

站在大周期之初 2025会有慢牛吗？

2025年1月8日

齐盛股指年度策略会



作者：温凯迪

期货从业资格号：F0309728

投资咨询从业证书号：Z0015210

目 录

1 核心观点

2 核心逻辑

3 市场展望

一、股指品种年度量化赋分表

类别	分类因素	当年逻辑（1.6）	权重	赋值	得分	前值回顾	
						2023	2024
宏观	经济	实体经济确认拐点	0.15	10	1.5	-0.75	0.75
	政策	政策刺激力度创历史	0.15	10	1.5	0.75	0.75
资金	增量资金	互换便利提供“托底”增量	0.1	10	1	-1	-0.5
	存量资金	存量资金脱离大周期冰点	0.1	5	0.5	0.5	1
	中期情绪	断板高度脱离大周期冰点	0.1	5	0.5	0.5	1
	短期情绪	——	0.1	0	0	0	0
技术面	技术形态	历史罕见的年线三阴初步扭转	0.1	5	0.5	0.5	0.5
消息	重要消息	——	0.1	0	0	0	0
	潜在冲击	外围政策有待观察	0.1	-10	-1	-1	-1
总分			1		4.5	0.5	2.5
注：1. 权重总和为1,各项目权重代表此项在所有影响因素中影响力，可调整。 2. 赋值区间[-10,10],正值利多，负值利空 3. 得分为各项权重与赋值乘积，总分负代表弱势，正代表强势，绝对值越大代表趋势越强。							

数据来源：同花顺，齐盛期货整理

一、年度概述

宏观方面：2024年宏观呈现探底回升走势，三季度、具体而言9月份确认拐点。前三季度，居民信心整体疲软，短贷、长贷，居民贷、企业贷整体连续同比负增，可选消费持续拖累经济，5月份地产松绑一度促进了楼市回暖，但短暂回暖后重回降温趋势，9月底及10月初，一系列刺激政策出台，地产销售、以旧换新、设备更新发力，实体确认拐点。

市场回顾：年内市场大致是左高右低的“W”形走势。年初量化、雪球、两融等风险陆续发酵，市场一度全面恐慌，管理层出手“救市”后，市场迎来四个月的回暖。5月份政策利好兑现后，市场交易逻辑从预期回到现实，彼时实体压力加大，市场流动性枯竭，开启了四个月的阴跌，9月底及10月初，一系列政策出台后，市场预期快速扭转，12月的高层会议，确认了目前处于一轮大周期之初。

逻辑及交易策略：能改变市场、社会、居民流动性的政策是最直接的政策，内生的中期逻辑较强，预计指数或震荡偏上，激进者建议维持逢低做多的策略，稳健者建议关注多IM远月空IH近月的套利策略。



一、策略介绍

同时适合震荡期及上升期的策略——多IM远月空IH近月。

核心逻辑：

若震荡，IH远月基本平水，IM远月贴水较多，可赚取贴水利润。

若回暖，IM合约弹性强于IH合约，二八分化行情多在行情的中后段，震荡后方向选择的初期IM强。

风险点：

市场整体调整。

市场整体调整期，由于IM合约弹性大于IH合约，会出现IM跌幅大于IH的情况。

二、核心逻辑——大周期之初：多大的周期？

何为周期——从经济危机说起：

经济危机关键词：过剩。

常见应对方法：

一、深入挖掘市场。挖掘国内，开拓海外。挖掘地产以外的其他市场。——“让以前不买的人来买”。

二、消灭生产力。倒牛奶、战争。——“扔产品”、“扔机器（杀奶牛）”。

三、凯恩斯主义。放水-银行-城投公司-基建。——“既不扔，也不指望别人买，而是国家印钱，社会买单”。

二、核心逻辑——大周期之初：多大的周期？



解决办法的关键：投放流动性。

大周期之初——流动性投放之初：

2008年，大搞基建，以工代赈的形式向市场投放流动性，债是主要工具，

2014年，大拆大建，以拆迁的形式向市场投放流动性，PSL是重要工具，

2024年，提振消费，以活跃资本市场的形式向市场投放流动性，互换便利是重要工具。

二、核心逻辑——大周期之初：多大的周期？

初期产业



农业

少有现代工业



初级产品为主的工业

食品、烟草、采掘、建材等

劳动密集型产业

中期产业



工业化中期，重化工业

电力、石化、冶炼、重型机械、汽车



工业化后期，新兴服务业

金融、信息、广告、咨询服务

资本密集型产业

后期产业



后工业化

高档耐用消费品



现代化

个性消费

技术密集→知识密集



二、核心逻辑——大周期之初：多大的周期？

人均GDP

发展阶段		1970年美元		1980年美元		1990年美元		2000年美元		2010年美元		2020年美元	
准工业化阶段	初级产品生产	140	280	297	594	471	942	621	1243	786	1571	932	1865
工业化阶段	工业化初期	280	560	594	1188	942	1884	1243	2486	1571	3143	1865	3730
	工业化中期	560	1120	1188	2377	1884	3769	2486	4971	3143	6286	3730	7460
	工业化后期	1120	2100	2377	4457	3769	7067	4971	9321	6286	11786	7460	13987
后工业化阶段	发达经济初级	2100	3360	4457	7131	7067	11307	9321	14914	11786	18857	13987	22379
	发达经济高级	3360	5040	7131	10696	11307	16960	14914	22371	18857	28286	22379	33568

数据来源：同花顺，齐盛期货整理

注：核心参考理论，钱纳里工业阶段化理论；核心指标，人均GDP，理论中的原始人均GDP标准是公开信息，

美国CPI数据来自同花顺IFidD，CPI指标也有多个，不用的指标折算出来的不同，但差别不大。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

二、核心逻辑——大周期之初：多大的周期？

政治局会议对未来的定调：

强调“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。”。

“超常规逆周期调节”历史第一次出现；

货币政策方面，“适度宽松的货币政策”超预期，2011年以来一直是“稳健”基调的政策；

财政政策方面，“积极”改为“更加积极”，此说法上一次提出是2020年。

12月会议总体全面超预期，目前互换便利工具仅推出500亿。

二、核心逻辑——大周期之初：多大的周期？

如何看待化债规模？

隐性债规模：2023年末，经过逐个项目甄别、逐级审核上报，全国隐性债务余额为14.3万亿元。

化债规模：

2024—2026年每年2万亿元，支持地方用于置换各类隐性债务。——共6万亿。

从2024年开始，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。——共4万亿。

据政府工作报告，“连续几年发行超长期特别国债”，此部分资金虽不直接用于化债，但节省地方原有开支，一定程度上也可视作化债政策，若发行至2028年，则是6万亿规模，即使发行至2026年，也有4万亿规模。

化债政策是否为利好、是否超预期，不应以绝对数来评估，而应以剩余多少债务进行评估。

本轮化债周期结束后，预计隐性债清零。

二、核心逻辑——大周期之初：多大的周期？

年份	货币政策	财政政策
2001	稳健的货币政策	积极的财政政策
2002	稳健的货币政策	积极的财政政策
2003	稳健的货币政策	积极的财政政策
2004	稳健的货币政策	积极的财政政策
2005	稳健的货币政策	稳健的财政政策
2006	稳健的货币政策	稳健的财政政策
2007	稳健的货币政策	稳健的财政政策
2008	从紧的货币政策	稳健的财政政策
2009	适度宽松的货币政策	积极的财政政策
2010	适度宽松的货币政策	积极的财政政策
2011	稳健的货币政策	积极的财政政策
2012	稳健的货币政策	积极的财政政策
2013	稳健的货币政策	积极的财政政策
2014	稳健的货币政策	积极的财政政策
2015	稳健的货币政策	积极的财政政策
2016	稳健的货币政策	积极的财政政策
2017	稳健的货币政策	积极的财政政策
2018	稳健的货币政策保持中性	积极的财政政策
2019	稳健的货币政策松紧适度	积极的财政政策加力提效
2020	稳健的货币政策灵活适度	积极的财政政策积极有为
2021	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度	积极的财政政策增质提效
2022	稳健的货币政策要灵活适度	积极的财政政策要提升效能
2023	稳健的货币政策要精准有力	积极的财政政策加力提效
2024	稳健的货币政策要灵活适度，精准有效	积极的财政政策要适度加力、提质增效

时隔14年再提 “适度宽松”

据新华社，中共中央政治局 12 月 9 日召开会议，会议指出，明年实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。

年份	¥ 货币政策	¥ 财政政策
2025	适度宽松	更加积极
2024	稳健 要灵活适度，精准有效	积极 要适度加力，提质增效
2023	稳健 要精准有力	积极 加力提效
2022	稳健 要灵活适度	积极 要提升效能
2021	稳健 要灵活精准，合理适度	积极 增质提效
2020	稳健 灵活适度	积极 积极有为
2019	稳健 松紧适度	积极 加力提效
2018	稳健 保持中性	积极
2017	稳健	积极
2016	稳健	积极
2015	稳健	积极
2014	稳健	积极
2013	稳健	积极
2012	稳健	积极
2011	稳健	积极
2010	适度宽松	积极
2009	适度宽松	积极
2008	从紧	稳健
2007	稳健	稳健
2006	稳健	稳健
2005	稳健	稳健
2004	稳健	积极
2003	稳健	积极
2002	稳健	积极
2001	稳健	积极

