

南华金融资产配置报告

向阳而生

核心观点:

宏观上可以观察到需求回升的迹象, 尽管幅度有限, 但由于库存状态较为健康, 在外部环境适宜的情况下, 有开启上行周期的可能, 这将为风险资产提供一些基本面的支撑。叠加“两会”预期, 节后一段时间或许适合风险资产发动春季行情。利率下行趋势未改, 但短期已透支政策, 交易性价比不高, 调整才有更好的入场机会。股指方面, 由于年初对于政策期待值较高, 基本面预期偏向乐观, 股市走势大概率呈现震荡上涨, 建议手中不要空仓。

股债细分项观点:

国债	观点/推荐	股指	观点/推荐
利率趋势	等待政策回归宽松	股指趋势	震荡偏强
曲线形态	恢复陡峭需降息	风格&主题	短线 IM, 中长期 IF 为主
国债期货	多头情绪减弱	衍生品策略	期货低吸高抛 牛市认购价差期权策略

南华研究院 金融资产研究组

徐晨曦 Z0001908
xuchengxi@nawaa.com

王 映 Z0016367
wangying@nawaa.com

廖臣悦 F03120676
liaocy@nawaa.com

投资咨询业务资格: 证监许可
【2011】1290 号

电 话:
0571-81727107
0571-89727506

请务必阅读正文之后的免责条款部分



目录

章节

1. 宏观积极因素浮现.....	1
2. 债市：等待政策回归宽松.....	4
2.1 国债：逢调整布局.....	4
2.2 曲线形态：恢复陡峭需降息.....	5
2.3 国债期货：主力看多情绪减弱.....	6
3. 股指：乐观预期有望释放.....	8
3.1 先跌后涨，“V 型”反转.....	8
3.2 预期为主要支撑，量能为辅助.....	9
3.3 规模指数选择.....	11
3.4 衍生品交易策略.....	12

目录

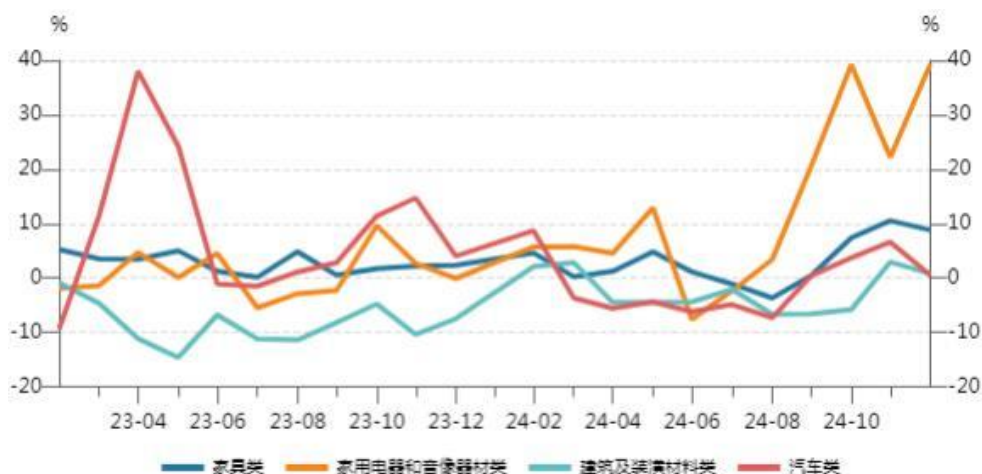
图表

图 1.1: 耐用品消费增速.....	1
图 1.2: 月度商品房成交面积	1
图 1.3: 工业增加值同比增速	2
图 1.4: 工业产能利用率	2
图 1.5: 美国库存周期与中小企业乐观指数	3
图 1.6: 中国制造业 PMI 库存动力	3
图 2.1: 国债收益率走势.....	4
图 2.2: 资金利率与国债利率	4
图 2.3: 人民币汇率与中美利差.....	5
图 2.4: 国债期限利差	6
图 2.5: 10 年期国债期货主力净持仓	6
图 2.6: 10 年期国债期货跨期价差.....	7
图 2.7: 30 年期国债期货跨期价差.....	7
图 2.8: 5 年期国债期货跨期价差.....	7
图 3.1: 规模指数 1 月以来表现 (左: 涨跌幅, %; 右: 两市成交额, 亿元)	8
图 3.2: 沪深 300 指数历年一季度走势对比.....	9
图 3.3: 沪深 300 指数走势	11
图 3.4: 沪深 300 市盈率历史分位走势一览.....	11
图 3.5: 多 IF 空 IM 走势表现	12
图 3.6: 期权隐波走势	12

