

不要轻视居民层面增配 A 股的趋势

2025 年 6 月 15 日 星期日

核心结论：

1) **估值端：**下半年 A 股市场估值层面的边际变动或仍是决定 A 股表现的核心因素，而在博弈估值变动时，针对 A 股微观流动性的交易或是相对于利率而言，是更为重要的维度。如果将 2023 年以来，A 股流动性的环境分为三个阶段。第一阶段：2023 年 A 股市场处于“减量博弈”的状态。第二阶段：2024 年年初到 2024 年 9 月中旬，处于“存量博弈”的状态。第三阶段：2024 年 9 月中旬至今，进入了“增量博弈”的状态。“国家队”依然还在发挥着类似平准基金的作用，为指数的下限提供保障。居民层面出现了持续增配 A 股的趋势，是“9.24”行情之后最主要也是最坚定的多头力量，并推动了微盘股行情的持续。居民端流入的速度将决定指数上限。“海外不确定性增加叠加国内政策给予对冲”，导致市场交易情绪的摇摆趋于频繁，特朗普上任之后的政策施压在 A 股市场上的影响是对交易节奏的影响而非是对交易趋势的影响。

2) **盈利端：**中国还未摆脱疫情后的信贷收缩周期，至少目前“宽货币”+“积极财政刺激”还没有根本性的解决需求不足的矛盾，进而没有激发起新一轮的信贷上行周期，下半年刺激力度还需加码。企业经营方针持续较为保守，低利润率是现在 A 股盈利端的核心问题，低利润率使得经济总量上的恢复没有体现在 A 股的盈利上，未来 ROE 的修复首先还是要依赖于利润率方面能够出现持续的提升，以及在盈利状况出现根本性改善后，上市公司潜在后续的加杠杆行为。贸易摩擦阴影下，需求端的矛盾仍然显著。内需是下半年盈利端的关键，边际上已有积极的变化，居民收入增速回升，为消费增速的修复提供了基础，地产逐渐进入企稳期。当前市场对 A 股盈利端的预期本就较弱，尤其是在 4 月中美贸易摩擦之后，故盈利端再去提供负向预期差的概率也已经较低，甚至对盈利端已经过于悲观。

3) **观点：**基于我们的基准假设，模型的中性预测结果为 2025 年上证 50 指数还有 17.7% 的上涨空间，沪深 300 为 20.1% 的上涨空间，中证 500 为 16.7% 的上涨空间，中证 1000 为 22.7% 的上涨空间，国证 2000 为 24.3% 的上涨空间，中证全指为 16.0% 的上涨空间。

深贴水并不等于市场悲观预期。现货多头力量在期货上无法充分体现叠加融券受限背景下“吃贴水”套利难以实现，共同作用或许才是导致 IC 和 IM 的贴水幅度在今年持续处于较高的水平的核心因素。

“多头判断+IC 和 IM 合约深贴水”期货的多头替代策略值得关注。

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

许青辰

研究所研究员

xuqingchen@htfutures.com

从业资格号：F3077365

投资咨询号：Z0015746

联系人：

袁正

研究所研究员

yuanzheng@htfutures.com

从业资格号：F03109114

戴安安

研究所研究员

daianan@htfutures.com

从业资格号：F03132536

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

目录

一、估值端：居民增配 A 股趋势已现，增量流动性的注入或推动估值扩张	3
1.1 估值端的变化是决定 A 股表现的核心因素	3
1.2 宏观流动性继续趋于宽松	3
1.2.1 中国的利率水平可能没有大家印象中的那么低	3
1.2.2 中国的货币投放速度可能没有大家印象中的那么慢	5
1.3 A 股微观流动性自去年“9.24”之后持续增量博弈	7
1.3.1 居民层面出现了持续增配 A 股的趋势	9
1.3.2 微盘股行情背后的推动主体发生了改变	12
1.3.3 流动性环境的变化对市场风格也有影响	13
1.4 绝对估值水平中性，相对估值水平仍然较低	14
1.5 特朗普上任后，市场交易情绪的摇摆趋于频繁，但不会对 A 股估值产生持续压力	15
二、盈利端：刺激加码“弱现实”出现边际改善，“弱预期”或已充分计价外部冲击	16
2.1 中国还未摆脱疫情后的信贷收缩周期，政策刺激力度仍需加码	16
2.2 企业经营方针持续较为保守	19
2.3 低利润率是现在 A 股盈利端的核心问题	20
2.3.1 净利率的持续低迷是 A 股 ROE 的主要拖累	20
2.3.2 低利润率使得经济总量上的恢复没有体现在 A 股的盈利上	21
2.4 贸易摩擦阴影下，需求端的矛盾仍然显著	23
2.5 内需是下半年盈利端的关键，边际上已有积极的变化	24
2.5.1 居民收入增速回升，为消费增速的修复提供了基础	25
2.5.2 地产逐渐进入企稳期	27
2.5.3 “低通胀+贸易摩擦”拖累制造业补库进程	29
2.6 市场对 A 股盈利端的预期本就较弱	30
三、观点和策略：基准预期下指数还有较大上涨空间，深贴水环境下多头替代可关注	32
3.1 深贴水就代表悲观预期么？怎么理解今年 IC 和 IM 合约的深贴水？	32
3.2 2025 年中证全指或还有 11%-21% 的上涨空间	36
3.3 多头替代策略是“吃贴水”的较好方式	37
法律声明：	40
郑重声明：	40

一、估值端：居民增配 A 股趋势已现，增量流动性的注入或推动估值扩张

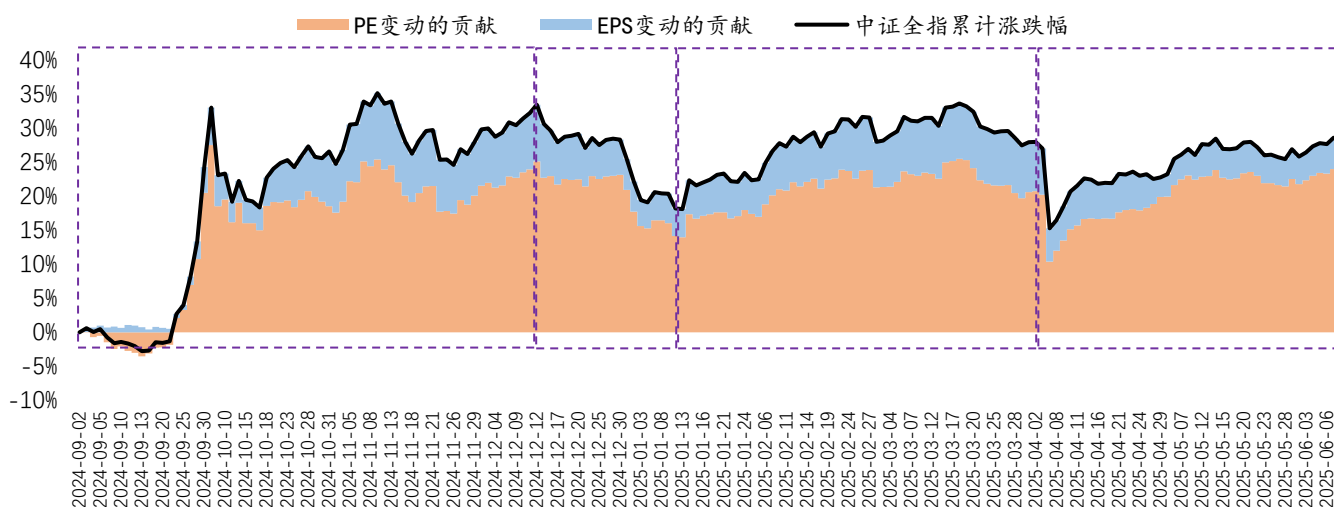
1.1 估值端的变化是决定 A 股表现的核心因素

将 2024 年 9 月到 2025 年 6 月初，中证全指的累计涨跌幅进行归因拆分，可以发现估值端（PE）的变动主导了去年 9 月以来 A 股市场的走势，而盈利端（EPS）的贡献则相对较少。期间，中证全指累计上涨 28.6%，其中 PE 的变动贡献了 24.0% 的涨幅，而 EPS 的变动仅贡献了 4.6% 的涨幅。显然，“9.24”行情的本质是估值修复。

复盘去年 9 月以来的 A 股行情，大致可以分成 4 个阶段，2024 年 9 月到 2024 年 12 月初，“9.24”一揽子刺激政策之后 A 股首先经历了快速的估值修复，其次盈利端预期逐渐改善。2024 年 12 月中旬到 2025 年一月中旬，宏观层面经济增长方面的压力持续显现，同时政策进入平静期，市场开始调降盈利端预期，随着市场情绪的回落估值端亦有回落。2025 年一月下旬到 2025 年三月底，两会预期逐渐升温，盈利端和估值端同步回升，随后政策落地力度基本符合市场预期。2025 年 4 月至今，中美关税摩擦升温，估值端和盈利端遭到快速下修，但后续随着关税摩擦形势的边际转好，估值端开始逐渐修复到摩擦前的水平，但盈利端预期却没有出现明显修复，也显示了现阶段关税摩擦对 A 股市场表现的影响主要集中在盈利端预期。

显然，下半年 A 股市场估值层面的边际变动或将仍是决定 A 股表现的核心因素。将估值的主要影响因素进行拆分，估值的变动主要由无风险利率的变化（价）、微观流动性的变化（量）和市场情绪的变化影响。

图：中证全指累计涨跌幅归因拆分（2024 年 9 月到 2025 年 6 月初）



数据来源：Wind、海通期货研究所

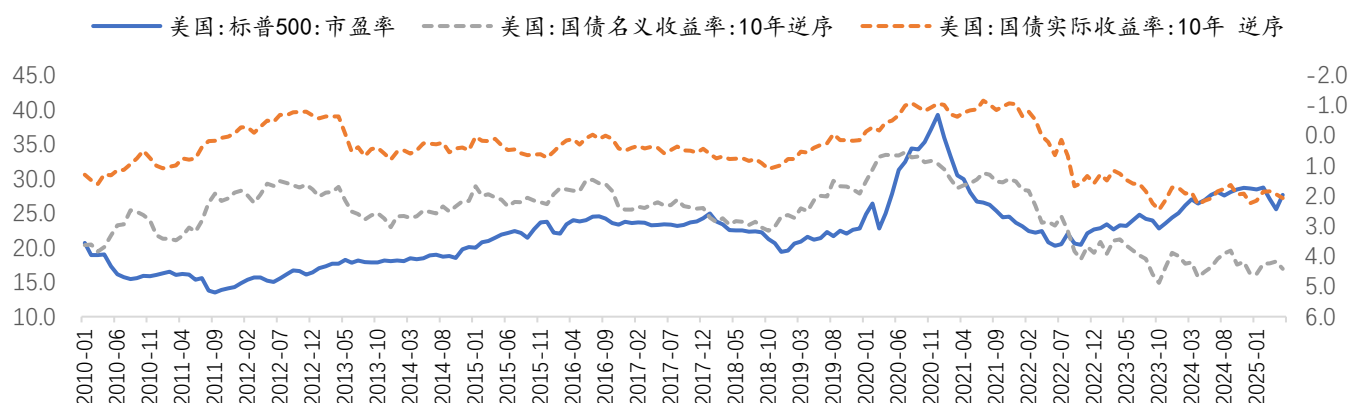
1.2 宏观流动性继续趋于宽松

1.2.1 中国的利率水平可能没有大家印象中的那么低

中国无风险利率与 A 股估值持续脱钩。自 2023 年以来市场一直都存在着一个疑问，为什么中国的无风险利率已经降至历史的水平，但 A 股的估值却始终难以扩张。要回答这个问题，首先需要搞清楚为什么大家倾向于认为无风险利率的下降会有助于权益估值的提升。从贴现模型的角度很好解释这个问题，股价是未来现金流的折现价格，而无风险利率越低代表着折现率越高，即可以享受更高的估值水平。另外，从海外市场，也能得到相关结论的印证，以美股市场为例，在一个较长的时

间维度上看，标普 500 指数的市盈率确实和美国的实际以及名义无风险利率确实存在着一定的负相关性，即美国无风险利率的下行有助提升美股的估值水平。或者可以解释为无风险利率是美股估值水平的重要影响因素。

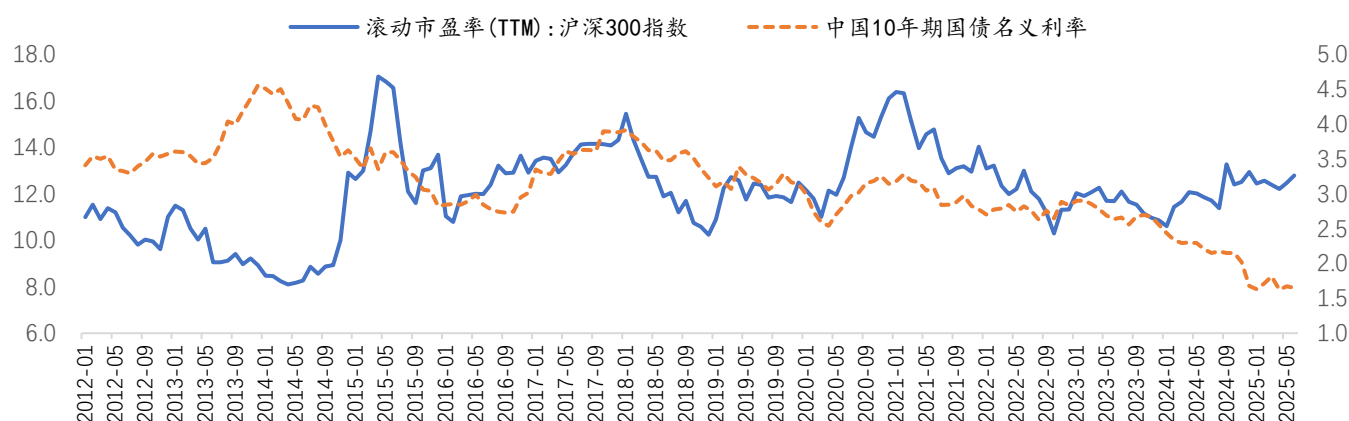
图：标普 500 市盈率和美国实际及名义无风险利率



数据来源：Wind、海通期货研究所

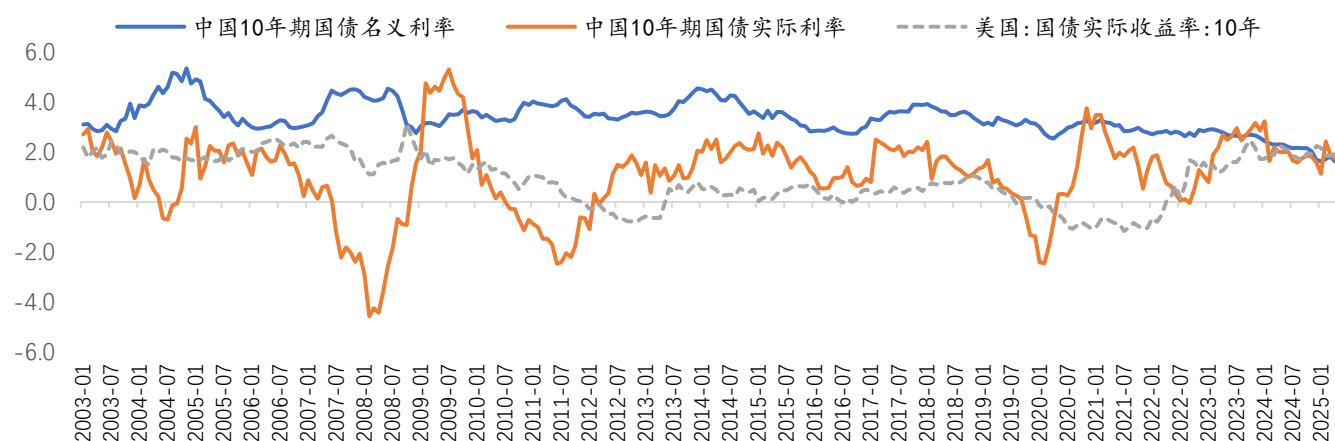
在 A 股市场中这样的规律似乎并不显著，反而在 2016 年到 2022 年中国的无风险利率和沪深 300 的市盈率存在着阶段性的正向相关性，而更多的时候无风险利率并不是 A 股估值水平的重要影响因素，微观流动性的变化（量）和市场情绪的变化似乎才是决定 A 股估值水平更为重要的因素。

图：沪深 300 市盈率和中国名义无风险利率



数据来源：Wind、海通期货研究所

图：中国名义无风险利率、中国实际无风险利率、美国实际无风险利率



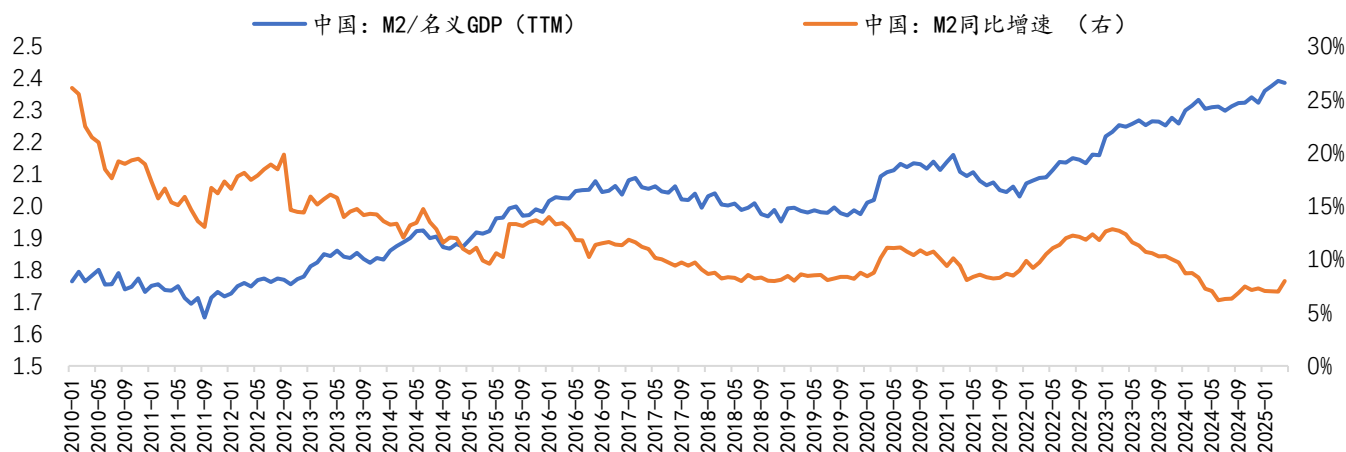
数据来源：Wind、海通期货研究所

另外，需要注意的是，虽然中国的名义无风险利率已经达到了近 20 多年来最低的水平（1.62%-1.68%），但是中国的实际利率（名义利率-通胀）在历史上看并不算低，目前在 1.72%-1.78% 的区间，明显要高于 2011 年到 2019 年以来的中枢水平，即便是在疫情之后（即 2020 年之后），也处于偏高的水平。如果对比美国的实际无风险利率，也不难发现 2020 年到 2023 年中国的实际无风险利率一直都是要高于美国的，到 2024 年两者才达到了差不多的水平。所以，从实际利率的角度来看，中国的无风险利率并没有大家印象中的那么低，而美国的无风险利率也没有大家印象中的那么高。

1.2.2 中国的货币投放速度可能没有大家印象中的那么慢

从货币供应量的角度来看，中国 M2 增速从 2023 年 7 月的高点 12.7% 降至 2024 年 7% 左右，今年 M2 增速回升到 8% 左右，但是依然是近 20 年以来的较低增速水平，单看 M2 增速容易得出宏观总量上的投放较为保守的判断。不过，如果看 M2 的总量/名义 GDP，该比值自 2022 年以来持续攀升，目前已经升至 2.4 左右，处于历史极高的水平，中国的货币投放速度在这几年其实并不慢。

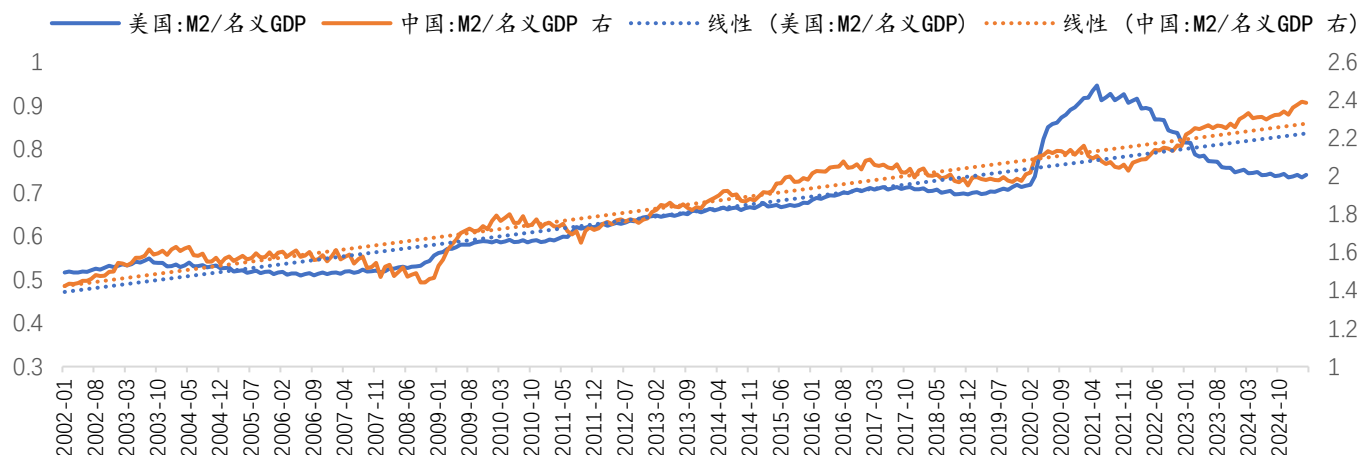
图：M2 增速虽较低，但 M2/名义 GDP 的比值处于历史最高水平



数据来源：Wind、海通期货研究所

作为对比，美国在 2020 年通过无限制 QE 投放了大量流动性，是大家印象中货币投放较快的经济体，但是自 2021 年开始美国就已经开始趋于收紧货币的环境，就目前来看美国 M2 的总量/名义 GDP 的比值已经明显低于长期的趋势水平，而反观中国自 2023 年之后，M2 的总量/名义 GDP 就持续处于长期趋势水平以上，从这个角度也可以得出自 2023 年以来中国货币投放的速度并不慢的结论。

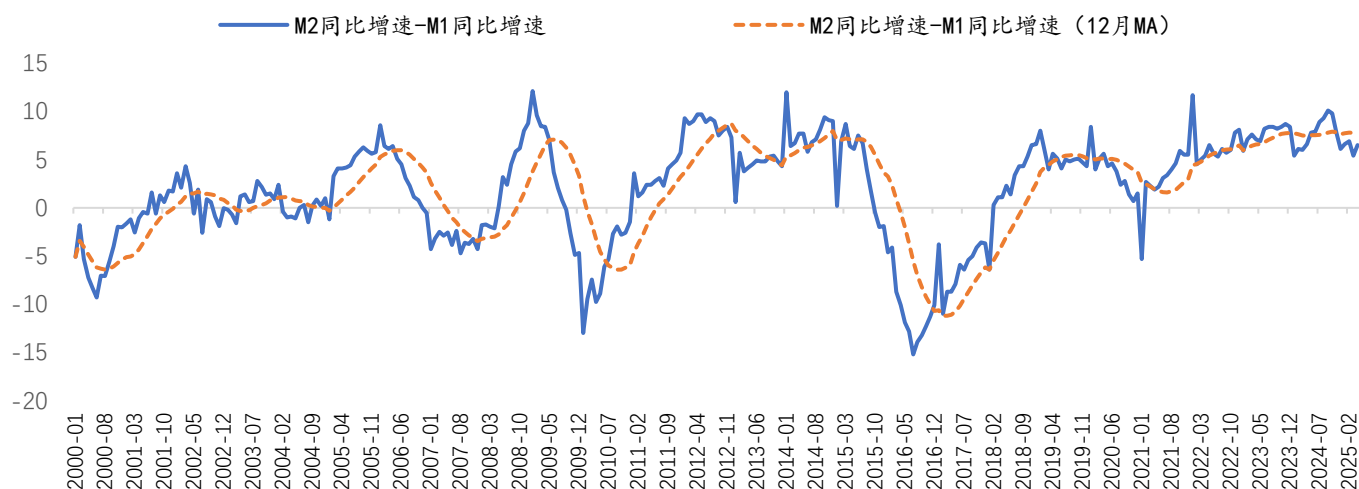
图：中国 M2/名义 GDP 的比值持续位于长期趋势以上，美国则于 23 年 4 季度后位于长期趋势以下



数据来源：Wind、海通期货研究所

货币的传导才是问题的关键。相较于投放总量上的分歧，货币供应结构上的矛盾则更是市场一致担忧的点。货币活性较差的情况在今年上半年并没有出现实质性的改善。尽管，M2 与 M1 的剪刀差在今年出现了小幅度的回落，但是目前剪刀差的绝对水平仍然较高。

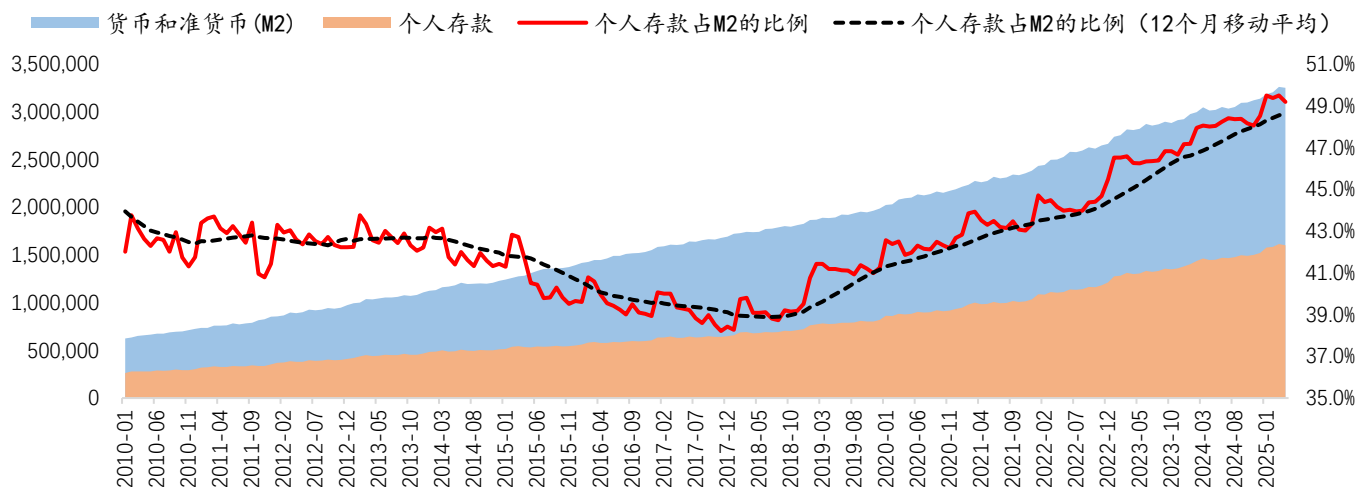
图：货币投放力度的有限的情况下，货币最终大部分还是流向了个人存款



数据来源：Wind、海通期货研究所

观察个人存款占 M2 的比例，该比例从 2018 年（39%）开始持续走升，在今年已经攀升到了 49% 左右的水平。表明，虽然 2023 年之后，央行在货币投放上保持了一定的力度，但是货币最终大部分还是流向了个人存款，使得货币的活性极差，从而影响了 2023 年以来“宽货币”政策对冲经济增长压力的效果。