数据来源：中国政府网 制图时间：12月9日

二、核心逻辑——大周期之初：多大的周期？

本轮周期超过2014-2015，与2009-2010相当、甚至超过此周期。

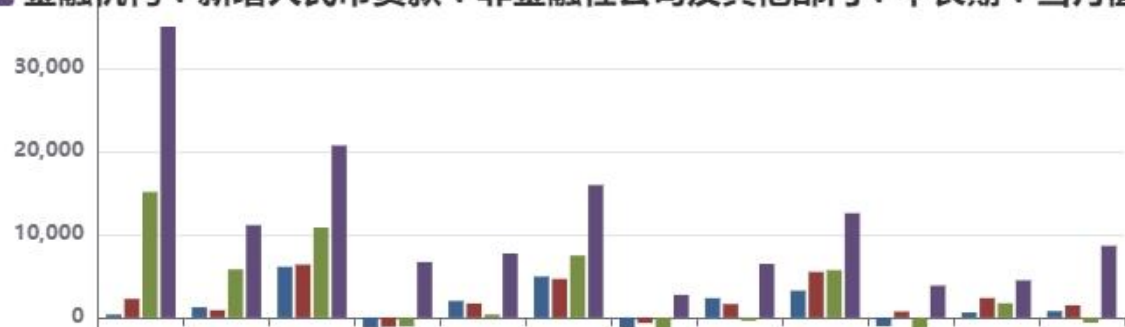
下一步政策预期和窗口在哪？

中期看价值，短期看情绪。价值的要素为经济和政策，情绪的要素为资金和风偏。

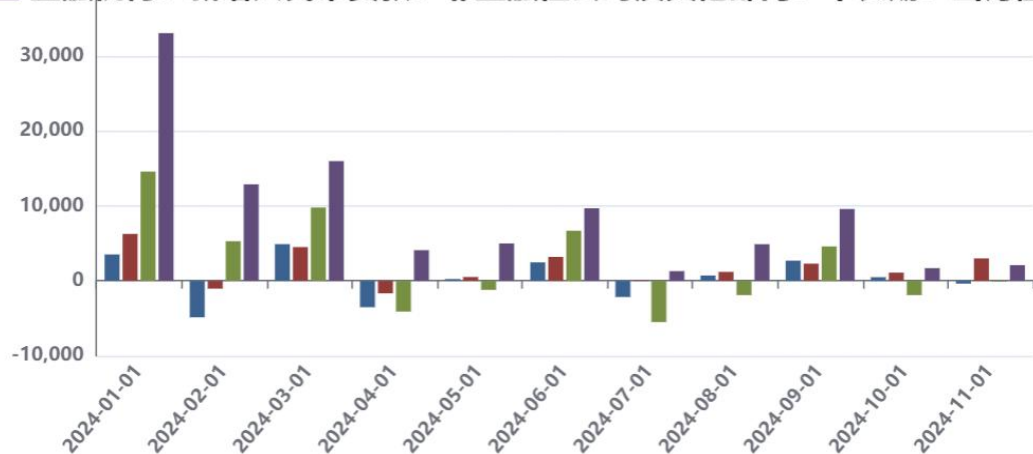
中期价值方面，主要政策预期已经释放，交易逻辑从预期回归现实，除了海外为主的突发事件，未来主要跟踪实体复苏进度。

二、核心逻辑

■ 金融机构:新增人民币贷款:居民户:短期:当月值
■ 金融机构:新增人民币贷款:居民户:中长期:当月值
■ 金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司及其他部门:短期:当月值
■ 金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司及其他部门:中长期:当月值



■ 金融机构:新增人民币贷款:居民户:短期:当月值
■ 金融机构:新增人民币贷款:居民户:中长期:当月值
■ 金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司及其他部门:短期:当月值
■ 金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司及其他部门:中长期:当月值



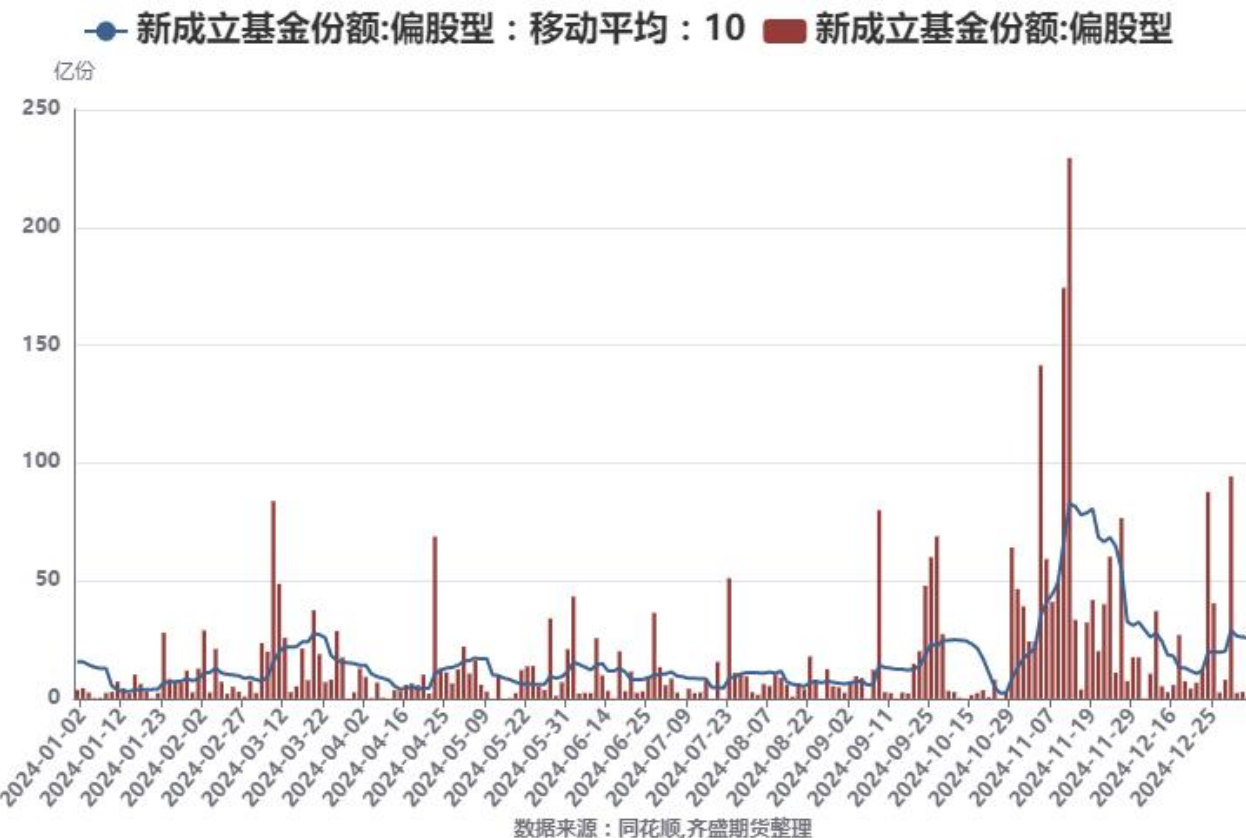
数据来源: 同花顺, 齐盛期货整理

盈利端是何种状态?

年内实体整体呈现探底回升走势, 目前实体延续了9月份以来的修复趋势, 地产、制造、消费均有不同程度的回暖, 驱动上更多是以旧换新、设备更新等政策引导下的需求前置, 与此同时信贷等数据暗示居民信心经历短暂复苏后再度减弱, 企业信心有待进一步恢复, 整体符合复苏前期的特征。

这种阶段政策预期相对稳定, 实体经济上结构性复苏为主, 还需要更多的时间。

二、核心逻辑



市场资金是何种状态？

已经反映过的二级市场成交量、融资余额、新增投资者不做赘述，重点关注潜在增量。目前，主要两个来源：

新基金多在发行首月建仓，月均值的峰值在11月12日，支撑效果将逐步兑现。

动态跟踪二级市场日度成交量以作辅助。

10月10日，央行发布公开市场业务公告称，首期互换便利操作规模5000亿元，视情可进一步扩大操作规模。

10月18日，央行发布消息称，首批申请额度已超2000亿元。

10月21日，中国人民银行发布公告称，开展了互换便利首次操作，本次操作金额500亿元。

互换便利工具的存在，是未来的核心潜在增量，此处的增量视行情强弱可调节，是市场的安全垫。



二、核心逻辑

截至2024年11月实体经济情况：

投资方面，基建变化不大，后续继续跟踪发债。制造业结构特征也没有特别变化，依旧是外需、设备更新的主要逻辑，如铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业受益于出口及设备更新，计算机、通信和其他电子设备制造业受益于出口，通用、专用设备受益于设备更新，等。房地产方面符合高频数据的走向，销售复苏，进而开发商回款出现改善，由于目前整体还在水下复苏阶段，对开发投资的促进作用有限。投资端有政府债、地产、外需、促内需政策支持，后续延续向好的预期大。