1. 宏观积极因素浮现

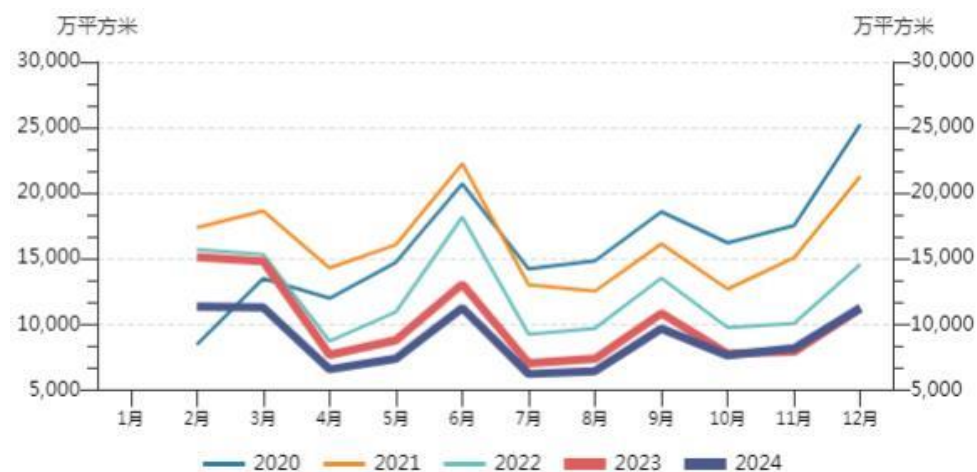
自2024年四季度起，宏观经济在一系列政策的提振下呈现出一些积极变化，比如耐用品消费增速提升，工业生产加快，月度商品房销售面积同比回升。与此同时，外需仍旧较强，出口增速屡超预期，这其中可能有赶在特朗普就任前抢出口的因素。正是这些积极因素共同作用促使四季度经济回升。

图 1.1：耐用品消费增速



资料来源：Wind、南华研究

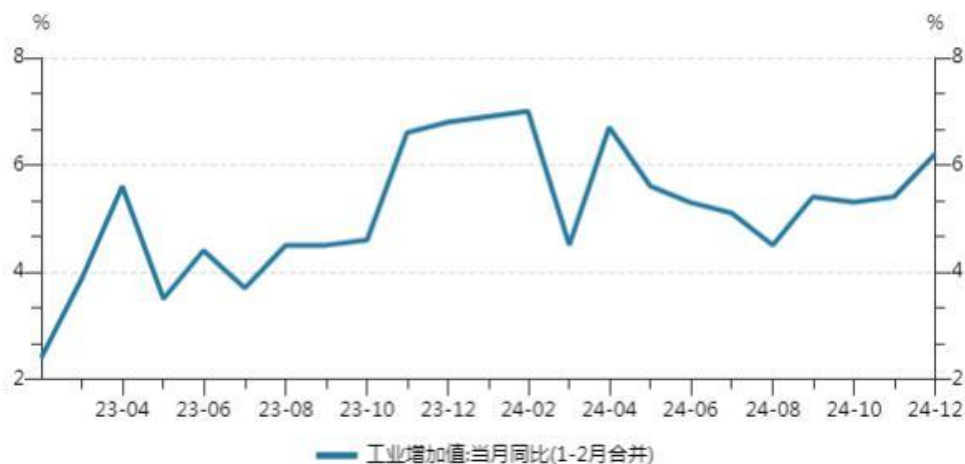
图 1.2：月度商品房成交面积



资料来源：Wind、南华研究

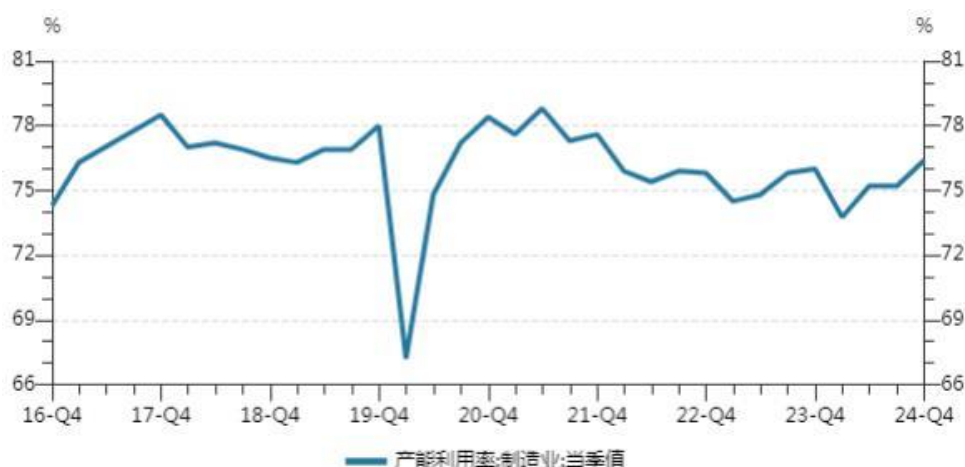
展望2025年，内需方面的积极因素仍然存在。新一年的“两新”政策已经开始实施，设备更新、消费品以旧换新的范围均明显扩大，这些或许并不能使整体投资、消费增速出现大幅提升，但相关产品的更换、购置有望保持活跃，一定程度上有利于促进生产，四季度工业生产方面的数据偏强应该有这方面的原因。12月工业增加值增速意外走高，表现明显好于季节性，四季度工业产能利用率也有显著回升。

