

2025Q2股指展望

叙事还是现实？抉择点到来

上海东证期货有限公司

东证衍生品研究院

王培丞 宏观高级分析师

从业资格号：F03093911

投资咨询号：Z0017305

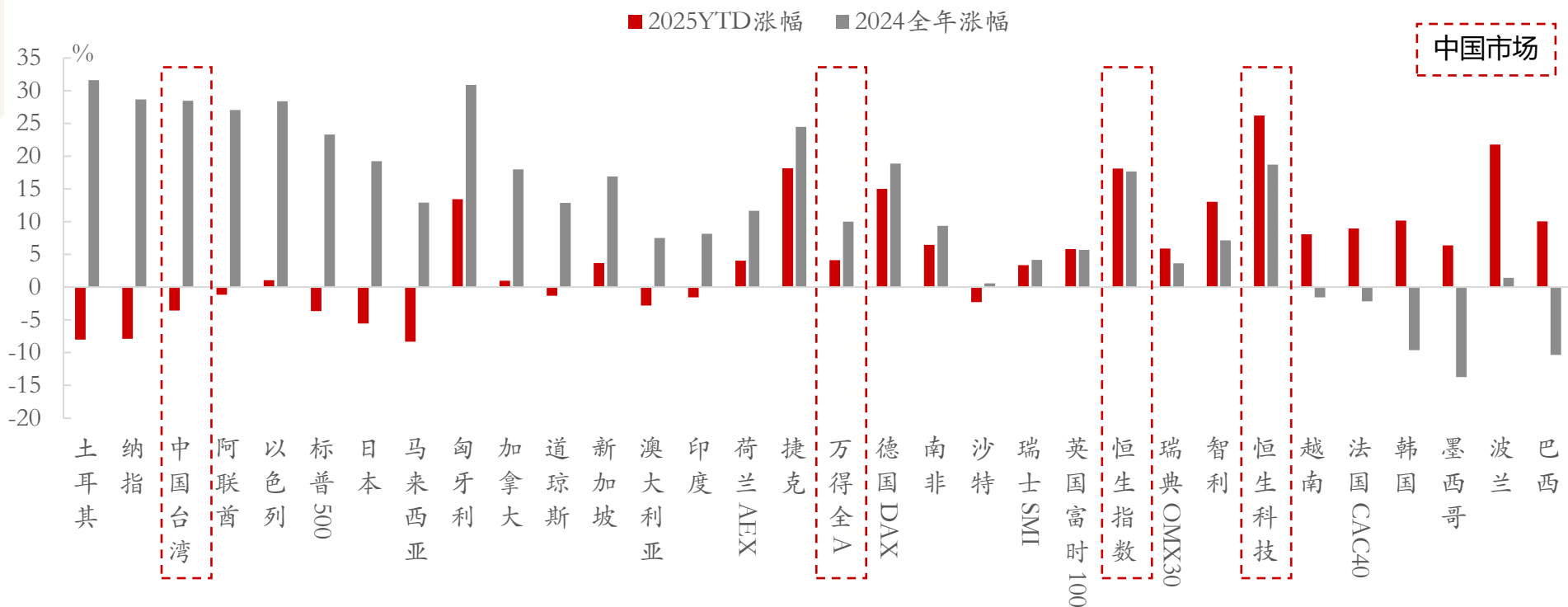
- 一、一季度股市复盘
- 二、宏观展望：从现实看政策
- 三、二季度股市展望

一季度全球股市，与其说东升西落，不如说反转效应

衍生无限未来

- 由于中国股市在一季度表现较好，特别是港股恒生科技指数领跑全球，市场对于“东升西落”等宏大叙事产生遐想。
- 但从全球股市来看，更多表现为反转效应。即2024年涨得好的市场，在2025年普遍不好；2024年涨得不好的市场，2025年普遍得以修复。

全球股市近两年涨跌幅对比（本币计价，截至3/21）

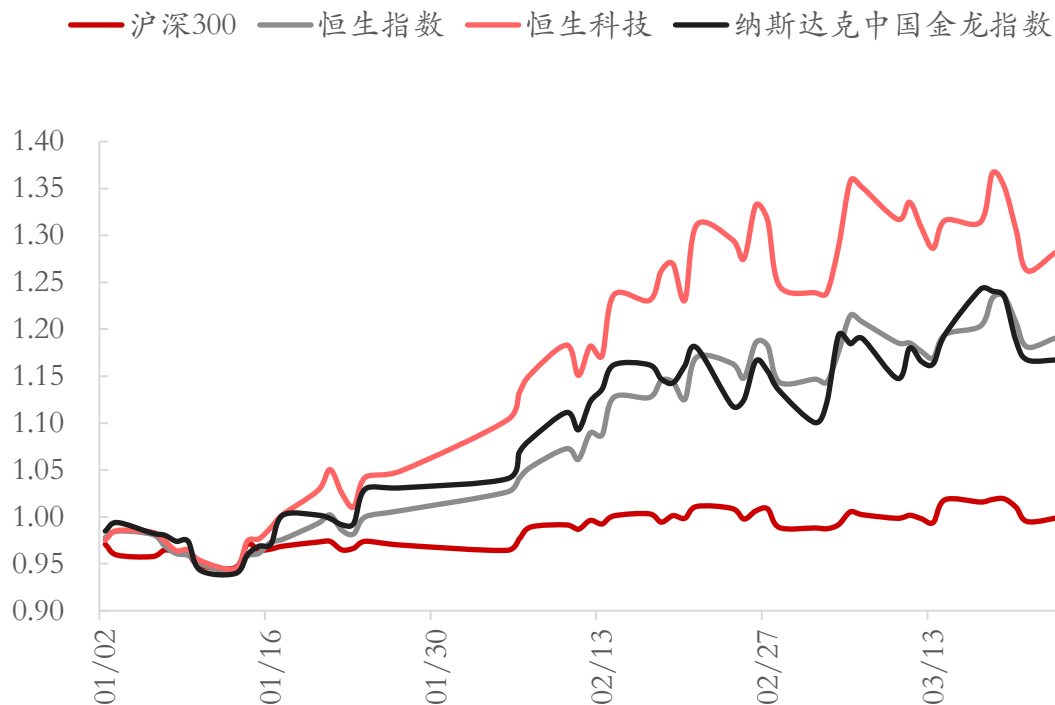


中国权益分化，行情较为极致

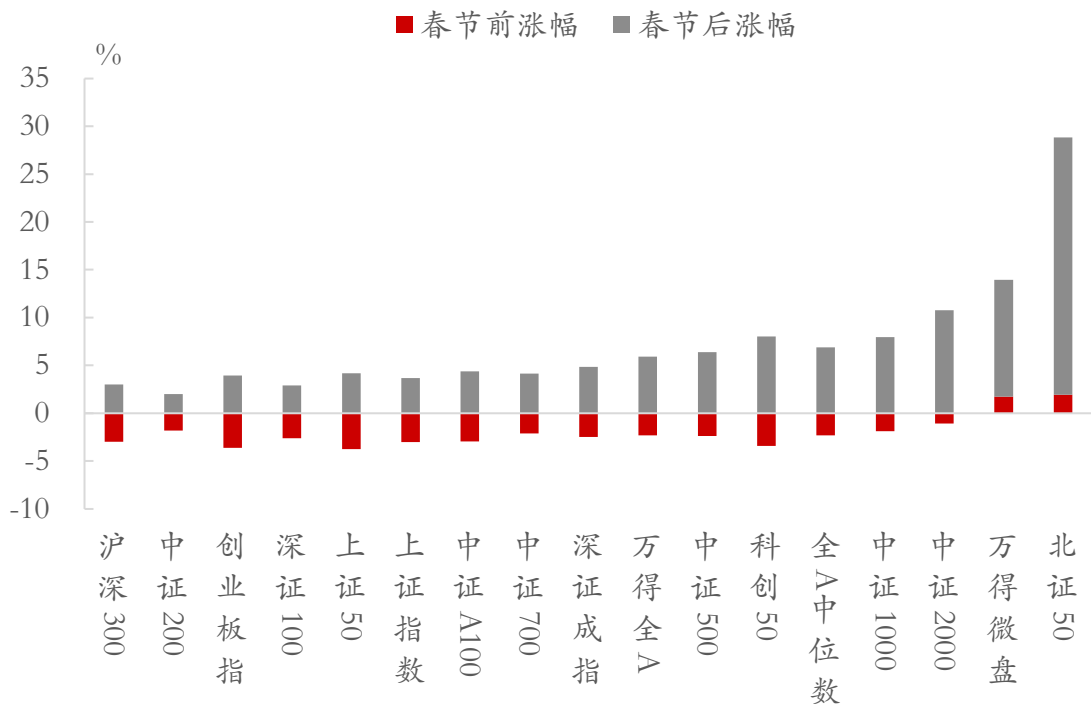
衍生无限未来

- 中国权益分市场看，港股>中概股>A股。
- A股内部看，延续了极致的小微盘行情特征。无论是春节前还是春节后，北证50、微盘股、中证2000等指数均大幅跑赢全A平均。