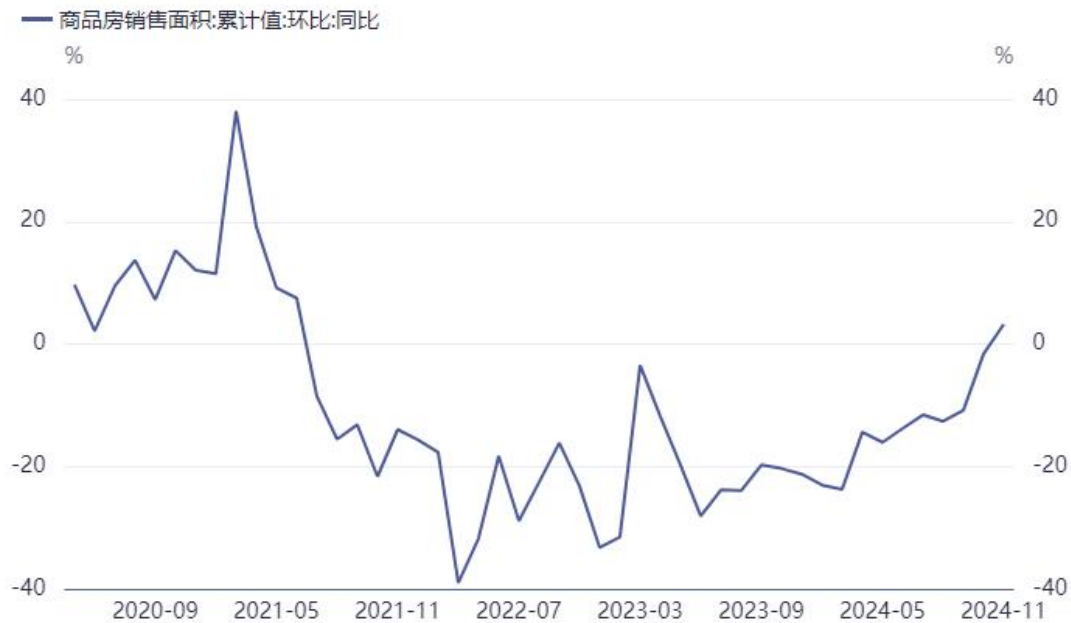
消费方面，同比增速收敛，结构上餐饮同比走扩与此同时可选消费收敛，两者延续背离，收入没有明显增长情况下的需求置换现象依旧存在。不过，可选消费方面家电和音像器材类、汽车类依然强劲，暗示以旧换新的政策支持依旧有效，与此同时，随着地产链的恢复，地产后端市场开始发力。总体而言，政策对于消费的支持依旧较为有效，总收入未明显提升的背景下引发的需求置换现象有待进一步改善。

结合最新金融数据可以判断，目前，政策的支持效果是比较明显的，国内宏观有足够的托底选项，未来的突破在于消费，可支配收入增速缓慢的枷锁需要打破，关注增加收入相关的政策。