图：个人存款占 M2 的比例持续走高



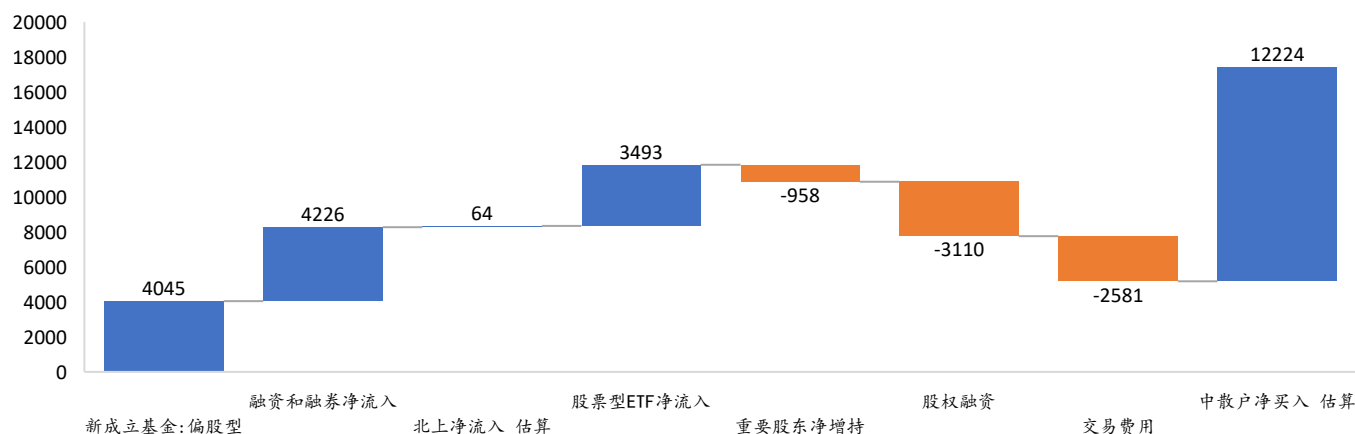
数据来源：Wind、海通期货研究所

不过，从名义利率的边际下行和 M2 增速的边际回升来看，无疑中国在 2025 年的货币政策还在趋于进一步的宽松，上半年已经落地一次 50 个 BP 的降准和 10 个 BP 的降息，而市场普遍预计下半年还会有一次 50 个 BP 的降准和 10-20 个 BP 的降息。考虑到目前中国仍然偏高的实际利率水平，若下半年中国的通胀不出现显著的回升，尽管名义利率已经很低了，但是还有进一步下行的空间，10-20 个 BP 的降息并不算特别激进。

1.3 A股微观流动性自去年“9.24”之后持续增量博弈

通过观察我们可以以较高频率（周频）跟踪的交易主体在 A 股中的净流量，从去年 9 月中旬到今年 6 月初的累计净流入达到 1.74 万亿，显然 A 股已经进入了增量博弈的环境。期间，增量资金的来源主要有四个交易主体，新成立偏股基金的发行（累计净流入 0.4 万亿左右）、融资盘（累计净流入 0.42 万亿左右）、股票型 ETF（累计净流入 0.35 万亿左右）和中散户（累计净流入 1.22 万亿左右）。

图：2024 年 9 月中旬到 2025 年 6 月初，各交易主体累计净流入情况



数据来源：Wind、海通期货研究所

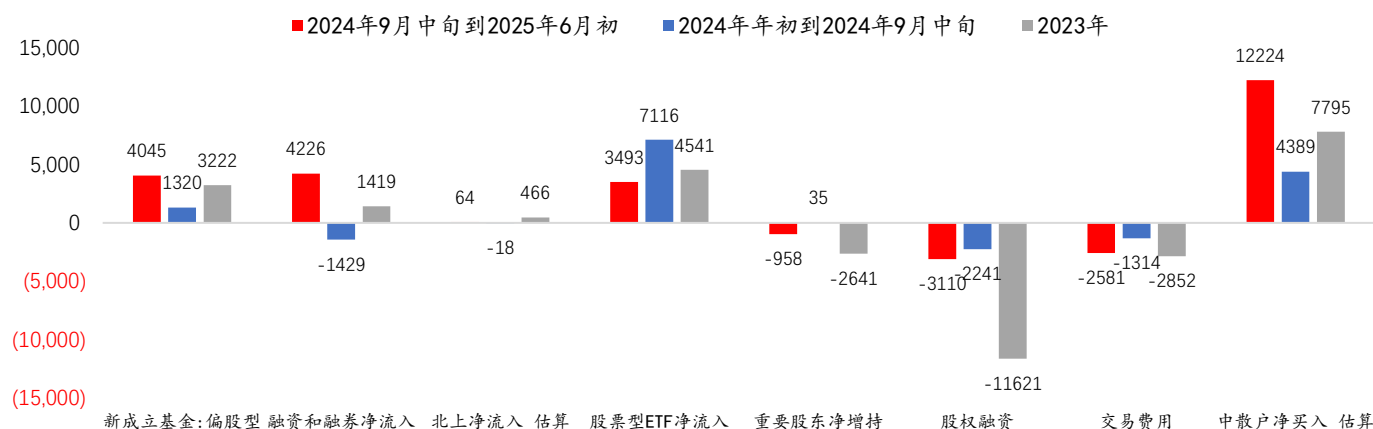
如果将 2023 年以来，A 股流动性的环境分为三个阶段。

第一阶段：2023 年由于注册制的持续推进，股权融资对市场流动性的吸收较大，再叠加 A 股市场整体趋于下跌其他交易主体买入意愿并不强，这个阶段 A 股市场处于“减量博弈”的状态。

第二阶段：2024 年年初到 2024 年 9 月中旬，监管层通过控制 IPO 速度、重要股东减持以及减税降费等方式限制了资金的流出，但是在资金的流入端缺少较大规模的增量资金，A 股市场甚至一度要出现流动性危机，而“国家队”通过在股票型 ETF 上较大规模的净买入，一定程度上对冲了其他交易主体的弱势，这个阶段“国家队”几乎靠一己之力保证 A 股市场处于“存量博弈”的状态。

第三阶段：2024 年 9 月中旬至今，尽管“9.24”行情之后，A 股市场的上涨使得扮演“救市”角色的“国家队”买入的规模有所减少，导致了股票型 ETF 净流入规模有所回落，但是中散户、杠杆资金、以及新基金的发行都出了明显的改善，尤其是中散户出现了较大规模的流入，在赚钱效应的影响下，居民已经出现了增配 A 股的趋势，而在资金流出端仍然保持着一定的限制，资金流出的规模仍明显小于 2023 年，这个阶段 A 股进入了“增量博弈”的状态。

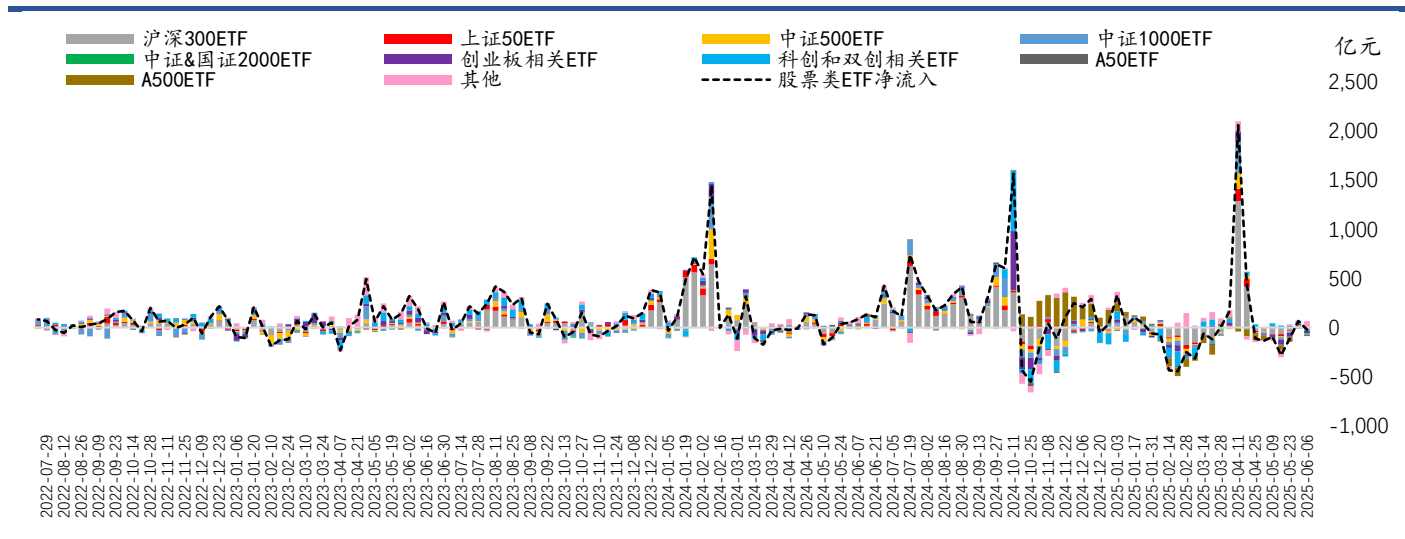
图：各交易主体累计净流入情况，分三个阶段



数据来源：Wind、海通期货研究所

需要注意的是，尽管“9.24”行情之后“国家队”买入的规模有所减少，但是到了关键时刻“国家队”仍然还是A股市场下限的保证。前两次“国家队”在股票型ETF上的集中买入分别发生在2024年的2月和10月，当时股票型ETF单周净流入的峰值在1500亿左右，而今年4月中旬，由于中美关税摩擦的升级，A股市场出现了较大的波动，而股票型ETF的单周净流入超过2000亿，或表明本次“国家队”买入的规模要大于前两次峰值的水平，也直接显示了政策层面维护A股稳定的决心，“国家队”依然还在发挥着类和平准基金的作用。

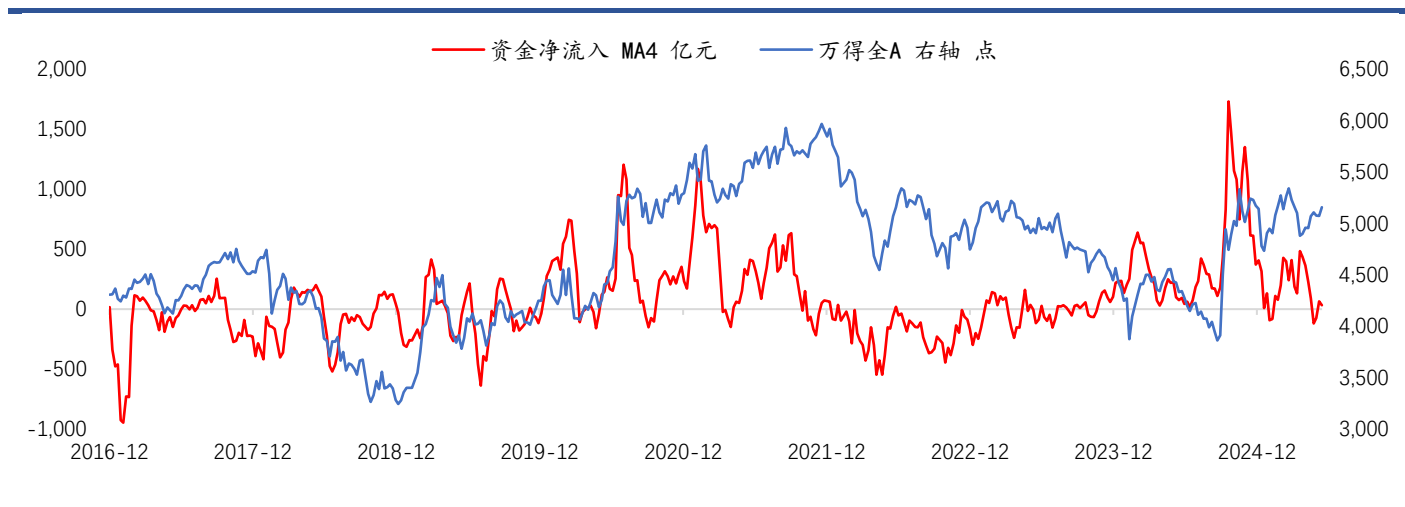
图：股票型ETF净流入（单周）



数据来源：Wind、海通期货研究所

通过观察资金净流入（4周移动平均）对比万得全A指数的走势，不难发现两者在大部分时间里存在着一定的正相关性。历史上来看，估值的变动是决定A股市场表现的关键因素，而在博弈估值的层面针对A股微观流动性的交易或是相对于利率而言，是更为重要的维度。这也就解释了为什么2023年到2024年9月中旬，中国的名义无风险利率持续下行，但A股市场的表现却一直较弱，本质还是因为微观流动性层面无法进入到增量博弈，估值虽低但缺少买入力量去推动估值修复。

图：A股微观资金净流入VS万得全A走势

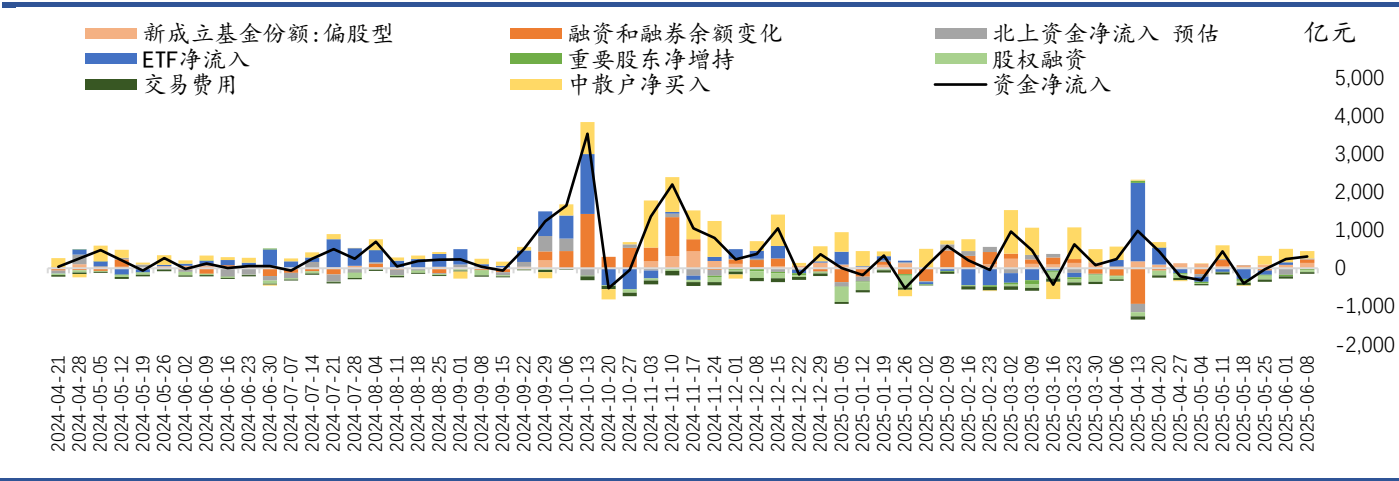


数据来源：Wind、海通期货研究所

1.3.1 居民层面出现了持续增配A股的趋势

“9.24”行情之后，不管是从绝对流入的规模还是从持续流入的韧性，中散户都已经成为了A股市场中最主要也是最坚定的多头力量，甚至出现了比较明显的“逢跌买入”的行为。我们认为其背后所隐含的是，在中国“资产配置荒”的背景下，去年四季度后，固收类产品的回报有所回落，而A股市场的回报明显转好，另外“国家队”多次在关键时刻的救市行为，一定程度缓解了居民对A股市场出现大幅下跌的担忧，居民对A股市场信心有所修复，导致了居民层面出现了持续增配A股的趋势。

图：A股微观流动性跟踪（周频）



数据来源：Wind、海通期货研究所

中国“资产配置荒”特征较为显著的时点开始于2022年，2022年“股房汇”三杀仅固收收益相对稳健，2023年仍然还是“股房汇”三杀仅固收收益相对稳健的局面，但以美股为代表的海外权益市场表现抢眼，同时黄金开始上涨，2024年海外权益市场持续强势，黄金加速上涨，而A股和港股的上涨集中在四季度之后，此前仍然较为弱势，同时“房汇”仍然较弱，尤其是房地产价格的跌幅较大，而受益于名义无风险利率的快速回落，固收产品的收益达到较高水平。

表：大类资产年度涨跌幅（2018年-2025年，2025年数据截止到6月9日）

年份/资产	美股	A股	港股	黄金	原油	固收	汇率	房价
2018年	-6.2%	-25.3%	-13.6%	-1.6%	-24.8%	9.6%	-5.2%	11.8%
2019年	28.9%	36.1%	9.1%	18.3%	34.5%	4.4%	-1.4%	2.0%
2020年	16.3%	27.2%	-3.4%	25.1%	-20.5%	3.1%	6.5%	3.1%
2021年	26.9%	-5.2%	-14.1%	-3.6%	55.0%	5.7%	2.6%	3.1%
2022年	-19.4%	-21.6%	-15.5%	-0.4%	6.7%	3.4%	-8.3%	-4.6%
2023年	24.2%	-11.4%	-13.8%	13.2%	-10.7%	4.7%	-2.0%	-5.7%
2024年	23.3%	14.7%	17.7%	27.2%	0.1%	8.3%	-2.8%	-10.1%
2025年*	2.1%	-1.3%	20.5%	26.7%	-9.0%	0.5%	1.6%	-3.2%

美股：标普500指数；
黄金：伦敦金现货；
汇率：美元兑人民币；
*2025年数据截止到6月9日

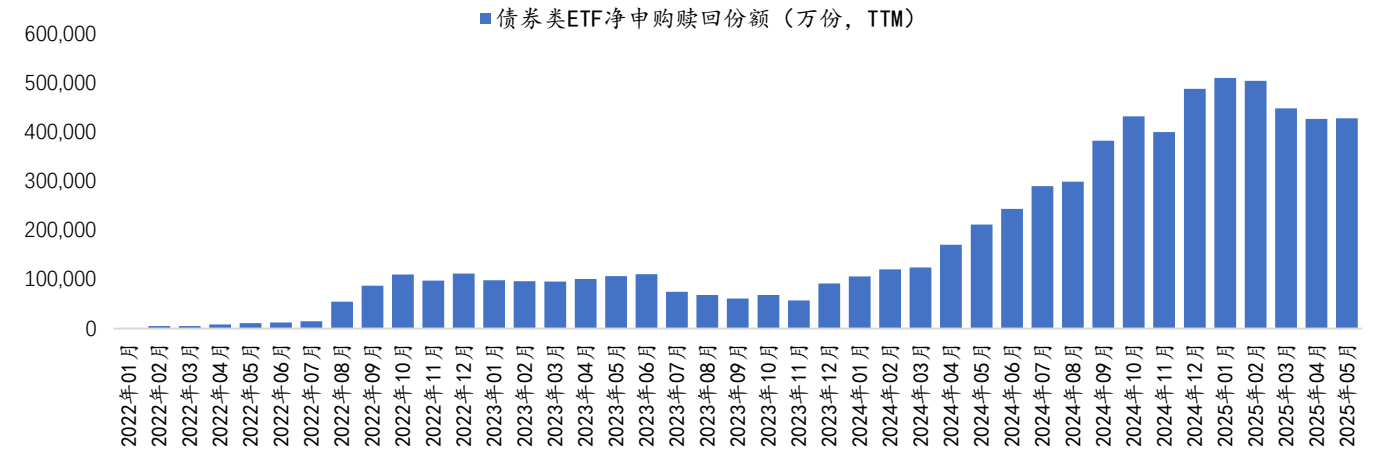
A股：沪深300指数；
原油：中质轻原油(WTI)现货；
房价：中国二手房出售挂牌价指数。

港股：恒生指数；
固收：中债总指数；

数据来源：Wind、海通期货研究所

“资产配置荒”的影响就是一旦有某类资产持续的显示出赚钱效应，配置上就会出现明显的“羊群效应”，但是若资产赚钱效应减弱，投资的“羊群行为”也会收敛并转移到别的收益较好的资产上。比如，观察债券类 ETF 净申购赎回份额（TTM），自 2022 年下半年开始出现了净申购规模的提升，到 2024 年净申购规模出现了快速的攀升，12 个月滚动累计净申购规模也达到了高点。但是到了 2025 年由于固收类产品回报水平降至历年低点，累计净申购规模则趋于回落。

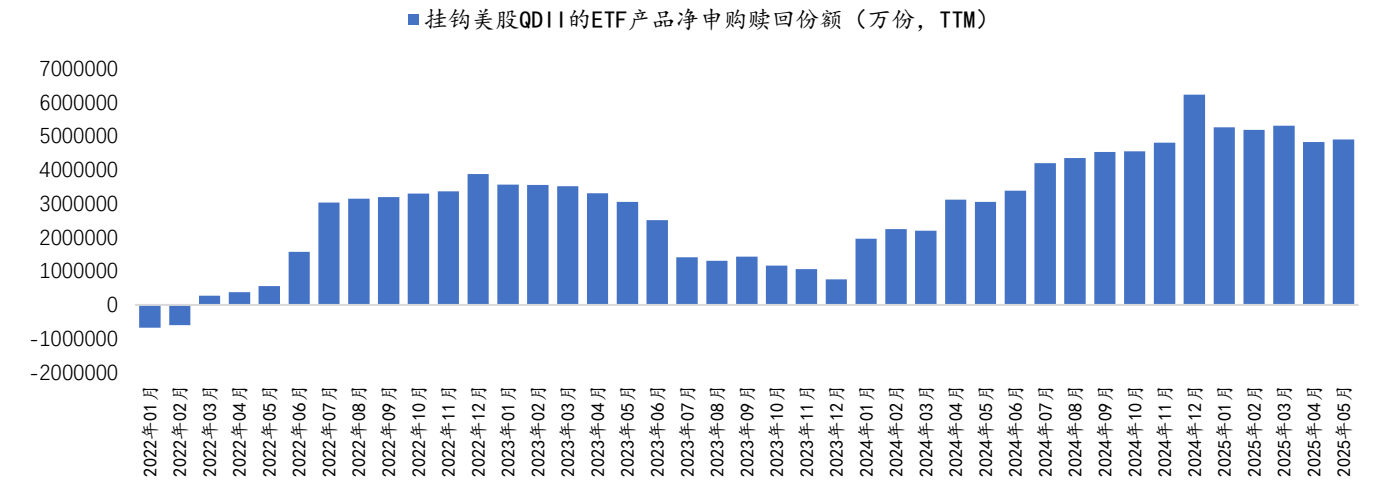
图：债券类 ETF 净申购赎回份额（TTM）



数据来源：Wind、海通期货研究所

再看美股，美股的加速上涨开始于 2023 年四季度，而随后在 2024 年挂钩美股 QDII 的 ETF 产品的净申购赎回份额（TTM）开始快速攀升，而在 2025 年随着美股涨势的放缓，12 个月滚动累计净申购规模则趋于回落。

图：挂钩美股 QDII 的 ETF 产品的净申购赎回份额（TTM）



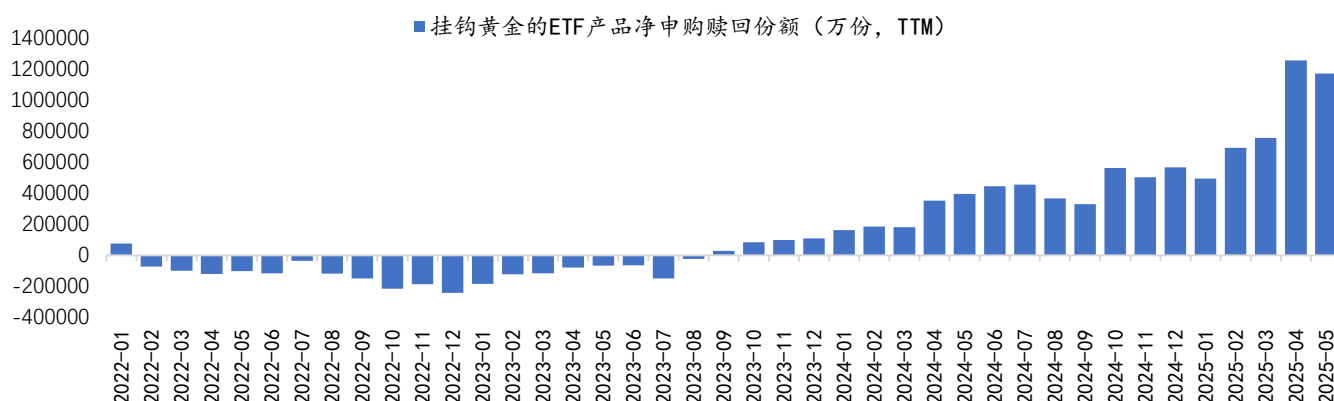
数据来源：Wind、海通期货研究所

再看黄金，黄金的快速上涨开始于 2024 年，而随后在 2024 年挂钩黄金的 ETF 产品的净申购赎回份额（TTM）开始逐渐爬升，而在 2025 年黄金的涨势依然迅猛，同时，其相关 ETF 的 12 个月滚动累计净申购规模则上升到历年来的最高水平。

所以，在 2025 年中国房地产持续负收益、固收产品回报有所回落，美股回报显著回落，而汇率层面开始企稳的背景下，自去年四季度以来，A 股和港股都表现出了一定的赚钱效应，使得居民层面出现了增配 A 股的趋势，而受益于外资流动环境相对而言更为放松，港股对汇率的敏感程度要高

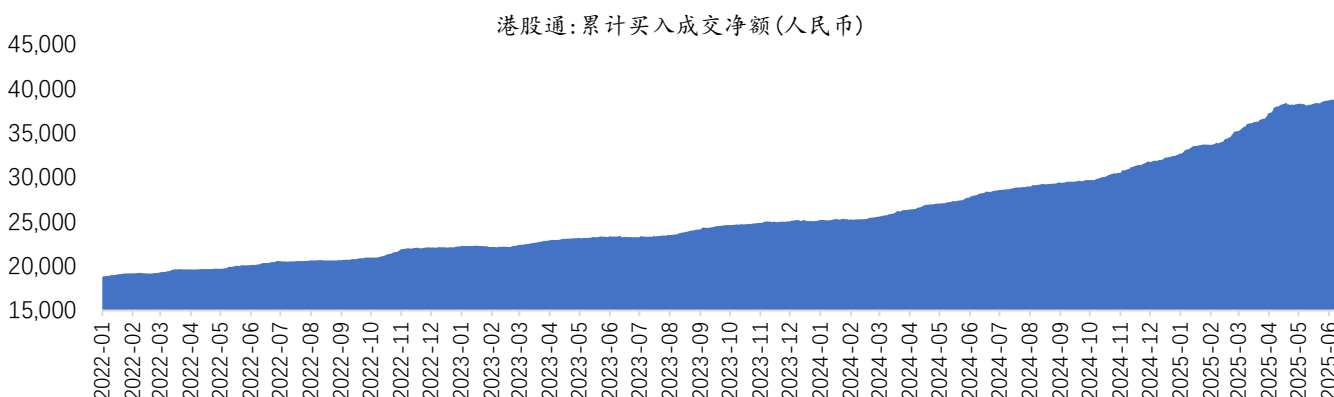
于 A 股，而北上资金方面对 A 股尚未形成趋势性的净买入，港股在几年上半年的表现要明显好于 A 股，南下资金自 2024 年下半以来保持着较为激进的买入力度，直到 4 月公募新规的发布，或一定程度上限制公募超配港股的趋势，南下资金买入的斜率才有所放缓。

