

2024年12月9日

凛冬已过，星河愈明

——股指期货2025年年度投资策略

分析师：

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758120

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

投资要点：

- 回顾2024年，A股市场整体呈现“W”型走势。2024年元旦后春节前A股的持续下跌引起金融衍生品风险集中释放，股市加速下跌，随后中央汇金宣布扩大ETF增持范围，证监会提出暂停新增转融券规模，严禁变相T+0，稳资本市场政策的陆续出台促使A股于2月5日左右见底，阶段性盘整结束再度上行。5月17日，地产新政发布，指数继续上行，5月20日市场达到阶段性高点，之后由于通胀数据及经济数据表现依旧疲软，美联储降息预期减弱等因素，A股风险偏好逐渐回落，一直持续到9月中旬。9月24日，在美联储宣布单次大幅降息50BP之后，央行、财政部、证监会三部门同时推出多项重磅政策，包括降低存量房贷利率、继续降准，创设互换借贷便利等，26日更是临时召开中央政治局会议，会议中首次提出要促进房价止跌回稳，并强调要加力推出增量政策。一系列组合拳极大的提升了市场情绪，A股涨幅超过20%。十一假期过后，市场整体有所降温，处于经济数据验证期，指数整体略有回落，但整体的量能及情绪较二、三季度出现明显好转。
- 展望2025年，股市有望延续当前偏强运行的趋势，配置价值较高。一是，国内经济处于复苏初期，2025年在需求端刺激预期增强的情况下，内需有望进一步回升，股市是最好的配置资产之一。二是，企业业绩有望在2025年随着PPI的逐步修复进一步修复回升，业绩端支撑股市。三是，国内政策刺激预期持续加大，2025年上半年货币政策进一步宽松预期增强，在居民和中央政府部门加杠杆的情况下，宽货币有向宽信用加速传导的预期。四是，当前人民币汇率持续承压，2025年在货币宽松预期以及中美贸易战风险加大的情况下，人民币汇率将持续承压，将阶段性的冲击国内股市。五是，当前股市估值适中，但相对于发达国家仍旧较为便宜，且风险溢价率较高，股市中长期具备较高的投资价值。
- 风格结构方面，整体来看2025年，A股市场受国内政策影响较大，所以在风格上主要关注点落在政策目标的确定性上，所以主要关注三个主线，科技成长国产替代主线、经济修复主线以及并购重组主线，风格表现为成长>消费>金融>周期。对应到股指期货层面，二季度之前，外部风险、汇率冲击影响较大，外围市场影响相对偏弱，而国内政策预期仍然存在，财政货币宽松政策背景下，市场流动性、风险偏好偏强，预计科技、成长风格会相对偏强，中证500及中证1000可能会表现偏强。二季度之后，特朗普主张政策陆续落地，通胀上行风险、关税政策等可能会对国内资金流向，需求恢复情况产生影响，此时风险偏好及流动性均有回落的可能性，上证50及沪深300可能在经济好转、需求复苏以及企业盈利修复的背景之下表现偏强。
- 风险因素：美联储货币政策超预期紧缩、国内政策刺激力度不及预期。

正文目录

1. 2024 年 A 股行情回顾	4
2. 欧美经济有望弱复苏，国内经济外部风险加大	5
2.1. 欧美经济有望逐步复苏，但复苏力度较弱	5
2.2. 国内需求复苏有望加快，进入补库存阶段	6
2.3. 欧美通胀处于下行期，国内通胀持续较低	7
2.4. 中国经济处于复苏初期，股市是最好的配置资产之一	8
3. PPI 底部修复，2025 年企业利润有望修复回升	8
4. 中美货币政策共振宽松，国内政策刺激预期增强	9
4.1. 中美货币政策共振宽松，国内政策刺激预期增强	9
4.2. 国内有望进入宽货币宽信用周期	12
5. 外部风险导致汇率承压，阶段性冲击股市	12
6. 国内股市估值适中，风险溢价率仍旧较高	13
7. 小结	14

