一揽子政策激励下，部分宏观指标发生了边际改善的信号，尤其是在宏观政策从过往的以支持供给主体方为主的思路，逐渐转变为向需求端倾斜，也对消费带来了比较强的传导效应。展望 2025 年，随着特朗普领导班子上台，美国可能在外贸上对中国进一步提高关税壁垒，净出口面临较大考验；固定资产投资受财政政策的托底，大概率延续韧性；关键变量在于消费，由于消费属于慢变量，在当前就业市场低迷、居民收入预期不佳的情况下，政策端能否进一步解决消费“堵点”至关重要。

企业盈利：2024 年前三季度 A 股整体盈利的小幅修复，主要受金融、石油石化的带动，剔除金融、石油石化板块后，A 股整体利润仍呈现下滑态势。期指中，沪深 300 和上证 50 业绩表现具有韧性，前三季度归母净利润同比增速由负转正，净资产收益率亦有所修复；而中证 500、中证 1000 归母净利润增速、净资产收益率（TTM）表现均不尽如人意。

政策走向：结合 12 月政治局会议和中央经济工作会议对 2025 年经济工作的表述，2025 年宽货币、扩财政将进一步展开：货币政策呈现“适度宽松”，并“适时降准降息”；财政政策将进一步加码，赤字率、特别国债、地方专项债额度的共同提升。扩内需、促销费为工作重点，预计明年推动经济的“三驾马车”中的消费端在政策的驱动下有更多积极信号。地产行业政策以稳房价、防风险为主，金融市场将有更多支持工具推出，A 股增量资金来源充足。

估值方面：随着 9 月底以来股指估值的快速修复，目前沪深 300 市盈率已由 10.9 修复至 12.8，中证 1000 市盈率由 30 修复至 41.8，股指估值已行至历史中位水平。无风险利率的持续下行，使得股指的风险溢价率维持相对高位，推升股指投资性价比。截至 12 月 16 日，沪深 300 风险溢价率达 6.12%，处于历史 83%分位水平。因此未来在货币政策进一步宽松的基调下，无风险利率将从股指分母端形成驱动。

股指展望：随着 2025 年的到来，货币政策的进一步宽松，预计从分母端对股指带来驱动，同时，财政政策、扩内需、促销费力度的加码，有望提振经济基本面和企业盈利，股指分子端有望陆续修复，因此中期内投资者对股指仍可积极看待。

附：品种观点评价体系

观点评级	短期（1 个月以内）	中期（1-3 个月）	长期（3 个月以上）
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31 号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