



政策预期主导，股指春潮可期

摘要

- 2024 年各股指期货均呈现震荡上涨的走势，大致可以分为 6 个阶段，行情依次分别为下跌、反弹、震荡、下跌、反弹、震荡。每个阶段的行情主导因素各不相同。股指期货的基差与月差也在极端行情中出现显著偏离均值的现象，反映出股指的套期保值功能在超预期极端行情中具有较强的作用。
- 我们看最新的基差和月差结构可以发现：基差方面，近期基差均出现收敛的迹象，说明股指的底部支撑较为充足，短期内 IH 与 IF 的表现略强。月差方面，IC 与 IM 的月差处于较高的分位数状态，说明目前市场情绪偏向短期调整，但是后市季月合约存在较强上行动能，因为月差存在均值修复的动能。
- 2024 年影响股指的主要因素有以下三个：一是政策利好预期与宏观现实逻辑的博弈，目前政策预期逐渐加码，宏观现实仍待观察；二是海外美联储货币预期扰动外资风险偏好，影响外资对 A 股的风险偏好；三是增量资金偏好差异导致股指结构性分化。
- 展望 2025 年，股指或呈现冲高后高位震荡的走势。2-3 月政策预期占主导，股指大概率上涨；3 月之后宏观现实因素升温，海外不确定性因素逐渐体现，股指大概率高位震荡。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

姓名：龙奥明

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3035632

投资咨询证号：Z0014648

电话：0571-87006873

邮箱：longaoming@bcqhgs.com

报告日期：2024 年 12 月 19 日

作者声明

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，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了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

正文目录

1 市场回顾 4

1.1 2024 年股指价格震荡上涨 4

1.2 股指期货基差与月差表现..... 7

2 宏观基本面与政策预期相互博弈是股指核心驱动逻辑 9

3 海外美联储货币政策预期的变动对股指形成明显扰动 14

4 增量资金的偏好差异导致股指阶段性的结构性分化行情 15

5 总结 16

图表目录

图 1 IH 当月连续及上证 50 指数价格走势	6
图 2 IF 当月连续及沪深 300 指数价格走势	6
图 3 IC 当月连续及中证 500 指数价格走势	6
图 4 IM 当月连续及中证 1000 指数价格走势	6
图 5 IH 基差走势	8
图 6 IF 基差走势	8
图 7 IC 基差走势	8
图 8 IM 基差走势	8
图 9 IH 月差走势	9
图 10 IF 月差走势	9
图 11 IC 月差走势	9
图 12 IM 月差走势	9
图 13 PMI 数据	12
图 14 进出口数据	12
图 15 社消零售数据	12
图 16 固定资产投资数据	12
图 17 房地产销售数据	13
图 18 社融数据	13
图 19 企业部门中长期贷款数据	13
图 20 居民部门中长期贷款数据	13
图 21 美国通胀数据	15
图 22 美国就业数据	15
图 23 美国国债到期收益率	15
图 24 美元兑人民币汇率	15
图 25 融资资金余额	16
图 26 新发股票基金份额	16

1 市场回顾

1.1 2024 年股指价格震荡上涨

截至 12 月 18 日，2024 年的股指行情整体呈现震荡大幅上涨态势，大致可以分为 6 个阶段：

第一阶段（年初至 2 月 5 日）：该阶段主要股指均呈现单边下跌的走势。年初以来，公募解禁卖出传闻、股票质押强平风险以及雪球结构化产品集中敲入等负面消息显著冲击市场情绪，加上美国就业、通胀等数据表现偏强打压美联储降息预期，股市流动性快速萎缩，中小盘股票显著下跌，大盘股跌幅相对较小。1 月 24 日，央行预告 2 月 5 日起全面降准 50BP，预计释放 1 万亿长期低成本资金，可以有效对冲春节前流动性紧张；同时央行表示将于 1 月 25 日下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25%，从 2% 下调到 1.75%，并持续推动社会综合融资成本稳中有降。证监会也出台打击信披造假、限制做空等政策，提振投资者对 A 股的中长期信心。在政策呵护下，股指短线上超跌反弹修复。不过之后转融券的负面消息再度重创脆弱的市场情绪，1 月底股指继续深跌至 2 月 5 日的低点。这个阶段市场成交氛围差，股市缩量阴跌。

第二阶段（2 月 6 日至 3 月 20 日）：该阶段主要股指均呈现单边反弹的走势，市场核心驱动因素是政策面利好。2 月 6 日，政策面与资金面同步发力，带动股指全面反弹。首先，证监会发布决定：1、暂停新增转融券规模，以现转融券余额为上限，依法暂停新增证券公司转融券规模，存量逐步了结。2、证监会还要求证券公司加强对客户交易行为的管理，严禁向利用融券实施日内回转交易（变相 T+0 交易）的投资者提供融券。其次，中央汇金公司增持宽基 ETF，包括上证 50ETF、沪深 300ETF、中证 500ETF、中证 1000ETF 等品种，增量资金入市提振了市场信心和流动性。在利空因素被政策弥补之后，两会政策预期逻辑升温，股指开启了超跌反弹的技术性修复，一直持续到 3 月中旬。这个阶段 1 月跌幅显著的小盘股反弹修复动能最强。