A股港股中概股2025年走势



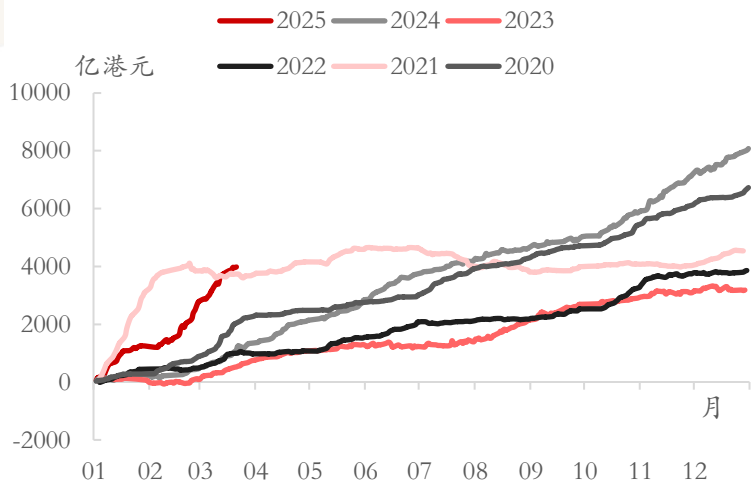
A股各宽基指数春节前后涨跌幅统计



港股是本轮行情焦点：但汹涌的南向资金也存在分歧

- 南向资金抢筹港股。本年度南向累计净流入3986亿，其中春节后共计2760亿。速度上已经与2021年初相当。
- 但如果看ETF这一被动型资金，却呈现出分歧与投机的特性。被动投资者在2月份净赎回以恒生科技指数为代表的科技类ETF，随后又在3月份高位追入。而另一大类，即以恒生指数为代表的宽基类ETF，则持续被赎回。
- 这也造成了港股的极致行情。全部港股今年一季度中位数涨幅0%，平均涨幅8.0%。远小于恒生科技指数涨幅。

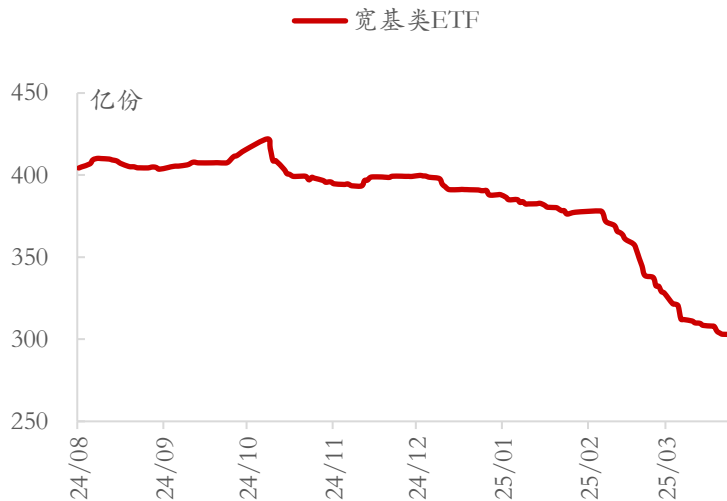
今年南向资金流入速度可比2021年



被动资金先赎回再买入港股科技股



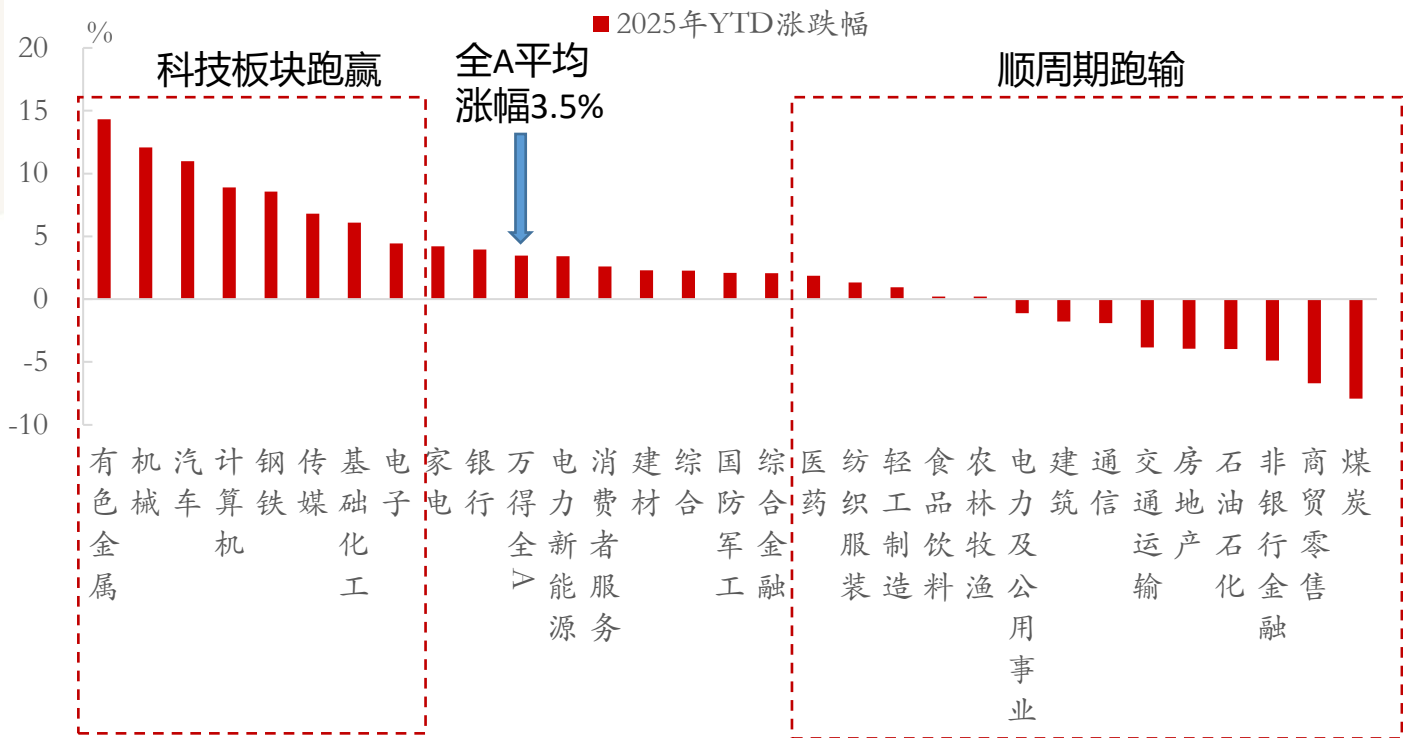
被动资金流出港股宽基指数



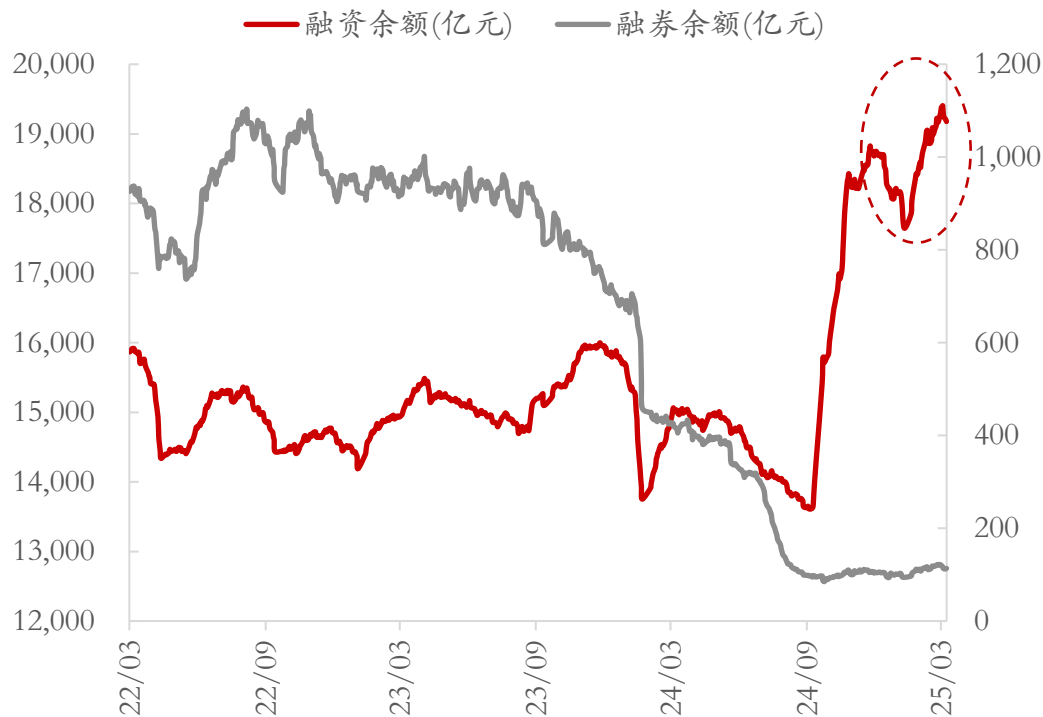
A股：宏观叙事盛行，但杠杆资金追逐科技股，而顺周期跑输

- A股从一级行业视角，依然是科技股领跑，而与经济景气高度相关的传统顺周期板块则表现一般，未能跑赢A股整体。
- 杠杆资金是本轮最重要的增量资金，融资余额年内增长600亿。一月份经历了杀融资盘，但春节后增长高达1500亿。