图表目录

图 1 2024 年 A 股行情走势	5
图 2 全球主要经济体制造业 PMI 指数	6
图 3 美国市场利率下降	6
图 4 美国薪资和消费支出增长较快	6
图 5 美国制造业有望进入补库阶段	6
图 6 中国经济增长三驾马车	7
图 7 中国库存周期	7
图 8 全球主要经济体通胀情况	8
图 9 美国核心通胀依旧较高	8
图 10 全球经济周期运行情况	8
图 11 PPI 与沪深 300 指数走势	9
图 12 PPI 与工业企业利润基本同步	9
图 13 美联储进入降息周期	11
图 14 中国央行连续下调政策利率	11
图 15 财政增量政策	11
图 16 资本市场政策	11
图 17 国内货币信用周期	12
图 18 宽信用与沪深 300 走势关系	12
图 19 人民币汇率与中美利差走势	13
图 20 汇率承压冲击股市	13
图 21 上证指数 TTM 市盈率	13
图 22 沪深 300 指数 TTM 市盈率	13
图 23 中美主要股指 TTM 市盈率	14
图 24 万得全 A 风险溢价率	14

1. 2024 年 A 股行情回顾

回顾 2024 年，A 股市场整体呈现“W”型走势。2024 年元旦后春节前 A 股的持续下跌引起金融衍生品风险集中释放，股市加速下跌，随后中央汇金宣布扩大 ETF 增持范围，证监会提出暂停新增转融券规模，严禁变相 T+0，稳资本市场政策的陆续出台促使 A 股于 2 月 5 日左右见底，避险资金开始流入高股息风格，阶段性盘整结束再度上行。AI 大模型、大宗商品涨价带动的周期品、低空经济、家电等板块轮流担当主线。4 月 12 日新“国九条”的提出，要求严把发行上市准入关，加大退市监管力度，推动中长期资金入市，为市场带来一定稳定类资金持续流入。4 月底 5 月初，地产政策预期发酵，5 月 17 日，地产新政发布，共同作用下推动指数上行，5 月 20 日市场达到阶段性高点，之后由于通胀数据及经济数据表现依旧疲软，美联储降息预期减弱等因素，A 股风险偏好逐渐回落，风格开始偏向红利、蓝筹板块。随后一直到九月初，市场迎来了持续回调，一方面是由于政策提振有限，“517”新政过后，地产提振效果回落，市场对于地产市场悲观预期持续，且政策层面没有迎来进一步超出市场预期的支持，传言的积极财政政策也迟迟没有确认。另一方面，从外部环境来看，美联储降息预期升温，非农就业数据超预期下降，市场对于美国经济衰退的预期增强，长端利率面临较大的下行压力，且特朗普胜选概率的提升也给市场带来了恐慌情绪，A 股成交额持续萎缩，围绕 5000 亿波动。直到 9 月 24 日，在美联储宣布单次大幅降息 50BP 之后，央行、财政部、证监会三部门同时推出多项重磅政策，包括降低存量房贷利率、继续降准，创设互换借贷便利等，26 日更是临时召开中央政治局会议，会议中首次提出要促进房价止跌回稳，并强调要加力推出增量政策。货币政策先行，地产政策和资本市场政策紧跟，财政政策殿后，一系列组合拳极大的提升了市场情绪，市场成交火爆，一度达到 3 万亿以上，A 股涨幅超过 20%。十一假期过后，市场整体有所降温，处于经济数据验证期，市场逐步由预期驱动逐渐转向经济数据验证，基本面好转等，节奏稍有变化，指数整体略有回落，但整体的量能及情绪较二、三季度出现明显好转。

展望 2025 年，在全球央行步入降息周期，全球经济有望迎来复苏，虽然特朗普的对外加征高额关税的政策主张会对中国乃至全球经济复苏步伐造成一定的负面冲击；但是国内政策刺激预期进一步加大，经济增长持稳有一定的保证；此外，综合企业盈利处于向上修复期，海内外流动性宽松、估值适中、溢价率价高、财政地产政策发力等因素，我们对 2025 年的 A 股市场持中性偏乐观的观点，预计 A 股整体继续呈震荡上行趋势。

图1 2024年A股行情走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2. 欧美经济有望弱复苏，国内经济外部风险加大