第三阶段（3 月下旬至 5 月中旬）：该阶段主要股指均呈现区间震荡的走势。一季度股指触底回升的主要动能来自于国内政策利好预期、股市制度性改革利好以及海外美联储降息预期，而这些因素的利好效果在 3 月之后边际走弱。2024 年两会政府工作报告符合市场预期，总量上仍以稳为主，结构上发展新质生产力，这意味着房地产与基建对经济贡献的增量仍有限。一季度经济数据表现尚佳，3 月制造业 PMI 回升至荣枯线上方，出口数据也表现出强韧性，其中光伏风电组件、动力电池、电动汽车等机电产品“新三样”的全球竞争力强劲。不过地产仍低迷，无论是房地产销售面积还是销售价格，均同比负增长，这主要是因为居民收入预期放缓，在人口老龄化以及负债率偏高的情况下，居民加杠杆的意愿和能力受限，对大额消费以及投资的偏好明显回落。内循环的堵点仍存，国内需求复苏偏慢，进入二季度经济指标逐渐走弱，除了出口保持强韧性外，与内需相关的指标均出现不同程度的走弱。海外方面，美国 3 月就业、

通胀、消费等数据表现强韧性，美联储在 3 月、5 月议息会议均维持利率不变，此前的乐观降息预期大幅下修，压制非美元资产的估值端修复。政策方面，4 月 12 日，国务院印发《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》（简称：新国九条），相对以往政策端偏向融资端的表述，新“国九条”更加强调投资端的作用，以投资者为中心，发挥资本市场的资产投资和财富管理功能，对股市的影响更多体现在中长期制度建设上。4 月 28 日，政治局会议召开，会议指出要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具。在政策利好推动下，股指短线反弹，不过政策效应持续效果不强，宏观内需修复仍不及预期，弱现实下股指反弹动能逐渐减弱。

第四阶段（5 月下旬至 9 月 18 日）：该阶段主要股指均呈现单边下行的走势。现实上宏观走弱的担忧占据上风，市场风险偏好持续走低，股市呈现出成交低迷、市场热点切换频繁、反弹的持续性较弱等存量博弈特征。宏观方面，6、7、8 月的 PMI、信贷、消费等数据均表现偏弱，显示内需的内生增长动能不足。7 月 15 日-18 日，二十大三中全会召开，全会重点内容聚焦深化改革、高质量发展等内容，坚决不走大规模刺激的老路，在培育新质生产力上政策结构性发力。政策面基调以稳为主，总量上的增量利好空间有限，未超预期，短期内宏观复苏的空间或较为有限，政策的提振效果持续性不足。其中居民部门收入增速放缓，而杠杆率水平偏高，导致居民的大额支出意愿偏弱，制约了内需的持续性增长，需求增速放缓导致企业间竞争激烈，限制了企业的提价和扩产，上市公司业绩仍处于筑底阶段。资金层面，前杠杆资金与北向资金流入放缓，新增股票基金份额位于低位，加上社保等中长期资金入市力度有限，净流入股市的增量资金仍较为有限，投资者风险偏好较低，也难以支撑股票的估值上升。这个阶段市场的风险偏好结构性分化，红利股因其防御属性而受到资金青睐，上证 50 表现强于中证 1000。对小盘股而言，由于缺少业绩端与估值端的支撑，股票价格易跌难涨，市场情绪持续阴跌。

第五阶段（9 月 19 日至 10 月 8 日）：该阶段主要股指均呈现单边大幅上涨的走势。市场的核心逻辑是美联储降息预期升温、政策端利好密集出台扭转了市场预期以及超低估值状态下股市自发的估值修复动能。9 月 19 日，美联储宣布降息 50BP，开启降息周期，全球多个经济体同期降息，美元走弱，新兴经济体资产的风险偏好有所回升。9 月 24 日，央行宣布三项重磅政策：一是降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行；二是降低存量房贷利率并统一房贷最低首付比例；三是创设新的政策工具，支持股票市场发展。这三项政策分别着力于货币宽松、房地产以及资本市场三方面。前两项是希望利用货币宽松来刺激经济需求和降低存量信贷的成本，促进经济内循环，稳定经济增长，基本在市场可预期范围以内。第三项对证券市场的两个新工具的创立则不在市场预期之外，证券、基金、保险公司互换便利以及增持回购再贷款这 2 个工具的创立意味着非银机构、控股股东及上市公司可以低成本为股市注入增量资金，从而打破此前股市流动性缺乏的困境，在弱现实的情况下增量资金基于

未来强预期的净买入可以发挥股市中长期资产配置的作用，从而推动投资者信心修复。9月26日，中央政治局会议召开，罕见地以经济为主题，提出财政政策要加大逆周期调节力度，要促进房地产市场止跌企稳，财政加码的预期推动市场情绪继续高涨。另外，自5月下旬以来，股指持续下跌，主要股指的动态市盈率均下降到极低的历史分位数水平，同时由于无风险利率的下修，股债收益率之差达到极高的历史分位数状态，这意味着资金在大类资产配置上存在轮动的需求。这个阶段股指快速上行，期间伴随着股市成交放量以及涨停数量上升，由于市场主要参与者对小盘股的偏好更高，小盘股指数的表现更好。