图：挂钩黄金的 ETF 产品的净申购赎回份额（TTM）



数据来源：Wind、海通期货研究所

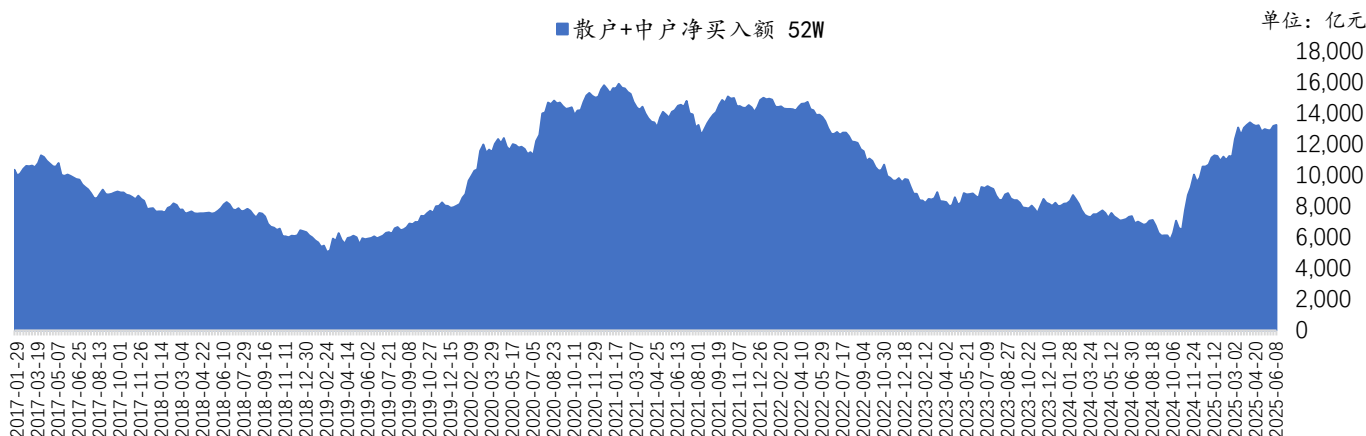
图：南下资金累计净买入额



数据来源：Wind、海通期货研究所

从中散户净买入规模（52 周累计）来看，上一轮中散户的趋势性买入发生在 2019 年初到 2021 年一季度，本轮的集中买入开始于 2024 年 9 月底，目前累计买入规模已经逐渐接近 2021 年上半年的高点，但是本轮指数的涨幅（沪深 300 指数累计上涨了 21% 左右）较上一轮中散户集中买入的期间（沪深 300 指数累计上涨了 90% 左右）还有较大差距，显然 A 股市场还没有过热的现象。

图：中散户净买入规模（52 周累计）



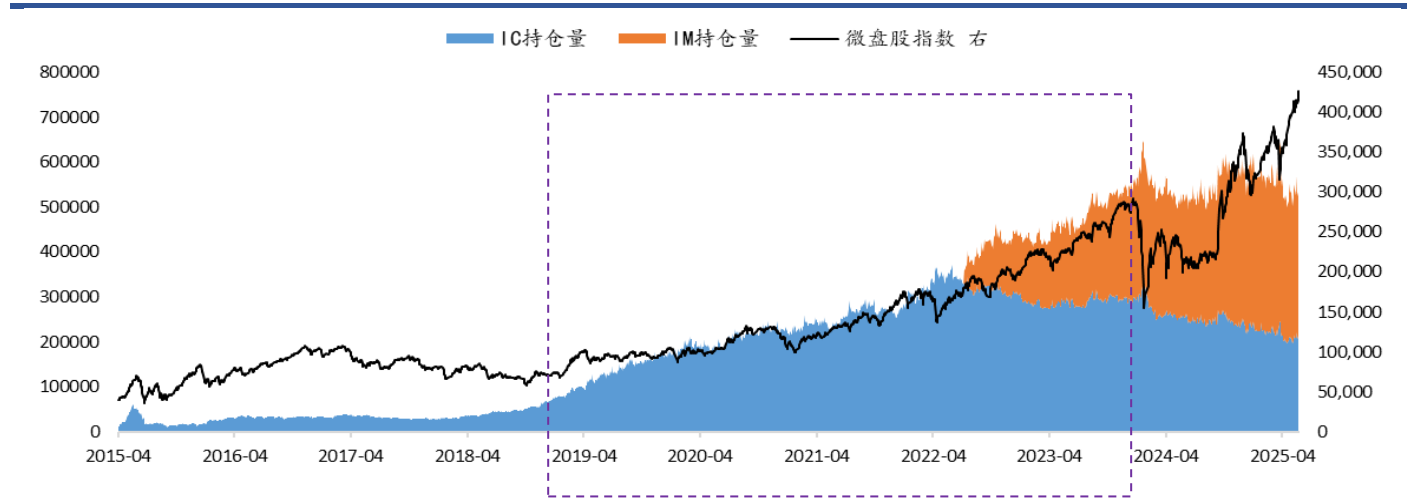
数据来源：Wind、海通期货研究所

1.3.2 微盘股行情背后的推动主体发生了改变

复盘 2019 年到 2023 年微盘股的行情，其中核心的推动资金来自于量化私募的市场中性和指数增强产品的扩容，其背后结构上的因素来自于 2019 年以来中金所对股指期货的松绑，尤其是对 IC 合约的松绑以及在 2022 年下半年上市了 IM 合约。自 2019 年以后，微盘股指数的走势和 IC+IM 合约的持仓量的走势在趋势上大体一致，IC 和 IM 合约的持仓量走势的变化是衡量市场中性产品总规模变化的一个参考指标。

2024 年年 2 月到 4 月股指期货持仓下滑的整体趋势是较为显著的，尤其是 IC 和 IM 合约，进入 2024 年 4 月以后 IC 和 IM 持仓量趋势边际逐渐走平，或显示在经历了年初的产品集体回撤后，2024 年 4 月之后量化产品规模开始趋于稳定，虽然 6 月以来小微盘股的跌幅较大，但 IC+IM 的持仓量并未出现显著的回落，9 月份之后持仓量再度走升一度，升至去年年底的高点水平，或主要是因为前期市场较为极端的升水，激发了“吃升水”策略的应用，显示至少目前来看量化产品的规模没有再出现显著减少的情况。

图：IC+IM 持仓量与微盘股指数对比

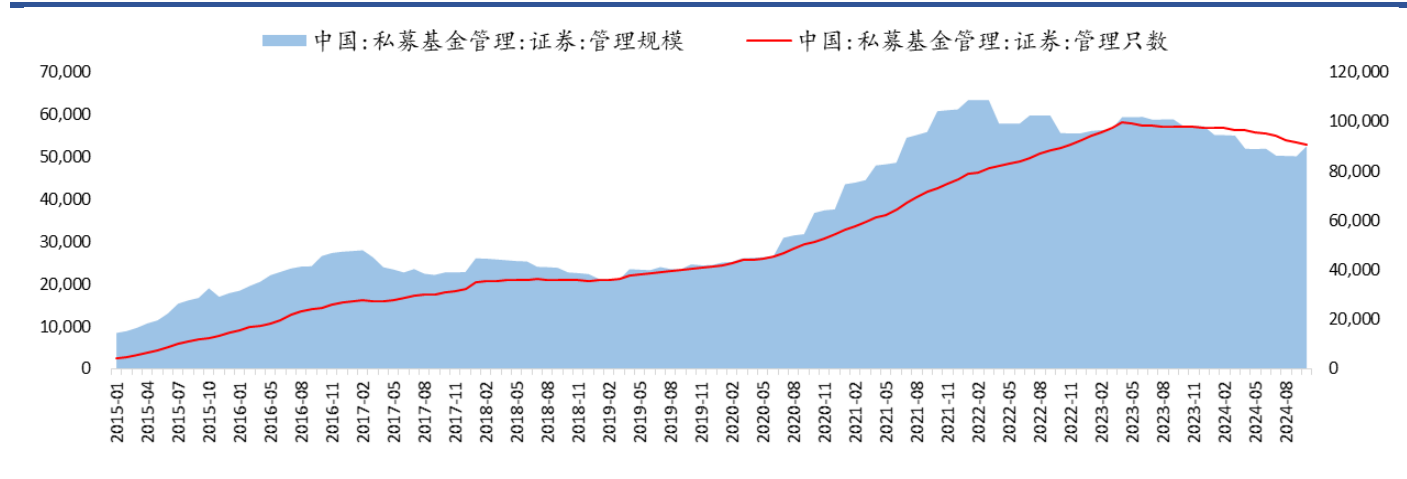


数据来源：Wind、海通期货研究所

在 2024 年市场中性和指数增强产品出现了集体大幅回撤，政策层面则加强了对量化交易的限制，量化产品存续规模受到了一定冲击，且新产品的发行热度较低，推动过去 2019 年到 2023 年微盘股行情的核心力量受到了影响。

另外，2024 年开始私募基金证券类型产品不管是管理规模还是管理只数都持续的下滑，也印证了 2024 年年初量化产品集体回撤对存量规模的影响。

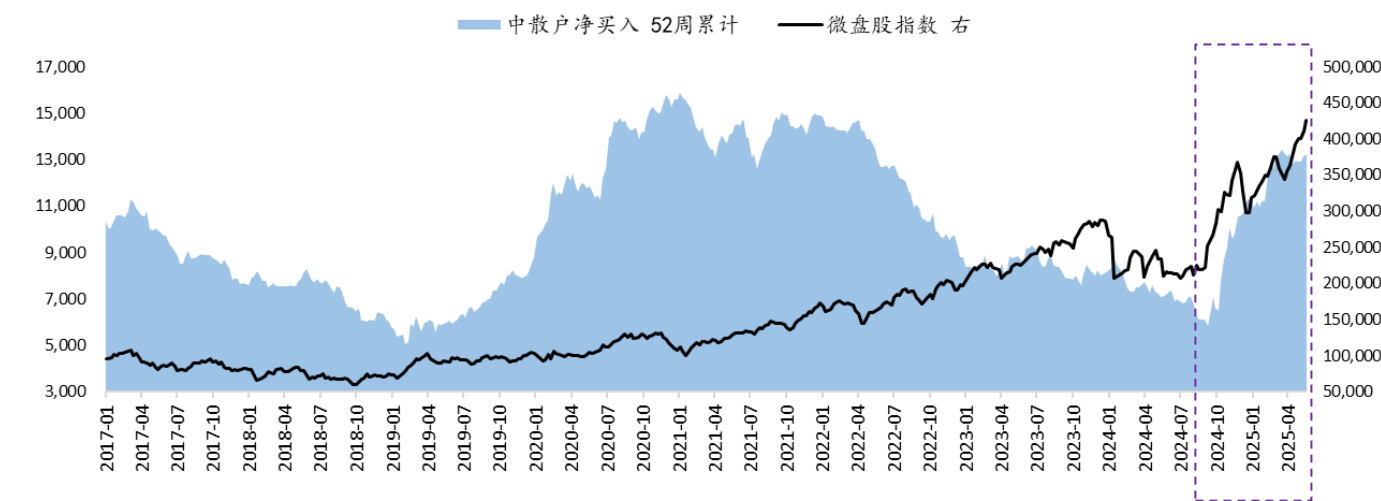
图：证券类型私募基金管理规模和只数



数据来源：Wind、海通期货研究所

这并不意味着微小盘股就没有机会，2024 年 9 月底之后，微盘股再度释放 Beta 弹性，目前微小盘股指数再创历史新高，显然推动 2024 月底之后微小盘股行情的资金并非是量化私募，更多的来自于中散户和杠杆资金的受赚钱效应吸引的买入，所以，在增量博弈的环境之下，需要注意的是，决定微盘股行情的根本力量已经发生改变，由量化私募转为了中散户。

图：中散户净买入（52 周累计）与微盘股指数对比



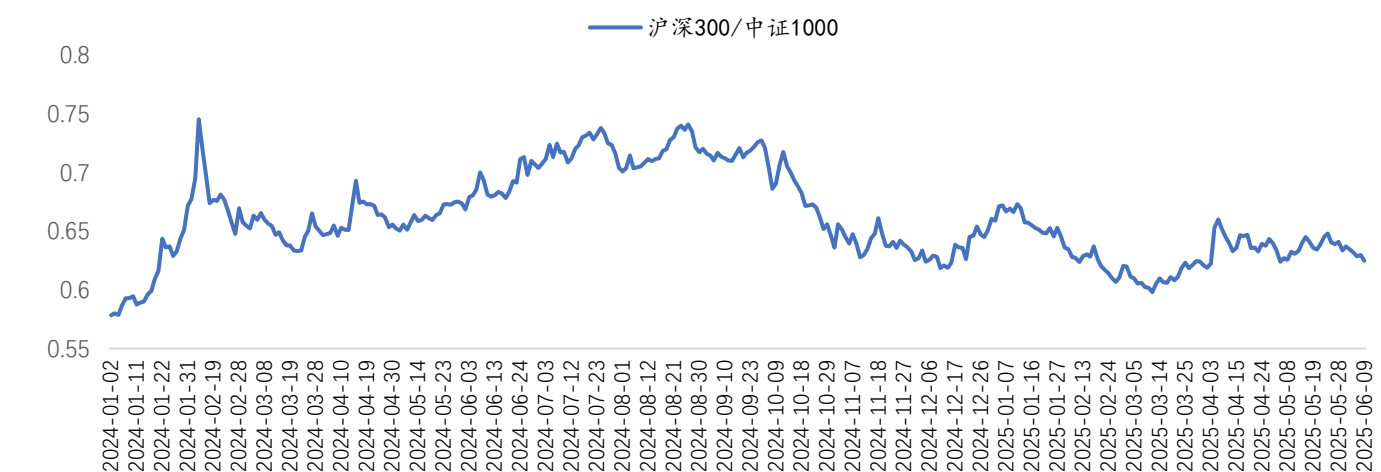
数据来源：Wind、海通期货研究所

1.3.3 流动性环境的变化对市场风格也有影响

2024 年年初到 2024 年 9 月中旬，A 股市场处于“存量博弈”的状态，流动性层面的增量又主要由“国家队”在股票型 ETF 上的买入贡献，而“国家队”在 ETF 上偏好又是沪深 300 指数 ETF 和上证 50 指数 ETF，使得在指数层面，2024 年年初到 2024 年 9 月中旬沪深 300 为代表的大盘价值股表现要好于中证 1000 为代表的小盘成长股。

2024 年 9 月底至今，市场的增量流动性主要由赚钱效应吸引来的中散户和杠杆资金贡献，而随着指数的企稳反攻，“国家队”在股票型 ETF 上的买入规模明显收缩，流动性整体环境已经是较为显著的增量博弈，由于中散户和杠杆资金的选股偏好主要为中小市值成长型标的及强 Beta 标的，造成了 2024 年 9 月底之后在宽基指数集体上涨的背景下，小市值成长标的的 Beta 弹性要比大市值价值标的的 Beta 弹性更好，反馈在指数层面则是 2024 年 9 月底之后中证 1000 的表现要强于沪深 300。

图：中证 1000/沪深 300

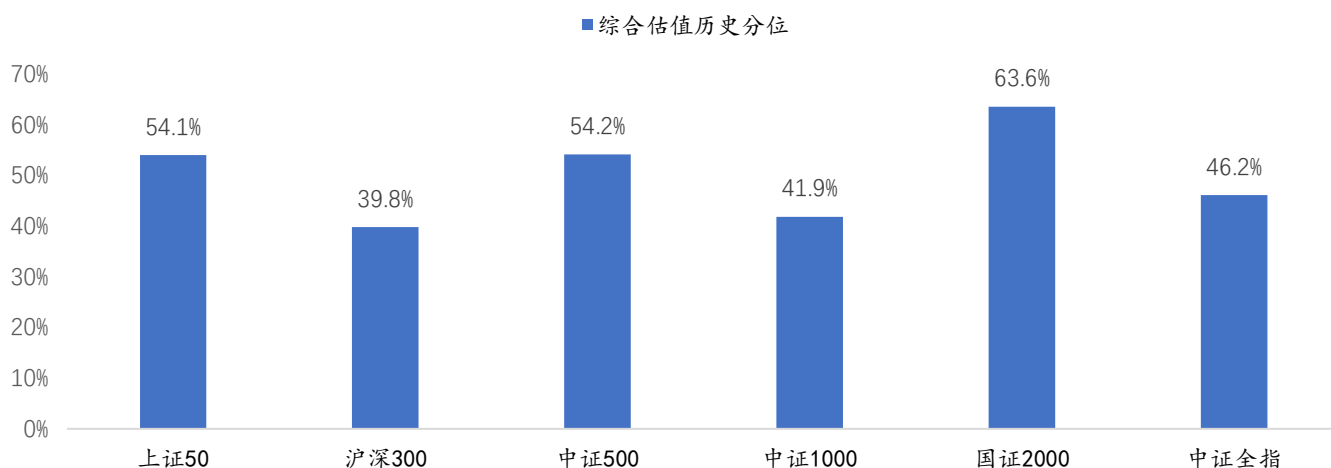


数据来源：Wind、海通期货研究所

1.4 绝对估值水平中性，相对估值水平仍然较低

绝对估值的角度来看，宽基指数的估值水平较为均衡。截止到今年 6 月初，综合市盈率（PE_TTM）和市净率（PB_LF）的估值水平，目前主要宽基指数的尚处于历史中性的估值水平，国证 2000、中证 500 和上证 50 的综合估值历史分位（十年滚动）稍高，分别为 63.6%、54.2%和 54.1%；中证全指、中证 1000 和沪深 300 的综合估值历史分位（十年滚动）稍低，分别为 46.2%、41.9%和 39.8%。显然，“9.24”行情之后，A 股市场完成了从估值底部向估值中性的修复，但并没有提前计价未来增量流动性对估值的潜在扩张。

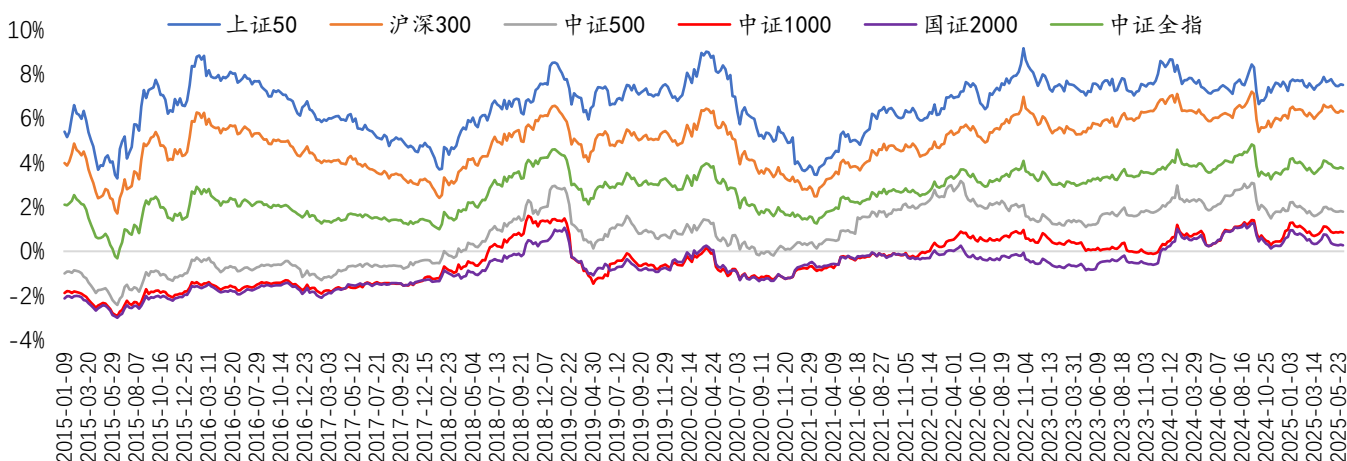
图：主要宽基指数综合估值十年滚动历史分位



数据来源：Wind、海通期货研究所

相对估值的角度来看，宽基指数的估值水平仍然较低。风险溢价方面，目前各宽基指数的风险溢价仍处于近 10 年以来较高的水平，考虑到下半年中国的货币依然会趋于宽松，还有 10-20 个 BP 的降息空间，显然较高的风险溢价指向的是 A 股的相对配置价值仍然显著。

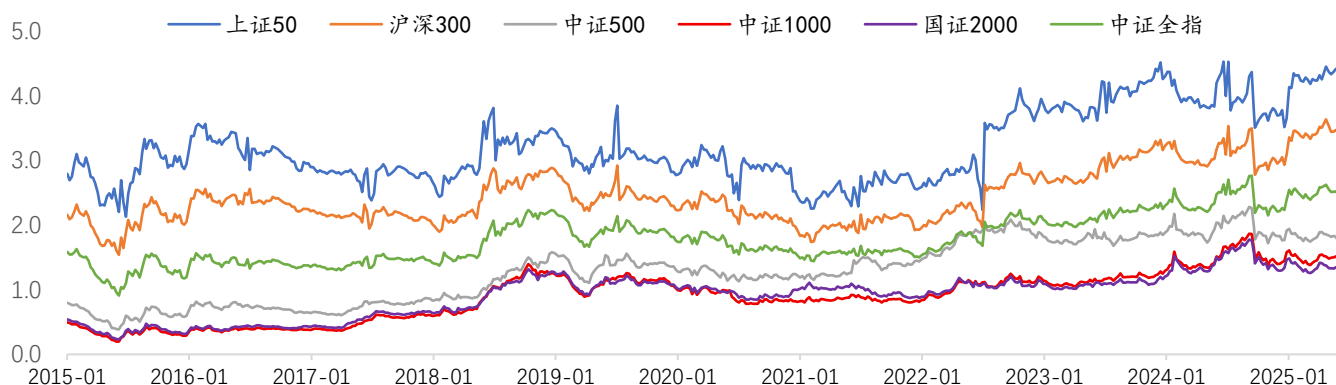
图：主要宽基指数风险溢价



数据来源：Wind、海通期货研究所

股息率方面，截止到今年 6 月初，主要宽基指数的股息率（近 12 个月）也处于近 10 年以来较高的水平。从股息率的绝对水平来看，上证 50 的股息率（近 12 个月）在 4.2%左右，沪深 300 的股息率（近 12 个月）在 3.4%左右，相较于已经 1.65%以下的中国名义无风险利率，有着明显的比较优势。即便是股息率相对较低的中证全指，其股息率（近 12 个月）也在 2.5%左右，也要高于名义无风险利率 85 个 BP 左右。在增量博弈的环境下，指数层面的 Beta 风险可能相对可控的背景下，较高的股息率也一定程度上显示出了 A 股市场的相对配置价值。

图：主要宽基指数股息率（近12个月，%）



数据来源：Wind、海通期货研究所

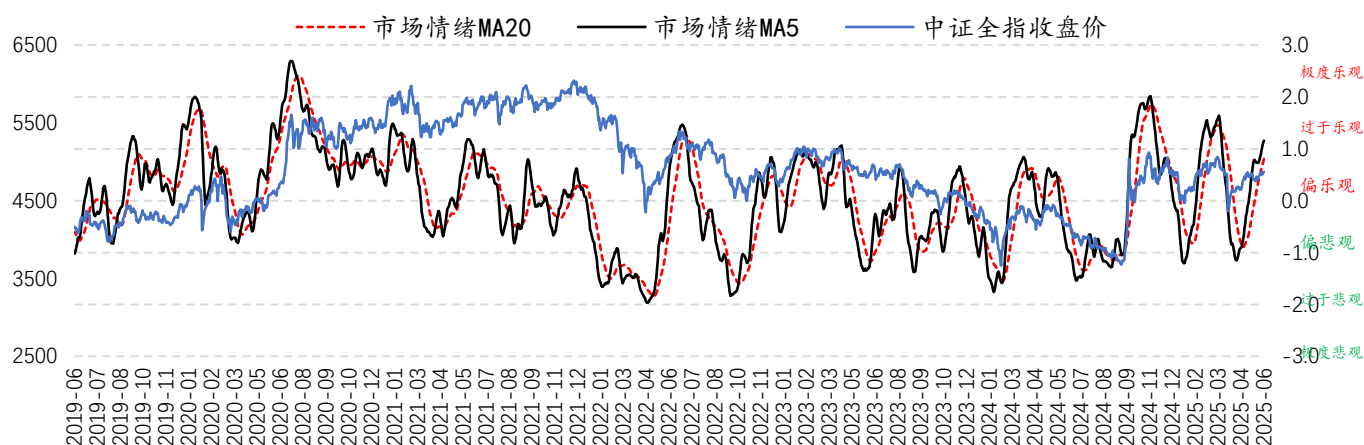
1.5 特朗普上任后，市场交易情绪的摇摆趋于频繁，但不会对A股估值产生持续压力

我们通过A股对资金类、量价类、估值类和衍生品类指标的处理编制了A股的市场情绪指数，通过观察A股市场情绪指数，在短周期(5日移动平均)的视角下，可以发现在“9.24”行情之后，市场交易情绪的摇摆要比以往更为频繁，我们认为这可能反映了自去年四季度之后，国内政策的发力趋于频繁，另外特朗普上任之地缘政治及外部经济形式趋于复杂，事件冲击型的交易变多，导致了市场交易情绪的来回摇摆。

其在数据上的体现则是，A股市场情绪(5日移动平均)两个波谷之间的时间距离由以前的平均5-6个月缩短至2024年四季度之后的2-3个月。也就是说，2024年四季度之前A股市场情绪完成“悲观-乐观-悲观”的摇摆大致需要半年的时间，而2024年四季度之后A股市场情绪完成“悲观-乐观-悲观”的摇摆仅需要不到一个季度的时间。

政策层面的大格局是“海外不确定性增加-国内政策给予对冲”，也正是由于市场交易情绪的摇摆趋于频繁，我们认为特朗普上任之后的政策施压在A股市场上的影响是对交易节奏的影响而非是交易趋势的影响。

图：A股市场情绪（5日移动平均）两个波谷之间的距离在去年四季度之后有所缩小



数据来源：Wind、海通期货研究所

考虑到海外地缘局势趋于紧张，以及中美贸易谈判还存在较多不确定性，下半年A股市场的交易情绪或仍将趋于频繁摇摆，为了这种情景对于多头而言在，流动性A股增量的环境里，“不轻仓也不满仓”或是一个比较好的应对方式，即总是留有一些子弹在“黑天鹅”发生，市场情绪摇摆至悲观时进行买入。而对于空头而言，做空的时间窗口都是较短的，A股市场或不会因为外部局势而出现趋势性的下跌。

二、盈利端：刺激加码“弱现实”出现边际改善，“弱预期”或已充分计价外部冲击

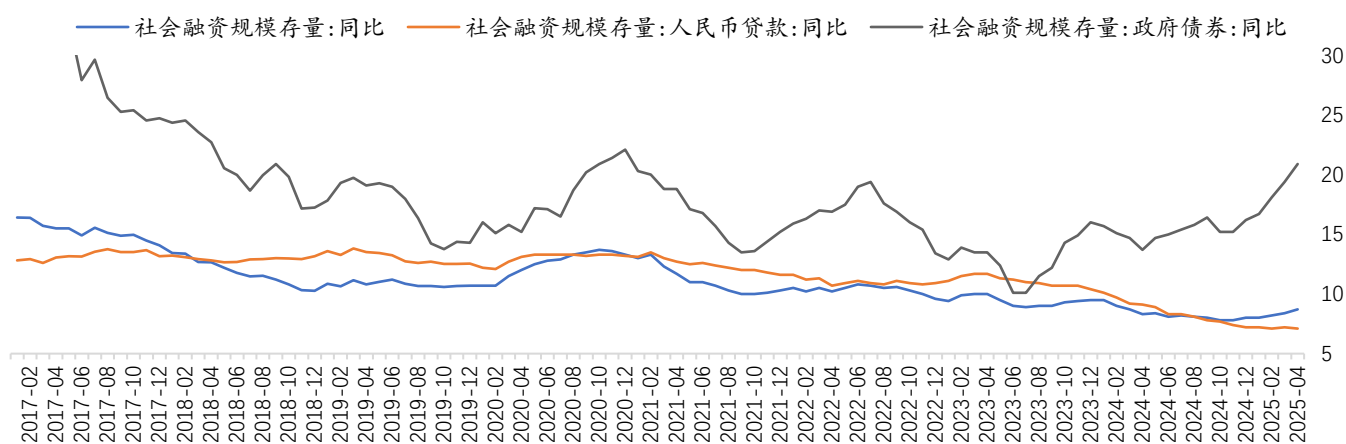
2.1 中国还未摆脱疫情后的信贷收缩周期，政策刺激力度仍需加码

在信贷周期方面，今年与去年最大的不同在于，社融存量增速和人民币贷款存量增速出现了分化，一边社融存量增速从2024年底的8.0%回升到了今年4月的8.7%，与M2增速的差距趋于走阔，或显示“宽货币”向“宽信用”的传导逐渐通畅；另一边则是人民币贷款存量增速持续处于低位，从2024年底的7.2%回落到了今年4月的7.1%，与社融存量增速的差距持续扩大。