图 1.3：工业增加值同比增速



资料来源：Wind、南华研究

图 1.4：工业产能利用率



资料来源：Wind、南华研究

另外，外需订单的韧性也是工业生产加快的因素之一。虽然今年的外需由于关税政策存在较大不确定性，但特朗普就任后尚未对中国加征高额关税，其在就职演讲中表示希望在100天内访华，预计后续关税加征将视谈判进展而定。这种情形下，外需不会迅速萎缩，中美库存周期仍有可能共振。从美国中小企业乐观指数来看，近期大幅跳升，回到了历史较高水平，或许预示着美国经济不仅不会降温，还将继续扩张。以该指标对于周期的领先性来看，美国的库存周期可能开始向上。目前中国的工业库存水平处于较为健康的水平，只要需求有所好转，就有开启向上周期的可能。

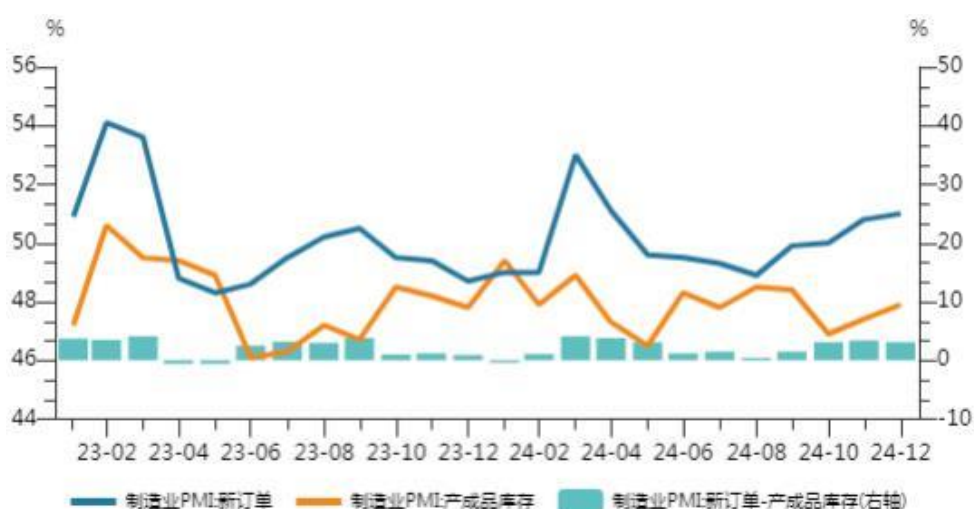
政策方面，春节假期结束后，市场将逐渐进入“两会”时间。虽然12月政治局会议之后，市场对财政、货币已有较多的政策预期，但不妨碍随着会期的临近以及特朗普贸易政策的逐渐明晰，市场再度对政策产生乐观猜测。

图 1.5: 美国库存周期与中小企业乐观指数



资料来源：Wind、南华研究

图 1.6: 中国制造业 PMI 库存动力



资料来源：Wind、南华研究

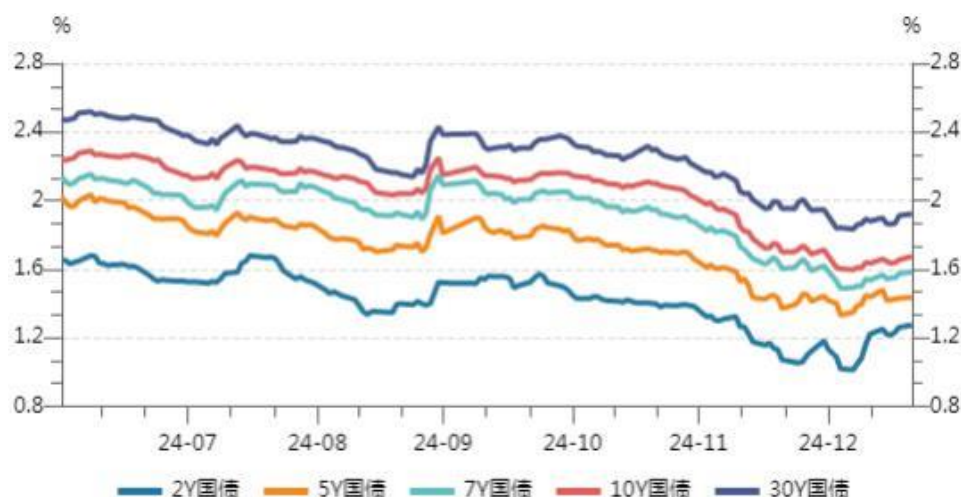
总体而言，目前宏观上可以观察到一些需求回升的迹象，尽管幅度有限，但由于库存状态较为健康，在外部环境适宜的情况下，有开启上行周期的可能，这将为风险资产提供一些基本面的支撑。叠加“两会”预期，节后一段时间或许适合风险资产发动春季行情。事实上，1 月的工业品和 A 股已经走出了一定的行情预演，能否形成趋势值得高度关注。

2. 债市：等待政策回归宽松

2.1 国债：逢调整布局

去年12月因政治局会议将货币政策基调由“稳健”调整为“适度宽松”，打开了货币政策的想象空间，债市出现抢跑行情，收益率出现快速且大幅的下行。进入1月，央行一面警示利率风险，一面收紧资金面，债市陷入震荡。