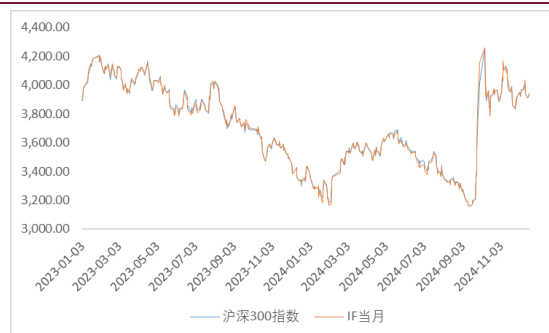
第六阶段（10月8日至今）：该阶段主要股指均呈现区间震荡的走势。进入10月之后，美联储降息预期回落、国内财政增量政策未超预期，股指继续上行动能边际减弱。海外方面，10月以来，美国大选因素升温，“特朗普交易”引发再通胀担忧再起，美债收益率回升，美元走强，美联储降息预期回落。另外随着特朗普当选，2025年中美贸易摩擦担忧再起，市场开始计价明年外部大环境不确定性上升的风险。国内方面，10月之后政策面增量因素减少，更多是对9月底密集推出的政策的落实，11月人大常务会议明确目前财政主要目标在化债，增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，其他增量表述较少。

图 1 IH 当月连续及上证 50 指数价格走势



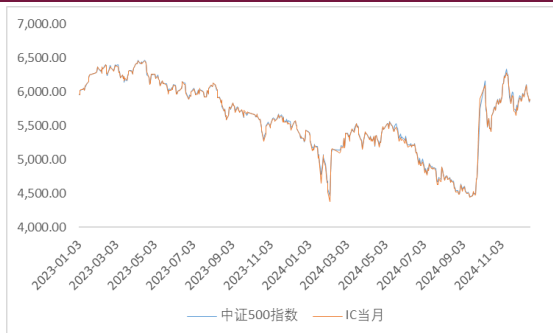
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 2 IF 当月连续及沪深 300 指数价格走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 3 IC 当月连续及中证 500 指数价格走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 4 IM 当月连续及中证 1000 指数价格走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

1.2 股指期货基差与月差表现

由于期货价格与现货价格随时波动，并且指数价格波动是由于其成分股价格波动导致，而股指期货价格波动是由市场交易变动所致，故二者价格波动并不时刻一致，并且不同月份期货合约之间的影响因素也略有差异，这就导致不同月份合约价格之间也会出现偏差，我们分别用基差和月差这两个概念来定义这种差异。理论上，影响股指期货的基差和月差的因素较多，常见的有分红与利率因素、投资者情绪因素、理财产品对冲因素等。

首先看分红和利率因素。基于持有成本模型，基差的影响因素包括无风险利率、分红率和到期时间。在其他因素不变的情况下，如果分红高于利率，那么股指期货价格低于现货价格，基差处于贴水状态；如果分红低于利率，那么基差处于升水状态。根据股指期货对应的指数编制方案，如果成分股出现分红派息，指数不进行修正，而是任其回落，那么对股指期货而言，分红回落会提前反映在价格上对期货基差产生的影响，直至分红除权日指数回落后，基差回归。分红一般在上市公司年报发布之后，仅很少一部分公司存在年中、年度两次分红。这种情况下就导致 6、7、8 月合约成为年中分红的高频月，对应月份股指期货合约需要提前计价分红影响，贴水的幅度较大，导致基差在这些月份出现较为明显的调涨。并且相对而言上证 50 与沪深 300 指数收到分红的影响更为显著（因为其成分股的分红率更高），分红对其影响更为显著。

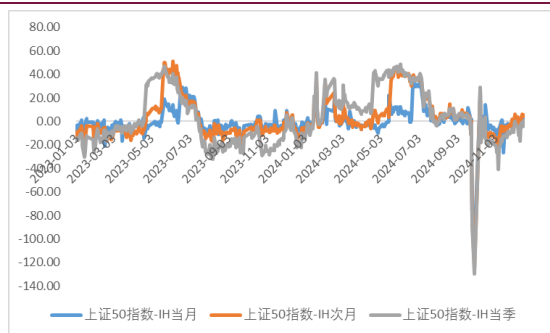
其次看投资者情绪。投资者不是完全理性的，其对风险资产的需求受到自身信念与情绪的影响；即使市场中存在不受情绪影响完全理性的套利者，风险存在也使得套利是有限的。投资者不完全理性，使得资产价格偏离内在价值。在指数波动大时，金融市场具有较大的不确定性，远期指数价格不确定性通常大于近期指数价格，所以普通投资者更偏好在近月合约交易。这种由时间带来的不确定性，造成更远期的价格与现货价格相差加大。而参与套保的机构投资者因基差成本的存在，更倾向于在季月合约建仓，影响季度合约基差而非当月合约基差。这就使得在行情波动剧烈时，股指期货的基差与月差会出现套利机会，在 2024 年 1 月末的快速下跌行情以及 9 月末的快速上涨行情中，股指期货的基差和月差均出现显著的偏离，这意味着均值回归的力量将发挥作用，果然之后随着投资者情绪的缓和，股市波动回归稳态，基差以及月差也出现回归收敛的迹象。

最后我们看一下理财产品的对冲行为。对冲基金对股指期货基差的影响有两个方面：一方面，由于通过股指期货进行对冲需要择时完成，所以对冲基金大规模进行套保时，股指期货基差贴水扩大。另一方面，当对冲产品业绩回落，在三个月到期后会发生较大规模的赎回。由于对冲基金持有较大规模的股指期货，所以对基差产生较大影响。指增策略基金则对股指期货基差产生反方向的影响。在 2024 年 1 月份，雪球产品以及量化中性基金的的交易行为受到市场关注，在股指期货基差以及月差中也有所体现。以雪球产品为例，实际上，雪球产品是发行人向投资者购买一个看跌期权，通过 Delta 对冲，进行高抛低吸，在标的价格下跌时，买入指数期货可以支撑指数；在标的价格上涨时，卖出指