如果只看人民币贷款存量增速，除了在2022年12月到2023年4月由于防疫政策的放松出现过一段时间的修复，其余时间段均处于下行的趋势中，显然中国还未摆脱疫情发生后的信贷收缩周期。

至于社融存量增速的回升，从结构上来看也主要是受到了政府债券的显著拉动，政府债券存量增速从2024年底的16.2%大幅提升到了今年4月的20.9%，几乎是2019年以来的最高水平。

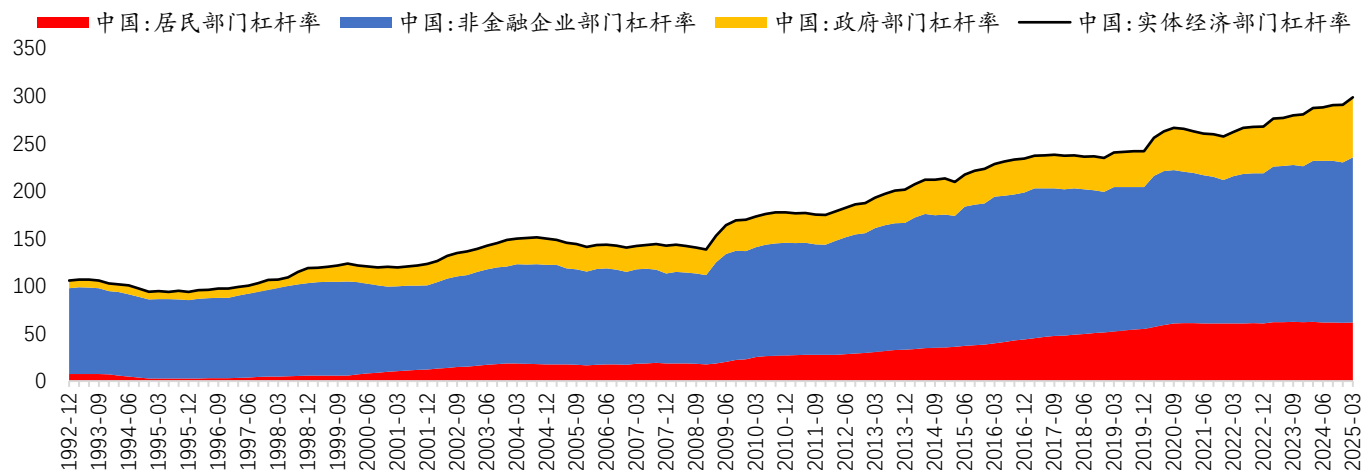
图：社融增速的回升主要靠政府发债支持，信贷增速持续回落



数据来源：Wind、海通期货研究所

自2020年9月中国实体经济部门杠杆率达到266.2%之后，实体经济部门经历了近两年的去杠杆，直到2022年6月实体经济的杠杆率再次超过2020年9月时的高点并持续走高。到2025年一季度末，实体经济的杠杆率增至290.6%，相较2020年9月增加24.4%，其中居民部门杠杆率增加0.9%，非金融企业部门杠杆率增加12.2%，政府部门杠杆率增加19.0%，显然在居民和企业加杠杆欲望较低背景下，为了对冲经济增长动能不足的压力，政策推动下政府部门是本轮加杠杆的主要动力。

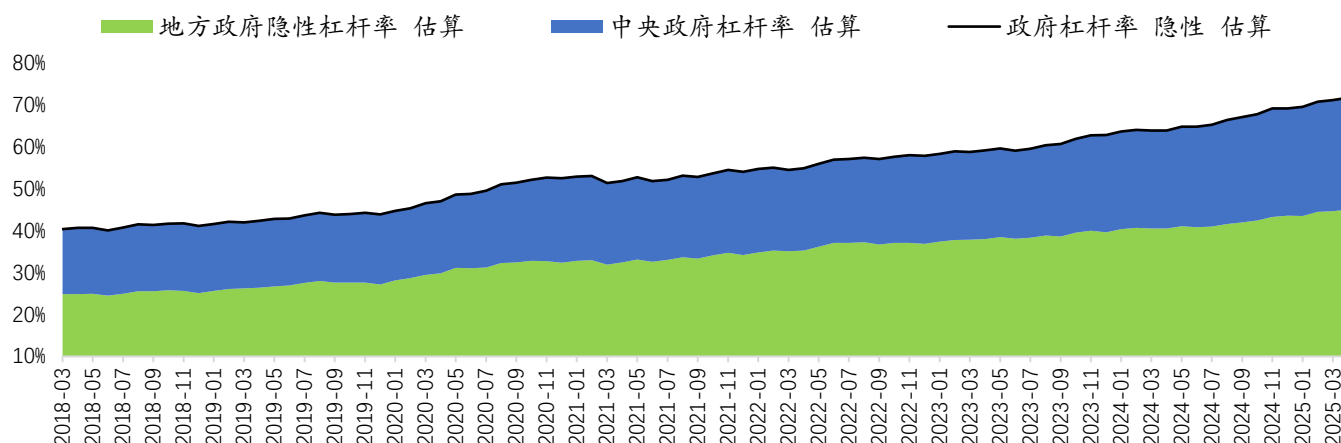
图：政府部门是本轮加杠杆的主力



数据来源：Wind、海通期货研究所

从官方口径来看，截止到今年3月，中国政府部门杠杆率为63.2%，其中，中央政府的杠杆率为26.4%，地方政府的杠杆率为36.8%。在我们估算的口径下，截止到今年3月，在考虑了城投债规模的情况下地方政府的隐性杠杆率可能已经达到44.6%（高出官方口径的显性杠杆率8个百分点左右），从杠杆率绝对水平的差距上来看，这就很好去理解为什么近两年财政政策会倾向于中央政府加杠杆的方面去发力。

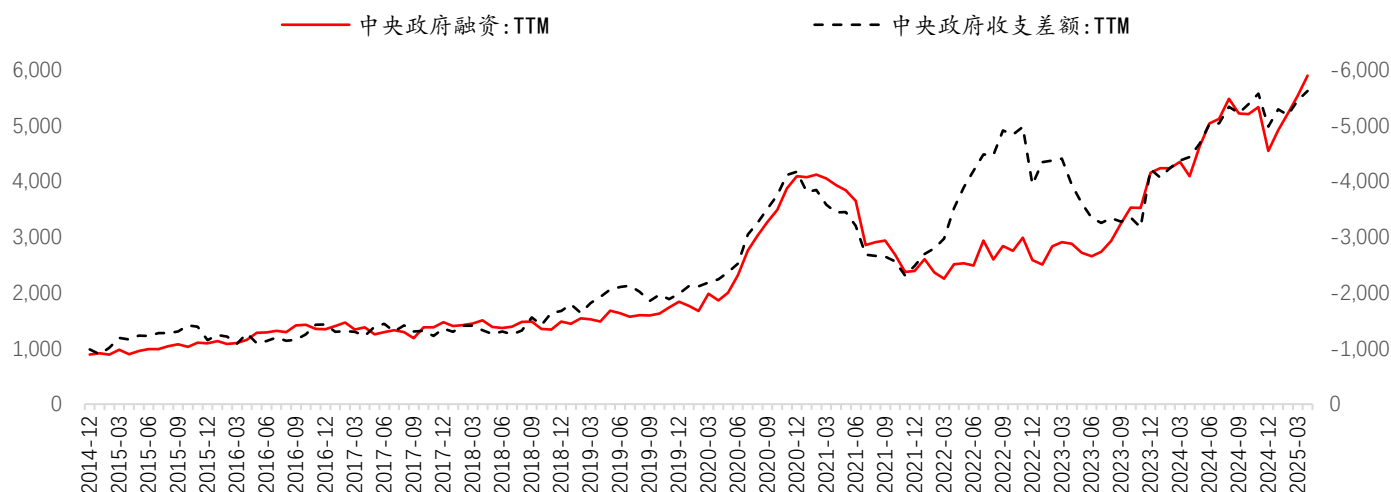
图：政府隐性杠杆率



数据来源：Wind、海通期货研究所

从2023年三季度开始，中央政府就明显加快了融资规模，今年8月中央政府融资TTM规模为5.9万亿，这个规模是历史极高的明显超过了疫情时的水平，较去年年底时的4.5万亿，也增加了1.4万亿，所以从2023年那1万亿特别国债的发行开始，中央政府的加杠杆就已经开始加速了。目前，中央政府融资规模在2024年较为陡峭的基础上，在2025年还要更为陡峭，考虑到中国无风险利率已处于历史低位，通胀持续低迷的背景，叠加2024年8月央行通过公开市场净买入1000亿元国债虽然规模不算大，但我们认为中国式的QE已经有了苗头，未来除了财政方面会看到政府的杠杆率的持续提升以外，货币投放上M2增速也大概率会出现持续的回升。

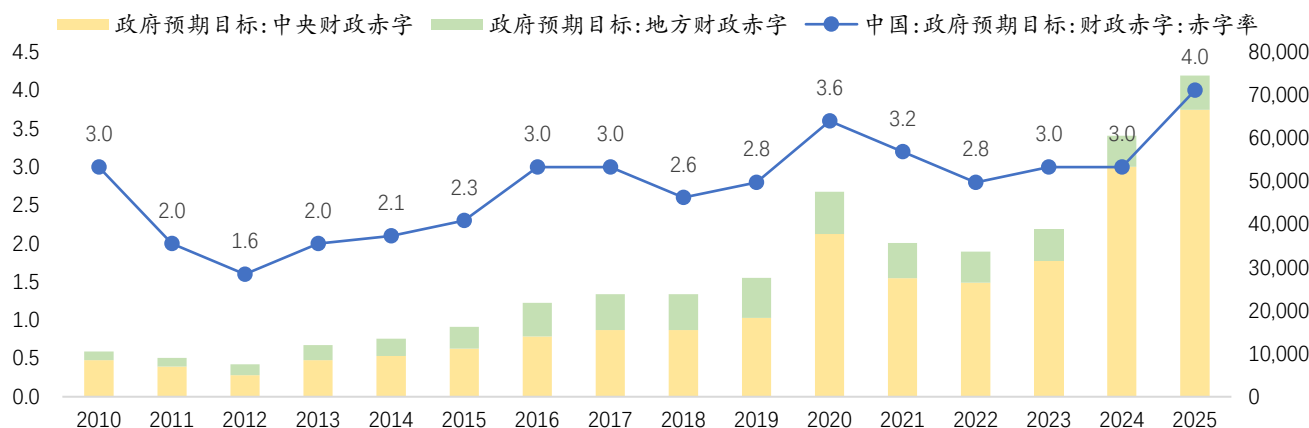
图：中央政府融资（TTM）以及中央政府收支差额（TTM）



数据来源：Wind、海通期货研究所

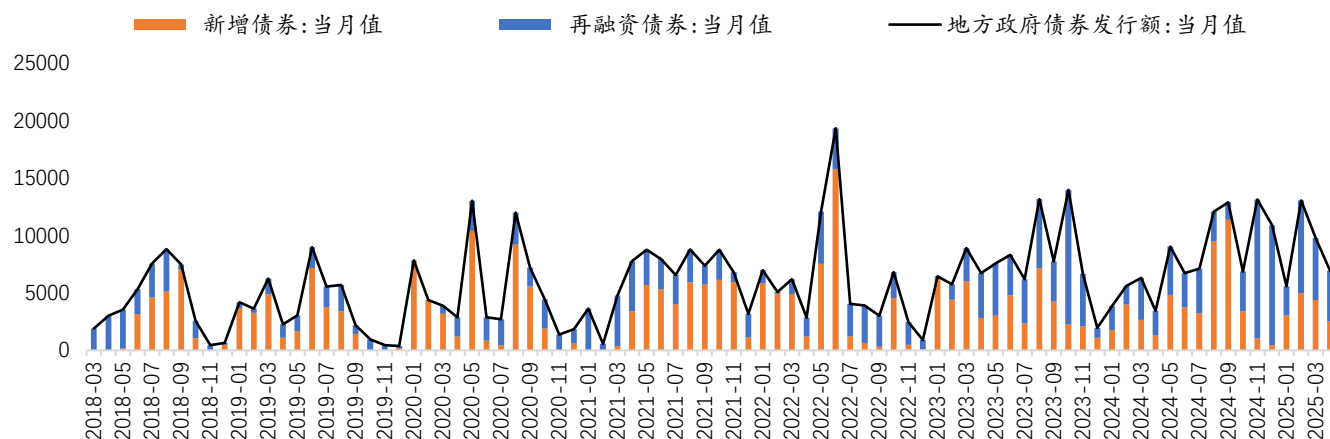
2025年上半年政府债券的放量是财政政策总量上较2024年更为积极的体现，4%的财政赤字率基本上兑现了年初市场预期的上限，而且发力的节奏与2024年“靠后发力”的节奏有所不同，今年是明显的“靠前发力”。所以，市场本来对上半年财政发力进而刺激需求显著回暖是抱有一些期待的。但是，从2025年上半年持续疲软的信贷增速来看，总需求方面可能仍然较弱。

图：财政赤字政府预期目标（2010年-2025年）



数据来源 Wind、海通期货研究所

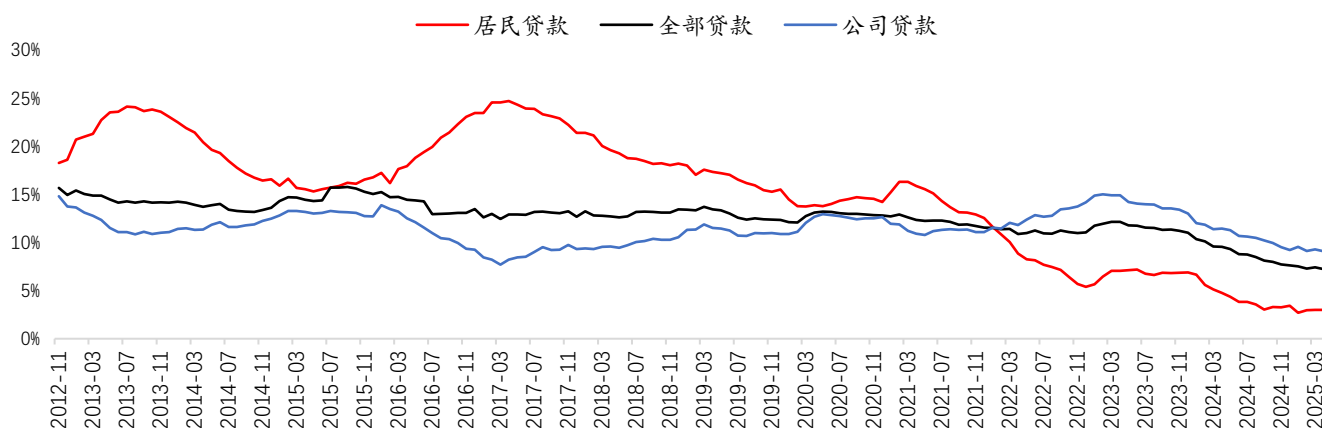
图：今年财政靠前发力



数据来源: Wind、海通期货研究所

对信贷结构进行拆分不难发现，居民贷款增速仍然趴在低位（3%左右），公司贷款增速则边际上持续回落（从2024年4月的11.4%降至2025年4月的9.1%）。很显然，至少目前来看“宽货币”+“积极财政刺激”还没有根本性的解决需求不足的矛盾，进而没有激发起新一轮的信贷上行周期，2025年下半年，“宽货币”+“积极财政刺激”的组合不仅要持续下去，货币和财政方面的刺激力度甚至还需加码。

图：对信贷结构进行拆分不难发现，居民贷款增速趴在低位，公司贷款增速边际回落

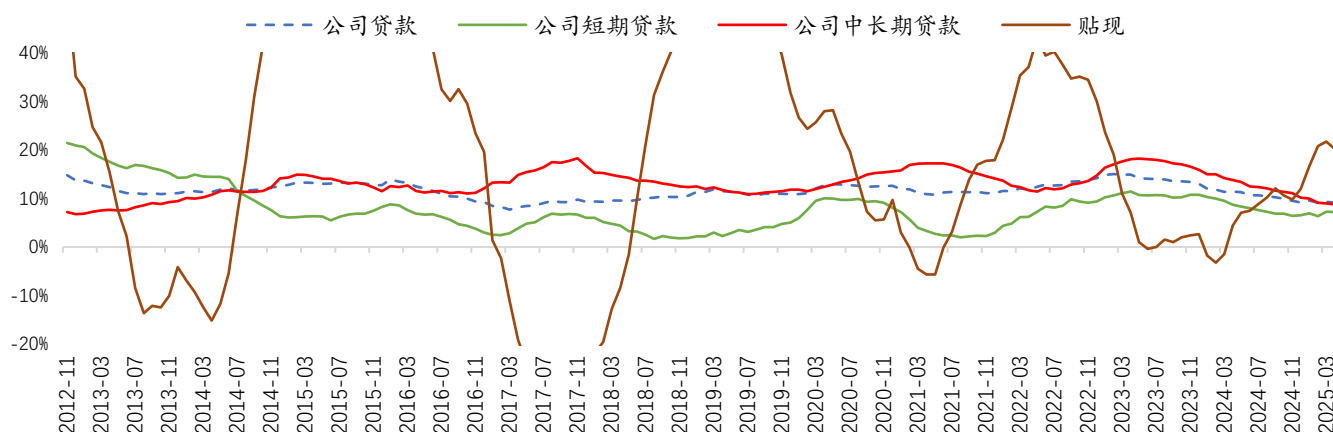


数据来源: Wind、海通期货研究所

2.2 企业经营方针持续较为保守

对企业信贷结构进行拆分可以发现，除了总量增速走低以外，贷款结构也出现了边际的恶化，自 2023 年上中旬开始，公司中长期贷款存量增速就出现了持续下行，而今年该趋势仍在继续，公司中长期贷款存量增速从 2024 年年底的 10.2% 降到了 2025 年 4 月的 8.8%，是今年企业信贷的主要拖累，而与此同时贴现的增速却大幅提升，从 2024 年年底的 11.9% 升到了 2025 年 4 月的 20.2%。很显然，中长期贷款增速的持续下行+贴现增速的大幅上行，企业层面的融资结构的矛盾在 2025 年上半年是更为突显的，这或许显示出了企业在现阶段经营趋于保守的态度。

图：公司贷款结构边际恶化，中长期贷款增速下行，贴现增速显著上行



数据来源：Wind、海通期货研究所

自下而上的角度，我们也能得到类似的结论。从现金流的角度来看，2025 年一季度全 A 除金融的经营性现金流 (CFO) TTM 相较 2024 年二季度的低点出现了连续三个季度的回升。同时，投资性现金流 (CFI) TTM 也出现了边际上的改善，但改善力度较为有限。不过，不管是经营性现金流还是投资性现金流在 2021 年之后绝对水平都是要明显落后于疫情前的趋势水平。

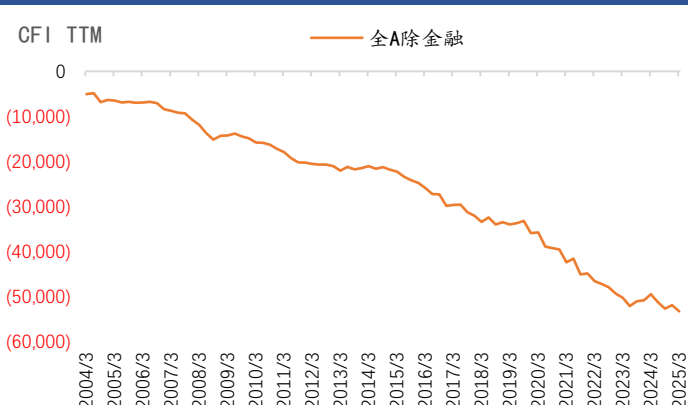
值得注意的是，全 A 除金融筹资性现金流 (CFF) TTM 保持为负值状态，边际上也持续下行，已经降至历史极低水平，表明整体上在 2025 年一季度上市公司的现金流状况仍然趋于保守，在经营状况没有出现根本性改善的背景下，尽管边际上加大了投资的支出，但增加的幅度非常有限，同时还进一步加快了还债的节奏。

上文中提到公司贷款增速趋势性下行的开始点为 2023 年中旬，而筹资性现金流 TTM 进入负值的开始点也为 2023 年中旬，时间节点上两个视角下也出现了一定程度上的呼应。

图：全 A 除金融 CFO (TTM)

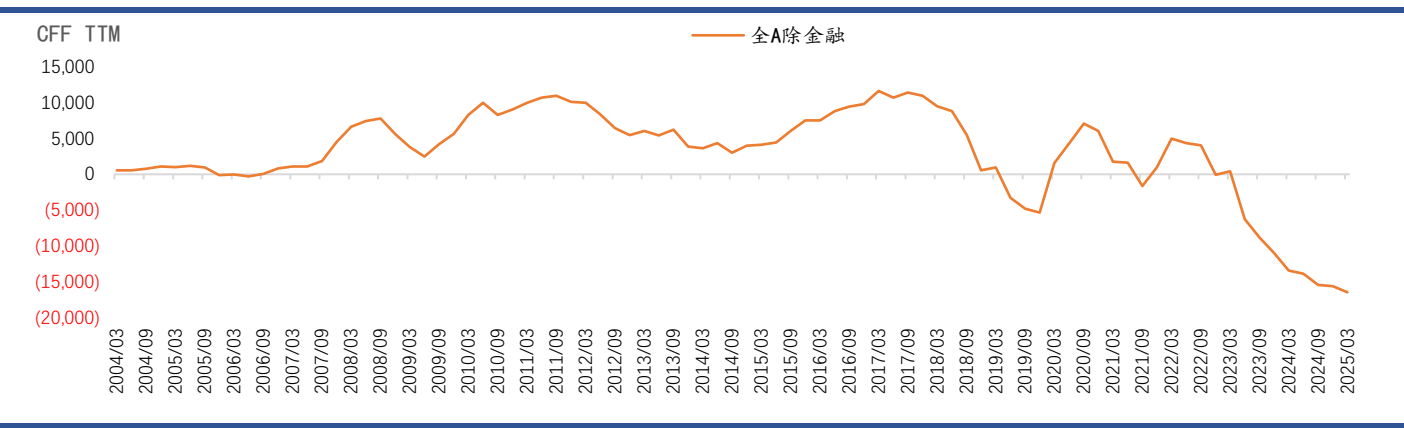


图：全 A 除金融 CFI (TTM)



数据来源：Wind、海通期货研究所

图：全 A 除金融 CFF（TTM）



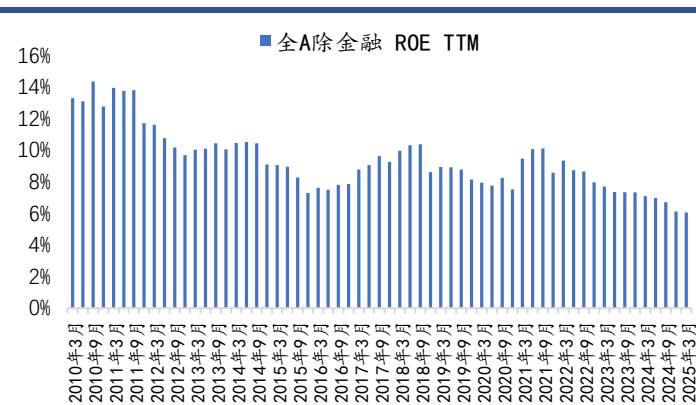
数据来源：Wind、海通期货研究所

2.3 低利润率是现在 A 股盈利端的核心问题

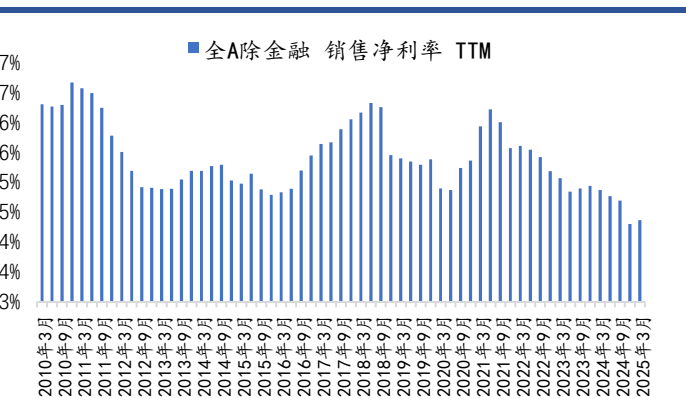
2.3.1 净利率的持续低迷是 A 股 ROE 的主要拖累

ROE 视角下，自 2021 年三季度以来，全 A 除金融 ROE（TTM）就持续下行，2025 年一季度全 A 除金融 ROE（TTM）相较 2024 年年底回落 0.07 个百分点，至 6.06%，处于历史极低的水平。

图：全 A 除金融 ROE TTM

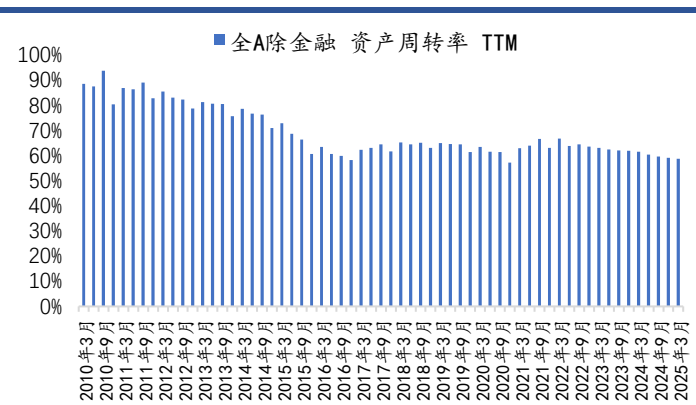


图：全 A 除金融销售净利率 TTM

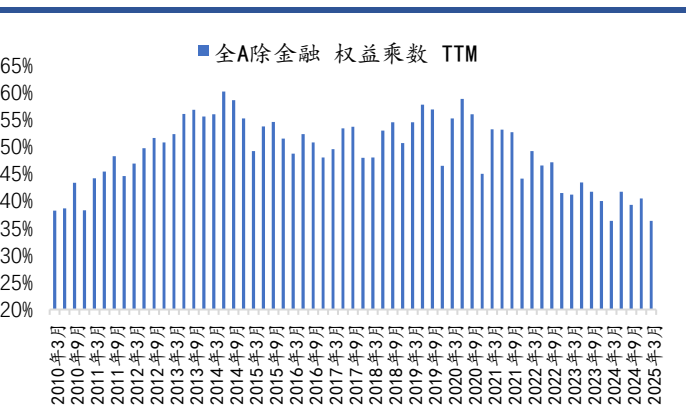


数据来源：Wind、海通期货研究所

图：全 A 除金融资产周转率 TTM



图：全 A 除金融权益乘数 TTM



数据来源：Wind、海通期货研究所

边际上来看，今年一季度拖累全 A 除金融 ROE 疲软的主要原因是权益乘数的边际下行（较去年四季度下降 4.13 个百分点，至 236.4%），反映了企业加速还债降杠杆背景下对 ROE 的伤害。次要因