二、核心逻辑

商品房销售面积:累计值:环比:同比



数据来源：同花顺，齐盛期货整理

— 商品房销售面积：累计同比 — 商品房销售面积：期房：累计同比

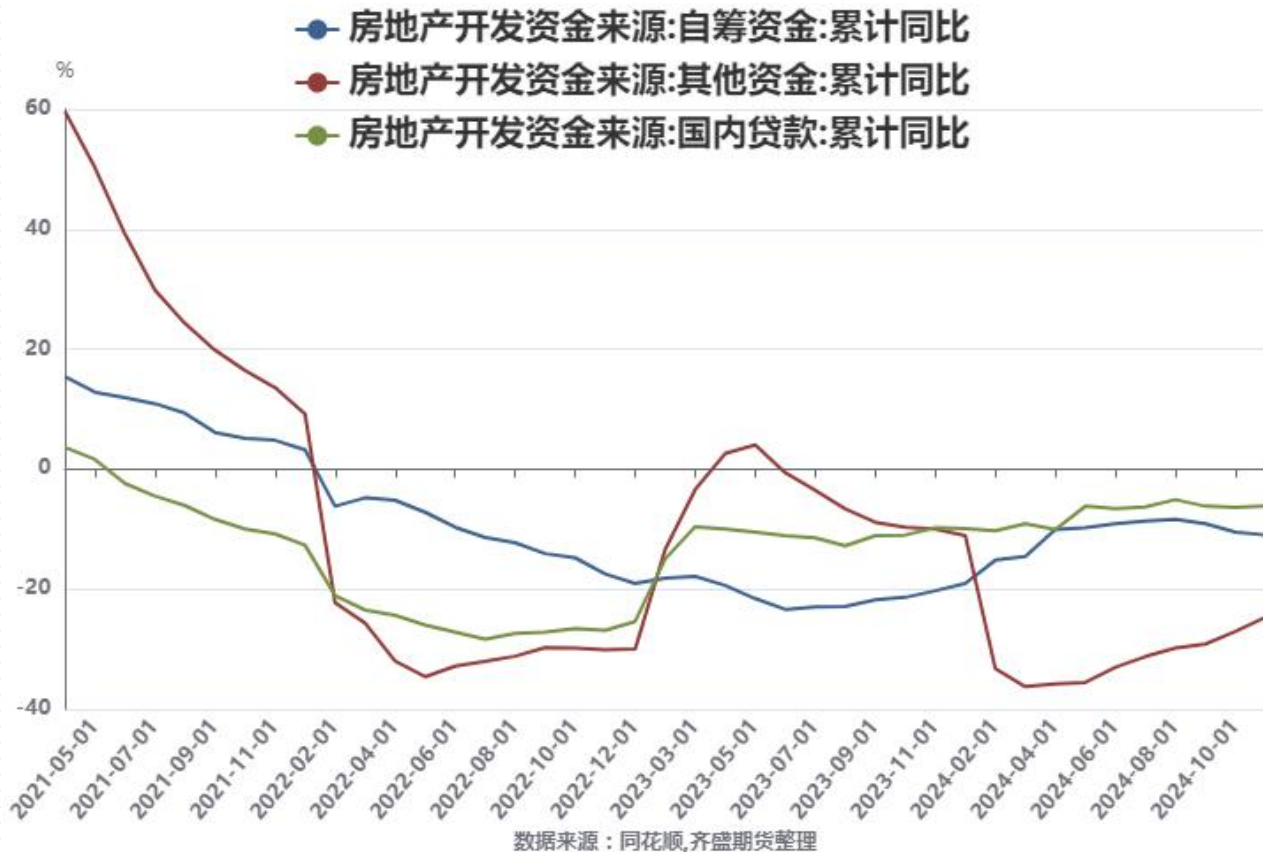


数据来源：同花顺，齐盛期货整理

1-11月商品房销售面积累计同比-14.3%，单月同比3.25%，快速收敛，上次同比正增是2021年6月。

自5月份相关政策推出后，地产销售出现企稳，9月份政策加码，地产销售企稳趋势得以强化，10月份以来权益市场信心向实体传递，市场进一步回暖。

二、核心逻辑

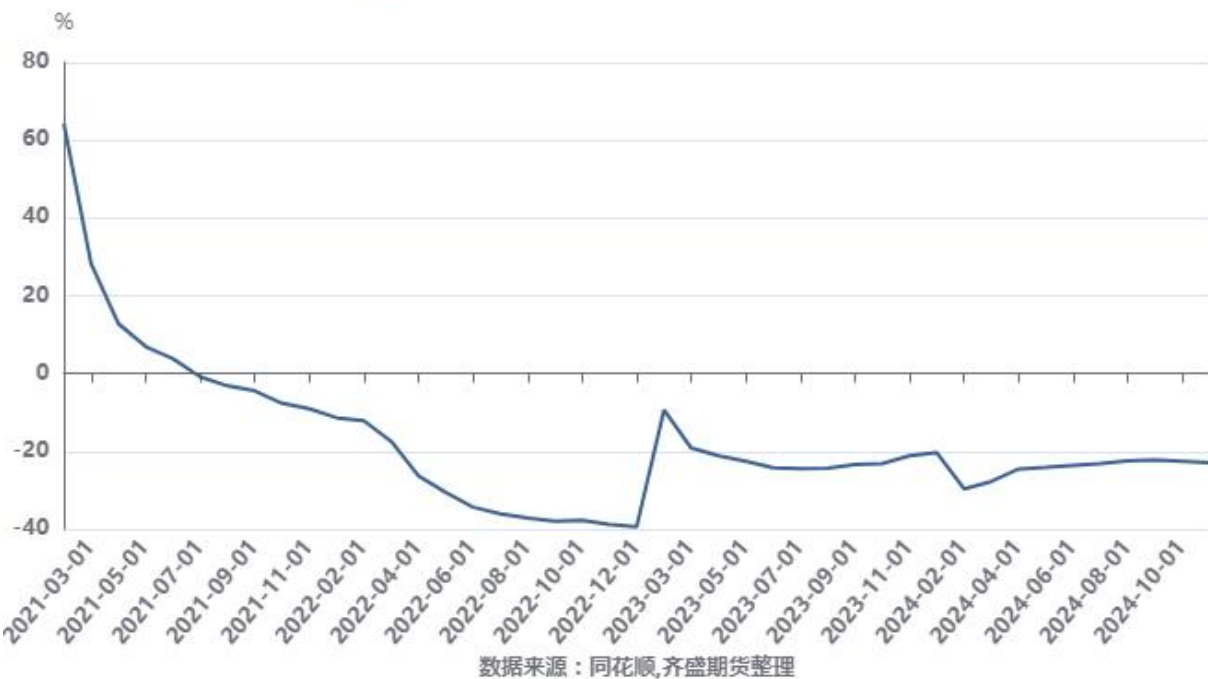


1-11月房地产开发资金来源累计同比-18.0%，延续收敛。

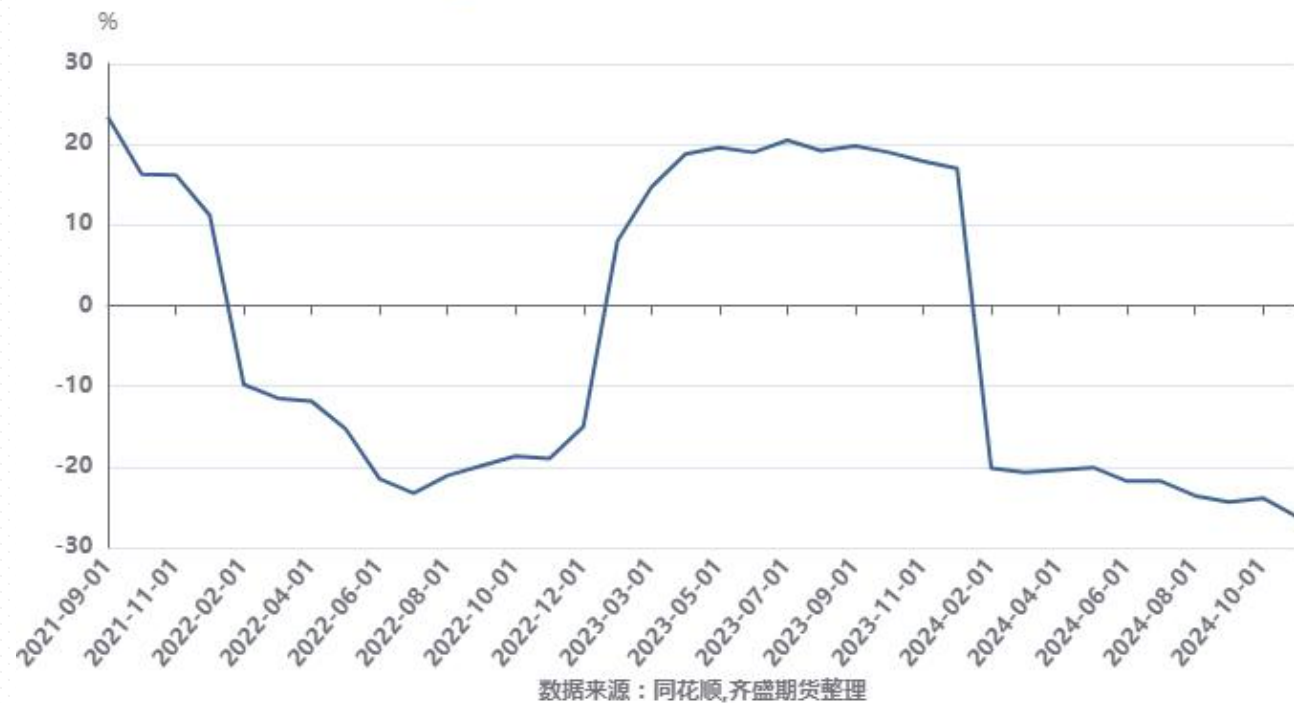
对政策敏感的国内贷款、自筹资金已率先复苏，对市场敏感的其他资金还在偏低位，5月份相关政策推出后也开始出现企稳回暖，目前销售端出现较明显好转，预计回款加速。

二、核心逻辑

● 房屋新开工面积：累计同比



● 房屋竣工面积：累计同比



开发投资端低位缓和，整体改善幅度有限，目前在开发商资金有限的情况下，销售的回暖或更多将体现在竣工端。

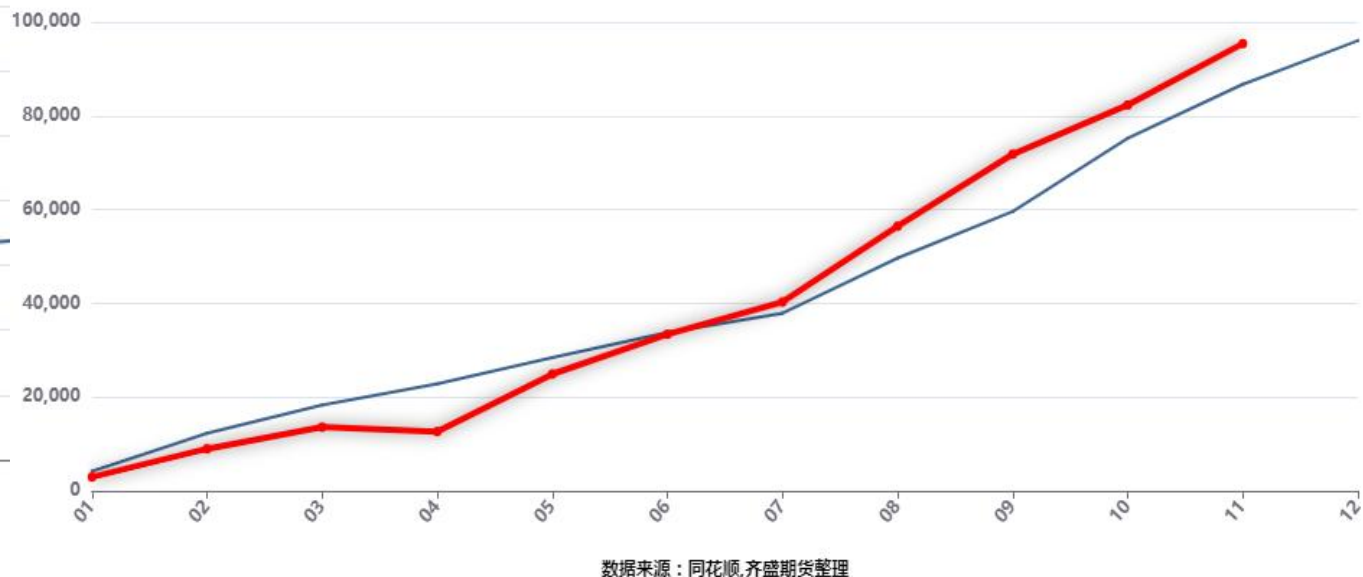
二、核心逻辑

● 固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比



社会融资规模:政府债券:累计值

● 2023 ● 2024

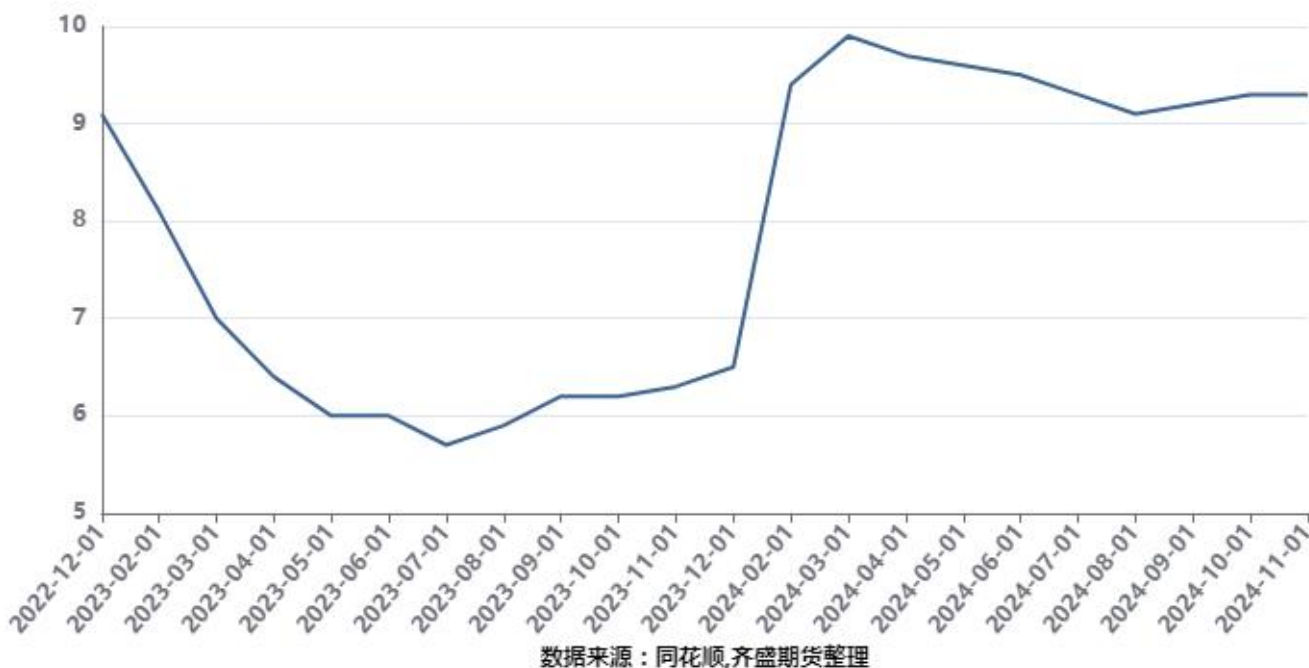


2024年底召开的中央经济工作会议要求, 明年要实施更加积极的财政政策, 提高财政赤字率, 增加发行超长期特别国债, 增加地方政府专项债券发行使用。2024年12月23日至24日召开的全国财政工作会议指出, 提高财政赤字率, 安排更大规模政府债券。