数期货或现货可以让市场降温，理论上雪球产品会减缓市场波动。如果雪球产品不敲出，那么可以认为是一个指增策略产品，有效收敛股指期货贴水。但是当雪球集中敲出时，短时间反方向的平仓又较为容易导致基差反向波动，这个时候基差就好出现较大的异常波动。雪球产品的挂钩标的多为中证 500 和中证 1000，所以我们可以看到 2024 年 1 月期间 IC 与 IM 的基差出现异常的深度贴水，当然异常贴水也包含了投资者情绪转弱的影响，期间的月差架构反映出当月受到的影响显著大于远月的影响。

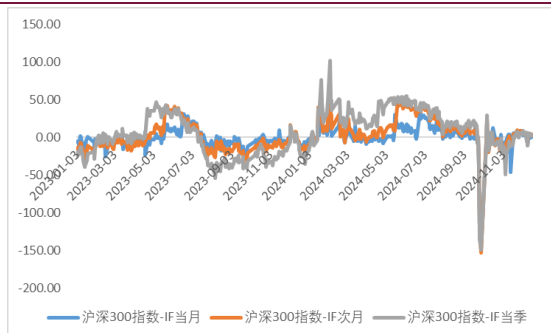
我们看最新的基差和月差结构可以发现：基差方面，IH 与 IF 维持近月远月基本平水的情况，IC 与 IM 则维持近月远月贴水逐渐加深的状态。近期基差均出现收敛的迹象，说明股指的底部支撑较为充足，短期内 IH 与 IF 的表现略强。月差方面，IC 与 IM 的月差出于较高的分位数状态，说明目前市场情绪偏向短期调整，但是后市季月合约存在较强上行动能，因为月差存在均值修复的动能。

图 5 IH 基差走势



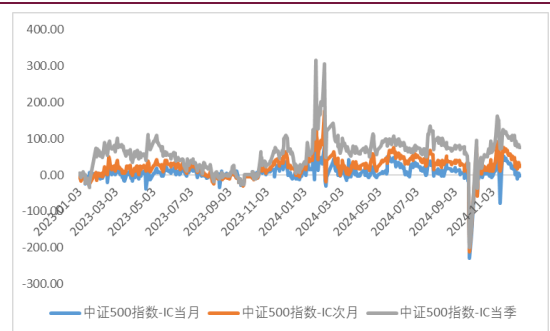
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 6 IF 基差走势



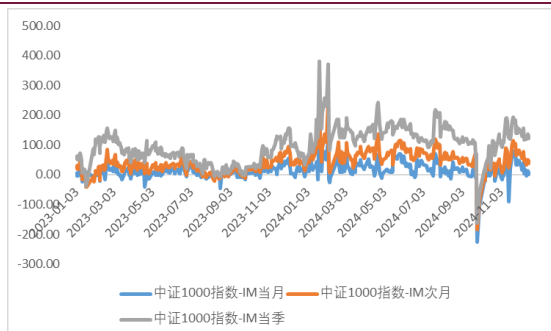
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 7 IC 基差走势



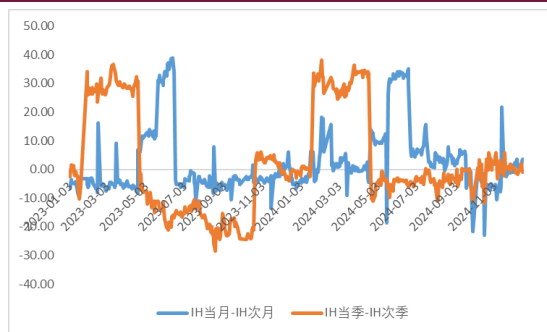
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 8 IM 基差走势



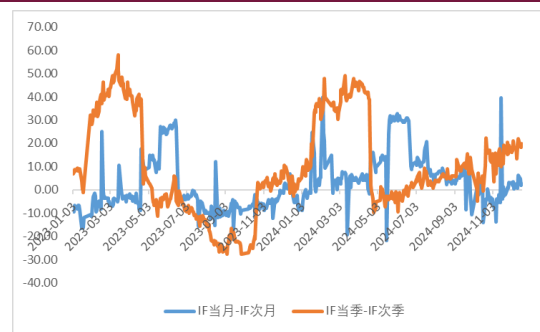
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 9 IH 月差走势



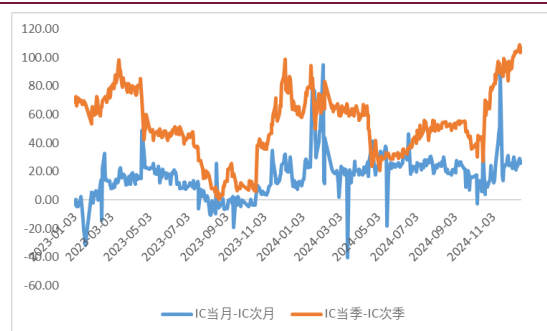
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 10 IF 月差走势



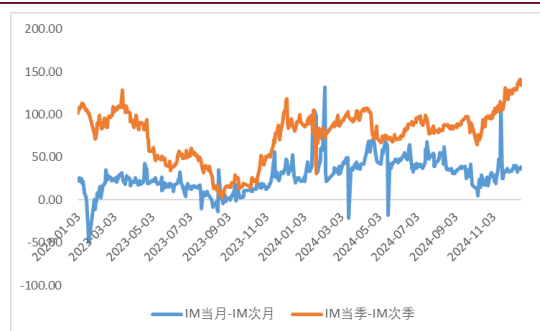
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 11 IC 月差走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 12 IM 月差走势