素是资产周转率的边际下行（较去年四季度下降 0.46 个百分点，至 58.7%）。销售净利率边际上反而是支撑项（较去年四季度上行 0.06 个百分点，至 4.37%）。

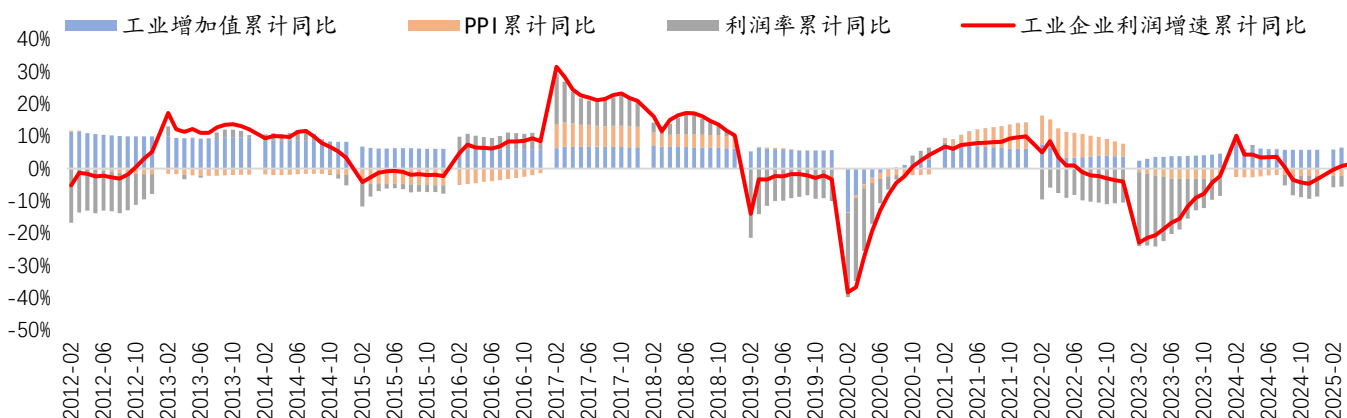
但是，从当前水平和历史平均水平的差距来看，全 A 除金融 ROE（TTM）的持续低迷则主要是由于销售净利率（距离 2016 年以来的均值的差距为 18.7%）的持续低迷，其次是资产周转率（距离 2016 年以来的均值的差距为 6.4%），最后是权益乘数（距离 2016 年以来的均值的差距为 5.0%）。显然，上市公司在利润状况并不好的情况下主动控制了杠杆的使用，未来 ROE 的修复首先还是要依赖于利润率方面能够出现持续的提升，以及在盈利状况出现根本性改善后，上市公司潜在后续的加杠杆行为。

2.3.2 低利润率使得经济总量上的恢复没有体现在 A 股的盈利上

以工业企业利润数据作为自上而下的全部 A 股（非金融）盈利的观察指标，本轮盈利增速的低点在 2023 年中上旬，虽然 2024 年二季度开始工业企业利润增速有所下行，但在进入 2024 年四季度后盈利增速出现了边际上的持续改善，截止到今年 4 月，工业企业利润累计同比增速为 1.4%，相较于去年年底的-3.3%，边际上还是出现了一定程度的改善。但是今年工业企业利润增速在去年基数不高的背景下，增速的绝对水平仍处在历史较低的位置。

如果将工业企业利润增速拆分成量（工业增加值），价（PPI）和利润率三个维度的影响因素，不难发现 2025 年上半年工业企业利润增速能保持修复趋势的最主要因素就是量上的持续改善，利润率则是主要拖累因素，价格则是次要拖累因素。

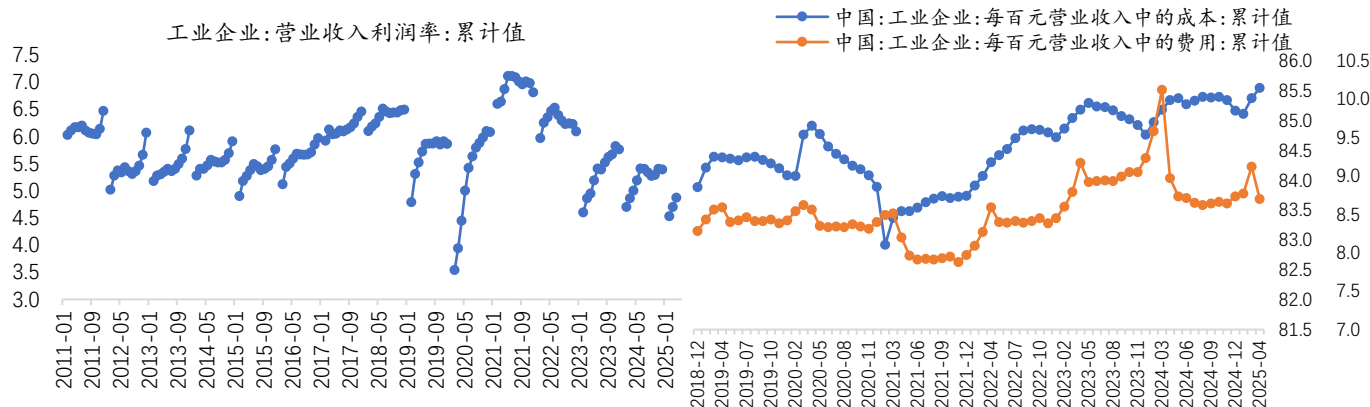
图：工业企业利润增速主要因素拆分



数据来源：Wind、海通期货研究所

图：工业企业利润率持续低于季节性

图：费用管控较好，但成本压力极大



数据来源：Wind、海通期货研究所

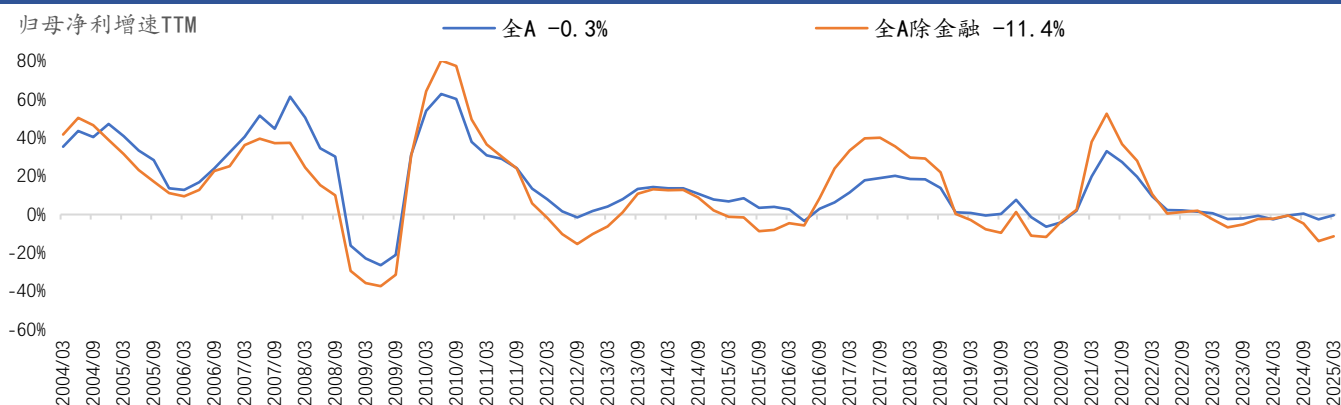
工业企业利润率仍持续明显低于 2023 年以前的季节性水平，企业的利润率在今年并没有出现实

质性的修复，而利润率水平的持续低迷或是压制企业利润增速的关键。造成利润持续低迷的主要原因是生产成本的抬升，而费用的管控其实是做的比较好的，原材料价格的韧性以及需求疲软导致产品出厂价格的低迷，销售时“以价换量”的情况在各行业中时有发生，成本端压力无法向销售端传导或是利润率持续较低的原因。

而自下而上的视角，本轮 A 股整体的“盈利底”在 2024 年四季度，是明显要滞后于工业企业利润增速的见底，更是滞后于 GDP 增速的修复，显然，低利润率的客观条件使得经济总量上的恢复没有体现在 A 股的盈利上。2025 年一季报显示，可比口径下，全 A 除金融归母净利润（TTM）增速较 2024 年底提升 2.5 个百分点至 -11.4%，全 A 归母净利（TTM）增速则提升 2.2 个百分点至 -0.3%。

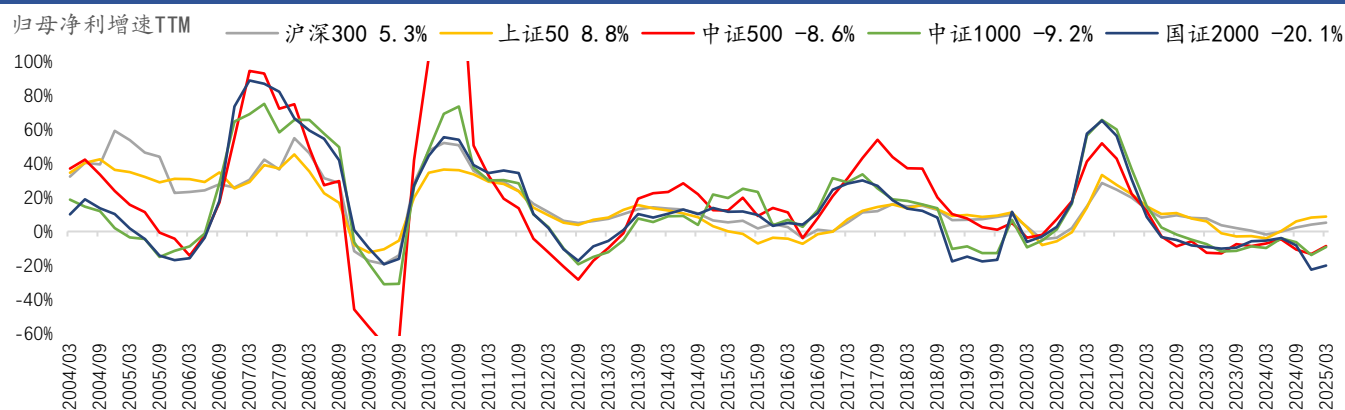
从宽基指数净利润增速来看，负增长较为普遍，仅沪深 300 和上涨 50 的增速为正。其中，沪深 300 归母净利（TTM）增速较 2024 年底上升 1.2 个百分点至 5.3%，上证 50 增速上升 0.6 个百分点至 8.8%，中证 500 增速上升 4.8 个百分点至 -8.6%，中证 1000 增速上升 4.7 个百分点至 -9.2%，国证 2000 增速上升 2.4 个百分点至 -20.1%。

图：全 A 和全 A 除金融指数归母净利润 TTM 同比增速



数据来源：Wind、海通期货研究所

图：宽基指数归母净利润 TTM 同比增速



数据来源：Wind、海通期货研究所

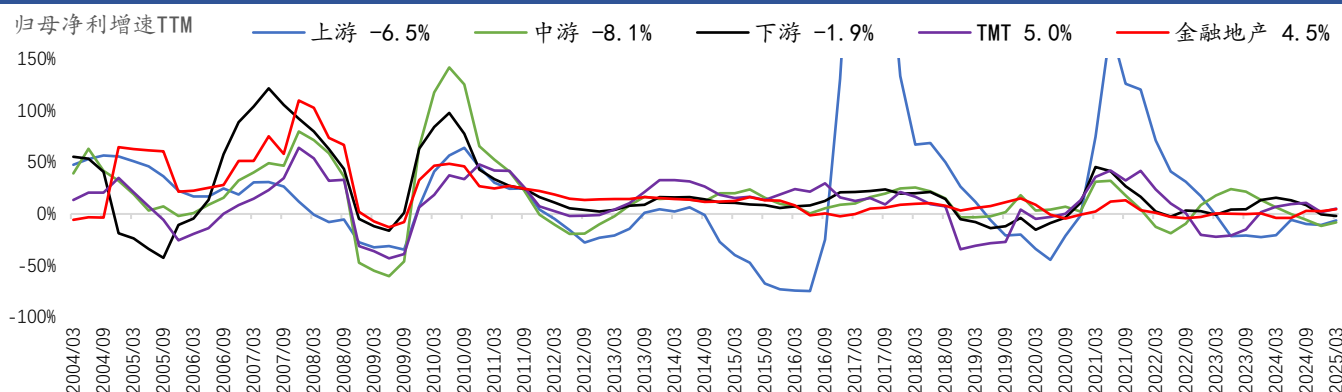
从归母净利润增速结构来看，利润向 TMT 和金融地产行业转移。可比口径下，2025 年一季度 TMT 和金融地产行业的归母净利（TTM）增速相对较高，分别为 5.0% 和 4.5%，相较去年年底 TMT 利润增速边际分别改善 3.4 个百分点和 1.8 个百分点。

可比口径下，2025 年一季度下游行业归母净利（TTM）边际回落 1.4 个百分点，至 -1.9。而上游和中游行业的归母净利（TTM）增速则相对较低，分别为 -6.5% 和 -8.1%，但是相较去年年底边际上有所改善，分别提升 4.2 个百分点和 3.4 个百分点。

从净利润口径来看，拖累全 A 盈利增速的动力主要来自于上游和中游行业，而支撑利率主要来自于金融地产。所以，不管是从利润的增速水平还是从利润的结构来看，目前 A 股盈利端仍处在见

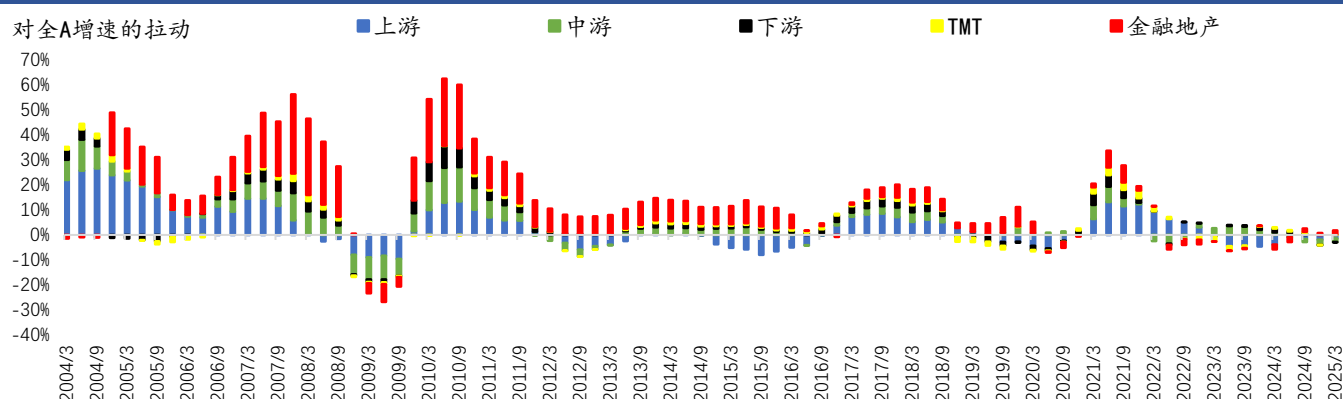
底尚未显著修复的状态中，市场对盈利端的预期虽然不在趋于更加悲观，但“V”形的反转也是难以看到的，现阶段盈利端“L”形的恢复或仍是主流预期，盈利端可期待的预期差不多。

图：行业大类归母净利润 TTM 同比增速



数据来源：Wind、海通期货研究所

图：各大类行业对全A净利润 TTM 同比增速的拉动

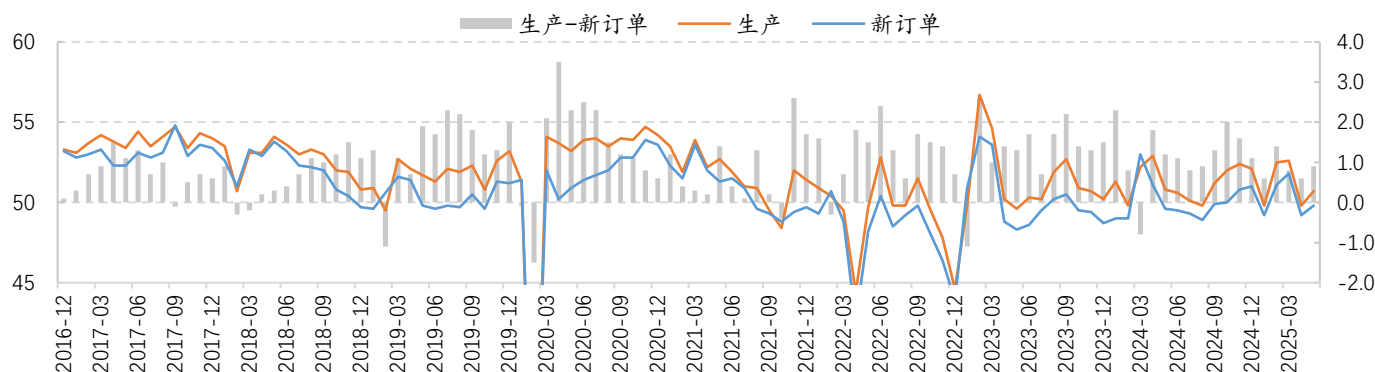


数据来源：Wind、海通期货研究所

2.4 贸易摩擦阴影下，需求端的矛盾仍然显著

利润率低迷在宏观层面的反馈很可能指向的是需求要弱于供应。以制造业 PMI 生产指数代表供应，以新订单指数代表需求，自 2024 年 4 月份以来生产指数一直都要高于新订单指数。以供应指数和新订单指数的差值来衡量供需缺口水平，可以发现该差值在进入到 2024 年二季度以后持续处于历史较高的水平，显示出需求不足的问题或是当下的限制经济复苏的关键。

图：PMI 生产指数、PMI 新订单指数、两者差值（右）



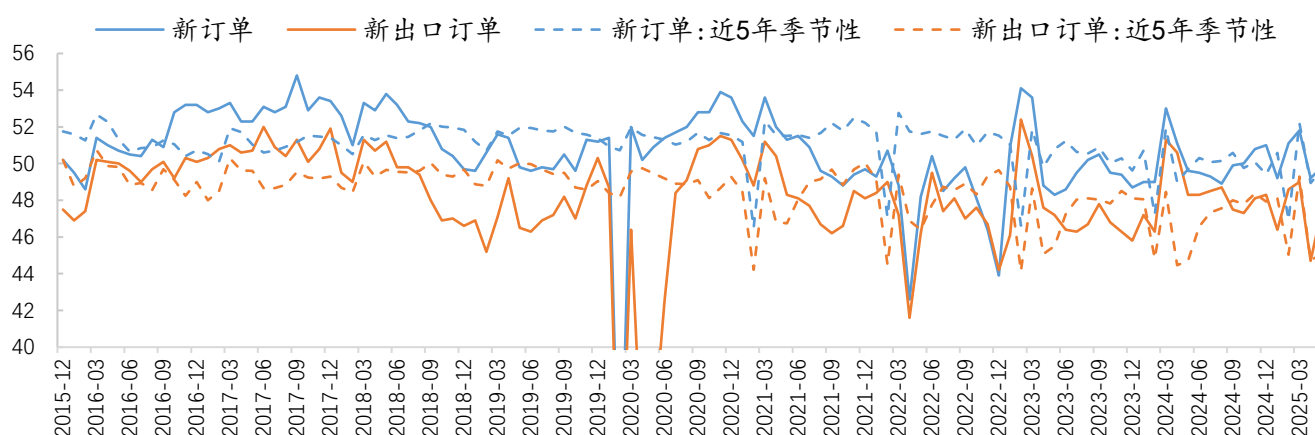
数据来源：Wind、海通期货研究所

另外，制造业 PMI 生产指数和新订单指数在今年 4 月由于中美贸易关税摩擦的影响都降至荣枯线以下，而 5 月随着中美关税摩擦的边际缓和，两个指数也都出现了边际的修复，但只有供应端修复到了荣枯线以上，而需求端仍处于荣枯线以下，且两者差值边际走阔，也显示了关税摩擦对需求端的影响或要大于供应端。

以制造业 PMI 新出口订单指数代表外需，虽然 2024 年上半年新出口订单指数小幅低于新订单指数，但是加入季节性的维度，不难发现进入 2024 年二季度以后新订单指数是低于季节性水平的，而新出口订单却持续明显好于季节性，其在宏观数据上的体现则是出口增速的持续超预期。所以，2024 上半年需求的弱势主要是由于内需的不足，而并非外需的因素。

但是在进入 2024 年四季度后，内需开始好于季节性而外需却开始弱于季节性，显示出外需开始走弱的背景下，提振内需的紧迫性和必要性都有所增强，也一定程度解释了为什么 2024 年政策的集中发力点是在三季度末，而随着前期内需提振政策的逐渐落地，内需边际上已经出现了修复的迹象只不过目前修复的力度仍然较弱，尚未根本性的改变需求偏弱的矛盾。

图：PMI 新订单指数和 PMI 新出口订单，及两者近 5 年季节性水平



数据来源：Wind、海通期货研究所

2025 年新订单指数的读数总体好于季节性，但新出口订单方面的读数却要弱于季节性水平，且在今年 4 月份受中美关税摩擦影响，读数大幅下降，虽然 5 月读数有所回升但绝对水平仍处于 2023 年以来的较低水位。显然，中美贸易摩擦加速了外需走弱的节奏，同时也增加了内部刺激对冲的必要性。

2.5 内需是下半年盈利端的关键，边际上已有积极的变化

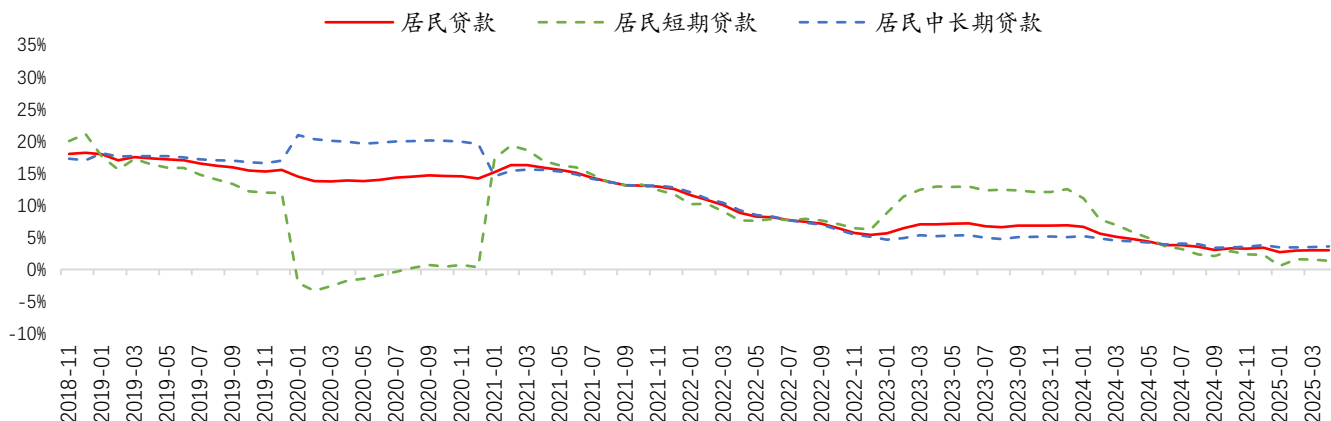
2025 年下半年，在外需受到贸易摩擦影响较大的背景下，内需恢复的力度如何是需求端的核心关注点。中国仍处于信贷收缩周期，除了体现在企业端的保守经营意外，在居民端的体现更为显著。居民贷款存量增速从 2024 年年底的 3.4 % 降至了 2025 年 4 月的 3.0%，持续处于历史底部。

分结构来看，居民短期贷款存量增速从 2024 年年底的 2.3% 降至了 2025 年 4 月的 1.3%，是今年居民信贷的主要拖累，数据背后指向的或是消费层面的修复仍较为疲软。

居民中长期存量增速从 2024 年年底的 3.8% 降至了 2025 年 4 月的 3.6%，降幅相对较为温和，或指向地产逐渐从加速下行的周期转向筑底的周期。

显然，从居民极低的信贷增速来看，居民端的经济潜力还需更为激进的政策去进行刺激，而消费和地产作为内需最为重要的两个抓手，其整体的修复力度或仍然偏弱。但在边际上，我们却已经看到了一些积极的变化。

图：居民贷款存量增速持续处于历史底部

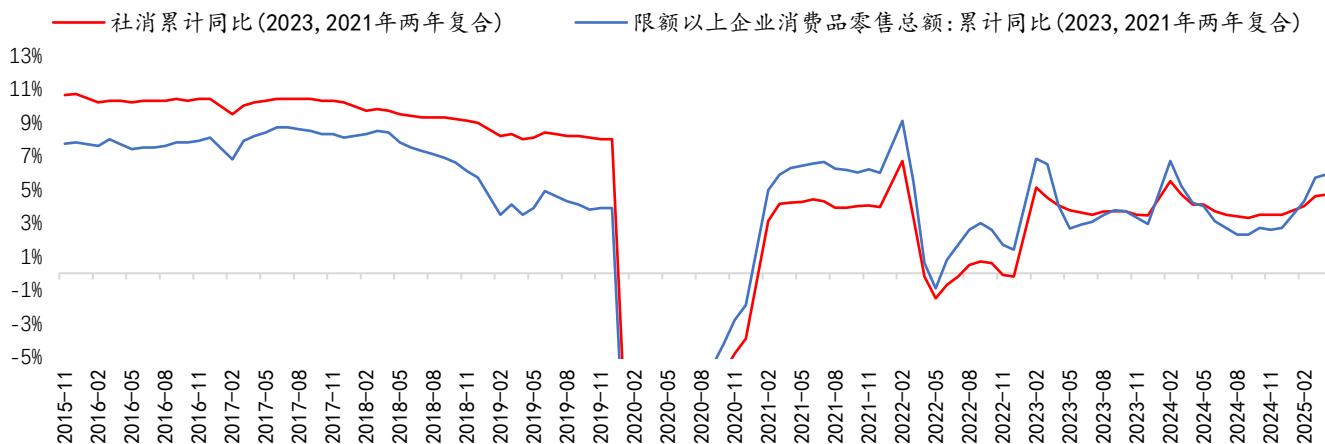


数据来源：Wind、海通期货研究所

2.5.1 居民收入增速回升，为消费增速的修复提供了基础

截止到今年4月底，社消累计同比增速为4.7%，相较2024年的累计增速（3.5%）边际上出现了一定程度的修复。虽然，相较于疫情前8%左右的增速水平仍有较大差距，但已经开始逐渐摆脱2021年以来3.5%左右的增速中枢。

