

春节后股指有望展开反弹

自1月13日以来各股指均触底反弹，IH2503、IF2503、IC2503及IM2503合约分别累计上涨0.07%、1.59%、3.78%及5.30%。股指底部反弹的主要原因是近期海外风险因素有所趋缓，加上部分资金“抢跑”入市布局节后增量政策预期。

近期海外风险因素有所趋缓

此前海外风险因素主要来自于两方面：一是对特朗普上台后实施激进关税政策的担忧，二是对美联储暂缓降息导致人民币汇率贬值压力加大的担忧。自上周以来，这两方面的风险因素均有所缓和，因此此前对担忧的过度定价步入修复过程。特朗普自竞选以来一直表现出强硬的对华关税态度，但其实际上台后所出台政策更侧重于美国国内，并未马上提及对华关税，这就导致了预期差的修复。与此同时，对关税战可能带来的通胀上升担忧有所缓解，美联储降息预期有所回升，美元指数从110以上回落至108附近，美元兑离岸人民币汇率也从7.36以上回落至7.28附近，人民币汇率贬值压力减弱。因此，近期海外风险因素暂时有所缓和，令股市风险偏好有所回暖，此前的担忧情绪消退，股指步入技术性反弹行情。

宏观修复尚需时间

去年12月底至今年1月初，股指全面回调，原因主要有以下两方面：一方面是对海外不确定性风险的计价，另一方面则是对当前宏观修复偏缓慢的定价。虽然去年12月的政治局会议以及中央经济工作会议定调了今年的宏观政策要更加积极，但是政策的具体细节需等待两会时间窗口期才能公布，因此1月份实际是政策面的空窗期。在缺乏增量政策预期的情况下，部分宏观经济指标弱复苏的特征抑制了投资者对股票业绩修复预期的想象。

在去年9月底以来一系列政策密集推出的带动下，宏观经济数据显著回暖，2024年四季度GDP同比达到5.4%，高于预期值的5%。不过部分经济指标修复偏缓慢，表明宏观经济的内生性动能仍有所不足。

首先，我们看制造业PMI这个前瞻性指标。去年10、11、12月制造业PMI分别为50.1%、50.3%、50.1%，保持了连续3个月的扩张态势。从分类指标上，供需两端保持温和扩张势头，但价格端以及就业端的修复仍偏慢。从需求端看，12月新订单指数为51%，较上月上升0.2个百分点，连续4个月上升，市场需求整体呈现加快恢复态势。从供给端看，12月生产指数为52.1%，虽较上月下降0.3个百分点，仍保持较快扩张势头。不过12月份主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为48.2%和46.7%，比上月下降1.6和1.0个百分点，均处于较深的收缩区间。10、11、12月从业人员指数分别为48.4%、48.2%、48.1%，就业端收缩幅度继续加深。总的来说，一揽子政策集中发力有效地刺激了经济需求，令制造业供需两端同步复苏，不过这个过程往往伴随“以价换量”的销售措施，企业倾向于加快周转，消化产能，抓住政策窗口期，但短期内并不愿大规模扩张。制造业PMI的价格指数以及就业指数复苏偏缓慢，可以和表现较弱的CPI、PPI指标以及规上工业企业利润总额累计同比指标相互印证。这是因为需求端的回暖在短期内并未传导至企业盈利端的快速修复，自然企业扩招以及加薪的意愿偏低，就业端的修复也就偏缓慢了。

其次，我们看实体部门的信贷情况。2024年四季度，居民部门新增人民币贷款为7800亿元，同比多增3000亿元；企业部门新增人民币贷款为8700亿元，同比少增13600亿元。2024年四季度，虽然居民部门新增中长期贷款有所改善，但企业部门加杠杆动力并不充足，且居民购房热情能否持续仍有待观察，经济主体的融资需求有待进一步释放。出现这种情况的主要原因在于，居民部门的收入预期较弱，导致国内有效需求不足，进而导致企业盈利预期偏弱，存量竞争环境下企业降本增效的动力明显强于扩张融资的动

力，进而导致员工收入预期走弱。因此要打破这种通缩的链条反馈，需要政策端持续托底经济需求，尽早发力，持续发力，稳定居民部门收入预期以及企业部门盈利预期，促进“居民收入上升—消费扩张-企业盈利修复-员工薪资上涨”的正向循环链条生效。

从上述宏观指标分析中我们可以看出，9月以来的一揽子政策有力地提振了经济，促进了需求端温和复苏。但价格指数以及信贷数据恢复缓慢，这表明在政策持续托底需求的情况下，促进居民收入预期以及企业盈利预期的修复是提振内生性需求的重中之重，而这需要一定时间。因此未来一段时间内政策增量预期将成为主导股指走势的主要力量，政策端托底预期较为明确，政策增量举措值得期待。

增量政策预期需等待两会时间窗口

去年12月政治局会议以及中央经济工作会议已经明确2025年要实行更加积极的财政政策以及适度宽松的货币政策。不过增量政策的具体细节往往需要在两会期间公布，即博弈政策预期的时间窗口在春节之后、两会之前，当前属于政策空窗期。此前股指探底回升很大程度是部分资金基于对节后政策面较强托底预期的提前布局，由于节前流动性季节性偏紧以及假期效应，节前股指继续向上的驱动或有所不足。节后随着两会增量政策利好预期发酵，股指开启反弹行情的可能性较高。

政策面大力推动中长期资金入市

1月22日，多部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，并在次日国新办举办的新闻发布会详细介绍该方案。这是对去年9月24日国新会提出的资本市场增量政策的进一步细化和落实。具体来看，该方案对中长期资金提出了硬性指标，明确了实际投资比例，延长了考核周期，通过制度建设大力推动社保、险资等中长期资金入市。中长期的角度来看，该方案能够促进增量资金持续流入股市，从资金面角度对股指形成利多。不过归根到底，任何投资行为都是基于收益与风险，只有上市公司的业绩修复预期回升，增量资金才会持续涌入。因此该方案短期内效果更主要在于稳定投资者信心和预期，增量资金的持续入市最终还需要看到促进企业业绩修复的两会宏观增量政策发力生效。

总结

由于海外关税战担忧以及人民币汇率贬值压力的暂时消退，加上股指回调之后左侧布局的资金行为，上周以来股指技术性反弹。目前处于增量政策的空窗期，宏观修复尚需时间，政策端较强的托底预期给予股指底部支撑。而增量政策预期需等待两会时间窗口的到来，节后随着两会政策利好预期发酵，股指开启反弹行情的可能性较高。

发表于期货日报 20250124 第5版

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

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。

免责条款

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。