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

2024 年影响股指的主要因素有以下 3 个：一是政策利好预期与宏观现实逻辑的博弈，目前政策预期逐渐加码，宏观现实仍待观察；二是海外美联储货币预期扰动外资风险偏好，影响外资对 A 股的风险偏好；三是增量资金偏好差异导致股指结构性分化。

2 宏观基本面与政策预期相互博弈是股指核心驱动逻辑

2024 年对国内宏观经济与政策预期的博弈是影响股指走势的核心变量，两者呈现交替占主导的态势。无论是 2-3 月的救市政策及两会政策预期，还是 9 月底密集推出的增量政策预期，都造就了短期内较强的趋势反弹行情。不过最终市场投资者还是要观察政策实际效果，也即是宏观经济数据修复情况，基本面的现实逻辑在中长期行情中生效，一旦政策面增量因素减少或者前期市场行情对政策预期过度反应，由于宏观经济数据的修复不及预期，股指进而陷入区间震荡的行情。

宏观政策发力，理论上有助于稳定宏观经济需求，通过实体部门的逐渐传导，进而刺激企业端与居民端的收入复苏，引导内需的正向循环，即消费-利润与就业-薪资的相互促进，进而表现为企业利润修复以及居民收入修复。但实际效果可能不及预期，其主要原因在于居民部门的加杠杆能力明显不足，消费的促进往往需要伴随着价格指数的下降，也即是以价换量，这种情况下企业部门

的盈利并不能有效增加，自然不会传导到员工薪资端。直观反应就是，居民部门更加看重“性价比”，注重消费理性，就业方面体感也感觉较为紧张和严峻，更多倾向于储蓄而不是大额支出的消费及投资。因此，宏观政策要真正起效，需要利用财政支出补贴企业利润端，进而激活“企业盈利-员工薪资-居民消费”的内循环正向反馈，提振市场主体信心。

回顾 2024 年政策面情况，可以发现政策及其预期一直是影响股市的主要因素。

1 月以来股市成交清淡，微盘股流动性缺乏，受到雪球产品集中敲入、股票质押风险、公募转融券等消息面负面影响，多头信心较弱，在缺乏买盘的情况下抛压显著，引发微盘股的全面下跌。首先，2 月 6 日证监会发布决定，暂停新增转融券规模，以现转融券余额为上限，依法暂停新增证券公司转融券规模，存量逐步了结。同时，证监会还要求证券公司加强对客户交易行为的管理，严禁向利用融券实施日内回转交易（变相 T+0 交易）的投资者提供融券。其次，中央汇金公司增持宽基 ETF，包括上证 50ETF、沪深 300ETF、中证 500ETF、中证 1000ETF 等品种，在 1 月持续下跌之后股指的估值水平处于历史偏低分位数，从收益风险比来说，吸引中长线的价值投资者入场布局。可以说监管层制度优化以及“国家队”救市资金入市是促使股指在 2 月初触底反弹的主要动能。

3 月，两会政策预期使得股指在 3 月上中旬保持强势运行。两会政府工作报告符合市场预期，总量上仍以稳为主，结构上发展新质生产力，这意味着房地产与基建对经济贡献的增量仍有限，当然投资的边际效应确实也在下降，经济增长模式必须改变。消费方面可以看到春节假期出行旅游数据人数方面同比大幅增长，但在客单价上增长有限，这反映出居民部门荷包有限，消费增速存在下行压力。因此在政策窗口期过后，市场逐渐转为现实逻辑，一季度经济数据表现尚可，随着二季度经济数据走弱，市场情绪也同步下行。

政策的转向在一系列重磅会议之后逐渐明晰。4 月 28 日，政治局会议召开，会议指出要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具。同时会议强调要持续防范化解重点领域风险，化解包括房地产、地方政府债务、中小金融机构等风险。本次会议着重提到了“存量房风险”，后续各省市积极取消或优化限购政策，部分城市甚至出台“收储”计划。5 月 17 日，央行出台房地产优化政策，比如下调房贷首付比例、下调了公积金贷款利率、取消房贷利率下限、统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施等。可以说 4 月政治局会议关注到了稳定房地产市场预期的重要性，后续政策面保持了持续关注。

7 月 15 日-18 日，二十大三中全会召开，审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》。会议重点在于“深化改革”，推动新旧动能转换，实现高质量发展，政策表述上提及了财税改革，市场预期消费税等直接税下移地方，一方面补充卖地收入的下滑，另一方面有利于促进

消费。本次会议关注到提振消费，将“土地财政-基建地产投资”拉动经济增长模式转型为“消费税提升地方财政-促进消费”的模式。本次会议指引了长期政策改革的目标和方向，坚决不走大规模刺激的老路，在培育新质生产力上政策结构性发力，未来政策托底预期明确，但刺激预期走弱，并未超市场预期。

9月24日之前政策面一直未有超预期的表述，市场信心有所不足。9月24日央行宣布了三项重磅政策：一是降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行。二是降低存量房贷利率并统一房贷最低首付比例。三是创设新的政策工具，支持股票市场发展。将创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，将大幅提升资金获取能力和股票增持能力。创设专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购、增持股票。央行的三项政策分别对应利率宽松、房地产市场和证券市场。在9月19日美联储降息50BP开启宽松周期之后，国内货币政策的掣肘减弱，在当前宏观内需偏弱的环境下适度宽松有利于提振经济需求，刺激企业投资和居民消费。降低存量房贷利率以及解除购房限制措施，有利于降低居民房贷成本以及缓解提前还贷潮。针对证券市场的两个新的工具，有利于增量资金流入股市，促进股票估值修复。9月26日，中共中央政治局召开会议，强调逆周期政策、加大财政力度、稳定房地产市场和改善就业前景等举措。9月政治局会议罕见以经济为主题，并且提及财政政策加大力度，表明了政策层应对宏观经济放缓和通缩压力上升的决心，进一步提振了市场的政策预期。