2.1. 欧美经济有望逐步复苏，但复苏力度较弱

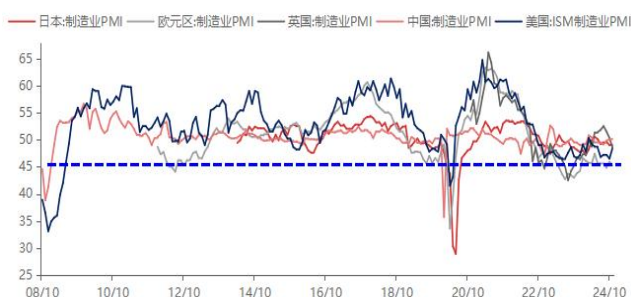
美联储和欧央行降息增强经济复苏动能。欧央行从2024年6月进入本轮降息周期，美联储9月开始首次降息，全球整体进入降息周期。预期美联储在2025年还将降息2-3次，欧央行由于经济和通胀下行压力较大，降息幅度可能更大、降息时间可能更长。首先，随着欧美利率的下调，企业经营成本和消费成本下降，美国和欧洲私人消费和投资有望增加。其次，随着美联储和欧央行的降息，高利率对于劳动力市场的限制逐步减弱，欧美特别是美国劳动力市场逐步改善，薪资增长加快，消费信心和预期也在增强。第三，从经济周期的角度来看，当前全球经济处于缓慢复苏期。美国11月制造业PMI为49.7%，前值为50%，欧元区制造业PMI为45.2%，前值为46%，制造业景气度整体低位继续回升，随着美联储和欧央行的降息，制造业企业经营成本下降；以及欧美劳动力市场的回暖，薪资增长加快，欧美商品需求增长有望加快，欧美有望在2025年下半年进入主动补库周期。

整体而言，欧美经济有望在2025年逐步复苏，但复苏力度较弱。一是虽然美联储和欧央行进入降息周期；但随着美国经济的改善，通胀上行风险增加，以及特朗普的对内减税、对外加关税、严控移民等政策措施将进一步推升美国的经济和通胀，美联储降息预期持续下降，美国国债收益率持续维持较高水平，进一步下降的可能性较小；高利率对于经济的限制仍存。二是特朗普上任后将对中国加征60%或更高的关税、对全球其他国家加征10%的关税，贸易战将冲击欧美乃至全球的经济。三是当前美国联邦债务高企、超过36万亿美元，美国国会预算办公室（CBO）预测到2025年美国联邦债务与GDP的比率将超过101.6%，每年支付联邦债务的利息将超过1万亿美元；高额的利率负担将使得美国政府有效支出将大幅削弱，对经济的支撑减弱。欧洲在未来几年可能面临着财政重整，随着应对前期高能源价格、高通胀的财政措施退坡，欧元区财政至少不会如美国财政一样成为刺激经济的因素。在2024

年7月，欧盟理事会已对波兰、法国、意大利、比利时、匈牙利、马耳他和斯洛伐克等六个国家启动过度财政赤字程序；因此，在财政支出对经济的支持方面，欧洲明显也要弱于美国。

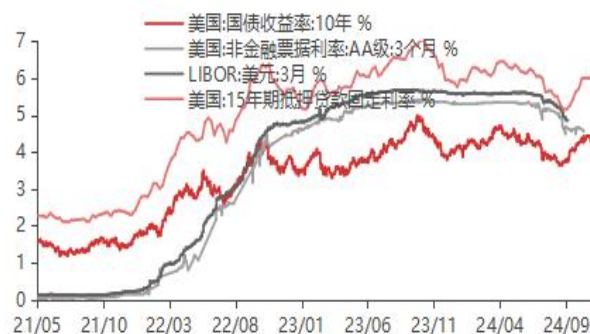
就复苏力度强弱而言，美国经济将明显强于欧元区。一是由于美国2025年将进一步实施减税的政策措施，财政刺激力度加大，对经济的支撑更强；相反欧元区受限于财政纪律，对经济的支持力度不大。二是美国股市的财富增长效应明显强于欧元区，财富效应对美国消费的拉动作用更强。三是美国制造业成本竞争力整体高于欧元区，且特朗普政府计划实施制造业回流计划，美国私人制造业投资将明显强于欧元区。因此在美国经济基本面显著强于欧元区的条件下，美元表现将明显强于欧元。

图2 全球主要经济体制造业 PMI 指数



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图3 美国市场利率下降



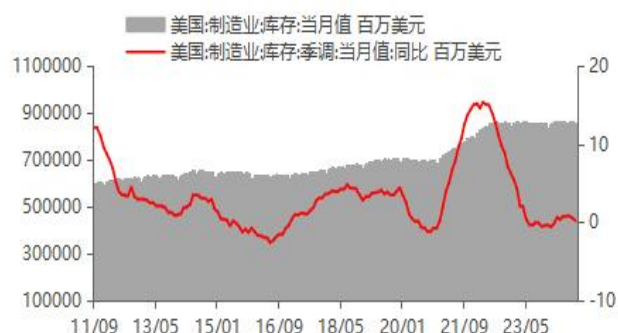
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图4 美国薪资和消费支出增长较快