图 2.1：国债收益率走势



资料来源：Wind、南华研究

图 2.2：资金利率与国债利率

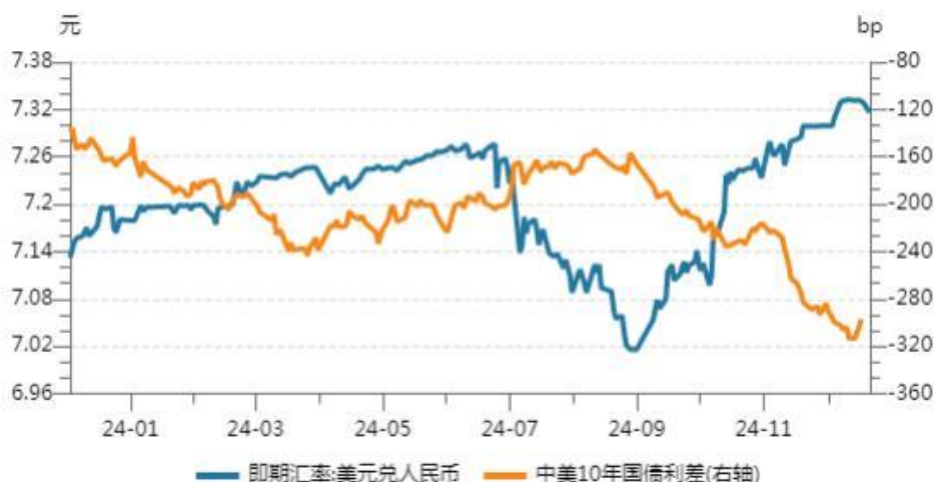


资料来源：Wind、南华研究

受中美利差不断扩大的影响，12月以来人民币贬值压力不断增大。进入1月央行频繁动作，一方面发行了2018年以来规模最大的离岸央票，另一方面阶段性暂停在公开市场买入国债，同时减少流动性投放从而抬高资金利率，短期政策重心向稳定汇

率偏移。此后资金利率大幅抬升，国债利率也停止了向下试探。1月利率趋势停滞固然有利率下行太快，过度领先政策的原因，但本质上是货币政策重心转移遏制了利率的下行。

图 2.3：人民币汇率与中美利差



资料来源：Wind、南华研究

展望2月，基本面尚不足以改变利率趋势，短期焦点仍在政策。因特朗普就任后对华政策尚属温和，人民币汇率压力骤减，货币政策获得一定空间。视特朗普关税政策的情况，进一步的宽松政策可能在2月也可能在“两会”之后。如果关税较为严厉，那么维护汇率将不再是首要目标，降息或者降准可能会比较快落地；如果关税较为温和，那么宽松政策可能就会较晚实施，若恰逢风险资产行情走高，不排除债市可能继续调整。以中期视角来看，利率趋势并未改变，但目前国债收益率水平已计入30bp的降息幅度，与资金成本倒挂，交易性价比不高，需要等待调整才有更好的入场机会。

2.2 曲线形态：恢复陡峭需降息

因央行在二级市场主要买入短债，自央行宣布暂停购债之后，短债收益率明显上行，导致国债10-2利差大幅缩小，曲线平坦化。未来若要恢复陡峭，要么长端收益率大幅上行，在目前的货币政策基调下，出现这种情形的可能性不大；要么降息促使短端收益率大幅下行，这种情形出现的可能性更大，但需要等待时机。

国债30-10利差目前在20bp以上。2024年初与年中，投资者一度疯狂追逐久期，导致30-10利差极度压缩。而在12月的快牛行情中，利差并未压缩，基本在20-25bp区间徘徊，这表明相对于10年国债，30年国债并未被过分炒作。未来即便市场交易热情再起，30-10利差可能仍旧保持在20bp左右。

图 2.4：国债期限利差

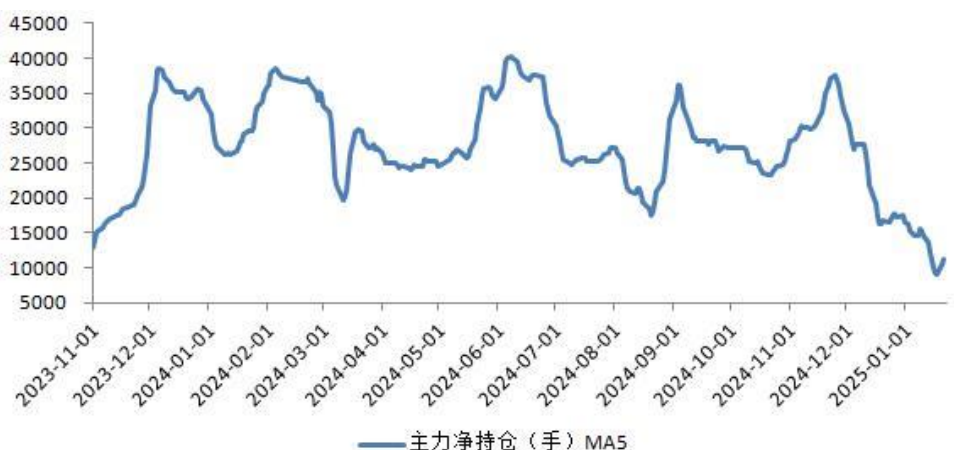


资料来源：Wind、南华研究

2.3 国债期货：主力看多情绪减弱

国债期货多头主力已在12月的快牛行情中大幅减仓，主力净多持仓大幅下降。进入1月后，净多持仓降至2023年11月以来的低位，表明主力看多情绪减弱。虽然市场普遍认为趋势并未结束，但短期行情缺乏空间，可能陷入震荡。