2025年发债规模将有明显提升。

二、核心逻辑

● 固定资产投资完成额:制造业:累计同比



制造业	9.3
其中：农副食品加工业	18.2
食品制造业	24.5
纺织业	16.2
化学原料和化学制品制造业	9.6
医药制造业	6.0
有色金属冶炼和压延加工业	25.3
金属制品业	16.3
通用设备制造业	14.9
专用设备制造业	11.7
汽车制造业	7.2
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	30.6
电气机械和器材制造业	-3.4
计算机、通信和其他电子设备制造业	12.6

数据来源：统计局，齐盛期货整理

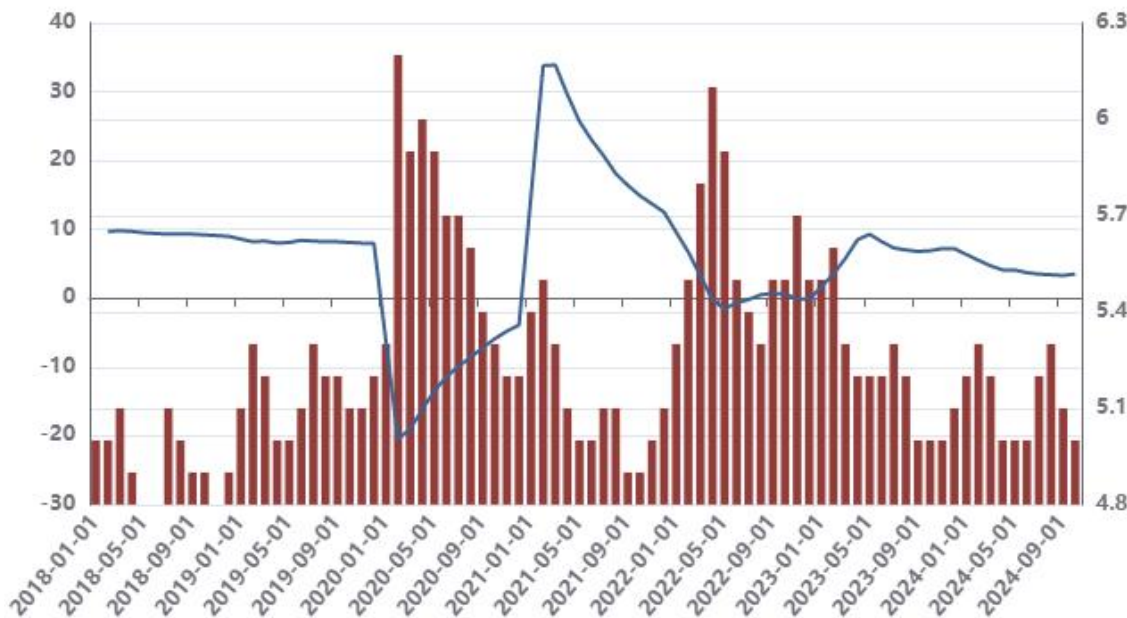
制造业方面，9月份复苏以来的结构特征基本稳定，通用设备、专用设备、运输设备保持高增，前两部分受益于设备更新，运输设备中的新能源汽车，船舶则受益于出口，计算机、通信设备受益于以旧换新及出口，纺织业受益于出口。整体是外需及政策驱动，内需有待进一步改善，这也是明年政策的主要发力点。信贷数据显示，企业主的信心有待提升。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

二、核心逻辑

● 社会消费品零售总额:累计同比(左) ■ 城镇调查失业率(右1)



数据来源：同花顺,齐盛期货整理

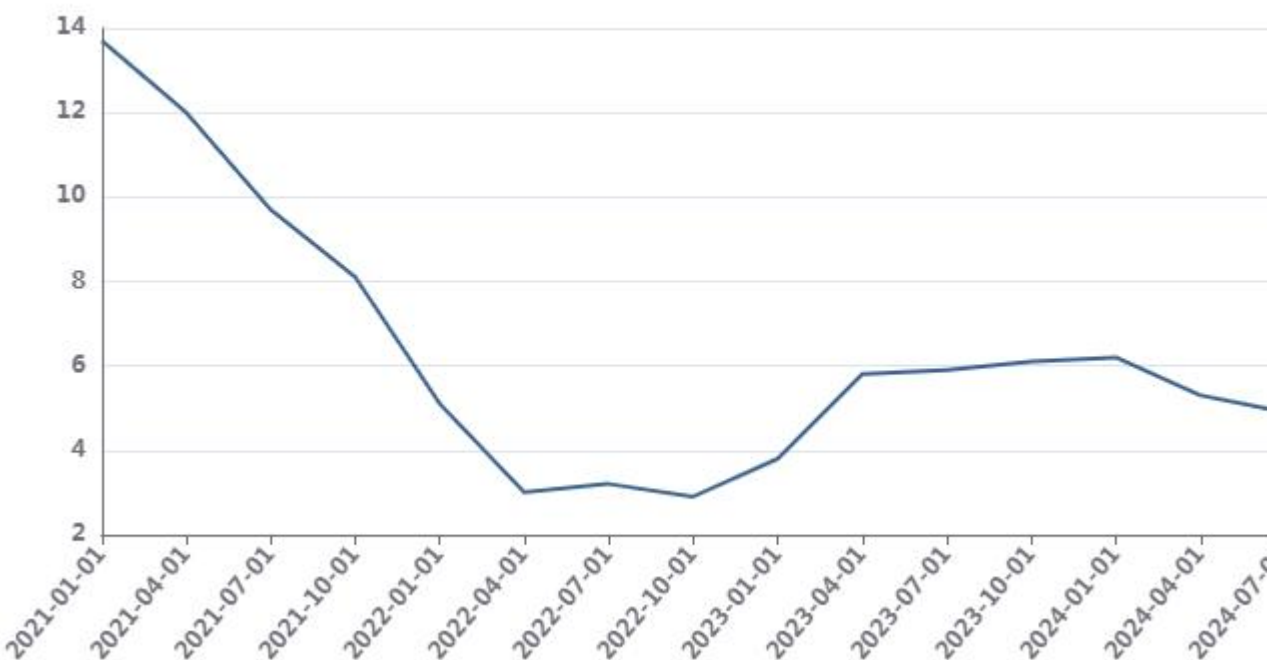
消费方面，餐饮与可选消费收敛，两者延续背离，需求置换现象依旧存在。可选消费方面家电和音像器材类、汽车类依然强劲，暗示以旧换新的政策支持依旧有效，与此同时，地产后端市场开始发力。总体而言，政策对于消费的支持依旧较为有效，总收入未明显提升的背景下引发的需求置换现象有待进一步改善。

餐饮收入	4.0
其中：限额以上单位餐饮收入	2.5
商品零售额	2.8
其中：限额以上单位商品零售额	1.2
其中：粮油、食品类	10.1
饮料类	-4.3
烟酒类	-3.1
服装、鞋帽、针纺织品类	-4.5
化妆品类	-26.4
金银珠宝类	-5.9
日用品类	1.3
体育、娱乐用品类	3.5
家用电器和音像器材类	22.2
中西药品类	-2.7
文化办公用品类	-5.9
家具类	10.5
通讯器材类	-7.7
石油及制品类	-7.1
汽车类	6.6
建筑及装潢材料类	2.9