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图5 美国制造业有望进入补库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2. 国内需求复苏有望加快，进入补库存阶段

中国方面，目前国内经济缓慢复苏，制造业投资、工业生产和外部需求是经济复苏的主要拉动力，房地产和基建投资、以及消费在放缓。10月份，社会消费品零售总额同比增长4.8%，较前值上升1.6个百分点。全国规模以上工业增加值同比增长5.3%，较前值下降0.1个百分点。1-10月固定资产投资3.4%，较前值持平；其中，10月基建投资5.8%，较前值上升3.6%；制造业投资同比6.2%，较前值下降1.7%；房地产开发投资同比增长-11.8%，降幅较前值扩大2.5个百分点。出口方面，中国10月出口3090.58亿美元，同比增长12.7%，较前值上升10.3%。目前国内经济整体处于复苏初期，复苏力度整体较弱。

从经济短周期，也就是库存周期来看，目前国内有进入补库阶段的迹象，但还需时间的验证，2025 年整体有望进入补库存阶段。从历史统计来看，中国每轮库存周期大约 43 个月，上行周期 24 个月，下行期 19 个月。本轮库存周期从 2023 年 11 月开始中国进入补库存周期，目前已经持续 11 个月，处于补库存的前中期，补库力度较弱。结合 PPI 和工业产成品库存同比数据两个指标来看，当前国内基本处于补库存的前中期，2025 年整体有望进入补库存阶段。另外，从股市与库存周期的关系来看，股市基本领先库存周期 1-2 个季度。因此，在预计库存周期逐步回升的情况下，预计股市在 2025 年仍有一定的机会。

图 6 中国经济增长三驾马车



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 7 中国库存周期



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

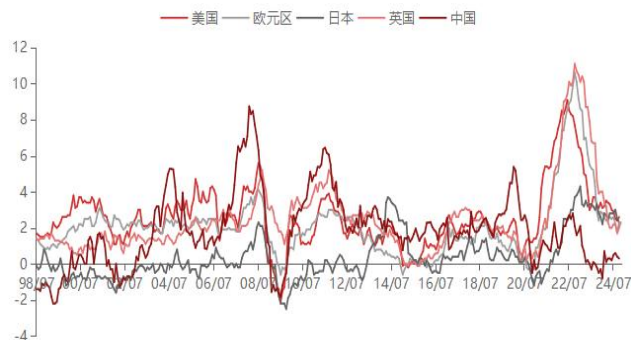
注：浅红色表示被动去库，深红色表示主动补库，深灰色表示主动去库，浅灰色表示被动去库

2.3. 欧美通胀处于下行期，国内通胀持续较低

从通胀来看，目前全球处于通胀下行期，但是上行风险加大。其中，欧美通胀短期有所反弹，通胀上行风险加大，美国 10 月 CPI 同比 2.6%，较上月上升 0.2%；欧元区 11 月 CPI 同比 2.3%，较上月上升 0.3%；核心通胀仍旧较高，美国 10 月核心 CPI 同比 4.0%，前值 4.1%，欧元区 11 月核心 CPI 同比 2.7%，前值 2.7%。因此在欧美通胀上行风险加大，而且随着特朗普的对内减税、对外加征关税以及严控移民等措施会进一步推升美国的通胀，美联储和欧央行降息的预期持续下降。

国内通胀持续较低，10 月 CPI 同比增长 0.3%，前值 0.4%，年内通胀持续低增长；PPI 同比增长-2.9%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。在当前国内通胀较低的情况下，国内货币政策持续宽松，且年内以及 2025 年上半年有进一步降息降准的预期。2025 年，由于 2024 年的低基数效应，以及以旧换新等国内消费刺激政策预计进一步加强，预计政策效果将逐步落地显效，消费预计逐步回升，核心通胀可能触底回升。在国内需求以及通胀回升的情况下，将推动国内企业业绩的修复好转。但是中美之间的贸易战风险，外需承压可能进一步加剧国内产能利用率偏低问题，加大了通胀修复回升的难度；需要关注国内内需刺激政策力度。