一级行业涨跌幅（截至3/25）



融资余额在春节后再度快速攀升



科技的底层逻辑：从dpsk这一题材热点到企业部门加杠杆

- 科技股跑赢的核心逻辑在于：
 - 1、deepseek引爆全球情绪，同时美股大幅回调，全球资金再平衡涌入中国科技股。
 - 2、企业、居民、政府三部门中，除了政府加杠杆之外，**科技类企业也有望加杠杆扩大资本开支**。
 - 如：阿里宣布未来三年，将投入超过3800亿元，用于建设云和AI硬件基础设施，总额超过过去十年总和。
 - 腾讯计划在2025年进一步增加资本支出，预期资本支出占收入的比例为低两位数百分比。
 - 微软、亚马逊等西方科技巨头计划在 AI 技术和数据中心建设上投入3200 亿美元。
 - 台积电宣布计划在美国再投资1000亿美元，用于兴建三家晶圆厂、两家先进封装厂以及一个研发中心。
 - 3、政府工作报告中，出现较多对于新质生产力的部署。各地方政府密集部署“AI+”相关工作。

一季度行情的启示

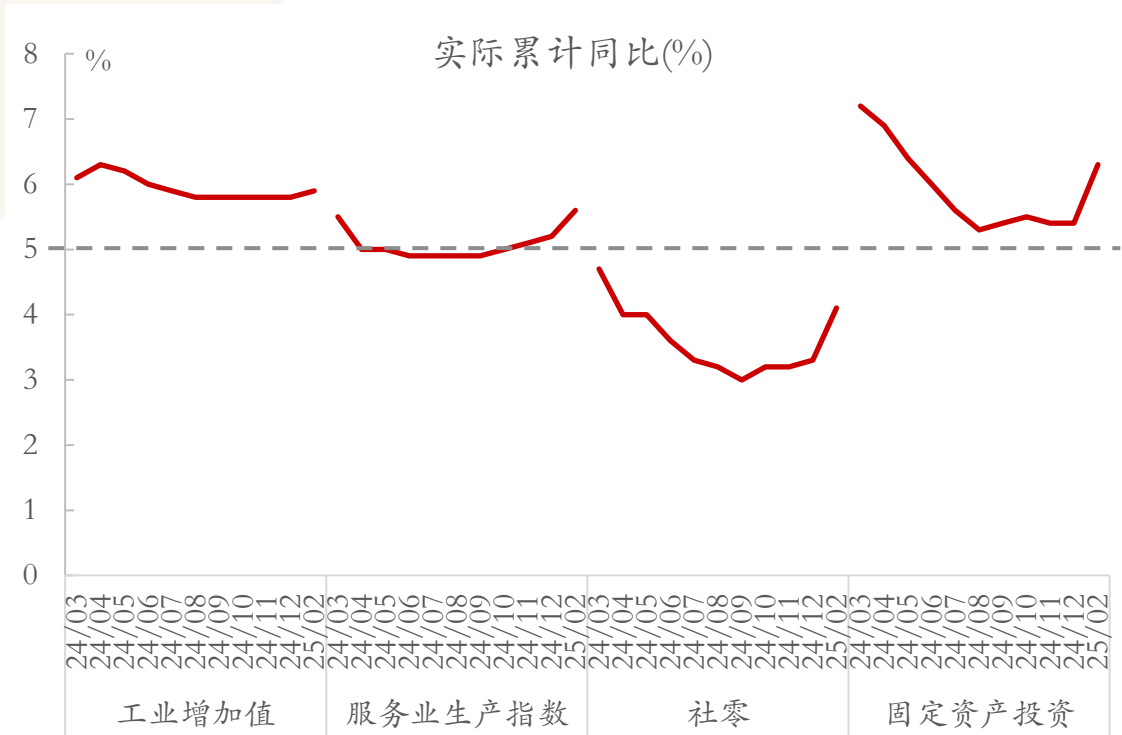
- 从定价三要素（增长预期、无风险利率、风险偏好）看，一季度A股市场体现出以下几个特征：
- 一是**行情由风险偏好驱动**。即情绪和资金面主导了A股行情。尽管市场流行“东升西落”等叙事，但资金用脚投票，真正与经济周期重启相关的顺周期行业并未受到资金青睐。市场依旧“热爱成长，规避稳健”。
- 二是**股市分子端的压力被阶段性忽视**。美国加征关税由缓转急，1月份特朗普就职时按兵不动，提振了资金情绪。但2月和3月美国便快速对华各加征10%关税，平均税率已经从19%上升至39%。出口端的压力骤然增加。
- 三是**市场微观生态依旧割裂**。机构重仓板块和非机构重仓板块的交投活跃度依旧难以比拟。一季度全A日均换手率3.6%，其中沪深300的换手率仅有1.5%，中证1000为4.5%，中证2000为6.6%。

- 一、一季度股市复盘
- **二、宏观展望：从现实看政策**
- 三、二季度股市展望

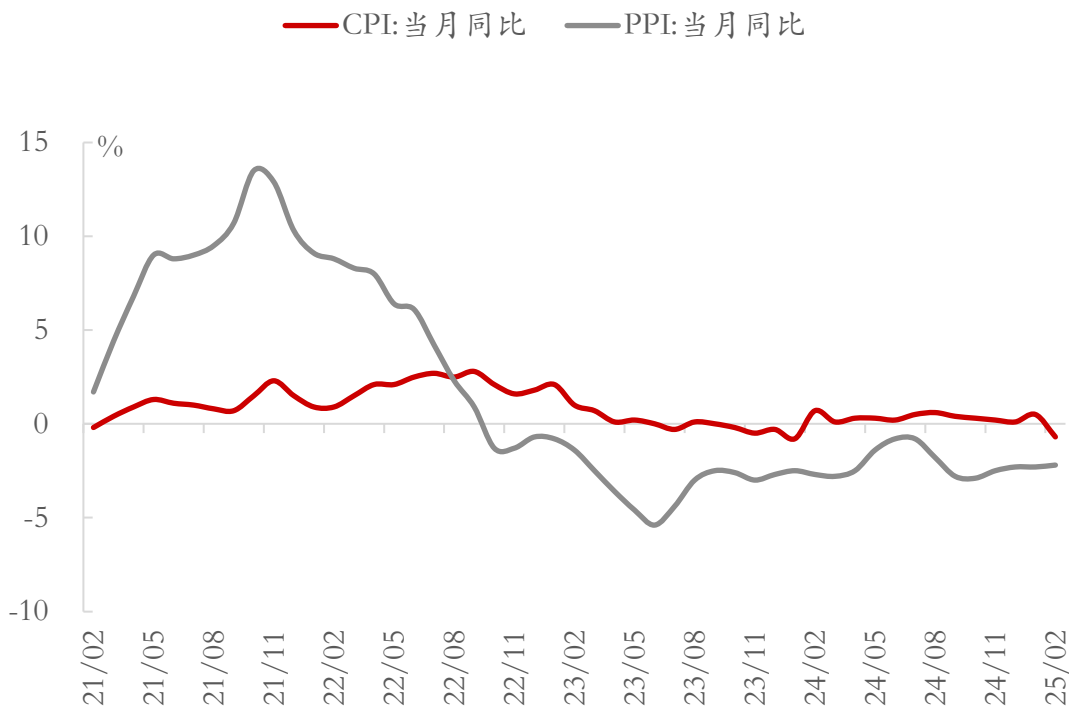
从现实看，前两个月延续了量价分化的特征

- 前两个月经济，从量的角度看，无论供给端（工业和服务业生产）还是需求端（消费和投资），增速均高于2024全年，呈现宽口径修复。但与此同时，价的角度方面，CPI和PPI却仍未有明显修复。
- 并且，社零增速仅维持在4%左右，给予GDP的支撑偏低。