数据来源：统计局，齐盛期货整理

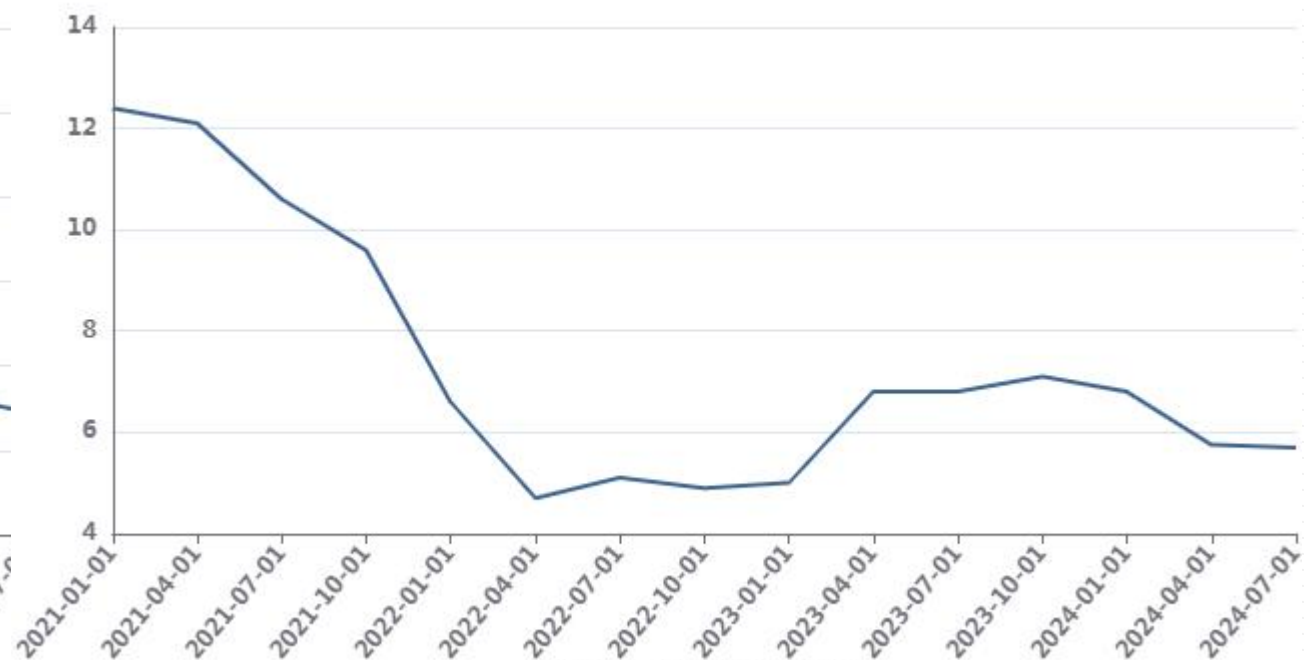
二、核心逻辑

● 全国居民人均可支配收入:累计实际同比



数据来源:同花顺,齐盛期货整理

● 居民人均可支配收入:工资性收入:累计同比



数据来源:同花顺,齐盛期货整理

居民可支配收入还在下滑阶段,暗示目前消费与制造业投资有一定类似之处,即存在政策支持下需求前置的局部现象,11月的信贷数据已经出现短贷下滑,此前的分析得以印证,后续居民收入改善情况需密切关注。

可支配收入包括工资、经营、转移、财产四项,其中财产项拖累最为严重,其包括存款利息、股息红利、房屋租金等项目,以目前的背景看股息红利带动本项改善的可能性最大。

齐

齐盛期货
QISHENG FUTURES

二、核心逻辑

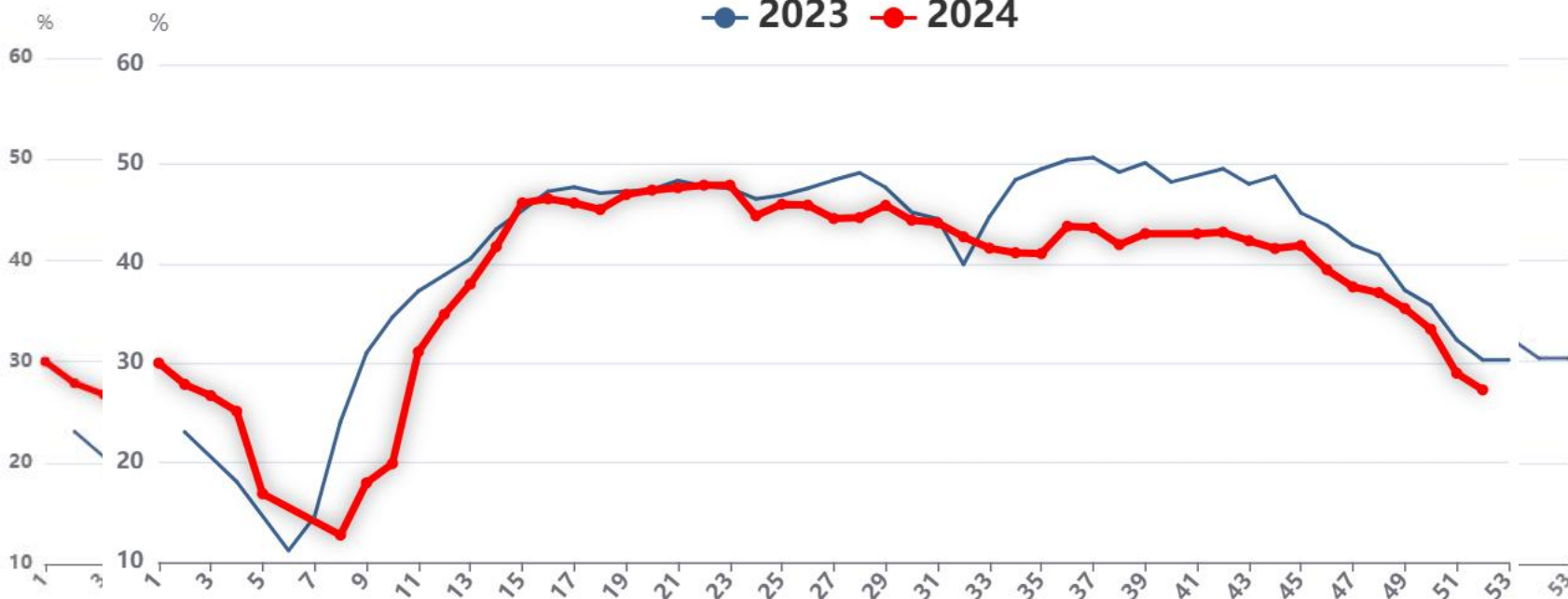


高频数据显示, 地产销售延续恢复, 30日均值继续刷新本轮复苏以来的高点。

二、核心逻辑

磨机运转率：全国：当周值

—●— 2023 —●— 2024



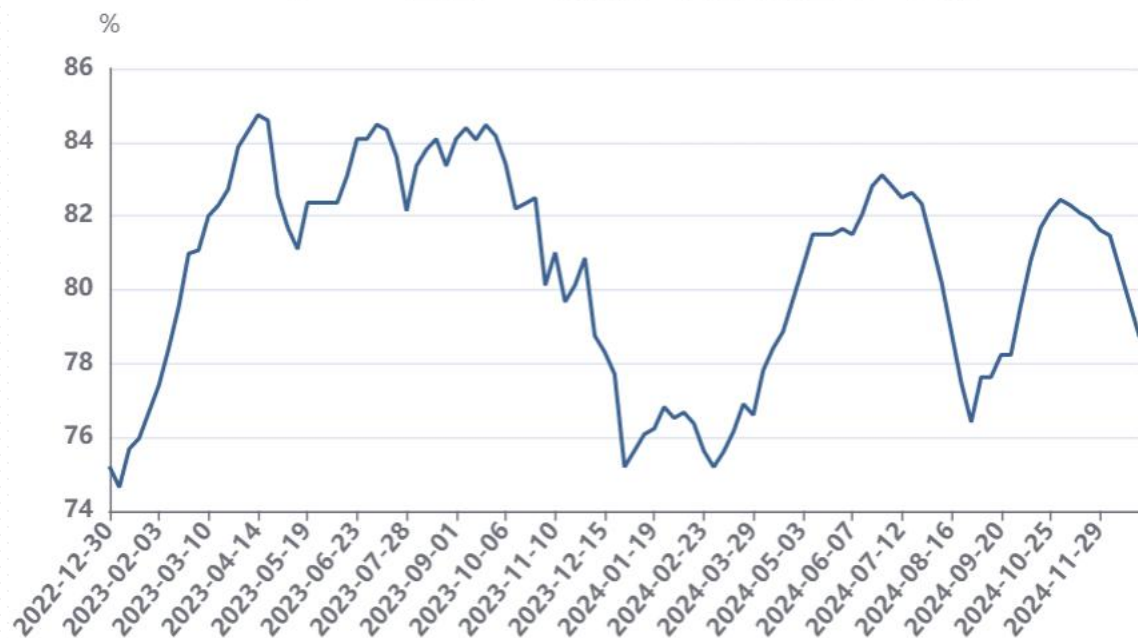
数据来源：同花顺,齐盛期货整理

磨机运转率有明显的季节性规律，一季度是冬季需求淡季，磨机运转率一度下降至20%左右。春节后，全国磨机运转率很快恢复，二三季度运转率进入平稳区间。进入四季度，全国磨机运转率持续下降。