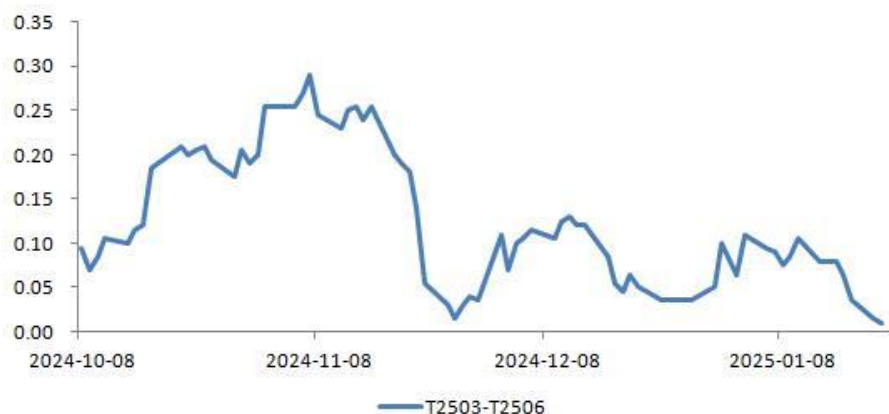
图 2.5：10 年期国债期货主力净持仓



资料来源：Wind、南华研究

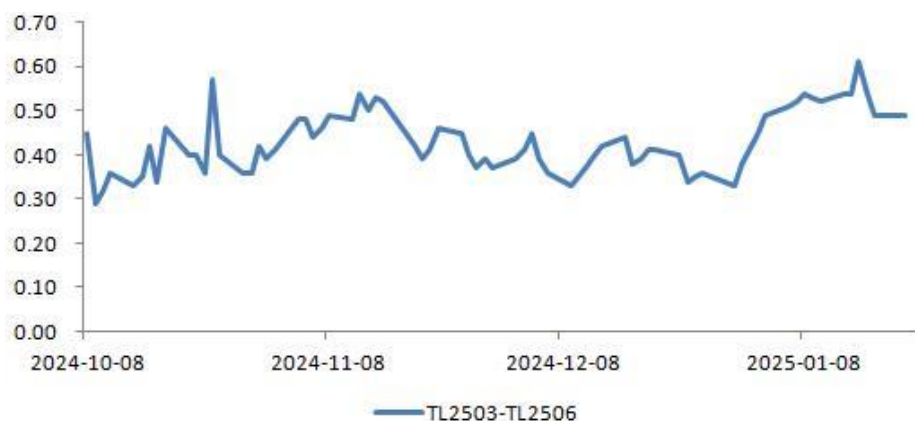
国债期货跨期价差出现一些值得关注的现象，目前仅T、TL跨期价差（当季-下季）在正值区间，即远期贴水。TF、TS跨期价差均在负值区间波动，即远期升水。因2年期国债收益率最早与资金利率倒挂，约从2024年10月开始，因此TS跨期价差最早进入负值区间，2024年11月下旬后再未转正。11月后，5年期国债收益率也开始与资金利率倒挂，TF跨期价差很快开始出现负值。12月以来，由于资金面的波动性放大，10年与30年国债收益率也开始出现倒挂，但目前为止跨期价差尚未转负，意味着市场认为资金利率高企只是短暂现象。需要注意的是，如果央行迟迟不降息，即便资金利率回到1.6%左右，目前T、TL跨期价差的水平也仍然偏高。