量方面，国内经济指标均有明显修复



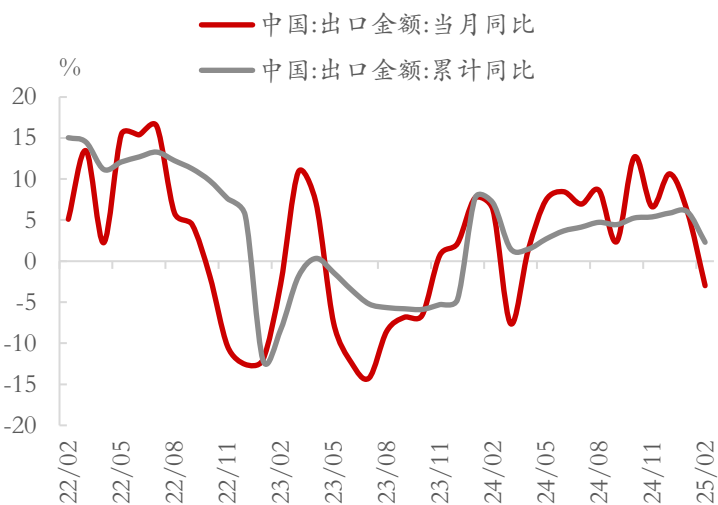
价方面，工业品和消费品价格未有明显改善



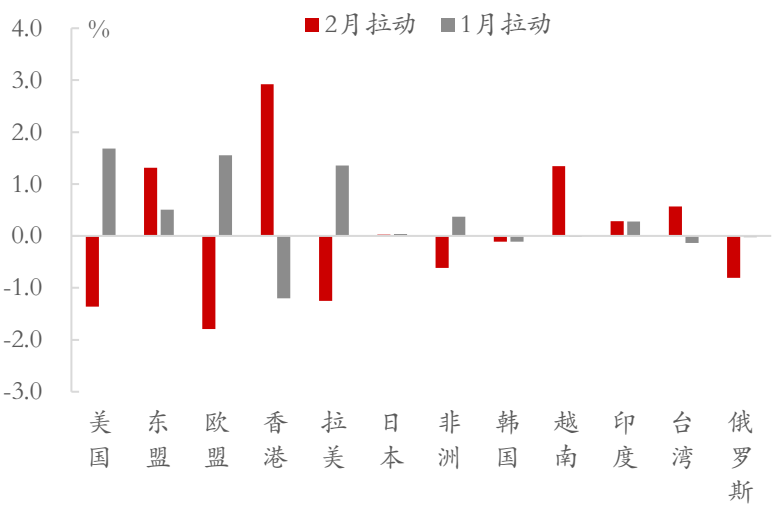
外需：出口压力已经显现，顺差在2月已回归季节性

- 从2月4日起，贸易战2.0正式开启。中国出口增速1月份仍保持6%左右的较高增速，但2月份大幅转负，仅录得-3%。
- 分区域看，2月份美国、欧盟、拉美分别拉动中国出口增长-1.4%、-1.8%、-1.3%，与1月相比大幅转负。
- 出口跌进口稳，此消彼长下，中国贸易顺差在1月份创下历史天量，但到2月份便已经跌入季节性均值水平。

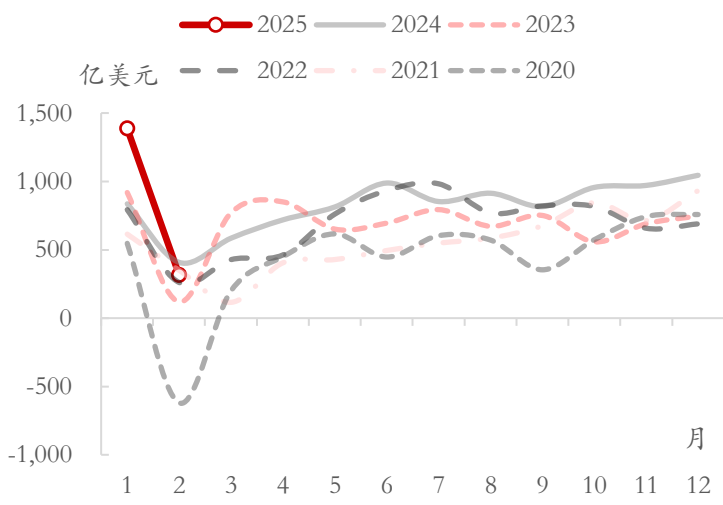
中国出口增速2月份大幅下滑



前2个月各地区对中国出口的拉动



被动资金流出港股宽基指数

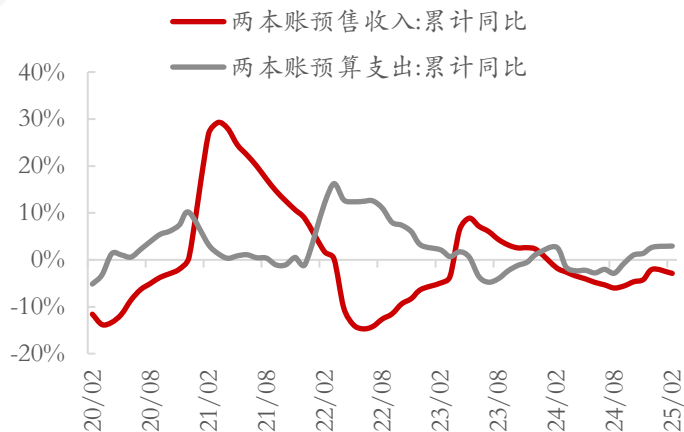


内需：财政靠前发力，中央积极，地方温和

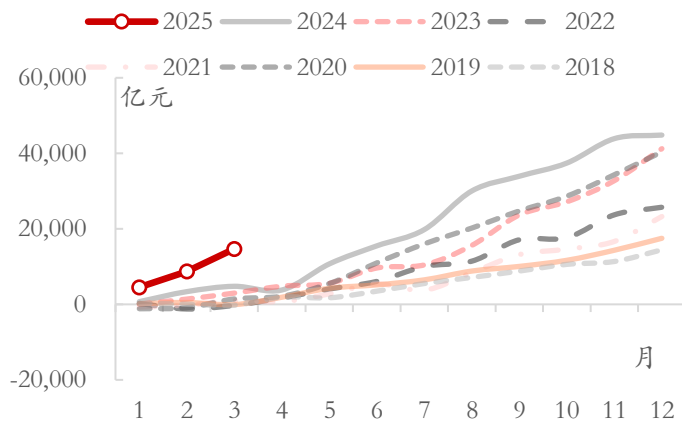
衍生无限未来

- 内需方面，财政靠前发力是重要特征。前两个月，两本账预算收入增长-2.89%，支出增长2.93%。支出增速持续高于收入。
- **中央财政积极**。截至3/26，普通国债累计净融资规模1.47万亿元，远超季节性水平。
- **地方财政温和**。截至3/26，地方新增一般债累计净融资规模2791亿。地方新增专项债累计净融资8075亿。均位于季节性水平内。