进入10月，政策面增量因素有所放缓。不过自10月下旬开始，对人大常委会的政策预期升温，推动股指10月下旬至11月上旬的短线反弹；自11月下旬开始，对政治局会议以及中央经济工作会议的政策预期再度升温，推动股指11月下旬至12月上旬短线反弹。虽然会议落地之后，股指反弹动能减弱，转而回归震荡，但这表明了政策发布窗口期，投资者的政策预期将主导股指走势。

在政策窗口期之外，政策预期的影响逐渐减弱，宏观现实的逻辑再度占据主导，由于2024年我国宏观经济指标表现相对偏弱，在现实逻辑下股指一般表现为区间震荡甚至回调。

从前瞻指标PMI来看，我们可以看出制造业PMI仅在政策发力之后短期内回归扩张，在政策观察期又再度回归收缩状态。制造业PMI仅在3-4月，10-11月回归扩张，而在二三季度较长的月份连续收缩。从PMI分类指标可以看出，新订单指数以及从业人数指数表现不佳，具体反映的就是需求端不足以及就业形势较严峻。内需方面，2024年的基建、地产投资表现偏弱，对相关产业链企业的需求拉动作用减弱，社消零售的增速由疫情前的9-10%回落至目前的3-4%，内需方面恢复较为缓慢。外需方面，得益于国内完善的产业链以及物流链优势，中国产品特别是光伏、动力电池、电动汽车等机电产品在全球竞争力较强，占据出口的主要份额，不过由于欧美对相关产品加征关税以及对相关企业实施制裁，未来外需想要保持强劲增长存在较大压力。另外，服务业PMI也

逐渐成为重要的观察指标，因为服务业吸纳的就业人数逐渐增加，我们可以看到 2024 年以来，服务业 PMI 虽然持续扩张，但是扩张速度持续放缓，9 月甚至跌破荣枯线，这表明内需疲软是制约经济增长的主要原因。因此，政策面要在提振国内有效需求以及促进就业前景改善等方面下持续有效发力，才能扭转这种 PMI 表现不足的情况。

从社融信贷数据来看，二季度以来社融主要靠政府债支撑，企业与居民端的新增人民币贷款呈现同比少增或者同比多减的态势，这反映出企业与居民部门加杠杆的意愿下行。这两个部门之间在 2024 年正在形成了一种螺旋式的反馈：居民消费减弱，企业为了降低成本、提升效率而裁员减薪，导致居民收入减少、消费进一步收缩；而居民消费的萎缩又反过来影响企业的销售业绩与利润预期，迫使企业进一步采取降本裁员等措施。这种体现在房地产市场体现最为明显，居民收入预期放缓，在人口老龄化以及负债率偏高的情况下，居民购房意愿较低；而商品房销售数据的持续低迷又影响房地产相关产业链的企业业绩预期，进而造成就业环境压力较大。目前居民部门杠杆率较高，需要时间来修复，一方面需要等待居民收入上升增强还债能力，另一方面也需要一定时间来还贷减少存量负债压力。因此通过稳定宏观经济需求端来打破这种螺旋式收缩至关重要，只要稳定就业与收入预期，内需才能真正意义上地自发性增长。

图 13 PMI 数据



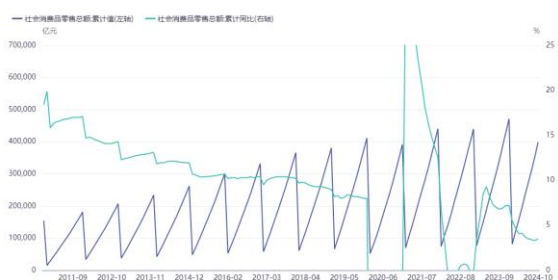
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 14 进出口数据



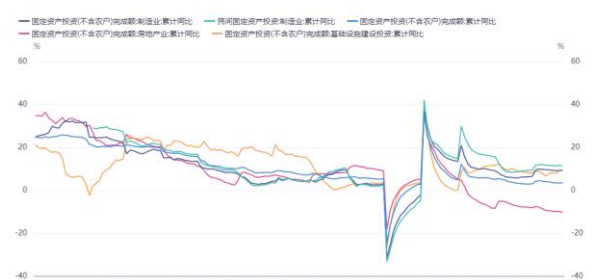
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 15 社消零售数据



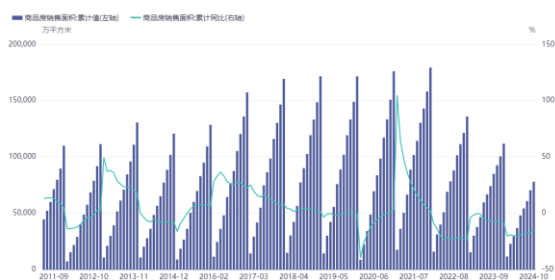
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 16 固定资产投资数据



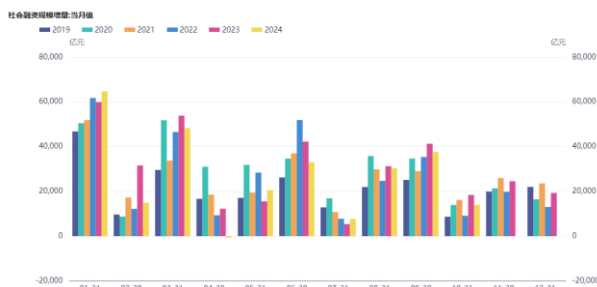
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 17 房地产销售数据