图：社消累计同比（2023，2021年数据为两年复合增速）

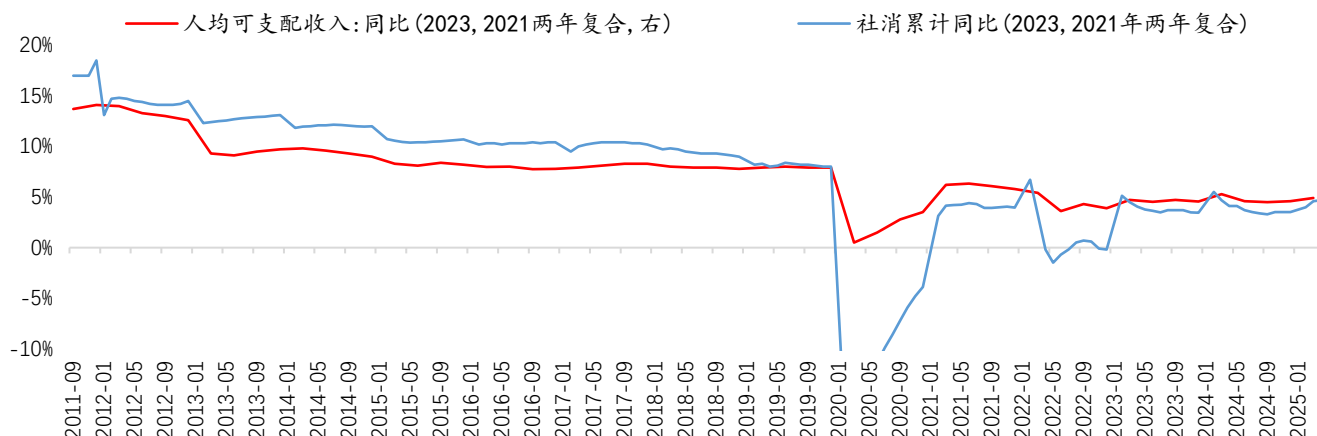


数据来源：Wind、海通期货研究所

人均可支配收入的增速和社消累计同比增速存在较强的正相关性。此前消费增速恢复较弱的根本原因就是在人均支配收入增速的停滞，而截止到今年一季度，人均可支配收入的增速已经连续两个季度出现了提升，2025年3月人均可支配收入的累计同比已经升至4.9%的水平，虽然相较于疫情前8%左右的增速水平仍有较大差距，但也已经开始逐渐摆脱2021年以来4.5%左右的增速中枢。由居民端收入增速的提升叠加以“国补”和“消费券”为代表的“促消费”政策的助力，今年以来消费复苏的基础相较于往年更为牢靠。

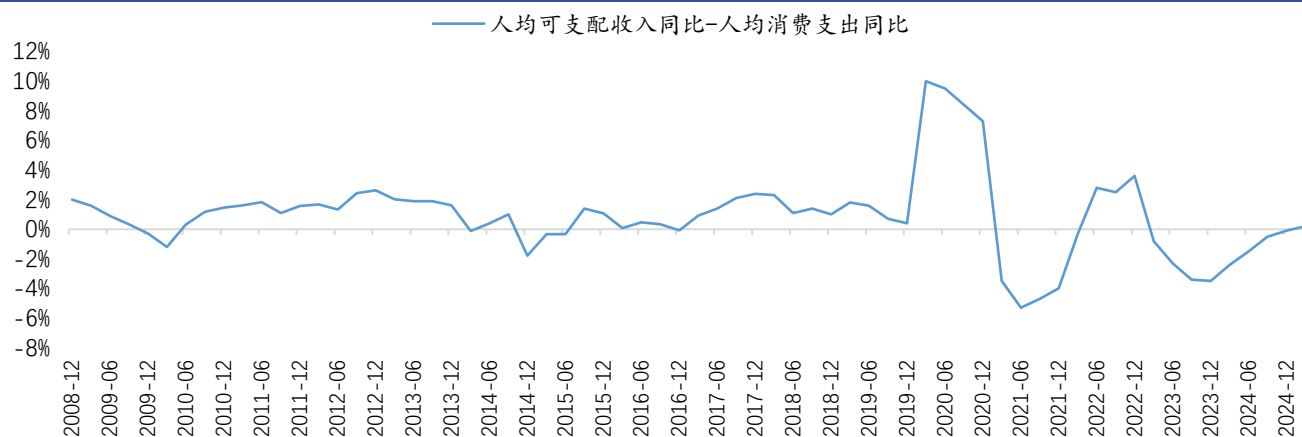
更值得关注的是，自2023年一季度后人均可支配收入的同比增速持续低于人均消费支出的同比增速，虽然在2024年两者的差值虽然有所收窄，但是消费支出的增速仍高于可支配收入的增速。在收入增速不及支出增速的背景下，居民对收入的“获得感”也势必有所降低。在“入不敷出”的感受下，与其说居民是不想消费不如说是居民不敢消费。而在今年一季度，人均可支配收入的同比增速时隔两年首次超过人均消费支出的同比增速，而这无疑会增加居民消费的信心和底气。

图：社消累计同比（2023，2021 年数据为两年复合增速）



数据来源：Wind、海通期货研究所

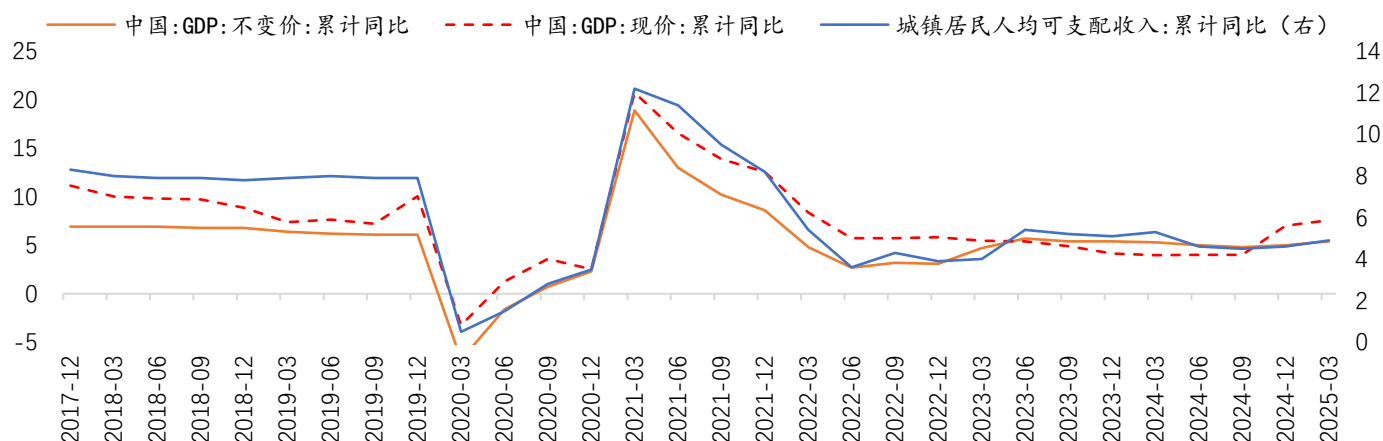
图：今年人均可支配收入的同比增速 - 人均消费支出的同比增速



数据来源：Wind、海通期货研究所

相较于疫情前的水平，消费出现的实质性恢复的前提或许是人均可支配收入增速的重新回到 7% 以上的水平，而截止今年一季度，城镇居民人均可支配收入的累计增速仅为 4.9%，差距依然明显。这也就意味着现阶段消费刺激的政策仍应该持续加码。另外，疫情之后人均可支配收入与实际 GDP 增速的相关性有所提高，或显示虽然名义 GDP 增速相较于疫情前的水平差距已经较小，但是消费端低 CPI 的环境，也一定程度从价格的方面限制了消费的复苏。

图：疫情之后名义 GDP 增速与城镇居民人均可支配收入的相关性有所提升



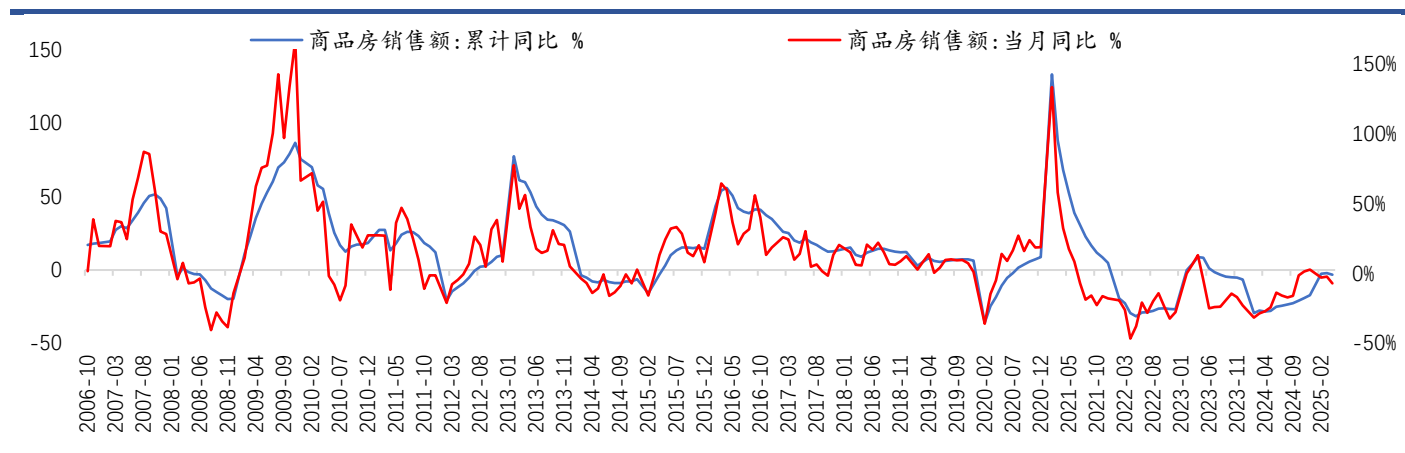
数据来源：Wind、海通期货研究所

2.5.2 地产逐渐进入企稳期

截止到今年 4 月底，商品房销售额累计同比为-3.2%，虽然仍未摆脱负增长，但是相较于 2024 年底的增速-17.1%，地产在销售环节已经出了较为明显的边际改善。

虽然自 2022 年针对地产的刺激政策就持续在出台，但是针对购房限制的放松和购房成本的下降是地产回暖的充分条件，居民的购房意愿的提升则是地产回暖的必要条件，而房价的变化对于购房意愿则有比较重要的影响。即只有市场对地产价格形成了稳定的预期，居民对购房的兴趣才会得到提升，地产放松的政策才能实际起效。

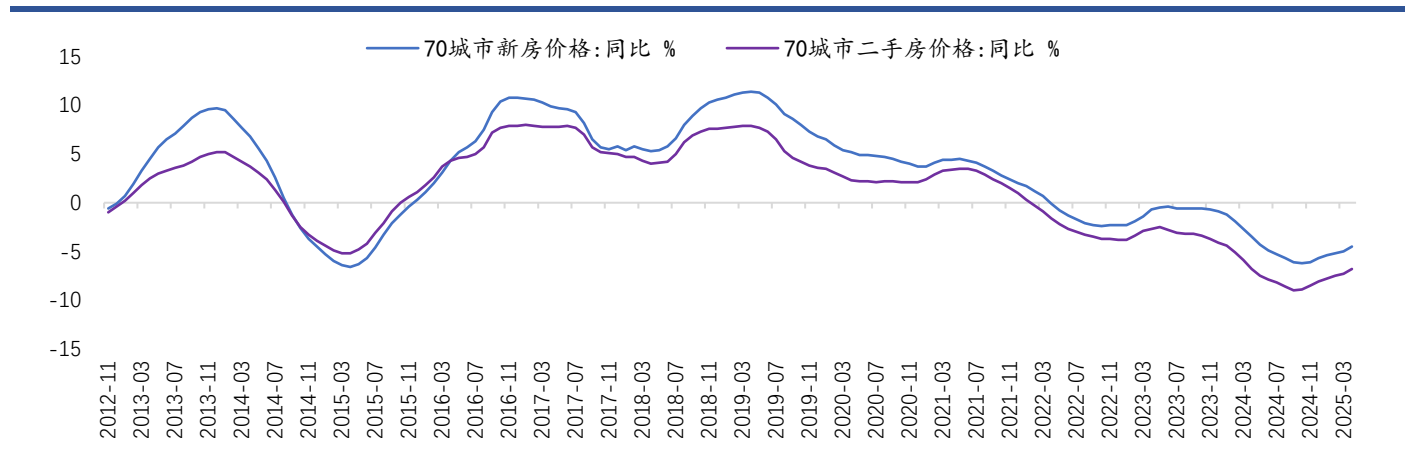
图：今年地产销售降速明显放缓



数据来源：Wind、海通期货研究所

2023 年一季度地产销售的回暖以及 2024 年四季度以来地产销售的额回暖都对应着地产价格跌幅的收窄，相较于 2023 年一季度地产价格跌幅的收窄仅持续了 4 个月，而 2024 年四季度以来地产价格跌幅的收窄已经持续了 6 个月的时间，显然在更低的价格水平上，中国的地产整体已经达到了一个供需的阶段性平衡点。

图：70 城市新房价格和二手房价格：同比



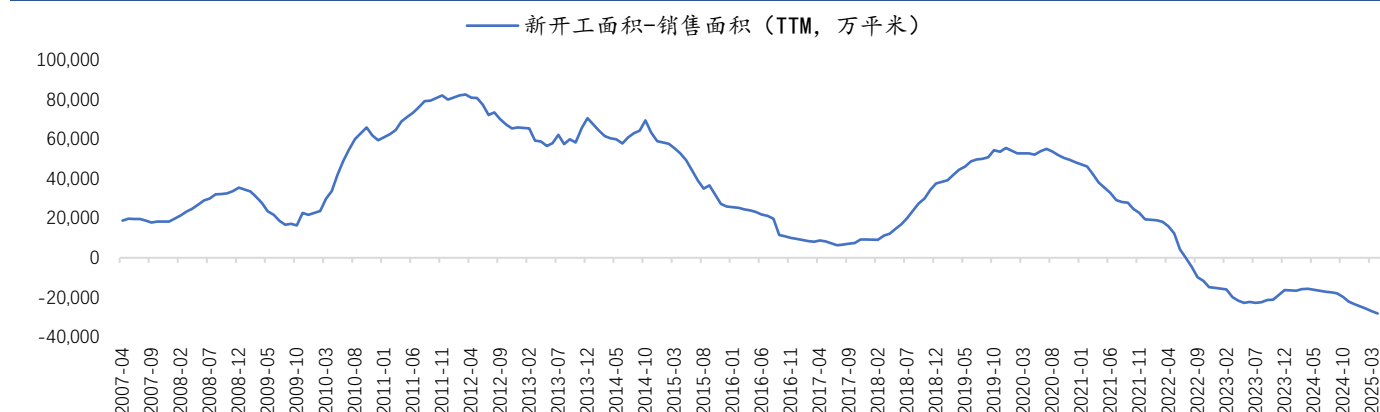
数据来源：Wind、海通期货研究所

如果以新开工面积（TTM）- 销售面积（TTM）去衡量地产的库存状态，截止到今年 4 月底，该差值为-2.82 亿平方米左右，自 2022 年下半年以来，中国的房地产市场一直都处在去库的状态中。相较于 2023 年一季度，差值为-1.7 亿平方米左右，显然目前去库的速度有了明显的提升。

再从十大城市商品房的可销售面积来看，不管是一线城市还是二线城市，当前的水平都要低于

2023 年一季度时的水平，所以我们更倾向于认为中国的房地产行业已经从快速下行期，进入了筑底期，去年四季度以来的销售逐渐回暖并不是 2023 年一季度的昙花一现，是随着价格不断下行后逐渐寻找到了新的平衡点。

图：新开工面积（TTM） - 销售面积（TTM）



数据来源：Wind、海通期货研究所

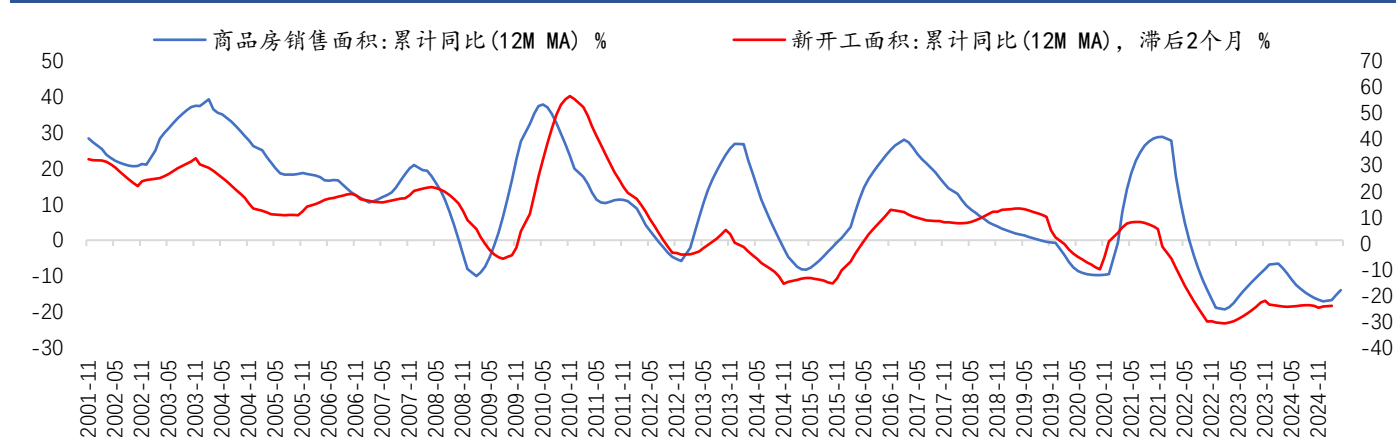
图：十大城市商品房可售面积



数据来源：Wind、海通期货研究所

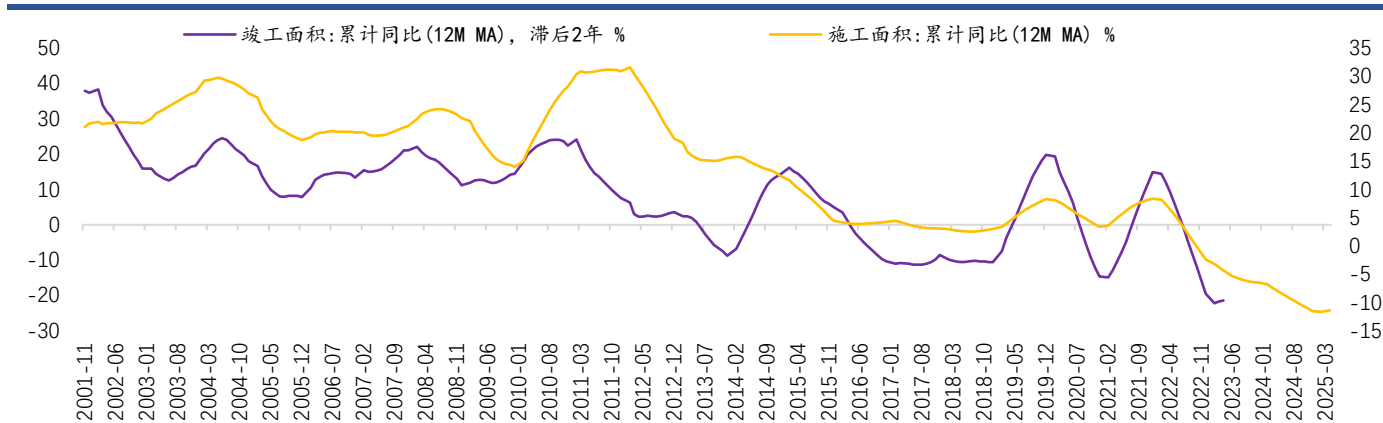
从房地产的周期来看，地产的销售领先新开工 2 个月左右，新开工领先施工 3 个月左右，施工领先竣工 2 年左右，所以从地产投资拉动经济增长的角度来看，地产销售的企稳对地产行业的回暖而言是重中之重。需要注意的是 2023 年已是竣工的高点，2024 年以来竣工面积增速持续快速回落，对地产后周期行业形成一定压力。

图：地产的销售领先新开工 2 个月左右



数据来源：Wind、海通期货研究所

图：施工领先竣工 2 年左右

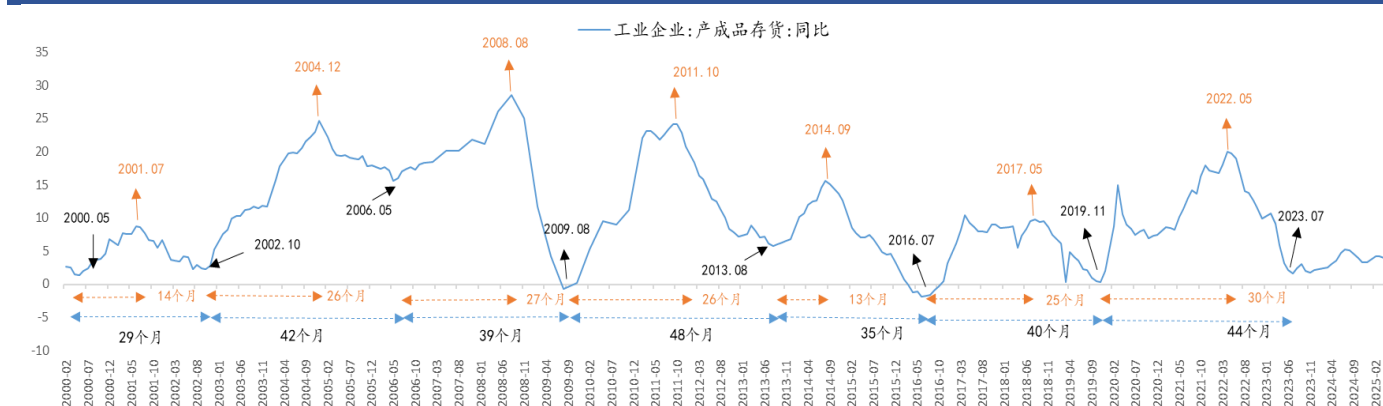


数据来源：Wind、海通期货研究所

2.5.3 “低通胀+贸易摩擦”拖累制造业补库进程

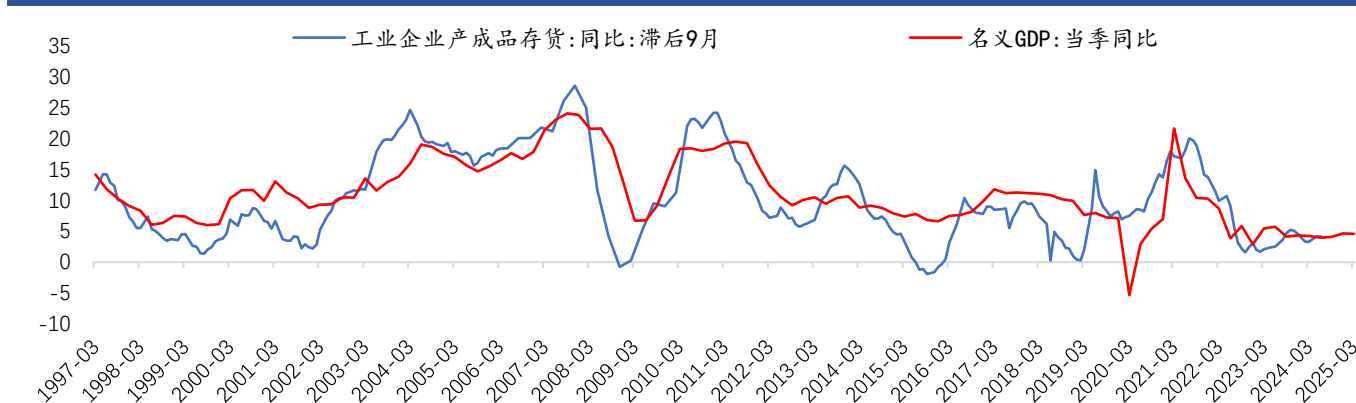
2000 年以来制造业经历了 7 轮完整的库存周期，平均每轮周期历时 39 到 40 个月，考虑到疫情的影响，最近一轮库存周期从 2019 年 11 月开始到 2023 年 7 月结束经历了 44 个月的时间，大体符合历史上一轮库存周期的时间跨度。同时，名义 GDP 增速领先工业企业产成品库存增速 9 个月左右，考虑到近两年中国 CPI 持续低迷的影响，2024 年以来中国名义 GDP 增速保持在 4.0%-4.7% 的区间里，导致最新一轮的补库周期的速度较慢，历史上看，补库周期一般将维持 1-2 年的时间。

图：2000 年以来制造业经历了 7 轮完整的库存周期



数据来源：Wind、海通期货研究所

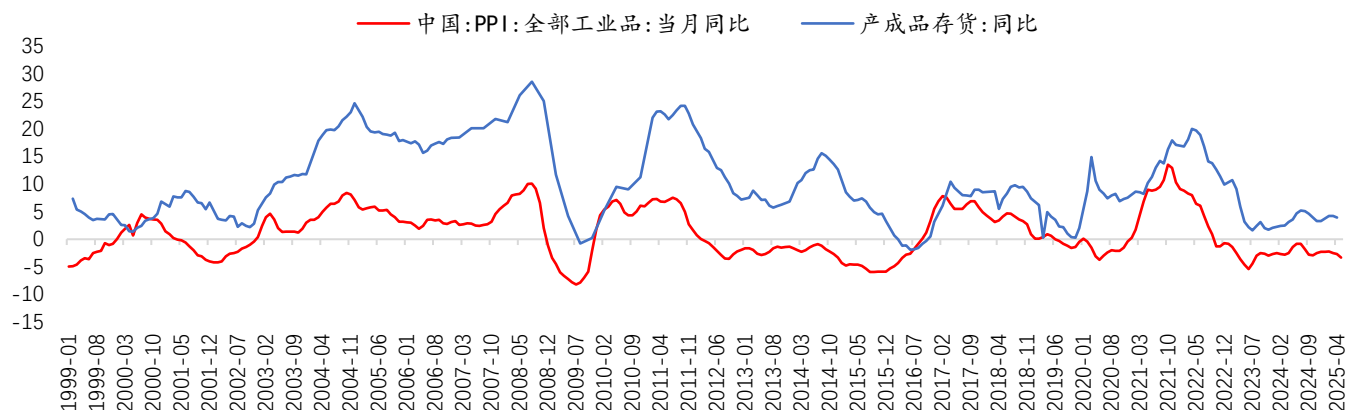
图：名义 GDP 增速领先工业企业产成品库存增速 9 个月左右



数据来源：Wind、海通期货研究所

从工业企业产成品库存增速和 PPI 增速的对比，可以更直观的看到通胀对库存周期的影响，显然中国持续的低通胀环境对制造业的补库周期是一种压制。

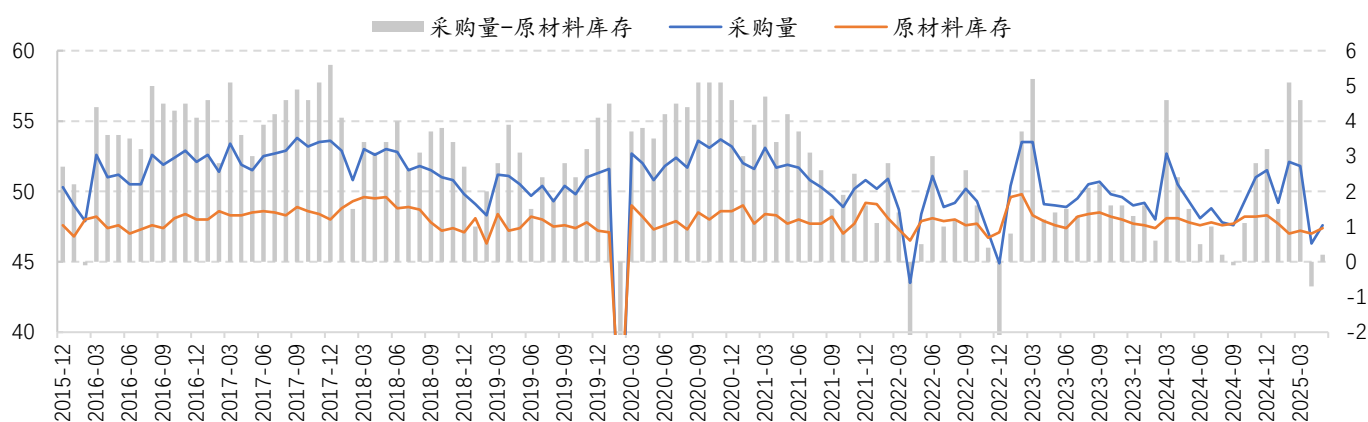
图：工业企业产成品库存增速以及 PPI 增速



数据来源：Wind、海通期货研究所

另外，由于 2022 年以来需求端持续的弱势，导致企业利润水平并不好，企业生产意愿并不高。如果以制造业 PMI 采购量指数和原材料库存指数的差值来衡量制造业企业的生产意愿，自 2022 年一季度到 2024 年三季度，企业的生产意愿总体处在较低的水平，而较低的生产意愿则导致制造业补库的节奏较慢。在 2024 年 4 季度开始，企业生产意愿一度趋于走升到今年一季度升至较高水平，但是 4 月中美贸易摩擦的发生使得企业生产意愿降至极低水平，尽管 5 月边际上有修复，可是绝对水平仍处于历史较低水位。显然，关税政策的扰动也或将拖慢制造业的补库周期。