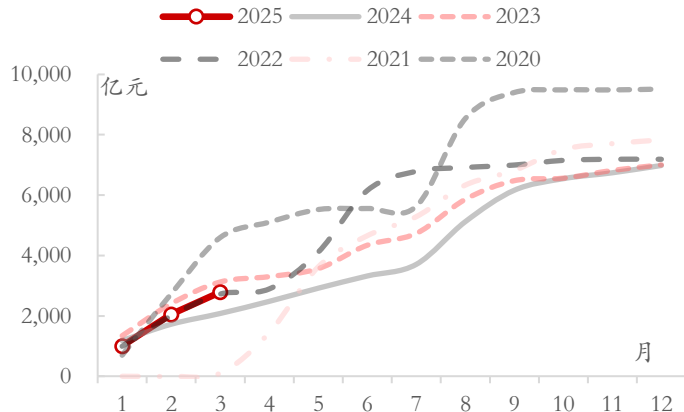
财政收入负增，但支出持续扩张



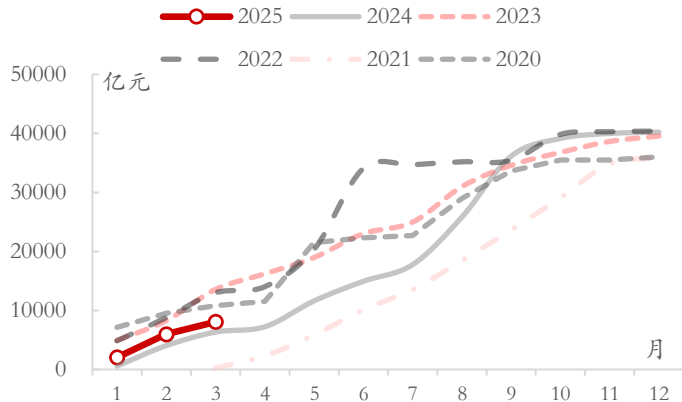
国债净融资规模累计趋势



地方新增一般债规模累计趋势



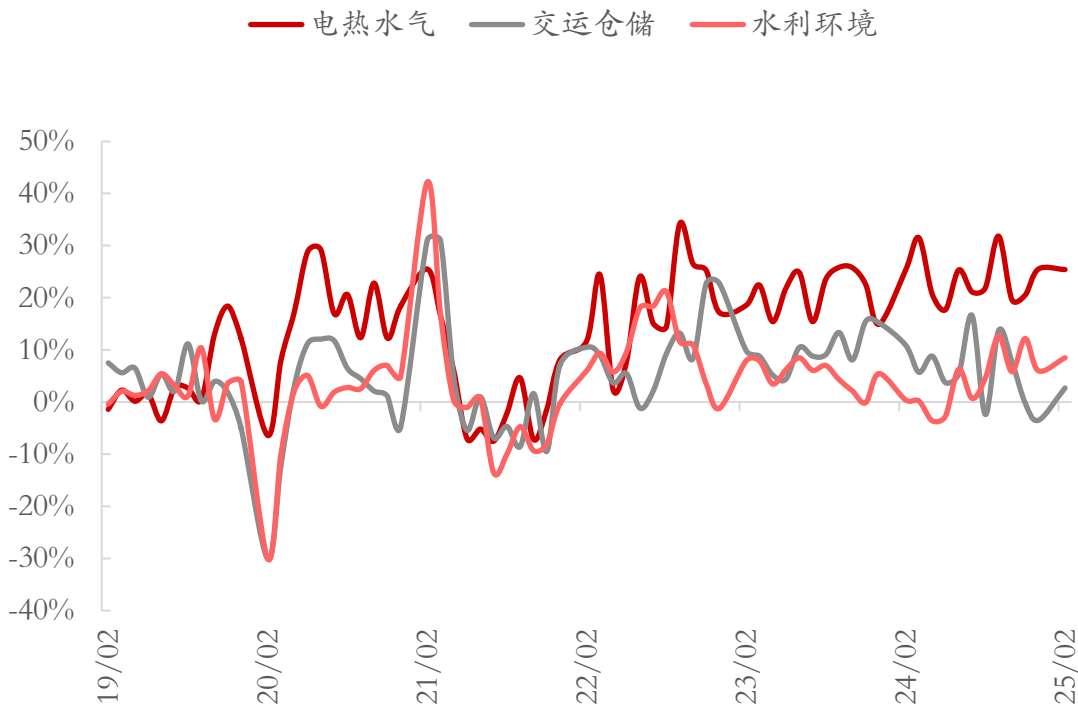
地方新增专项债规模累计趋势



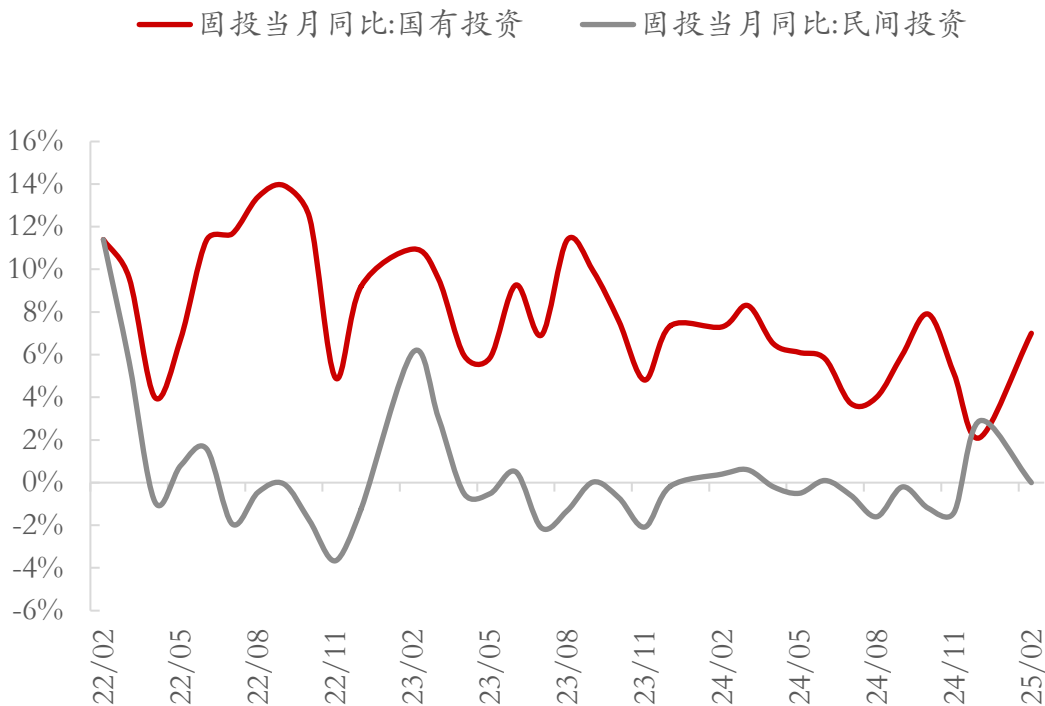
财政节奏分化也导致基建新老分化以及国民投资分化

- 前2个月中国广义基建投资增速高达9.95%，但狭义增速仅为5.6%。中央主导的电力能源、水利管理业等“新基建”增速较高。而地方主导的道路运输、公共管理等“老基建”增长较慢。
- 反映到企业所有制上，国有投资增速达到7%，民间投资增速为0%，一方面对应上述基建分化，另一方面或也反应民企抢出口结束。