图 2.6：10 年期国债期货跨期价差



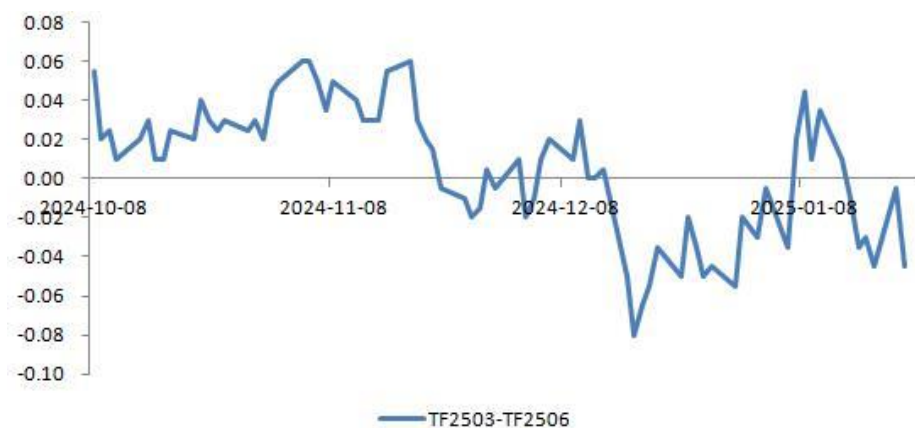
资料来源：Wind、南华研究

图 2.7：30 年期国债期货跨期价差



资料来源：Wind、南华研究

图 2.8：5 年期国债期货跨期价差



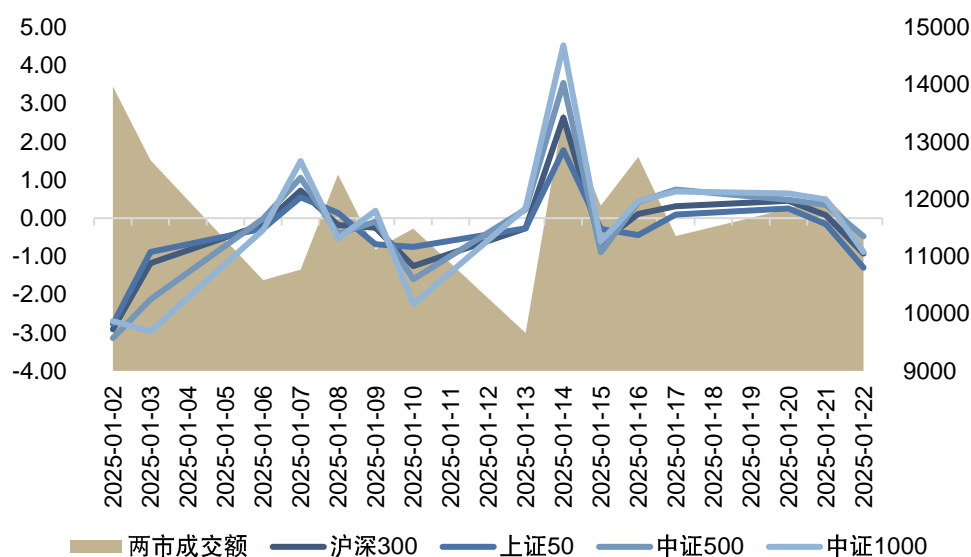
资料来源：Wind、南华研究

3. 股指：乐观预期有望释放

3.1 先跌后涨，“V 型” 反转

1月股指呈现出先跌后涨的趋势，中小盘股指波动更大。两市成交额中枢相比上月有所回落，一度跌破1万亿元。

图 3.1：规模指数 1 月以来表现（左：涨跌幅，%；右：两市成交额，亿元）



资料来源：Wind、南华研究

做多情绪减弱，指数下行调整。1月上旬股指延续上年年末的下行趋势，主要因为整体赚钱效应较差的情况下，两融占比持续下降，投资者做多情绪减弱，再加上前期入场的部分资金止盈离场，指数下行调整。

触底反弹。1月14日，一方面证监会系统工作会议再次强调了稳市场的决心，一定程度上提振了市场情绪；另一方面前一个交易日股市大幅缩量，两市成交额跌破1万亿元，股指超跌，指数开始放量反弹，两市成交额重回1万亿元以上。后续指数走势震荡偏强，中小盘股指表现更好，主要驱动力量来自于融资资金以及散户资金对政策利好预期的提前反映，但由于信息面较平淡，市场驱动的持续性有所不足，在没有增量资金流入的情况下，指数涨幅逐渐放缓。

本月最受市场关注的大事为特朗普正式上台，但其就职演讲中未提及具体的对其他国家征关税相关，对A股扰动有限。因此总体而言，1月国内外多空因素较清淡，指数驱动力较弱，行情走势更多受到资金博弈及情绪面变动的影响，上有人民币贬值和春节前资金面季节性收紧的施压，下有积极的政策预期托底，上下空间皆有限，难以形成大涨大落的趋势性行情。

3.2 预期为主要支撑，量能为辅助

1月股指呈现“V”型走势，由于国内基本面信息的平淡，外围因素对A股走势的影响在1月上旬有所增加，但1月下旬A股的走势反映出，A股走势仍更侧重国内基本面因素以及A股供需的变化。展望2月，春节之后，股市将逐步进入交易两会预期行情，参照此前国内重要会议召开前，A股的表现来看，2月股市或迎来一轮阶段性反弹。2月A股主要风险为外部风险。

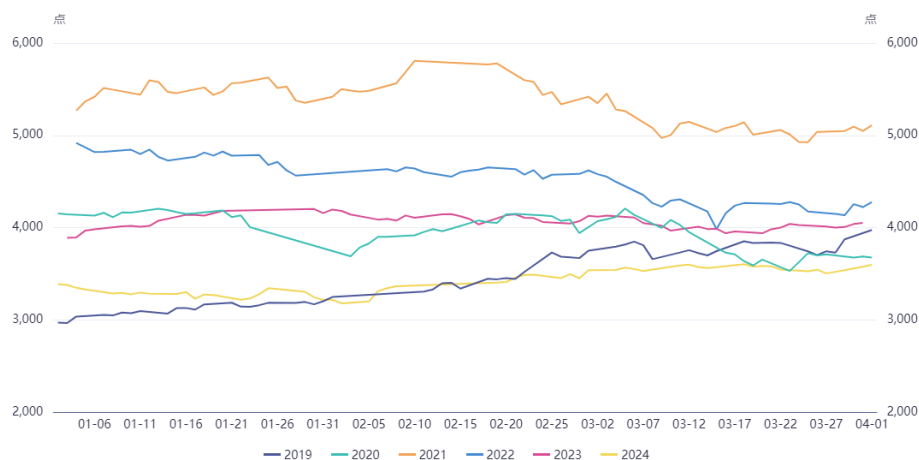
一、“空窗期”，市场想象空间丰富

鉴于股指中枢影响因子仍以国内基本面信息为主，基本面2月或仍处于政策相对空窗期，市场较为关注的为后续两会可能释放的政策面引导以及经济定调情况。目前已经确定，两会将于2025年3月5日召开，所以2月是政策预期演绎的时间。