图 8 全球主要经济体通胀情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 9 美国核心通胀依旧较高

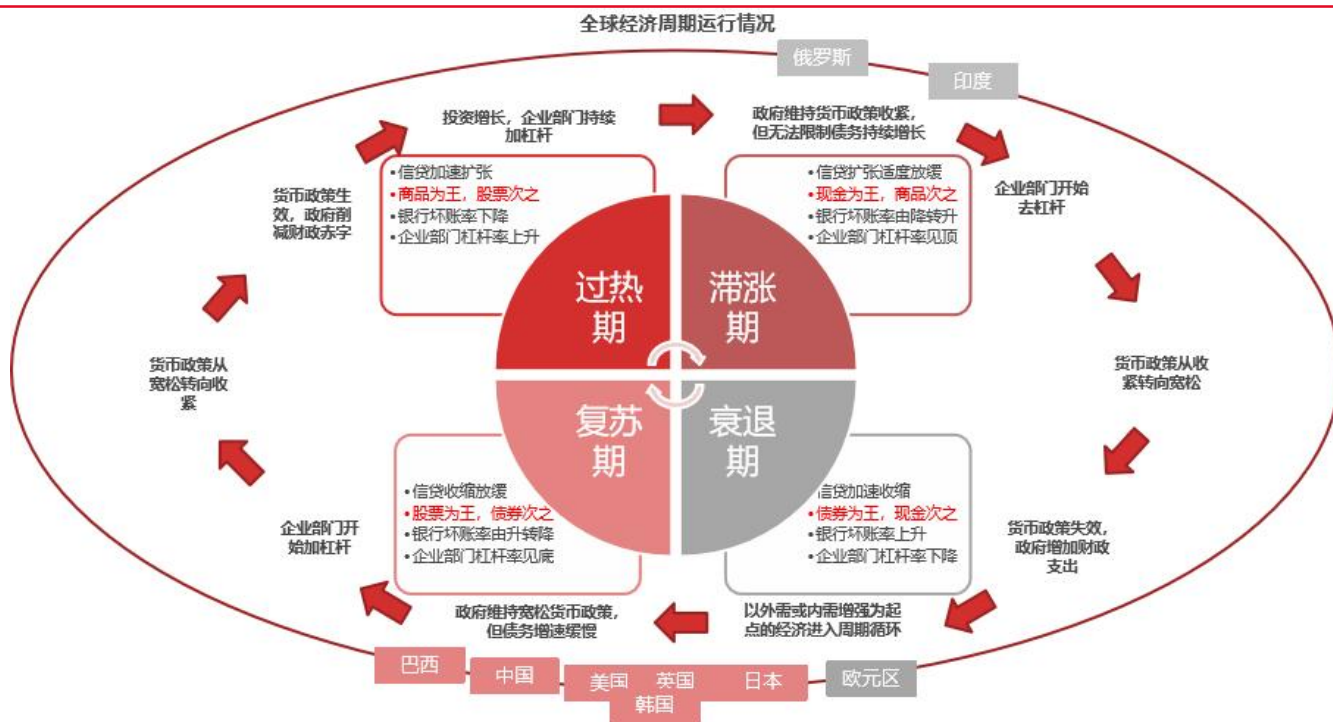


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.4. 中国经济处于复苏初期，股市是最好的配置资产之一

结合当前全球的经济和通胀情况来看，根据美林投资时钟可以判断：美、欧、英、日、韩等主要发达经济体仍处于经济复苏的初步阶段，2025 年将进一步复苏，但复苏的力度较弱，当前最佳的配置资产为股票，其次是现金以及商品。中国进入复苏初期，虽然外部风险加大，但内需政策刺激加强复，在该阶段股市是最好的配置资产，其次是债券。因此从经济周期和大类资产配置的角度来看，当前乃至 2025 年股市是最佳配置资产之一。

图 10 全球经济周期运行情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3. PPI 底部修复，2025 年企业利润有望修复回升