基建三大类行业投资增速分化



央国企投资增速扩张，民企投资收缩

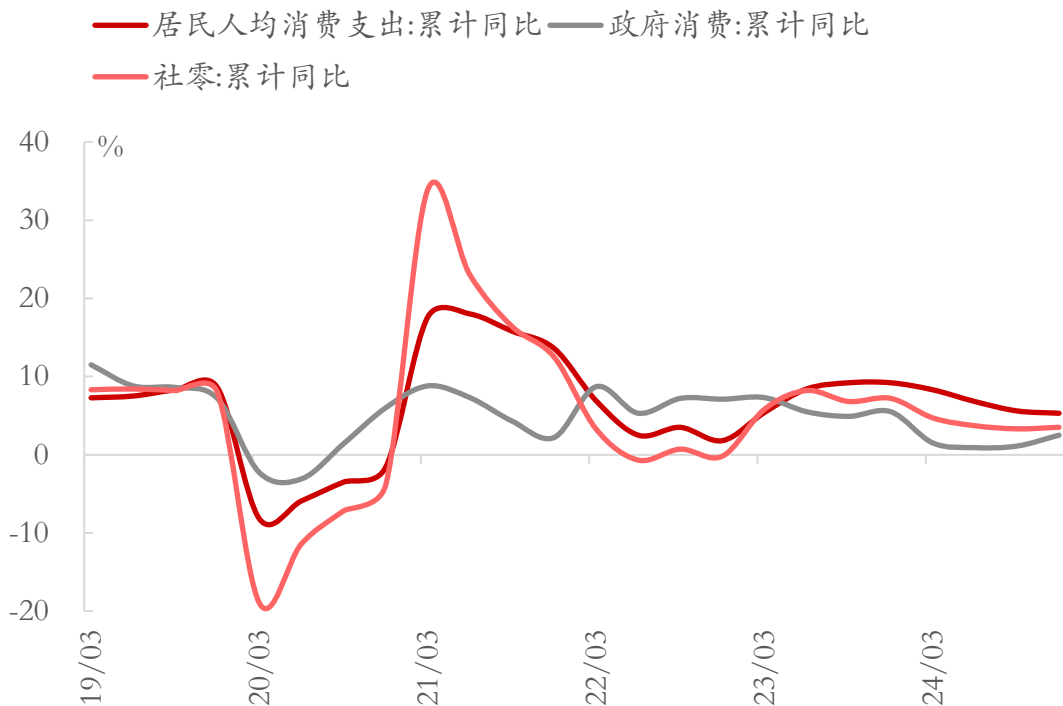


内需：消费复苏的背后拆解

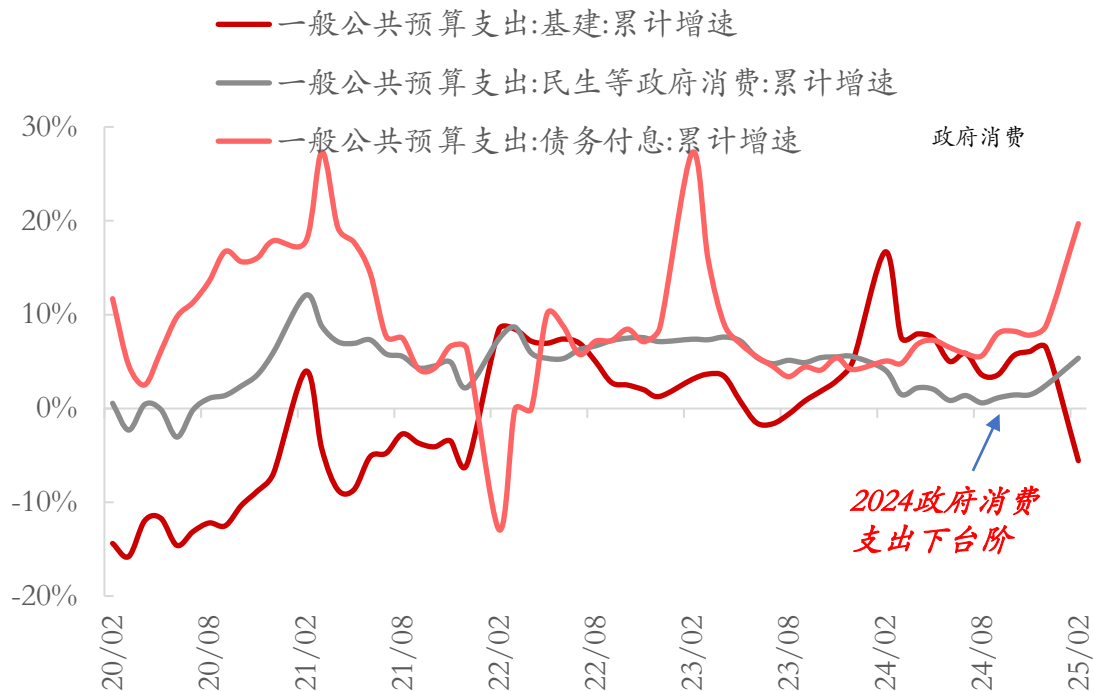
衍生无限未来

- 中国消费广义上分为居民消费和政府消费。2024年中国消费低迷，一部分原因在于政府等机关团体消费大幅缩减。
- 这一趋势在2024Q4之后有所反转。表现为政府消费增速抬升，但此时居民消费支出增速却又下降。

政府消费和居民消费走势收敛



但扣除掉物价因素后，量的指标均有修复

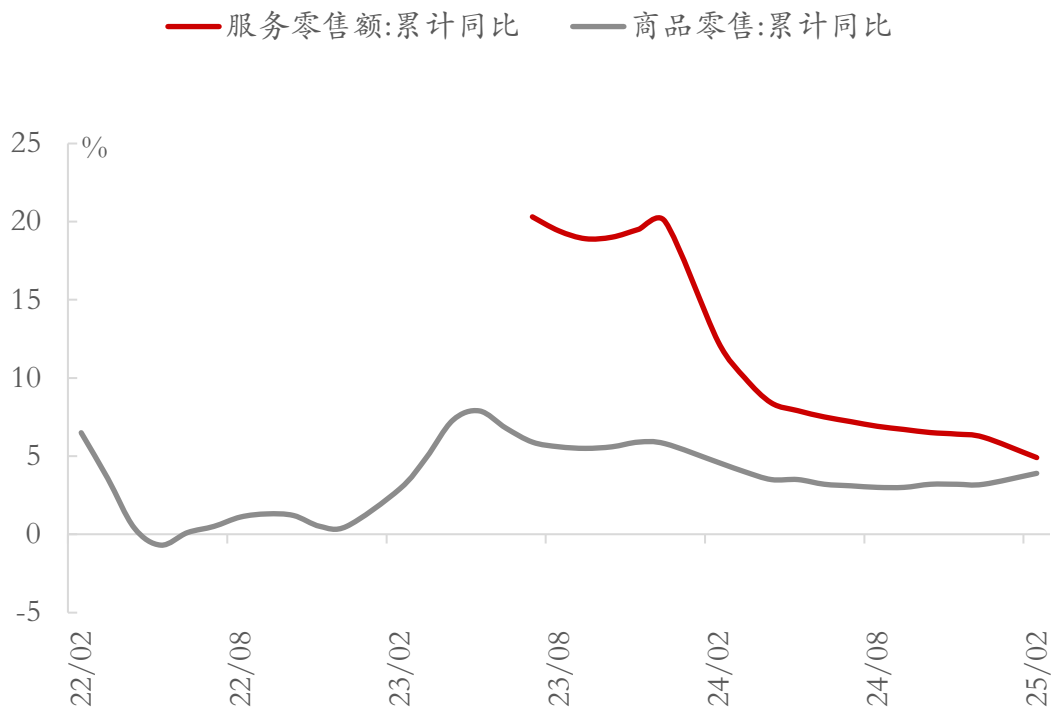


居民消费依赖补贴，非补贴涉及的领域有待提高

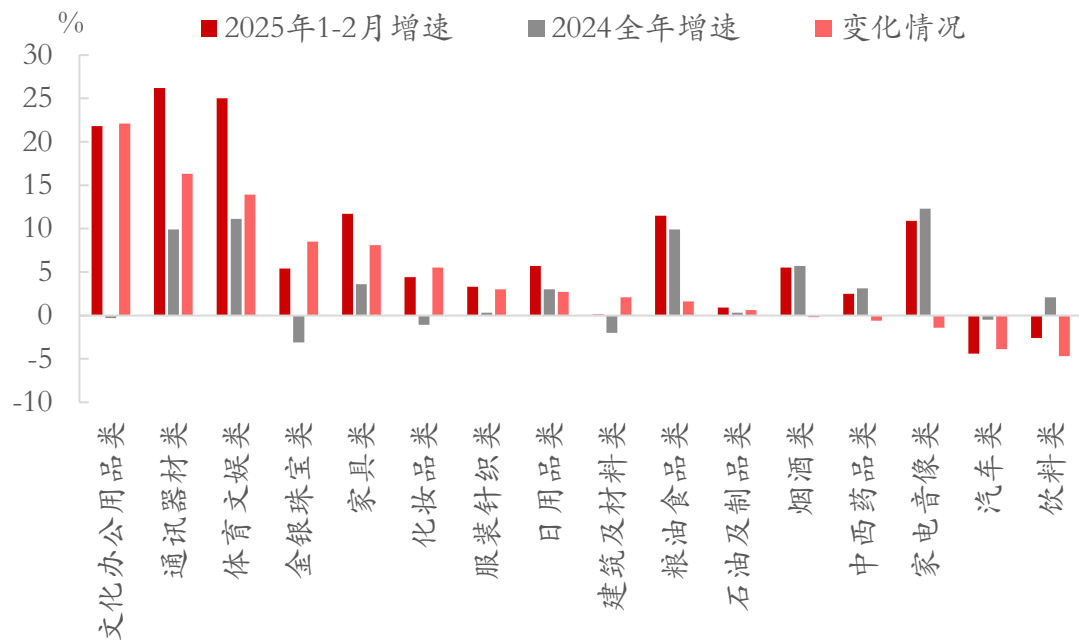
衍生无限未来

- 今年社零增速回升至4%，结构上喜忧并存。“喜”的是，以旧换新政策对消费的撬动效果仍在延续。文旅、通讯器材、文娱类产品大幅增长。家电维持较高销售增速。
- “忧”的是，商品消费和服务消费的增长趋势出现背离。在春节文旅出游火爆、《哪吒2》等热门电影票房带动下，前两个月服务零售增速却下滑至仅有4.9%。我们认为或许服务消费内卷式竞争，机票、住宿、餐饮等打价格战有关。