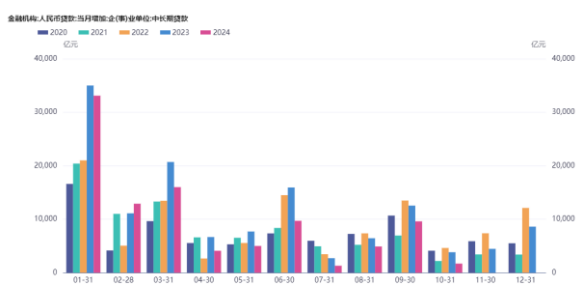
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 18 社融数据



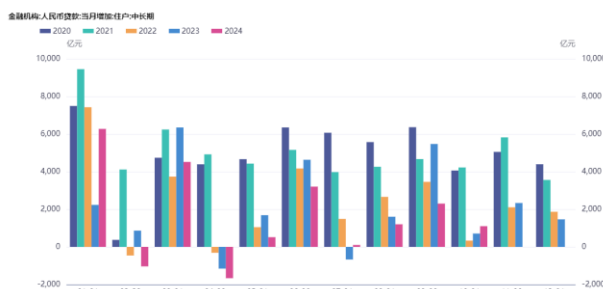
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 19 企业部门中长期贷款数据



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 20 居民部门中长期贷款数据



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

9 月一系列政策出台之后，宏观经济指标有所回升，PMI 重回扩张，居民购房积极性有所上升。不过与此前的政策观察期类似，政策实际效果有待观察，在政策空窗期，市场观望情绪或上升。2025 年可以预见地海外贸易摩擦风险以及地产投资持续低迷的状态预计将对经济复苏造成一定压力，宏观政策的力度和持续性值得期待。

12 月 11-12 日，中央经济工作会议召开。财政政策方面，会议提出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券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层“三保”底线。

此前市场普遍关注财政政策方面的表述，此次中央经济工作会议财政方面表述也较为给力，符合市场预期。首先，较为罕见地提出“提高财政赤字率”，这意味着明年的财政支出托底经济需求、促进经济内循环的力度较强，有力地稳定市场预期；其次，此前我们提到过消费拉动经济的边际动能显著大于投资，明年提振消费是财政政策重点，因为提振消费可以实现“消费-利润-薪资”的正向反馈，有利于提振居民收入增速水平，支撑向内需型消费经济体的转型。再次，提到增发超长期特别国债以及扩大地方专项债发行，这些政策有望在 2025 年一季度加快落地，激活经济需求端，提振经济复苏预期。

总的来说，2025 年一季度政策预期较强，经济数据修复的动能较为充足，政策预期逻辑将占主导。不过二季度开始，海外不确定性风险以及宏观现实因素或升温，政策预期与宏观现实逻辑或交替演绎。当然，从中央经济工作会议的定调来看，2025 年政策决心较强，政策若能持续有力，市场主要逻辑将倾向于政策，反之则宏观现实逻辑将成为空窗期主导因素。

3 海外美联储货币政策预期的变动对股指形成明显扰动

2024 年海外美联储的政策预期对外资的风险偏好造成显著影响，从北向资金的流向可能很清晰地看出来。市场对美联储的货币政策的预期随着美国经济数据表现以及美联储议息会议表述而反复波动。

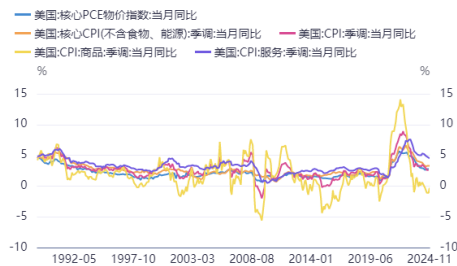
美元作为全球货币，美元的无风险利率自然而然成为全球风险资产的定价的锚，因此美联储的货币政策不仅影响到美元资产，也会影响到非美元资产的估值水平。当美元利率维持高位时，意味着美元的无风险利率高，自然虹吸全球资本汇集在美元资产上，从而在本币汇率以及融资成本两方面不利于非美元资产的估值。

2024 年初，市场普遍预期美联储将在 3 月，最晚 5 月开启降息周期。不过随着 2 月、3 月美国 通胀、就业、消费等数据表现强韧性，美联储官员的表态越发鹰派，美联储降息预期不断后延，一路后延至 9 月首次降息，进而后延至 12 月，年内降息次数由 2-3 次减少至 1 次。6 月份美联储会议后，美联储称或将继续维持限制性利率以抑制通胀回升，年内降息次数预计为 1 次。美联储降息预期的变动，影响了风险资产的风险偏好，在二三季度显著抑制 A 股的估值修复节奏。

2024 年 9 月 19 日，美联储宣布降息 50BP，事实上，8 月以来，美联储降息预期不断升温，市场对美联储 9 月降息已经“板上钉钉”，唯一的分歧在降 25BP 还是 50BP，在此期间人民币汇率压力大大减小。一方面，未来随着美联储的不断宽松，汇率端的制约大大减弱，国内货币政策的空间逐渐打开，利率下调有利于促进经济活动以及提升股票估值水平。另一方面，美联储货币宽松，外资需要寻找收益率更高的资产配置，美元将从美国外溢到新兴经济体，形成美元潮汐，这对非美元资产而言是明显的利好。