从业绩方面来看，一般企业业绩越好，股市越强，业绩越差，股市越跌。当前国内股市业绩处于底部修复阶段，这个可以从上市公司净利润和工业企业利润总额同比数据可以看

出，10月工业企业利润同比增长-10%，降幅较上月收窄17.1%；1-10月工业企业利润总额累计同比-4.3%，降幅扩大0.8%，企业业绩整体处于修复期。那么后期业绩情况，我们主要来看一个指标“PPI”。PPI这个指标与股市的关系非常密切。按历史规律，一般PPI降至0附近时，国家会采取逆周期的政策，比如降息降准等宽松货币政策、房地产调控放松、刺激消费等政策，直至PPI重新回升至0上方之后，相应刺激措施才会逐步退出。

本轮PPI于2022年10月进入负值区间，目前政策上，央行已经连续采取了降准和降息等宽松的货币政策，国家层面已大幅放松房地产调控政策、房地产支持政策持续加码、汽车和家电等消费刺激政策陆续出台且逐步落地显效。目前PPI处于筑底修复期，且在负值区间已有27个月，市场预计2025年下半年逐步回升至“0”上方。

根据历史情况，一般在PPI处于负值区间，股市表现都较好。比如2009-2010年、2012-2015年、2019-2021年以及2022年10月至今，这四个阶段，股市基本都有不错的表现，其中2012-2015年出现超级大牛市行情。这里面有两层逻辑：第一层逻辑是逆周期的货币放松和需求侧政策的刺激，经济复苏预期较强推升股市；第二层逻辑是PPI的修复，带动企业业绩的修复和好转，进而推升股市。中国作为全球最大的工业国和商品贸易出口国，工业品价格决定着企业整体利润变化趋势。从实际情况来看，PPI和工业企业当月利润同比增速走势基本一致。因此可以通过分析PPI的拐点和走势预判上市公司利润的拐点和走势。在PPI预计在2023年6月触底修复、2025年下半年逐步回升至“0”上方的情况下，工业企业利润增速有望逐步修复回升，在业绩上推动股市基本面走强。

图 11 PPI 与沪深 300 指数走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 12 PPI 与工业企业利润基本同步



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4. 中美货币政策共振宽松，国内政策刺激预期增强

4.1. 中美货币政策共振宽松，国内政策刺激预期增强

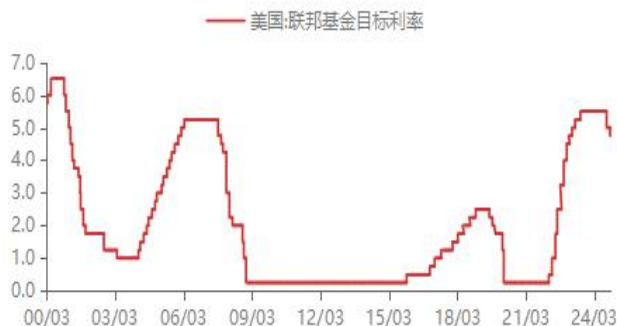
从政策方面来看。首先，在货币政策上，在美国经济持续放缓、劳动力市场快速降温、市场对于美国经济衰退担忧加深以及通胀持续下降的背景下。2024年9月18日，美联储宣布降息50BP，正式宣告美联储进入降息周期。特朗普胜选后，其对内减税、对外加关税、严控移民等政策主张可能进一步推升美国经济和通胀，美联储降息步伐或将进一步放缓。因此，2024年12月降息的概率大幅下降，明年预计只会降息2-3次左右。中国央行于2024年2月5日和9月27日，央行两次全面降准0.5%；2月20日下调5年期LPR利率25BP；7月22日下调1年期LPR利率10BP、5年期LPR利率10BP；10月21日，下调1年期LPR利率

25BP、5 年期 LPR 利率 25BP。今年累计下调 1 年期 LPR 35BP，下调 5 年期 LPR 利率 60BP，货币政策持续宽松。2025 年美联储上半年预计继续降息，中国央行年内以及 2025 年上半年有进一步降准和降息的预期的情况下；中美货币政策有中长期共振宽松的预期，在中长期提振全球股市风险偏好。