目前处于季节性下降的周期里，近期同比增速降幅扩大。

二、核心逻辑

● Mysteel全国247家钢厂高炉开工率（周）



数据来源：我的钢铁,齐盛期货整理

▮ 焦炭：全样本：独立焦化企业：剔除淘汰产能利用率：中国（周）



数据来源：我的钢铁,齐盛期货整理

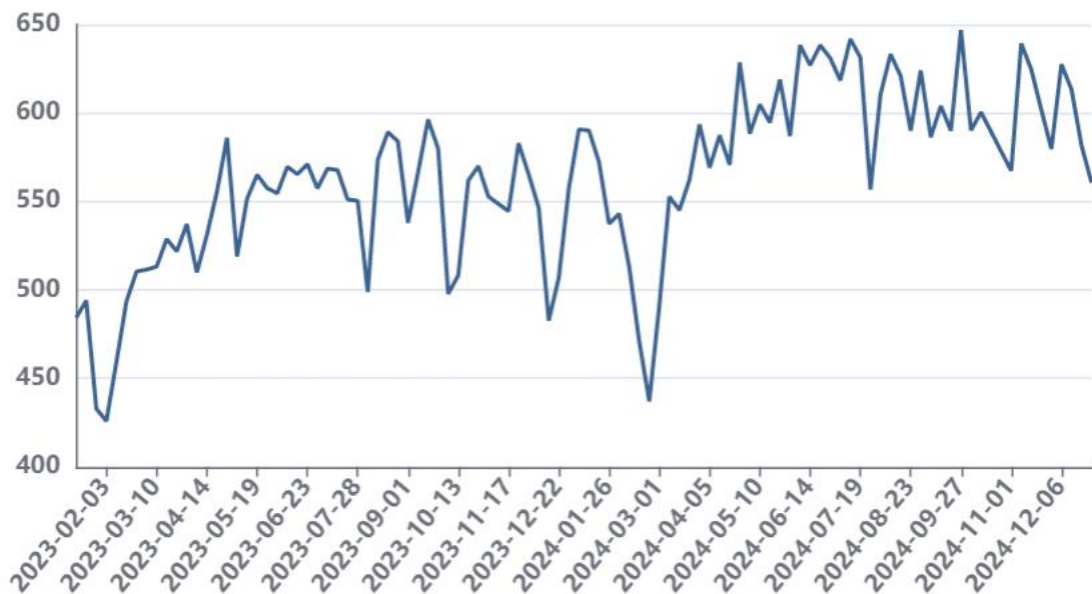
钢厂、焦化产能利用率保持偏高位，近期出现小幅下降，钢厂同比正增，焦化同比负增。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