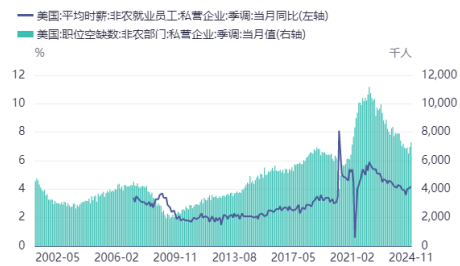
不过 10 月之后，美国“特朗普交易”升温，市场押注特朗普当选美国总统的可能性上升，特朗普的国内大规模减税和国外加征关税政策或造成美国“二次通胀”，进而影响美联储降息节奏，利多美元。随着特朗普胜选，以及近期美国通胀数据表现韧性，美联储表态开始预留余地，美联储降息放缓或逐渐走入现实。近期的 1 年期、10 年期的美债到期收益率均出现显著回升正是反应了市场的这种担忧情绪，人民币汇率端也承压运行。因此 2025 年海外不确定性因素增多，美联储降息放缓或抑制全球非美元风险资产的估值修复逻辑。在美联储降息预期放缓的背景下，2024 年北向资金的流入趋缓。

图 21 美国通胀数据



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 22 美国就业数据



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 23 美国国债到期收益率



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 24 美元兑人民币汇率



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

4 增量资金的偏好差异导致股指阶段性的结构性分化行情

2024 年增量资金的偏好差异导致股市行情结构性分化。9 月 18 日之前，由于 1 月份小盘股和微盘股的风险事件频出，相关个股的流动性匮乏，普遍出现大幅回调的情况，市场资金主要增量来自于机构资金，ETF 投资受到市场关注，资金风格偏好红利股等绩优权重股，上证 50 指数表现占优，上证 50ETF、沪深 300ETF 等份额大幅增长，引领市场风格走向。9 月 18 日之后，海外美联储降息，国内央行降息降准，政策利好预期快速发酵，市场主要增量资金来自于杠杆资金和新增股票投资者。游资与散户作为增量资金的主要力量，导致国庆前后小盘股风险偏好大幅上升，中证 1000 指数表现占优。

我们可以看到融资余额在 9 月快速上行之后目前增长放缓，新增股票基金份额也有所走弱，这意味至未来股市的主要增量资金来源可以来自于银行、保险等中长线机构资金。另外 2025 年海外不确定性风险较大，北向资金或难以成为主导 A 股的增量资金。12 月 12 日，人社部、财政部、税务总局、金融监管总局、证监会联合印发《关于全面实施个人养老金制度的通知》，个人养老金制度将于 12 月 15 日推广至全国，同时重点在产品供给、领取条件方面进行了优化。个人养老金基金方面，新增 85 只指数基金，这有助于更好发挥资本市

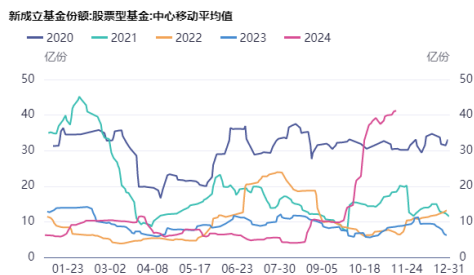
场财富管理功能，构建完善“长钱长投”的政策体系。随着增量的长线资金的入市，或成为影响未来股市风格的重要力量。

图 25 融资资金余额



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 26 新发股票基金份额



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

展望 2025 年，股指或呈现先上扬后震荡的走势。2-3 月，政策利好预期占主导，宏观经济数据维持改善，股票阶段性上扬，由于财政促消费以及货币宽松的政策预期，消费类个股以及科技创新类成长股或分别受益于业绩修复预期以及估值提升预期，股指或呈现全面反弹。3 月之后，国内政策面进入观察期，宏观现实因素开始升温，加上海外不确定性因素开始逐渐体现，带动市场风险偏好有所走弱，股指或陷入震荡或回调。当然政策端的持续发力可以管理市场预期，对市场节奏产生影响；另外增量的中长线资金入市可能带来市场风格的变化，产生结构性分化行情。

5 总结

2024 年各股指期货均呈现震荡上涨的走势，大致可以分为 6 个阶段，行情依次分别为下跌、反弹、震荡、下跌、反弹、震荡。每个阶段的行情主导因素各不相同。股指期货的基差与月差也在极端行情中出现显著偏离均值的现象，反映出股指的套期保值功能在超预期极端行情中具有较强的作用。

我们看最新的基差和月差结构可以发现：基差方面，近期基差均出现收敛的迹象，说明股指的底部支撑较为充足，短期内 IH 与 IF 的表现略强。月差方面，IC 与 IM 的月差处于较高的分位数状态，说明目前市场情绪偏向短期调整，但是后市季月合约存在较强上行动能，因为月差存在均值修复的动能。

2024 年影响股指的主要因素有以下三个：一是政策利好预期与宏观现实逻辑的博弈，目前政策预期逐渐加码，宏观现实仍待观察；二是海外美联储货币预期扰动外资风险偏好，影响外资对 A 股的风险偏好；三是增量资金偏好差异导致股指结构性分化。

展望 2025 年,股指或呈现冲高后高位震荡的走势。2-3 月政策预期占主导,股指大概率上涨;3 月之后宏观现实因素升温,海外不确定性因素逐渐体现,股指大概率高位震荡。

(仅供参考,不构成任何投资建议)

获取每日期货观点推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

免责声明

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。