图：PMI 采购量指数、PMI 原材料库存指数以及两者的差值



数据来源：Wind、海通期货研究所

2.6 市场对 A 股盈利端的预期本就较弱

综合消费持续温和修复，地产进入筑底期，而“低通胀+贸易摩擦”的环境使得制造业补库进程较慢的判断，定性的角度来看，下半年在刺激力度大概率持续加码的预判下，内需边际上确实会有提升，一定程度上可以对冲外需走弱和贸易摩擦的影响，但整体对冲力度可能较为温和，不太可能出现显著超额对冲的情景。

居民消费和购房意愿的提升，可能边际上有助于中国走出信贷收缩的周期，但“低利润率+低通胀”的环境使得信贷层面更多值得期待的只能是企稳而非是反转。全年来看，量（工业增加值增）的方面对 2025 年 A 股盈利端会继续形成支撑，利润率方面可能会出现一定程度的修复，但绝对水平或将继续低于往年季节性水平，考虑到以原油为代表的大宗商品价格在今年偏弱，价格方面对企业盈利的拖累也或将持续。所以，下半年 A 股盈利端可能会出现边际上的温和修复，而不太可能出现

“V”型的反转，盈利增速可能在较低水平的上逐渐小幅抬升。

不过，当前市场对A股盈利端的预期本就较弱，尤其是在4月中美贸易摩擦之后，所以盈利端再去提供负向预期差的概率也已经较低，甚至对盈利端已经过于悲观。

自下而上的口径上看，利用分析师对个股盈利的一致预期结果，在历史（2019年-2023年）预测误差调整之后，截止今年6月初，仅上证50、沪深300的预测增速为正增长，中证500、中证1000、国证2000、全部全A（除金融除北交所）预测增速均为负增长。

其中，上证50指数2025年预测净利润增速为6.4%（较2024Y净利润增速提升0.5个百分点）；沪深300指数2025年预测净利润增速为3.9%（较2024Y净利润增速提升0.5个百分点）；中证500指数2025年预测净利润增速为-2.3%（较2024Y净利润增速提升7.6个百分点）；中证1000指数2025年预测净利润增速为-1.5%（较2024Y净利润增速下滑0.5个百分点）；国证2000指数2025年预测净利润增速为-4.2%（较2024Y净利润增速下滑1.1个百分点）；全A（除金融除北交所）指数2025年预测净利润增速为-0.1%（较2024Y净利润增速提升3.5个百分点）。

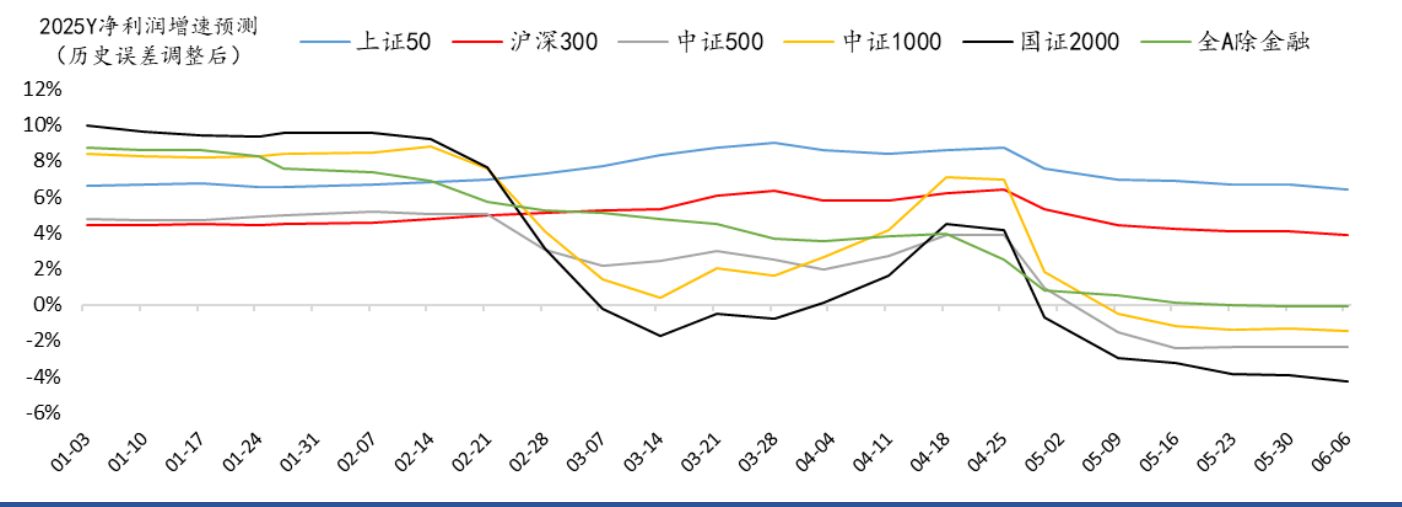
表：宽基指数分析师一致预期净利润增速（历史误差调整后）

2025Y净利润 预测增速（历史误差调整后）	宽基指数名称	分析师持续跟踪比例	最新一期	较上一期 边际变化	较2024年预期增速的 变化
			2025-06-06		
宽基指数	上证50	100%	6.4%	-0.29%	0.5%
	沪深300	97%	3.9%	-0.19%	0.5%
	中证500	80%	-2.3%	0.01%	7.6%
	中证1000	66%	-1.5%	-0.12%	-0.5%
	国证2000	50%	-4.2%	-0.30%	-1.1%
	全A除金融	41%	-0.1%	-0.06%	3.5%

数据来源：Wind、海通期货研究所

进入到今年3月下旬，随着年报的逐渐披露，上证50和沪深300的盈利预期较为稳定，而中证500、中证1000和国证2000的盈利预期一度出现了持续修正。但是，在4月底以后，随着一季报的集中披露中小市值指数的盈利预期再度被显著下调，甚至要低于3月中旬的预期利润增速低点，一定程度上显示出了盈利端对中美关税冲突的定价。进入到5月下旬之后，A股预期盈利增速趋于稳定，不过预期增速保持在较低水平，尤其是中小市值指数，预期盈利增速的绝对水平维持在今年的最低点水平。

图：宽基指数分析师一致预期净利润增速（历史误差调整后）



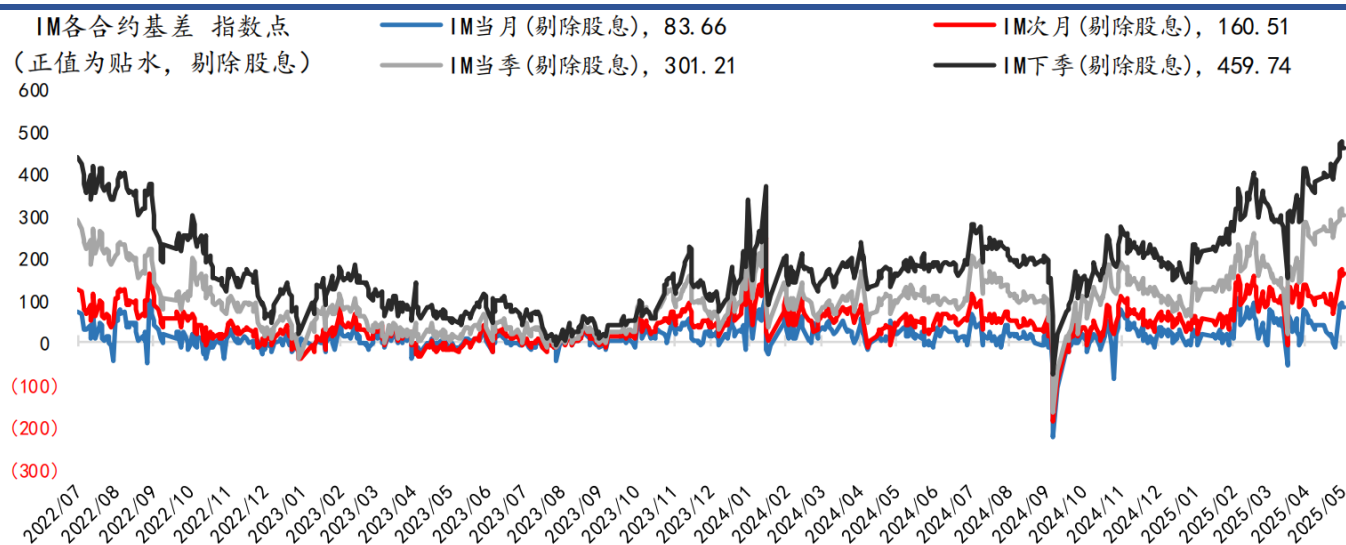
数据来源：Wind、海通期货研究所

三、观点和策略：基准预期下指数还有较大上涨空间，深贴水环境下多头替代可关注

3.1 深贴水就代表悲观预期么？怎么理解今年 IC 和 IM 合约的深贴水？

进入到 2025 年二季度后，股指期货 IC 和 IM 合约的贴水幅度持续走升，引发了市场的热议。截止 5 月 23 日收盘，剔除股息影响后，IC 次月合约的贴水已经升至 105 个指数点左右，而 IC 下季合约的贴水则升至 323 个指数点左右；IM 次月合约的贴水已经升至 160 个指数点左右，而 IM 下季合约的贴水则升至 460 个指数点左右。IM 下季合约的贴水点数甚至达到了 IM 合约上市以来的最高水平，市场上有声音认为 IC 和 IM 较高的贴水代表着市场较为极端的悲观情绪，并认为是有比较集中的做空力量才使得股指期货的贴水走升到极端的水平，但我们认为这样的解读有失偏颇。

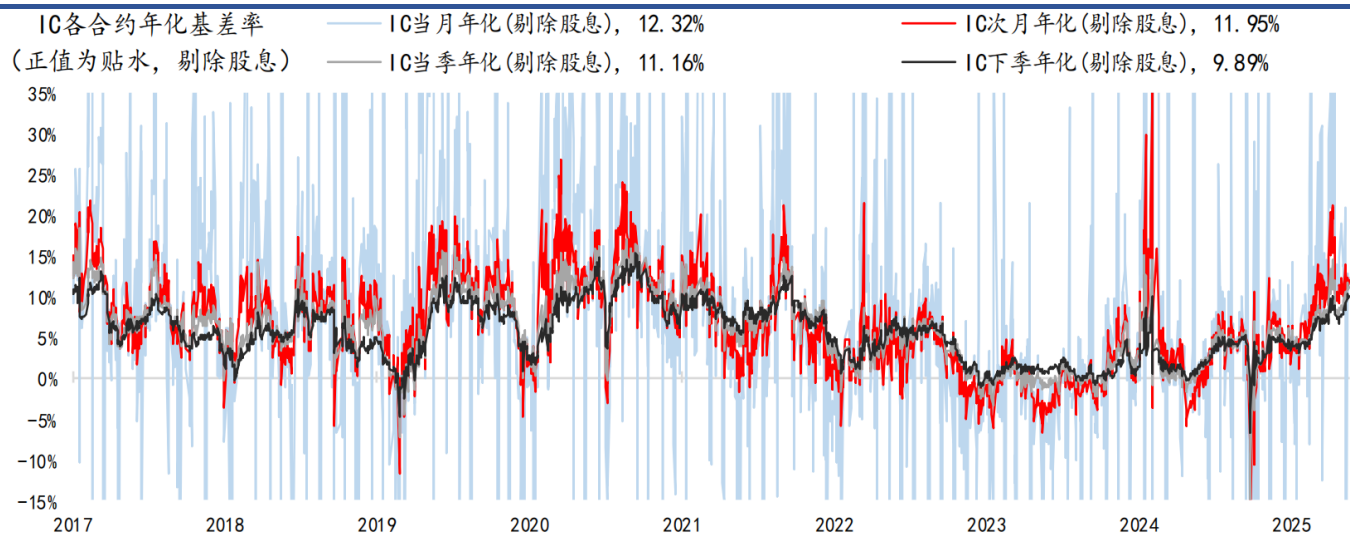
图：IM 各合约基差（剔除股息影响，现货-期货）



数据来源：Wind、海通期货研究所

首先，需要确定的是近期 IC 和 IM 的贴水幅度确实比较高，但在历史上来看并未达到十分极端的水平。考量股指期货的贴水幅度时，除了绝对的贴水点数，我们认为加入时间维度信息的年化基差率更有参考意义。

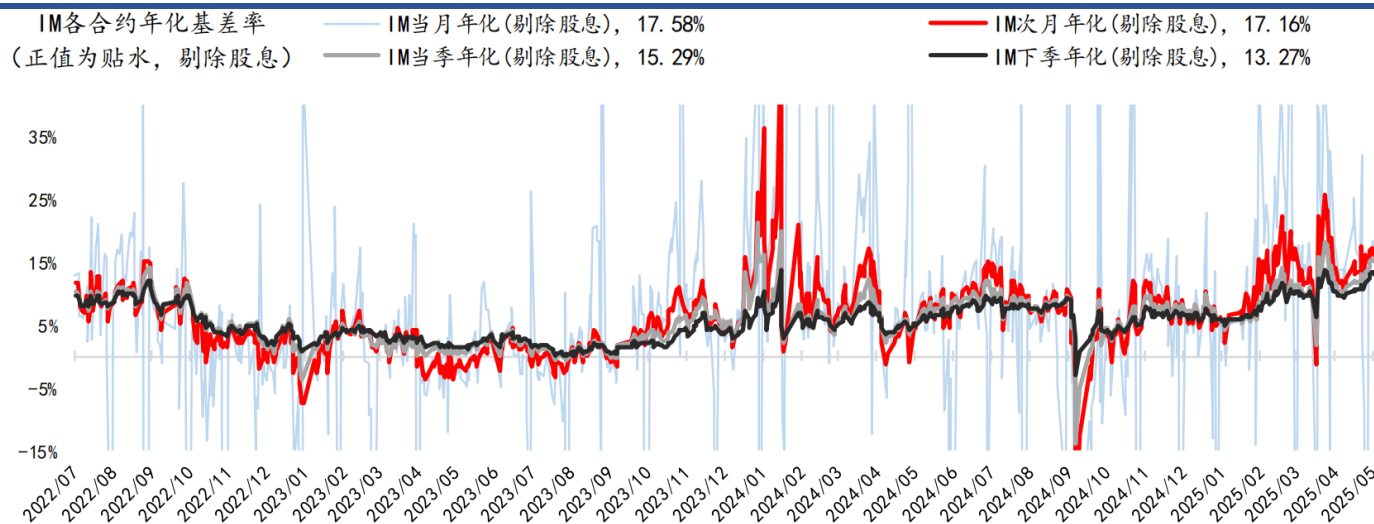
图：IC 各合约年化基差率（现货-期货），剔除股息



数据来源：Wind、海通期货研究所

以 IC 当季合约为例，在剔除股息影响后，如果观察 IC 当季合约的年化贴水率，目前 IC 当季合约的年化贴水率为 11.2% 左右，虽然处于历史较高的水平，但是相较于 2020 到 2021 年期间的极端水平（超过 12%），还有一定差距。同时，观察 IM 合约的年化基差率，也不难发现当前的贴水幅度，并没有 24 年 1 月和 25 年 4 月极端。所以，考虑到时间维度信息的年化贴水率只能说目前 IC 和 IM 的贴水幅度比较深，但还不至于特别极端。

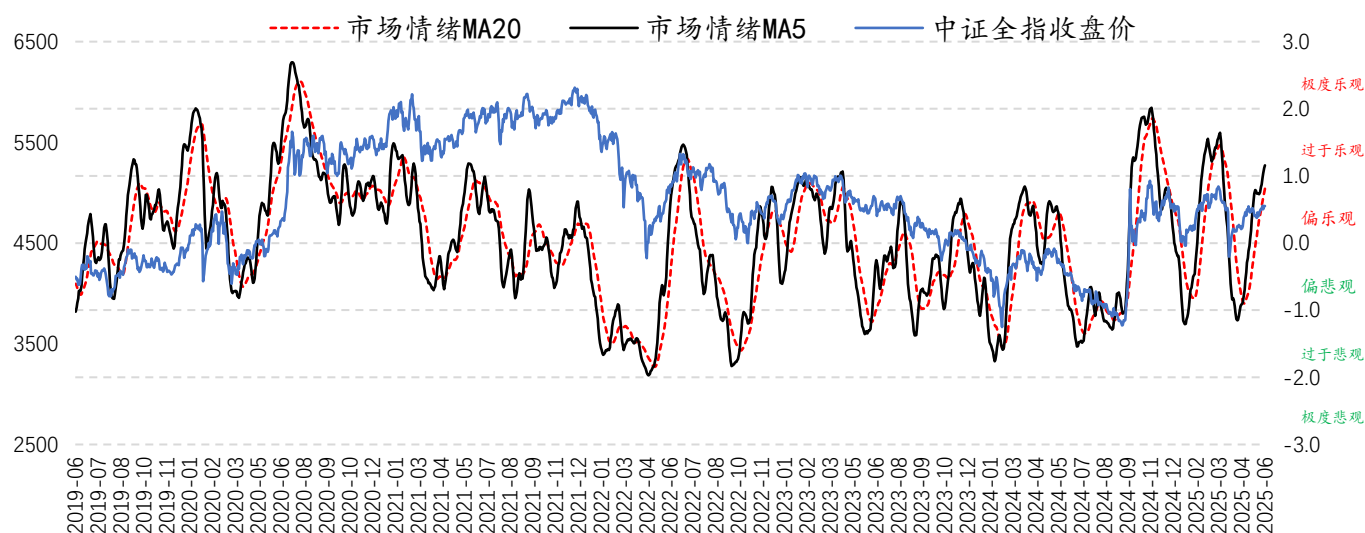
图：IM 各合约年化基差率（现货-期货），剔除股息



数据来源：Wind、海通期货研究所

其次，自去年“9.24”以后 IC 和 IM 合约的贴水一直偏高，深贴水并不是近期才出现的现象。所以，用短期的市场情绪较为悲观去解释较为持续的深贴水现象是不太合适的，况且 4 月中旬之后市场情绪是在持续走升的。从我们编制的 A 股市场情绪指数来看，去年“9.24”之后 A 股市场的情绪的波动是比较大的并不是持续处于悲观。剔除分红影响后，股指期货基差主要受市场交易情绪和交易者结构影响，故股指期货持续的深贴水背后可能存在着交易者结构的边际变化。

图：海通期货 A 股市场情绪指数 VS 中证全指指数

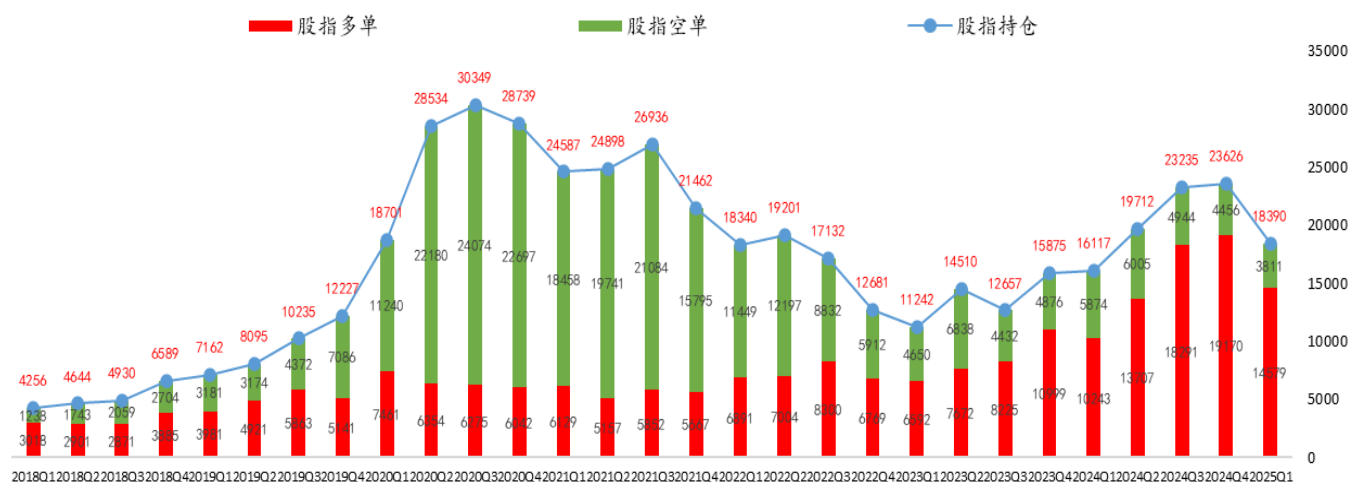


数据来源：Wind、海通期货研究所

再次，股指期货上的空头力量真的有激增么？以公募基金为例，来观察受政策限制较多的传统金融机构在股指期货上的持仓变化趋势，在 25 年一季度末，公募基金多单持仓为 14579 手，占比为 79.3%；空单持仓 3811 手，占比为 20.7%，显然多单占据的绝大部分持仓。从历史数据上来看，也不难发现自 2024 年政策层面强调“增加资本市场信心”以后，公募基金在股指期货的持仓均是以多单

为主导，故近期受政策限制较多的传统金融机构在股指期货上也很难出现大幅增加空单的持仓结构方面的明显转向。

图：公募基金股指期货持仓



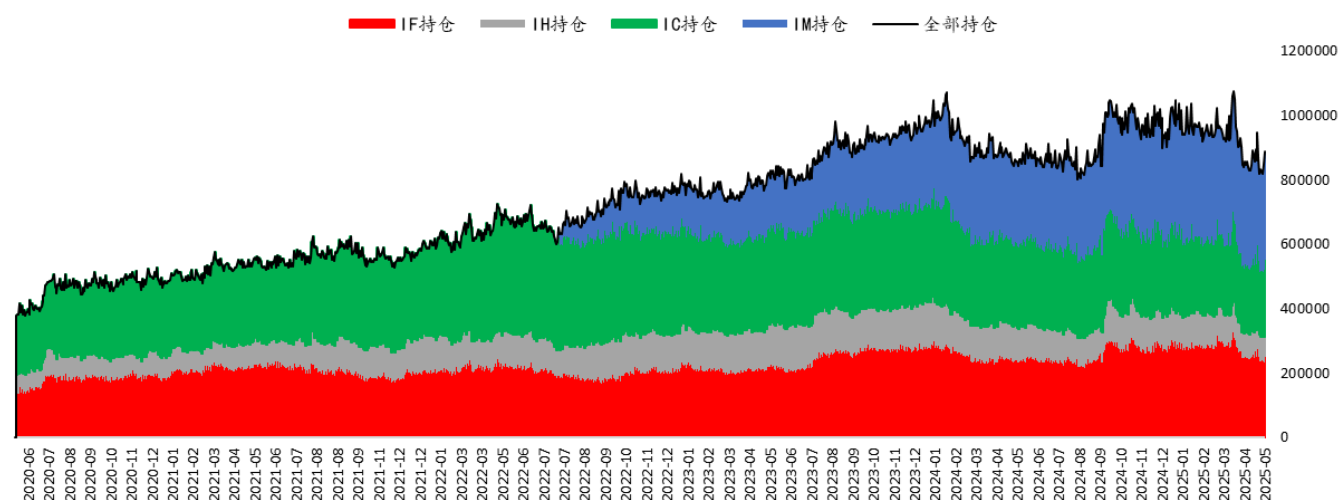
数据来源：Wind、海通期货研究所

再看私募基金，私募基金股指期货的空头力量主要来自于量化私募的市场中性产品，在去年量化交易被限制的背景下，量化私募的规模受到了一定的冲击，而今年量化私募的规模也并没有显著的提升。从总量数据来看，根据中国证券投资基金业协会公布的中国证券型私募基金管理只数，从去年年底的8.78万只降到了今年4月的8.47万只，显然今年私募的产品发行也并不理想。

而 QFII 方面，其参与股指期货只能通过套期保值，且套保额度受到较为严格的规定和限制，外资也不太可能出现短期空头持仓大幅增加的情况。

从股指期货的持仓也不难看出，去年“9.24”以后，股指期货的持仓稳定在 100 万手左右的水平，而今年 4 月以后总体持仓是不升反降的，降至 85 万手左右，显然股指期货上的空头力量并没有出现激增，所以我们认为市场上有些观点把 IC 和 IM 较高的贴水归因于是由于有比较集中的做空力量，从参与股指期货交易的主要机构主体来看，这样的解读是有失偏颇的。

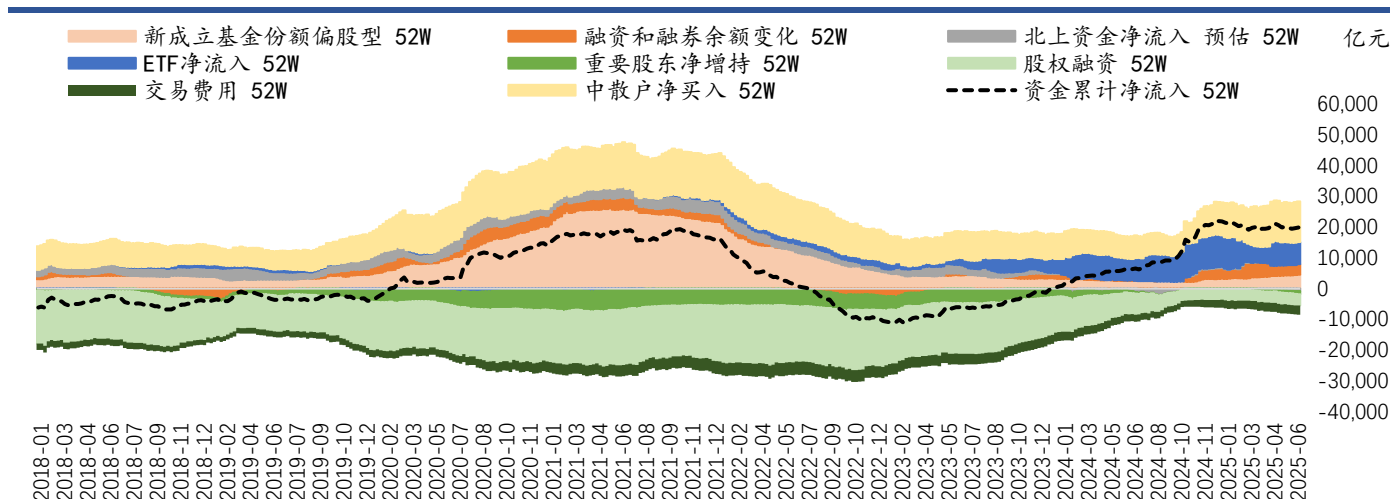
图：股指期货持仓



数据来源：Wind、海通期货研究所

最后，持续深贴水的诱因在哪里？我们需要注意的是，决定股指期货基差的因素不仅仅只存在于期货端的交易者结构的变化，现货端交易者结构的变化同样有影响。去年“9.24”行情以后，A股现货市场的主要增量资金来源有主要三股力量，分别是“国家队”通过指数ETF的流入，中散户以及融资盘杠杆资金。“国家队”和杠杆资金本来这两股多头力量本来在期货市场上就无法提现，而在现货市场上，个人投资者的交易占比或在50%-60%左右，而在股指期货市场上，个人投资者的交易占比或在20%-30%左右。