结合2024年11月、12月，重要会议前夕股市表现来看，由于过往政策引导偏积极，市场会存在偏乐观的政策预期，进而支持股市上行，但是会议过后，实际的信息公布若与市场预期不匹配，股市走势会修正前期涨幅。因此二三月涨幅或存在分化。今年与以往的不同点在于，政策层面将股市维稳放到了相对重要的位置，12月政治局会议提到“要实施更加积极有为的宏观政策，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击”，从股市的角度出发，今年的政策引导以及实施更加值得期待。一方面，由于基本面内生动能不足，从中央经济工作会议释放信息来看，2025年财政政策将明显加码，同时货币政策大概率也较2024年宽松；另一方面，稳定股市相关政策可能加码推出，股市若因风险因素下行，市场所期待的，如“平准基金”政策，有望入场。政策面的想象空间将对于股市走势形成支撑。

同时，回顾2019年疫情之后，历年股指季度性行情，可以发现，由于年初对于政策期待值较高，股市走势多数呈现上涨，在2024年政策面已然加码的情况下，预计今年走势也将明显受乐观预期支撑。

图 3.2：沪深 300 指数历年一季度走势对比



资料来源：Wind、南华研究

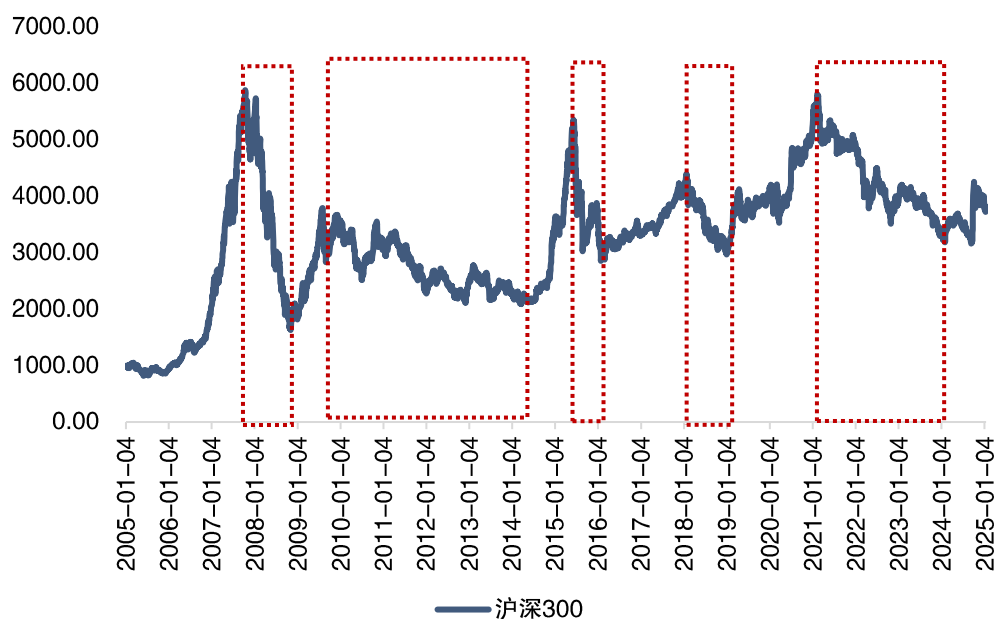
二、股市周期波动，“触底”待反弹

从股市运行周期性波动的视角来看，回顾2005年以来，以沪深300指数为代表的股市运行周期，我们发现股市下行周期维持的时间为最短为1年以内，最长为5年。其中2015年6月，股市触顶，泡沫破灭后股市快速下行，从2016年一季度开始，由于供给侧改革，结构性行情支撑股市触底回升，股市下行周期最短；而2009年8月至2014年8月，由于国内经济基本面修复面临换挡阵痛等问题，股市持续下修，是股市修复时间最长的一轮下行周期。本轮股指下行周期自2021年2月开始，至2024年1月低谷，历史近3年，9月再度触及股市本轮下行周期的低点，形成双底，之后受到政策面提振，股市快速反弹。从2021年至今，股市高点与低点所经历的时间计算，三年左右的时间周期，介于股市以往下行周期时长长短之间。

从下行周期的跌幅来看，股市以往下行周期跌幅最大的为2007年开始的一轮回调，受金融危机影响，股市下挫比例达到近73%。而从2009年开始的一轮长达五年的经济修复周期中，股市回落幅度为46%；本轮受疫情影响，市场因对于经济预期偏悲观，自2021年开始，随着经济数据回落，股市下行，至2024年1月低点，下行幅度为47%左右，与此前因经济低迷股市下行幅度接近。