居民消费中，服务和商品增速背离



商品消费增长情况与政策补贴高度相关

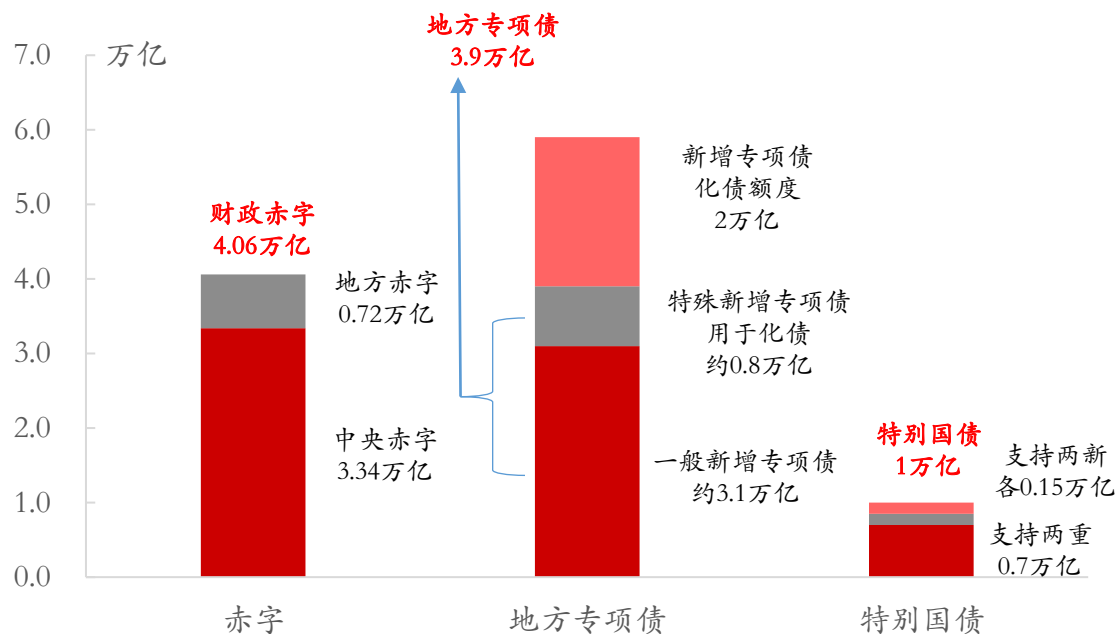


从两会安排看，财政力度适中，略不及预期

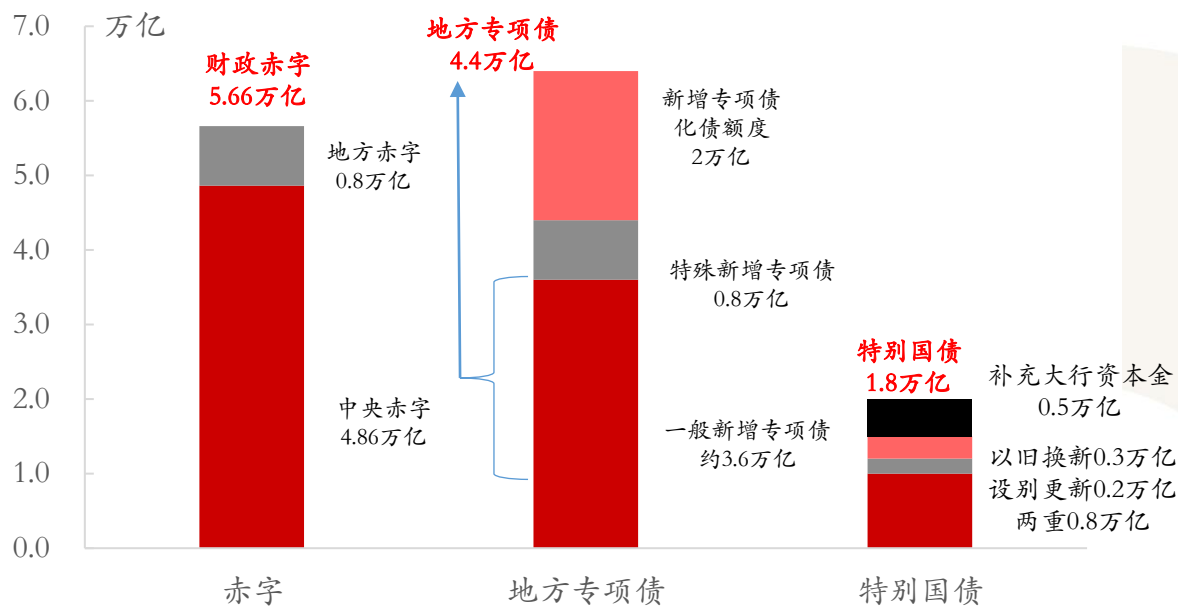
衍生无限未来

- 积极财政是2025年重要看点。“积极何谓？”，要看政策意图和目标与其付出的资源（代价）是否匹配。
- 2025年需要实现GDP 5%的增长，以及CPI 2%的增长。
- 2025年赤字+专项债+特别国债组合相比2024年增量达到2.9万亿。但仍不足够。

2024年重点财政安排



2025年重点财政安排



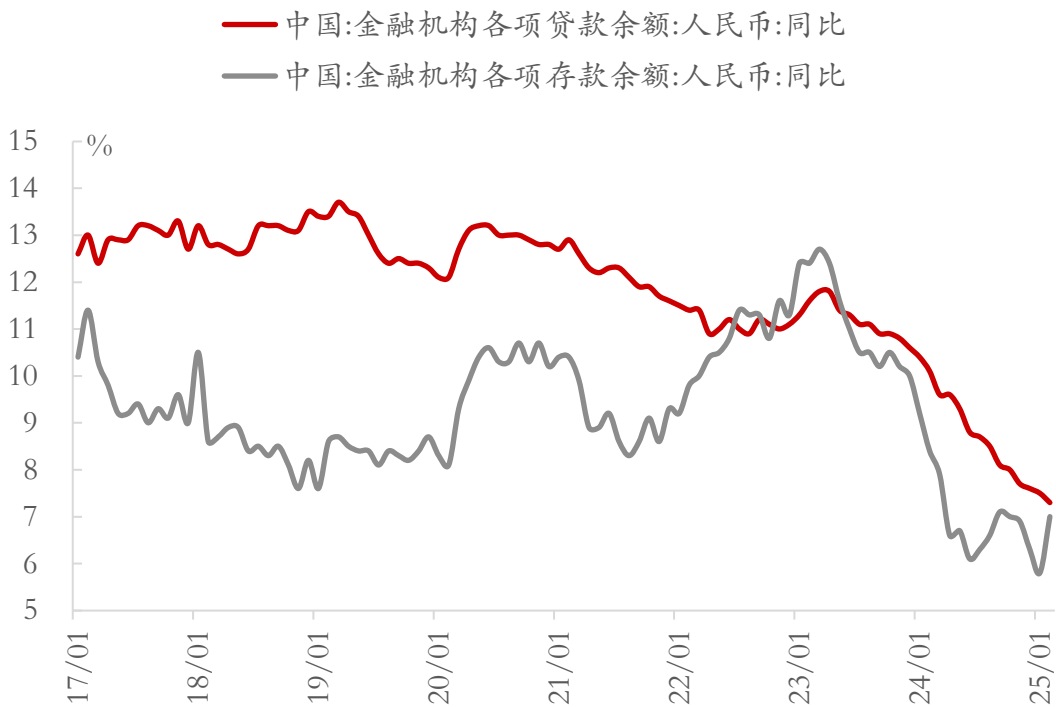
货币政策方面，复杂权衡下全面降准降息只能择机

- 货币政策需要权衡几个方面，一是汇率压力，二是空转压力，三是服务于高质量发展。
- 一季度央行未实施全面降准降息，但**消费贷降息**和**科创技改再贷款降息扩容**。央行短期内聚焦定向宽松。
- 央行：进一步扩大科技创新和技术改造再贷款规模，拓宽政策支持的覆盖面，并科学运用各项结构性货币政策工具，引导金融机构加力支持科技金融、绿色金融、普惠小微、养老金融等领域。研究创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸。

人民币兑美元走强，兑一揽子货币走弱

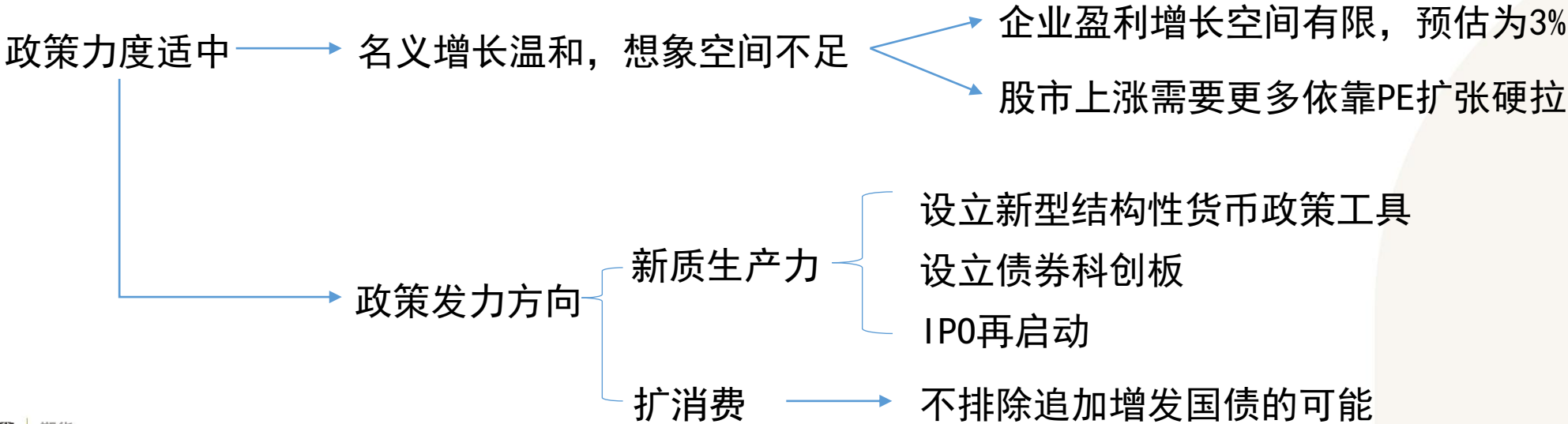


2024年至今存贷双弱



2025年宏观形势的可能推演

- 1、基调虽然积极，但宏观政策依旧不可能“大水漫灌”。政策的节奏依然是“应对式、针对式”出台。
- 2、**高质量发展**的大框架下，超大幅加杠杆现实可行性偏低。
- 3、扩内需的方式多数仍要依靠**供给侧发力**。
- 4、年内GDP平减指数修复至0%存在难度，即**GDP名义增速仍在5%以内徘徊**。
- 5、经济体制、财税体制以及房地产等多个领域的改革，是更值得关注的中长期变量。年内财税改革有望落地。
- 6、房地产止跌回稳的两个维度：一手房和二手房，存在明显分化。最广泛意义上看，二手房或仍延续跌势。