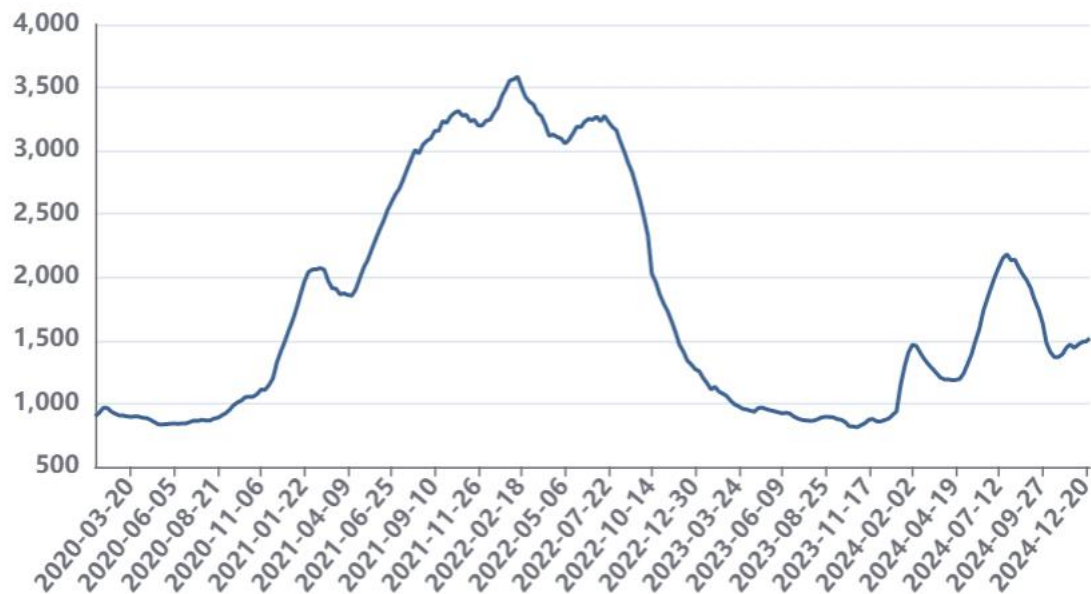
二、核心逻辑

● 港口完成集装箱吞吐量:当周值



数据来源: 同花顺, 齐盛期货整理

● CCFI综合指数



数据来源: 同花顺, 齐盛期货整理

出口方面, 高频率数据显示出口活动保持偏活跃状态。

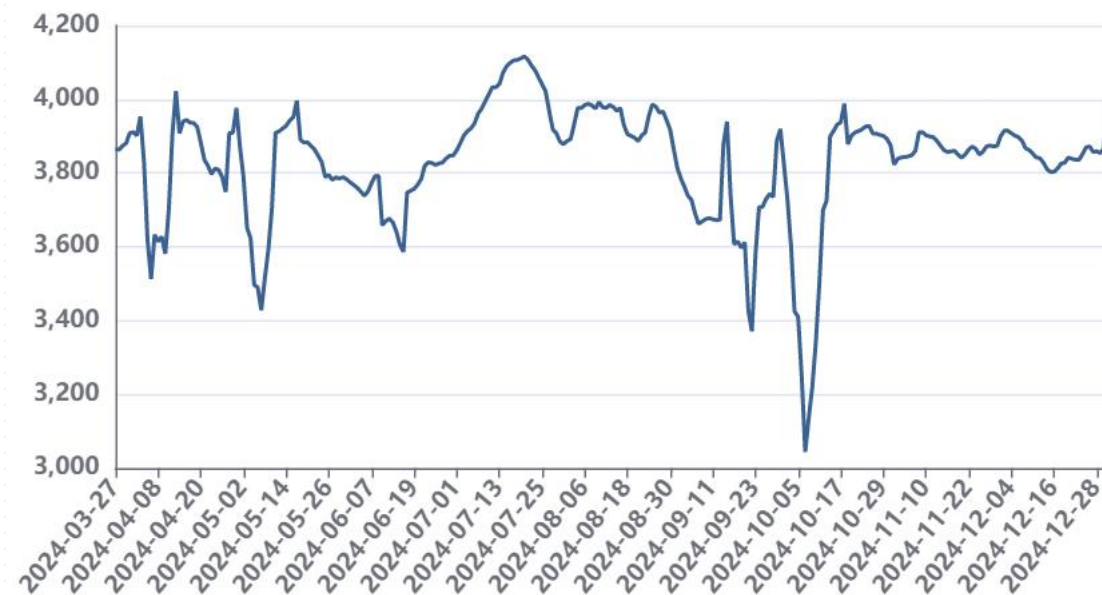
二、核心逻辑

● 执行航班数(周平均值):国内航班:中国



数据来源: 同花顺, 齐盛期货整理

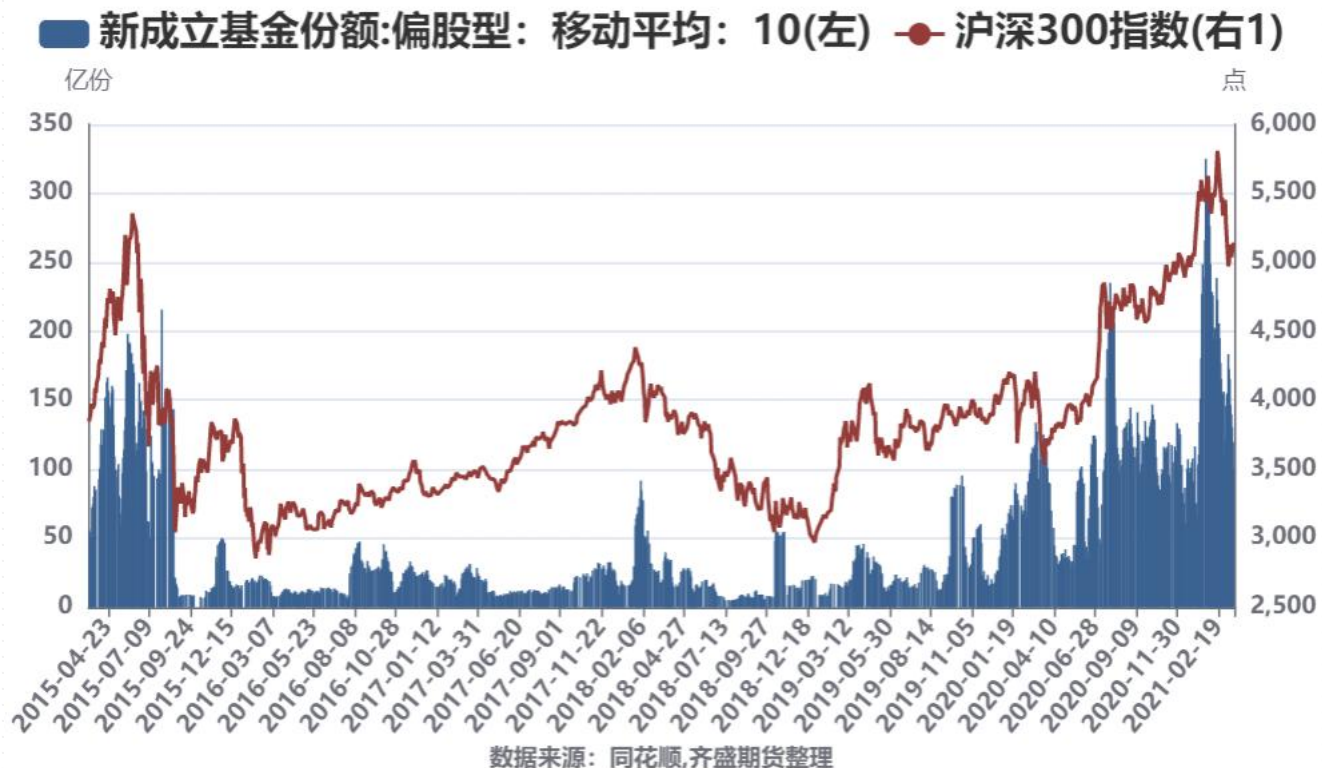
● 地铁客运量:北上广深合计: 移动平均: 7



数据来源: 同花顺, 齐盛期货整理

商务出行、地铁客运较长时间以来保持着相对平稳的状态，同比虽正增，但幅度有限，暗示居民线下活动有待进一步提升。

二、核心逻辑—资金分析



增量资金年度级别展望的结果较为主观, 在此仅提供一先行指标。

基于新发基金首月集中建仓的经验, 新发基金的峰值多领先指数一个月, 这点在2015及2021年均有验证, 样本数据较少但逻辑相对明确。目前指标偏低, 还有较大的上升空间。

二、核心逻辑—资金分析



融资余额数据实际稍之后于行情，指导意义有限。

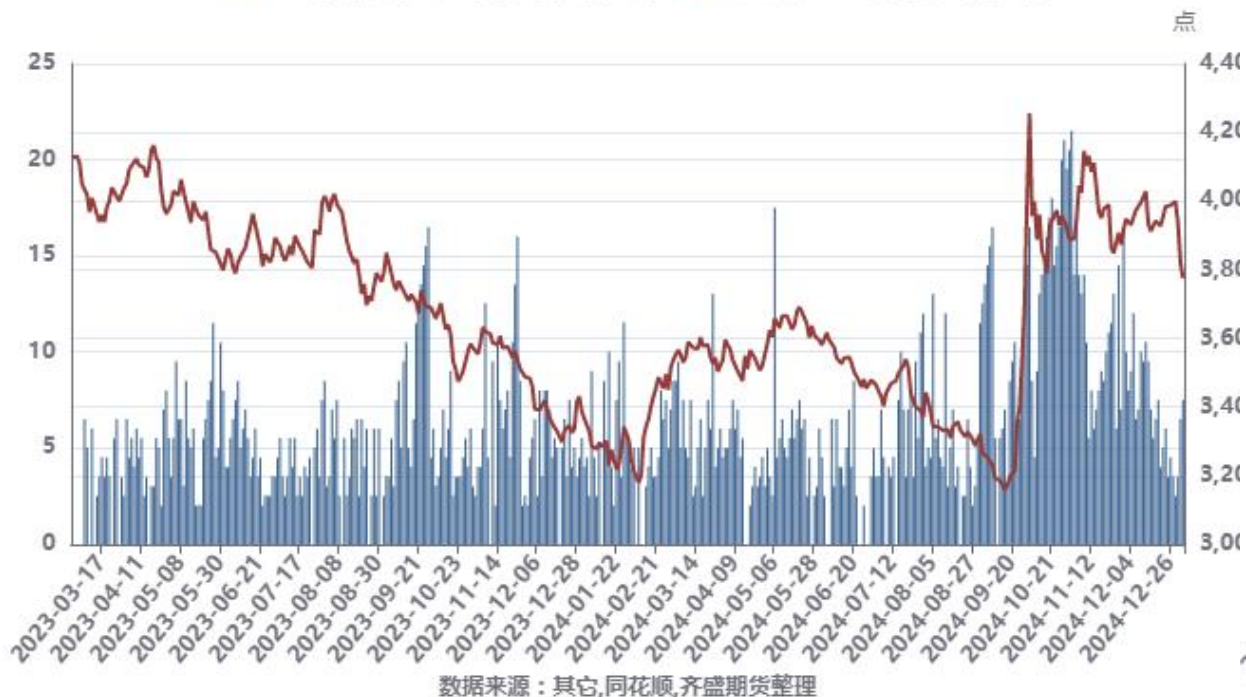
投机资金规模指标有明显的冰点沸点规律，但拐点绝对值、拐点徘徊时间不确定，仅可作参考。

2024年三季度，整体较长时间处于历史低点附近，市场自身的恢复条件在酝酿。

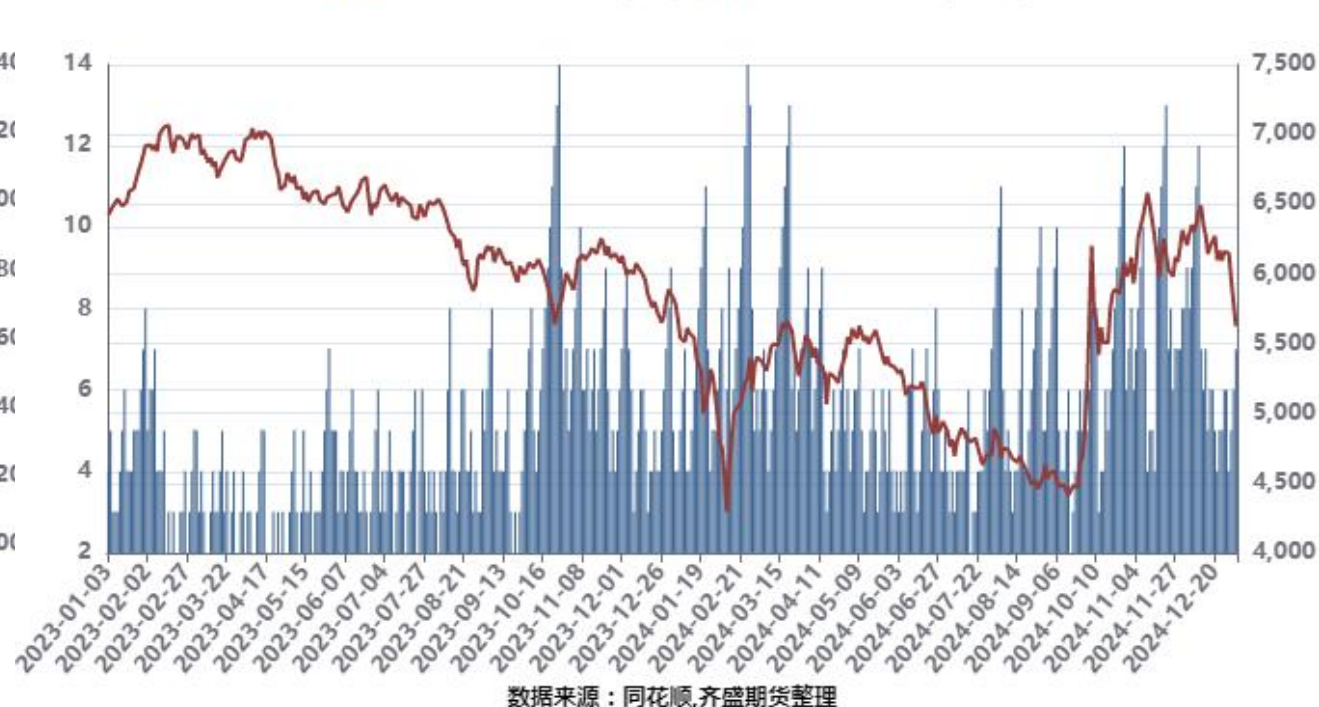
后市的走向，维持逆向思维，关注冰点、沸点的转折。

二、核心逻辑—情绪分析

■ 断板实质空间高度(左) ● 沪深300指数(右1)



■ 自然连板高度(左) ● 中证1000(右1)



空间高度暗示市场的风险偏好。

市场的炒作过程是，先有高标、再有热点、再有热点与指数的共振，高标在很多时候是热点及指数的先行指标。

2024年下半年，高标创历史，市场的风险偏好有了实质性提供，未来较长时间可能活跃度会较高。

后续跟踪的锚，维持逆向思维，关注冰点、沸点的转折。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

三、市场展望

能改变市场、社会、居民流动性的政策是最直接的政策，内生的中期逻辑较强，预计指数或震荡偏上，激进者建议维持逢低做多的策略，稳健者建议关注多IM远月空IH近月的套利策略。

风险点：实体恢复速度不及预期；海外政策不确定性；情绪与指数背离。

免责声明

本报告内容形成采用的基础数据信息均来源于公开资料，我公司对这类信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和报告中得出的结论及给出的建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。交易者据此做出的任何交易决策与本公司和作者无关，本公司不承担交易者对此作出交易决策而产生的任何风险，亦不对交易者作出此类交易决策做任何形式的担保。本报告版权为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告全部或部分内容翻版、复制发布，如引用、刊发，须注明出处为山东齐盛期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的侵权行为与我公司无关，我公司对侵权行为给公司造成的声誉、经济损失保留追诉权利。



◀ 扫码关注齐盛期货 ▶