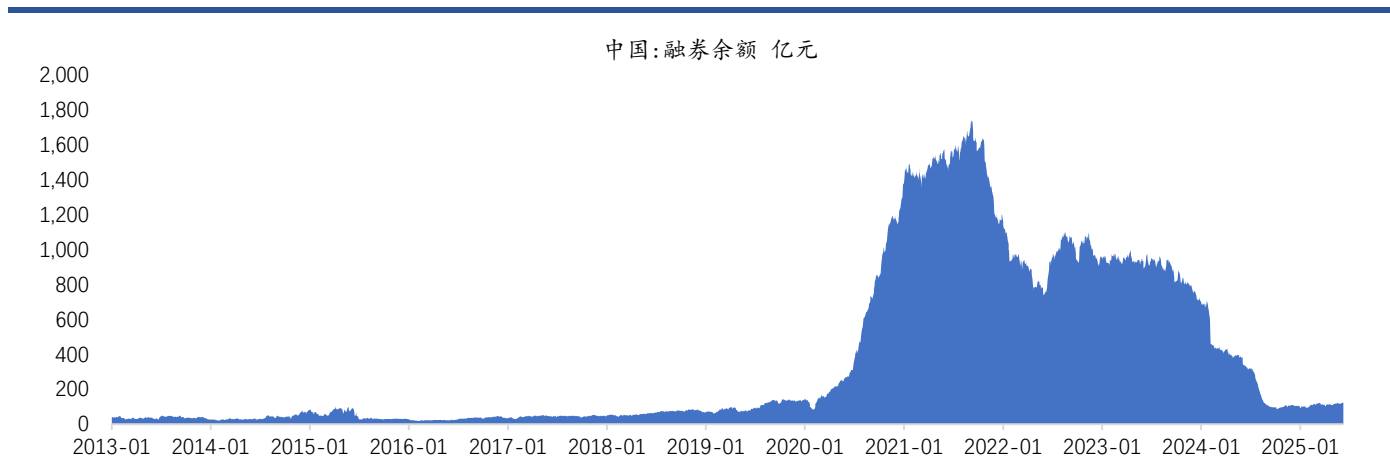
图：A股微观流动性跟踪（52周累计）



数据来源：Wind、海通期货研究所

所以，现货市场上最主要的做多力量，在期货市场上无法充分体现，而中散户和杠杆资金本来的选股偏好又是偏向于中小盘成长股。同时，由于政策层面对“融券”仍不鼓励，导致“融券空ETF同时多股指期货”的“吃贴水”套利要么融不到券难以实现，要么成本过高。自2021年9月A股融券余额达到历史高点的1700亿左右后，A股的融券规模就出现了持续的下行，进入2023年融券规模趋于稳定在900亿左右，2023年四季度开始再度快速下行，目前稳定在110亿左右的水平。

图：A股市场融券余额



数据来源：Wind、海通期货研究所

现货多头力量在期货上无法充分体现叠加融券受限背景下“吃贴水”套利难以实现，这两个因素的共同作用或许才是导致IC和IM的贴水幅度在今年持续处于较高的水平的核心因素。从这个角度来看，既然排除了近期“深贴水=悲观预期”的逻辑传导，反而利用期货市场给出的深贴水来做现货的多头替代是个不错的选择。

3.2 2025 年中证全指或还有 11%-21%的上涨空间

我们的基准假设：2025 年中国实际 GDP 增速为 4.7%到 5.1%，CPI 全年同比增速在 0.4%到 0.6%，PPI 全年同比增速在-2.2%到-2.8%，M2 全年同比增速在 7.7%到 8.1%，下半年降准 50 个 BP，降息 10-20 个 BP，名义无风险利率的中枢在 1.5%到 1.6%，美元对人民币的汇率中枢在 7.0 到 7.2。

基于我们的基准假设，结合指数的风险溢价、盈利预期、流动性环境，我们预测 2025 年上证 50 指数较 5 月底价格还有 15.8%-19.7%的上涨空间，沪深 300 指数则有 17.2%-23.0%的上涨空间，中证 500 指数则有 12.3%-22.8%的上涨空间，中证 1000 指数则有 12.3%-33.0%的上涨空间，国证 2000 指数则有 7.2%-41.4%的上涨空间，中证全指指数则有 10.9%-21.0%的上涨空间。

即我们对 2025 年上证 50 指数较 5 月底价格的中性预测空间为 17.7%，沪深 300 为 20.1%，中证 500 为 16.7%，中证 1000 为 22.7%，国证 2000 为 24.3%，中证全指为 16.0%。

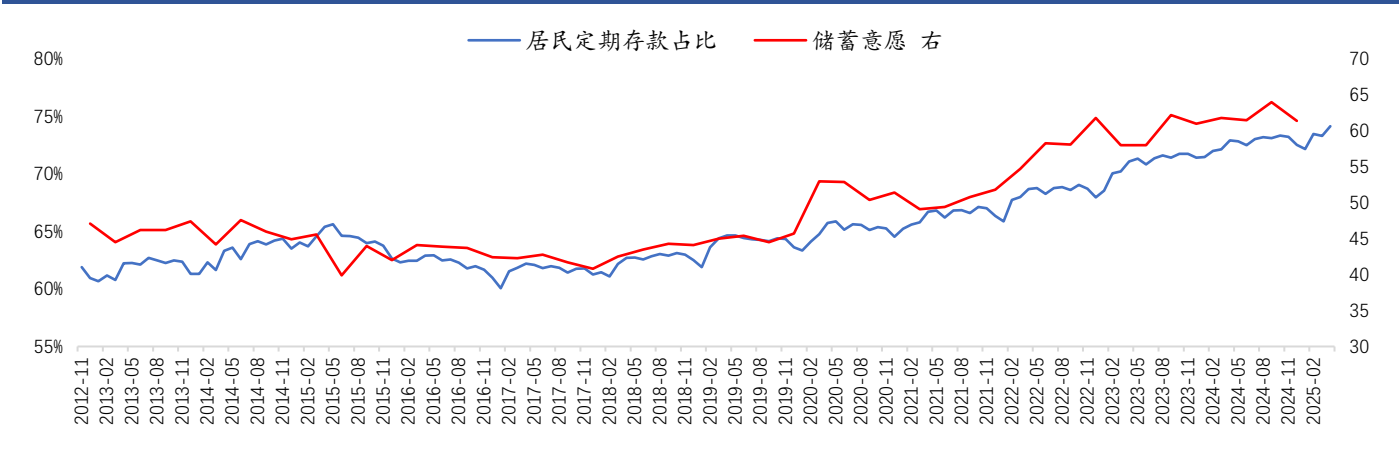
表：基于基准假设我们的模型对 2025 年 PE、EPS 以及涨跌幅的预测

截止5月底	上证50	沪深300	中证500	中证1000	国证2000	中证全指
价格隐含的2025年EPS增速	2.85%	1.21%	-4.90%	-6.38%	-18.34%	-0.40%
价格隐含的2025年PE变动	-3.08%	-3.62%	3.95%	7.53%	22.77%	0.69%
模型预测2025年EPS增速上限	8.1%	5.6%	3.5%	4.3%	5.8%	4.2%
模型预测2025年EPS增速下限	6.9%	4.3%	-1.3%	-2.5%	-5.5%	1.2%
模型预测2025年PE变动上限	10.5%	14.2%	17.7%	28.6%	37.8%	16.4%
模型预测2025年PE变动下限	8.1%	10.1%	11.2%	16.4%	18.1%	9.9%
模型预测2025年累计涨幅上限	19.5%	20.6%	21.8%	34.1%	45.8%	21.3%
模型预测2025年累计涨幅下限	15.6%	14.8%	9.8%	13.5%	11.6%	11.2%
较5月底价格模型预测空间上限	19.7%	23.0%	22.8%	33.0%	41.4%	21.0%
较5月底价格模型预测空间下限	15.8%	17.2%	10.7%	12.3%	7.2%	10.9%
较5月底价格空间中性预测	17.7%	20.1%	16.7%	22.7%	24.3%	16.0%

数据来源：Wind、海通期货研究所

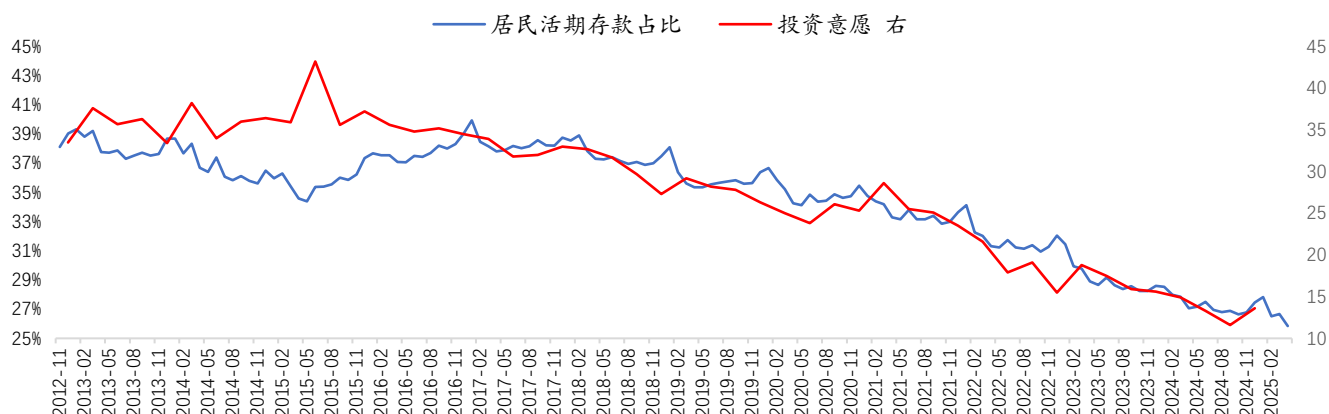
从我们预测涨幅的贡献因素来看，估值端的博弈仍是 2025 年的关键因素，盈利端能给到一些修复但修复的力度并不算大。估值端的博弈取决于市场能否持续的迎来增量资金，这个点的根本性因素在于居民端的预期能否出现改善。

图：居民储蓄意愿极高



数据来源：Wind、海通期货研究所

图：居民投资意愿极低

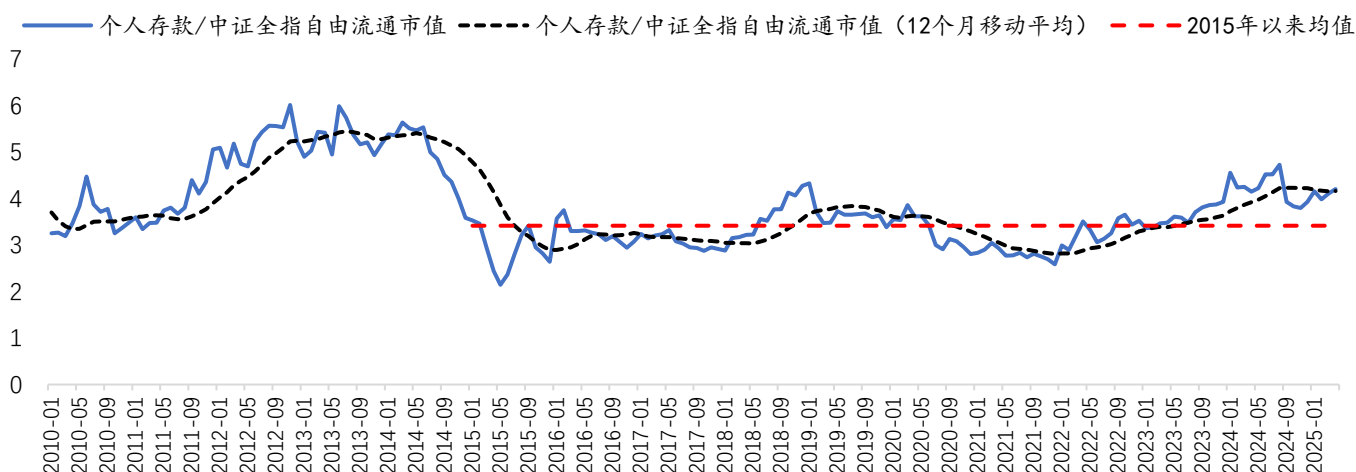


数据来源：Wind、海通期货研究所

由于大多数年份，A股的融资规模是远大于退市规模的就是导致A股成趋势的上涨往往都需要增量资金的推动，这也是为什么往往在经济周期下行的尾声A股的表现却偏好的原因，周期尾部往往会使政策发力最强的时候（政策底），会造成宏观流动性的宽松，随着资产的落地和逐渐起效，对经济前景观点的改善会促使市场出现估值修复性的上涨（市场底），市场底往往出现在政策底之后，而市场的赚钱效应会吸引场外资金入场，形成宏观流动性对A股微观流动性的传导，A股进入趋势性的上涨（流动性推动）。所以，A股的牛市往往都伴随着居民层面对A股的增配趋势。

2025年行情的高度在于居民经济行为是否出现明显的改善，同时在居民端极高的储蓄率叠加低利率资产配置慌的背景下，我们认为不要低估潜在的增量资金规模。在2024年9月之前，M2中的个人存款/中证全指流通市值的比值已经达到了2015年以来的最高点，比2019年初的水平还要高，即便是经过了“9.24”行情的上涨，目前M2中的个人存款/中证全指流通市值的比值仍明显高于2015年以来的均值水平。所以，流动性层面和行情弹性的核心问题是A股市场能否吸引以居民储蓄为代表的增量资金的持续入场。如果居民减少储蓄，增加消费和投资，那么宏观层面盈利端的修复会更为明显，微观层面A股市场则有望持续处于增量博弈的状态。

图：个人存款/中证全指流通市值的比值



数据来源：Wind、海通期货研究所

3.3 多头替代策略是“吃贴水”的较好方式

既然传统的融券“吃贴水”的方式较难实现，那么通过指数期权来复刻现货空头+多股指期货的方法能够实现套利“吃贴水”呢？我们通过买当季看空的平值中证1000指数期权+卖当季看涨的平

值中证 1000 指数期权的组合来复刻现货空头，从下图中不难发现这个组合所隐含的中证 1000 指数的价格和期货的价格之间的差距在大部分时间里都并不大，在 6 月初的时候期权组合的隐含现货价格与期货价格之间的差距的 60 日移动平均值仅为 0.38 个指数点，显然通过期权复刻指数的方式没有办法较好的吃到贴水。

图：当季平值期权复刻现货空头和股指期货的价差



数据来源：Wind、海通期货研究所

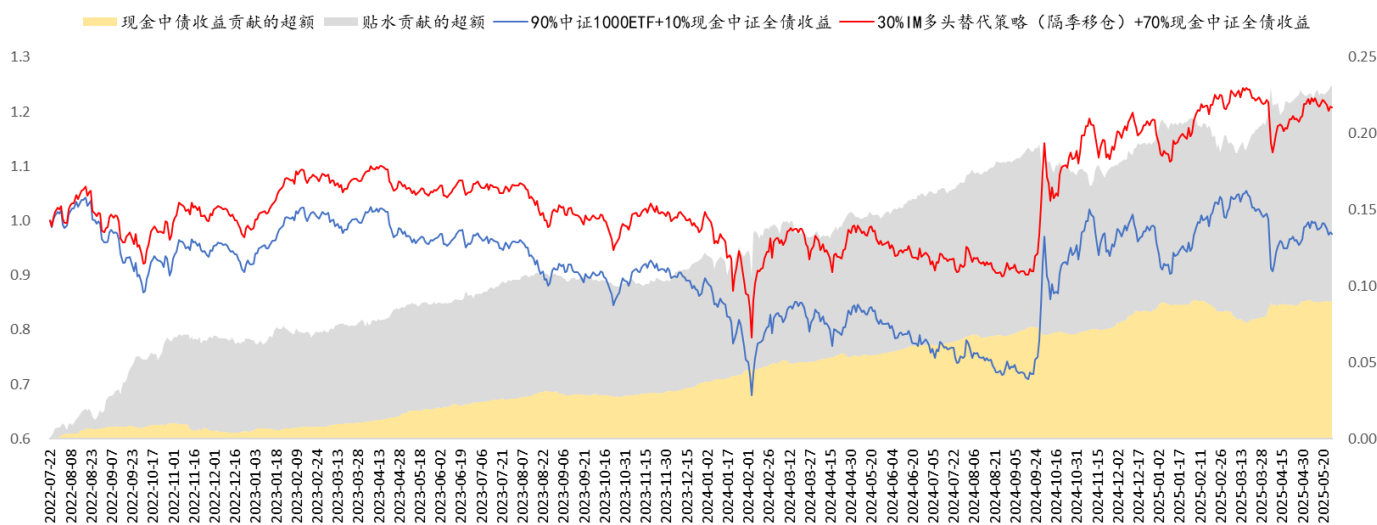
其实，目前“吃贴水”最适合的方式我们认为就是利用期货的多头替代策略。现在我们有策略 1（通过购买 ETF 来配置中证 1000 指数）：90%的资金配置中证 1000ETF+10%的现金（假设获得中证全债指数的收益）。

策略 2（通过股指期货的多头替代来配置中证 1000 指数）：30%的资金配置 IM 期货多头（采用隔季移仓的方式）+70%的现金（假设获得中证全债指数的收益）。

根据我们回测的结果来看，从 2022 年 7 月 22 日截止到 2025 年 5 月 27 日，IM 多头替代策略的累计净值为 1.208，作为对比基准，同期中证 1000ETF 的累计净值为 0.977。也就是说在不主动择时的背景下，IM 多头替代策略可以跑出累计跑出 23.2%的累计超额收益。从而使得年化收益率从持续中证 1000ETF 的-0.74%，提升至 IM 多头替代的 6.87%。

如果将超额收益的贡献分位现金理财和期货贴水两个部分，那么期间现金理财贡献了 9.0%的累计超额收益，而期货贴水贡献了 14.2%的累计超额收益。

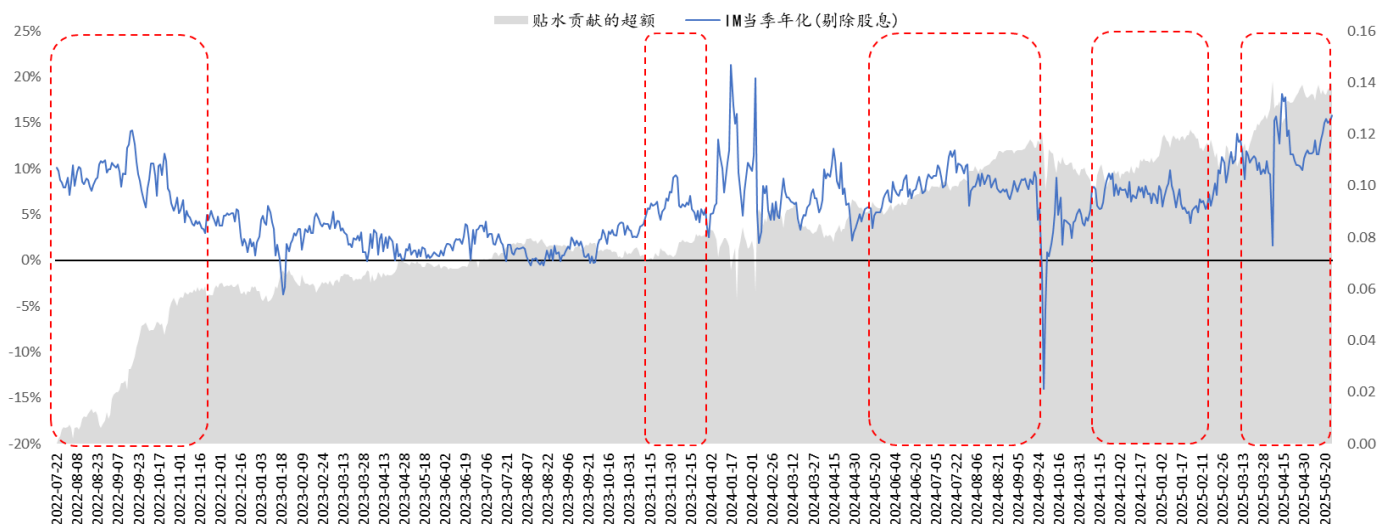
图：指数 ETF 配置中证 1000 策略和 IM 合约多头替代策略净值对比



数据来源：Wind、海通期货研究所

对比多头替代策略下，期货贴水贡献的超额收益和 IM 当季合约的年化基差率，不难发现，超额收益的增加往往发生在股指期货基差贴水幅度较高的时候，比如 2022 年的 7 月低到 11 月初，2024 年的 5 月中到 9 月中，2024 年的 11 月中到 2025 年的 1 月初，以及 2025 年 3 月底到现在。所以，在当下 IM 贴水幅度较高的背景下，IM 期货合约替代中证 1000ETF 的策略是值得关注的。简而言之，配置 ETF 不如配置深贴水的股指期货。

图：期货贴水贡献的超额收益和 IM 当季合约的年化基差率



数据来源：Wind、海通期货研究所

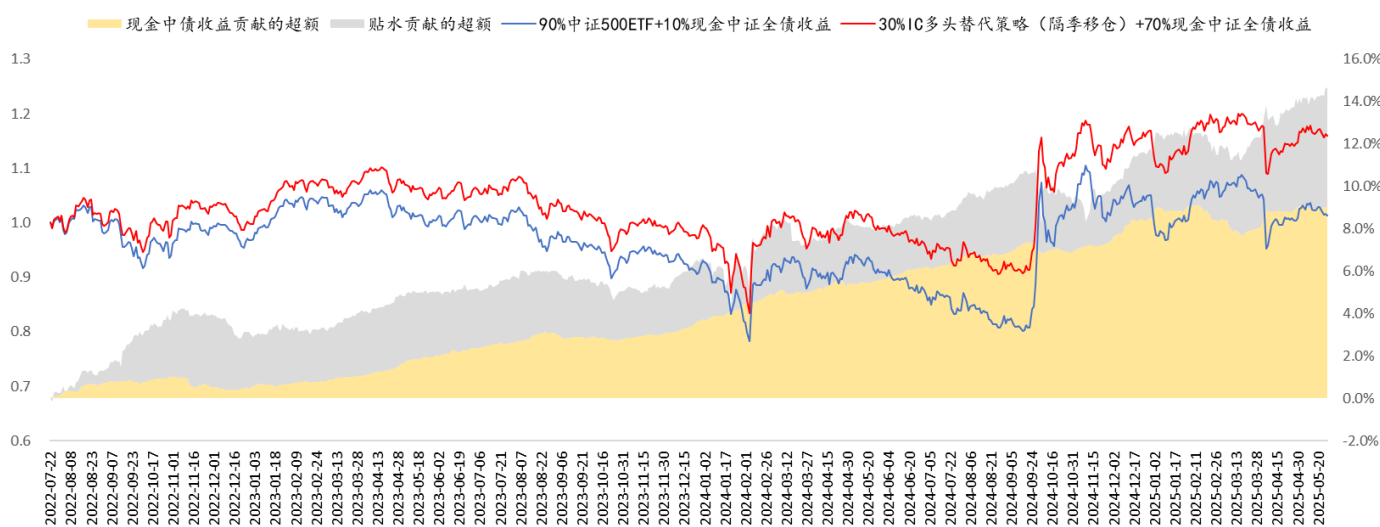
同样的我们对比策略 3（通过购买 ETF 来配置中证 500 指数）：90%的资金配置中证 500ETF+10%的现金（假设获得中证全债指数的收益）。

策略 4（通过股指期货的多头替代来配置中证 500 指数）：30%的资金配置 IC 期货多头（采用隔季移仓的方式）+70%的现金（假设获得中证全债指数的收益）。

根据我们回测的结果来看，从 2022 年 7 月 22 日截止到 2025 年 5 月 27 日，IC 多头替代策略的累计净值为 1.160，作为对比基准，同期中证 500ETF 的累计净值为 1.014。也就是说在不主动择时的背景下，IC 多头替代策略可以跑出累计跑出 14.6%的累计超额收益。从而使得年化收益率从持续中证 500ETF 的 0.48%，提升至 IC 多头替代的 5.36%。

如果将超额收益的贡献分位现金理财部分和期货贴水两个部分，那么期间现金理财贡献了 9.0%的累计超额收益，而期货贴水贡献了 5.6%的累计超额收益。

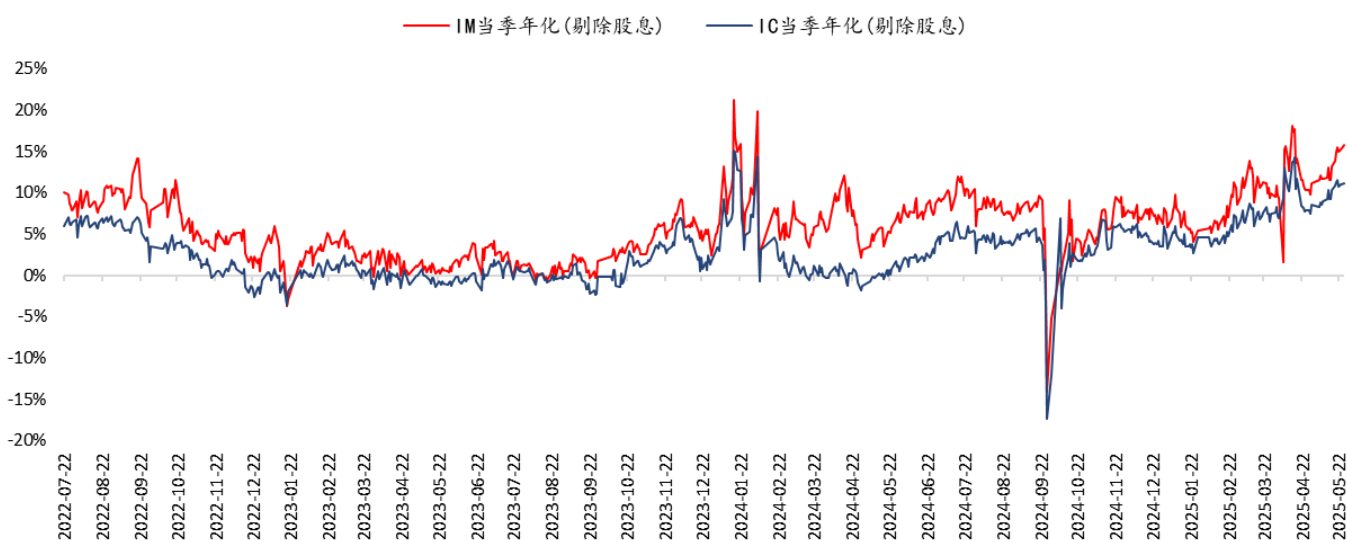
图：指数 ETF 配置中证 1000 策略和 IM 合约多头替代策略净值对比



数据来源：Wind、海通期货研究所

虽然，由于 IC 合约的贴水幅度大部分时候都要小于 IM 合约，使得 IC 多头替代贴水部分所贡献的超额收益要小于 IM 合约，但不可否认的是当 IC 合约贴水较大时，通过 IC 的多头替代还是可以获得较为稳定的相较于直接购买指数 ETF 的超额收益。

图：IC 合约的贴水幅度大部分时候都要小于 IM 合约



数据来源：Wind、海通期货研究所

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货研究所并获得许可，并须注明出处为海通期货研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。