- 一、一季度股市复盘
- 二、宏观展望：从现实看政策
- **三、二季度股市展望**

A股估值水平能回归历史高位吗？

- A股的估值中枢确实长期下行，中国经济从高速增长转向高质量发展，已经不能简单用新兴市场估值扩张的思路去看A股。
- A股的估值水平已经修复至近十年均值水平，虽然离历史高点仍有较大距离，但仅有乐观叙事便想扶摇直上并不现实。

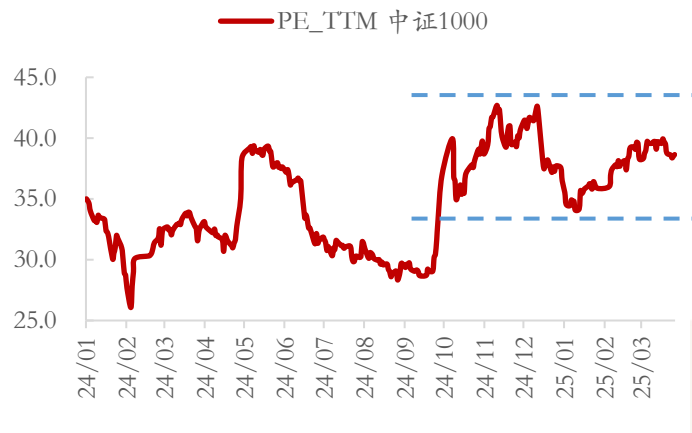
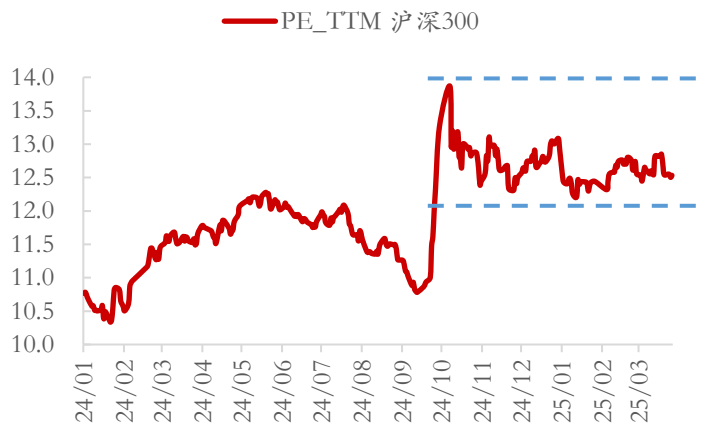
图表：A股估值水平变迁



只看短期交易结果，各指数估值也呈现出类似的天花板

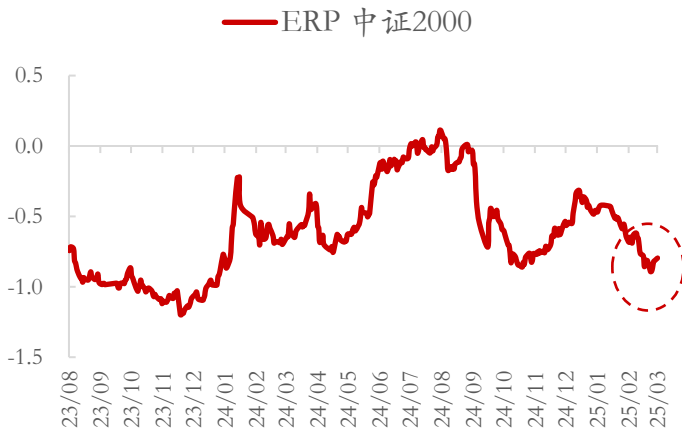
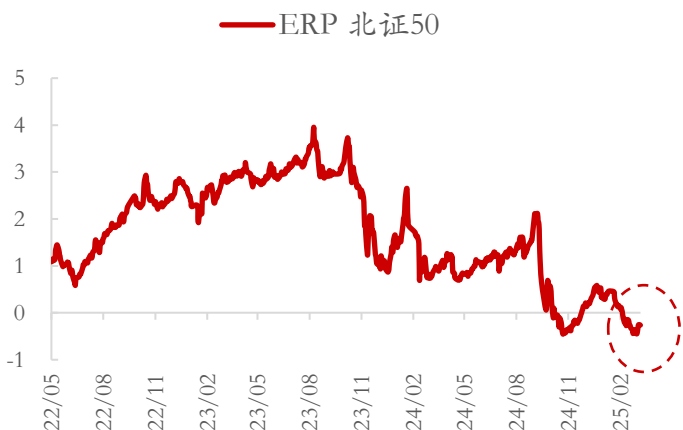
- 即便仅考虑2024/9/24之后的行情，估值修复也是有限度的。在A股、港股上均如此。

图表：各宽基指数在2024Q4以来的行情中，表现出类似的估值高位震荡情况



估值拉升到何种程度了？科技股ERP拐点已现，准绳仍在

图表：各宽基指数的ERP



消化估值的方式在于盈利需要上行

- ttm 盈利视角，全A的EPS近四年基本没有大的波动。
- 前瞻盈利视角，全A的EPS仍处在底部向上的阶段，仍需要时间真正走出底部区间。

全A的TTM EPS历史趋势



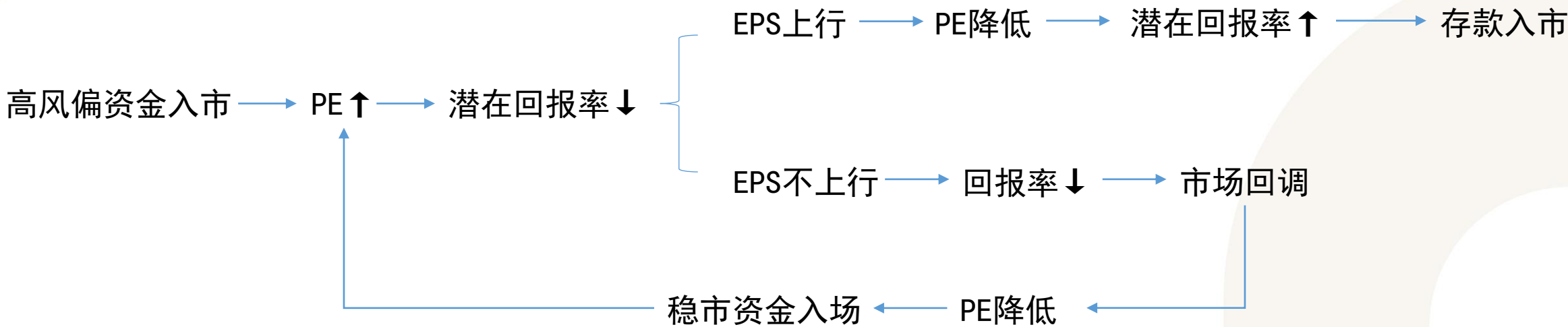
全A 前瞻市盈率和EPS的历史趋势



从长周期看，A股承担的历史使命已经发生变化

- 阶段性地，A股从作为服务实体经济融资的市场转化为提高居民财产性收入的工具。
- 但居民存款入市是果非因。A股走出慢牛长牛格局，自然可以吸引各类资金入市。
- 以何种价格买入决定了潜在的回报率。在一季度结束后，A股的估值水平已经不低，后续需要EPS增长来消化估值，进而为下一轮上行提供一个较好的入场点。

图表：2025年A股可能演绎路径



二季度A股展望：现实逆风，大浪淘沙后低位存在机会

➤ 二季度与一季度相比的变化：

- 一：宏观压力明显加大。内部：通胀依旧低迷，企业毛利率修复依然承压。外部：美国对华关税仍有加码的可能。
- 二：财报季到来。上市公司涨过一轮后，面临业绩能否兑现的压力。

➤ **二季度观点：**1) 市场已经行至高位，阶段性风险>机会。

2) 关税扰动再度袭来，国内经济修复承压。

3) 慢牛长牛是监管核心诉求，因此行情难以深跌。

4) 建议先增配红利，减配科技。市场回调后，低位再度买入科技。

5) 对应到股指上，IH/IF在4月份或将阶段性占优，可考虑与IM的多空对冲。5-6月逐渐低位等待机会。

➤ 后续风险点：特朗普关税大幅加码，房地产信用风险

分析师承诺&免责声明

分析师承诺

王培丞

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。
本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【2011】1454号。
本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。
在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。
本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。
如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

T H A N K S