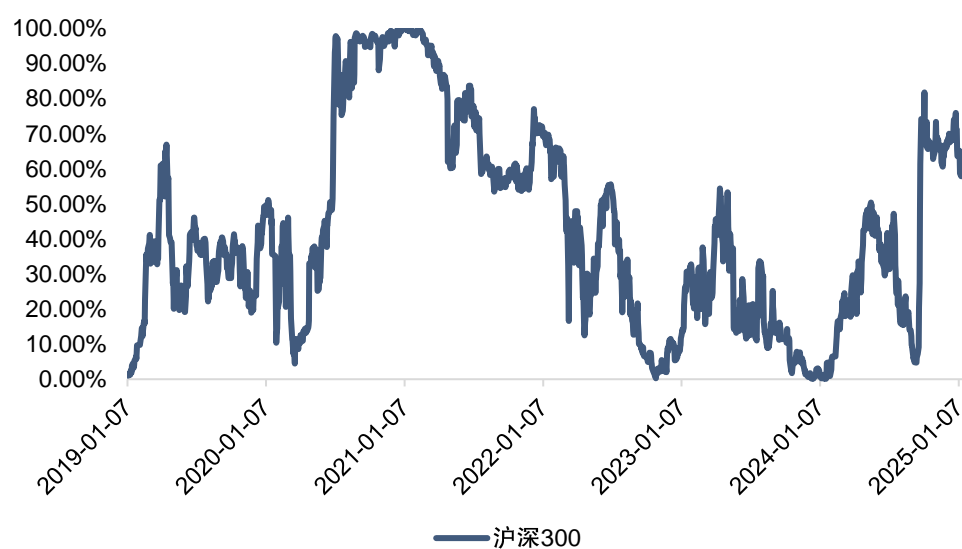
从以往股市下行周期的复盘来看，无论是时间周期还是下行幅度，均反映股市当下临近上行周期，或已在上行周期的开端。股市作为“经济的晴雨表”，股市运行周期对应经济预期周期变化，而下行周期当中，经济预期伴随政策底的出现，逐步由下行周期的底部向上行周期过渡，对应股市由下行被低估的极端，转向上行周期。自2023年开始，政策面已然触底，2024年9月，政策进一步加码，尽管政策效果仍然需要一段时间发展，才能在经济基本面数据上有所呈现，但预期的趋势性转向发生，已经基本确立。所以从历史回顾，到当下股市运行逻辑梳理，都反映股市后续进入上行周期的可能性更高，A股走势对于实质性利好以及预期利好的敏感度较高。

图 3.3: 沪深 300 指数走势



资料来源: Wind 南华研究

图 3.4: 沪深 300 市盈率历史分位走势一览



资料来源: Wind、南华研究

3.3 规模指数选择

由于目前股指上行驱动为政策预期,当股指上行时,投机资金助推小盘走势偏强,虽然从中长期视角而言,大盘指数受基本面以及资金入场的支持力度更高,但仅看2月,若股市受政策预期支撑反弹,预计小盘仍将受游资炒作助推,形成阶段性优势行情,因此,短线交易者可布局IC、IM,要注意及时止盈。长线建议以IF交易为主。

图 3.5: 多 IF 空 IM 走势表现



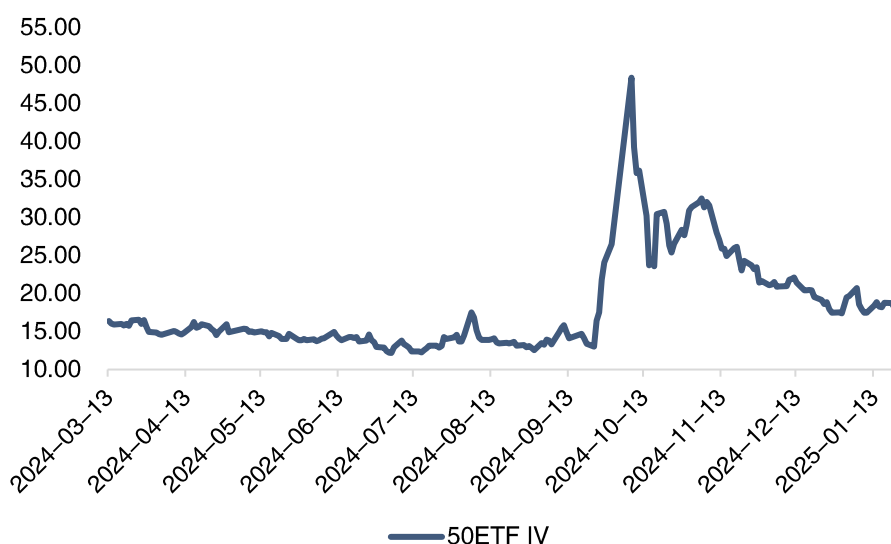
资料来源: Wind 南华研究

3.4 衍生品交易策略

结合以上分析，我们对于股市走势整体维持谨慎乐观的态度，走势整体向上，但突破需要增量利好加码，以沪深300指数为例，第一压力位在3950附近，第二压力位在4190附近，期指层面2月可以做多为主，进行阶段性的低吸高抛。

期权层面，当前隐波处于回落态势，但内外围均存在推动波动率上涨的潜能。在我们认为股市存在小涨的背景下，可以采用牛市认购价差策略，即买入看涨期权的同时，卖出相同手数，相同到期月份，行权价更高的虚值看涨期权。同时，后续若存在增量利好入场，我们也可以及时将卖权平仓，继续持有买权，获得利好带来的收益。

图 3.6: 期权隐波走势



资料来源: Wind 南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