其次，在当前国内经济复苏放缓，通胀持续较低，房地产市场修复偏慢的情况下，国内出台需求侧政策刺激经济的预期逐步增强。地产政策方面，2024 年，“5.17”地产新政，以及 9 月 24 日之后，下调房贷利率、存量房贷利率、取消“四限”、房地产契税增值税等下调以及加大财政支出对房地产去库存的力度等等，2025 年预计房贷利率进一步下调，政策支持力度进一步增大。财政政策方面，10 月 12 日财政部增量政策陆续公布，一是加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生。二是发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。三是叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。四是加大对重点群体的支持保障力度，国庆节前已向困难群众发放一次性生活补助，下一步还将针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力。11 月 8 日，全国人大常委会表决通过了《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，增加地方政府债务限额 6 万亿元，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，累计可置换隐性债务 4 万亿元。同时明确，2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。上述三项政策协同发力，此番用于化债的组合拳规模达 12 万亿元。增量财政政策支持力度进一步增大。2025 年，官方预算赤字力度预期在 3.5%到 4%之间，比去年略有扩张，再叠加表外的广义赤字，广义的赤字一共比今年要扩张 2 万亿人民币左右，占 GDP 的比例比今年上升接近 1.4 个百分点。因此，财政支出对于经济的支撑进一步增强。

最后，资本市场政策方面，2023 年 7 月 23 日，政治局会议表示要活跃资本市场，提振投资者信心。2024 年 4 月 12 日，国务院公布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，第一，IPO 审核、退市双向把控上市公司质量。第二，金融机构、交易监管加强，市场违规行为穿透和查处将趋严。第三，引导“聪明的钱”入市，推动指数化投资发展。第四，资本市场立足于服务实体经济，助力新质生产力发展。在资本市场改革方面对股市提供中长期支撑。2024 年 9 月 24 日央行发布会，创设证券、基金、保险公司互换便利，创设股票回购增持专项再贷款等两项结构性货币政策工具，支持资本市场稳定发展。9 月 26 日政治局会议，要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。因此，国家在资本市场政策方面，在打造资本市场信心、改革资本市场、以及提供中长期资金支持等方面对股市的上行驱动提供了坚实的基础。与此同时，在资本市场政策主线方面，多项会议和文件中都提及了上市公司并购重组，是当前 A 股的重要主线之一。科技行业则主要受益于新质生产力发展方向，政策支持上市公司围绕战略性新兴产业，未来产业等进行并购重组，增强科技创新和高科技行业国产替代，科技行业的并购重组周期重启，进一步对科技成长主线形成了支撑。

图 13 美联储进入降息周期



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 14 中国央行连续下调政策利率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 15 财政增量政策

分项	政策
9月26日政治局会议	要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。
10月12日财政部增量政策	一是 加力支持地方化解政府债务风险 ，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生。 二是 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本 ，提升这些银行抵御风险和信贷投放能力，更好地服务实体经济发展。 三是叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具， 支持推动房地产市场止跌回稳 。 四是 加大对重点群体的支持保障力度 ，国庆节前已向困难群众发放一次性生活补助，下一步还将针对学生群体加大奖助助困力度，提升整体消费能力。 中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。
11月8日全国人大常委会	11月8日，全国人大常委会表决通过了《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，增加地方政府债务限额6万亿元，用于置换存量隐性债务。根据财政部部长蓝佛安介绍，从2024年开始，我国将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，累计可置换隐性债务4万亿元。同时明确，2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。上述三项政策协同发力，此番用于化债的组合拳规模达12万亿元。

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 16 资本市场政策

分项	政策
2023年7月23日政治局会议	要活跃资本市场，提振投资者信心。
2024年4月12日国务院公布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》“国九条”	1) IPO审核、退市双向把控上市公司质量 。本次文件提出“严把发行上市准入关”，提高主板、创业板上市标准，扩大现场检查覆盖面，对于打击财务造假、规范减持、分红监管、市值管理等方面的政策有望进一步落实。对于退市监管力度也将加大，将拓宽多元退出渠道，加大对僵尸企业的出清力度，消减“壳”资源价值。同时，也将健全退市过程中的投资者赔偿救济机制。 2) 金融机构、交易监管加强，市场违规行为穿透和查处将趋严 。政策将加强对高频量化等交易监管，严肃查处操纵市场恶意做空等违法违规行为。 3) 引导“聪明的钱”入市，推动指数化投资发展 。政策提出大幅提升权益类基金占比， 大力推动中长期资金入市 。 4) 资本市场立足于服务实体经济，助力新质生产力发展 。本次文件中，资本市场服务实体经济的属性更加突出，强调了对于科创、绿色、国企改革、中小企业、民企等的服务方向。未来符合国家战略方向的数字经济、新兴产业和未来产业发展服务有望进一步加强，推动新质生产力发展。资本市场也将配合央行做好科技、绿色、普惠、养老数字金融五大篇章相关工作
2024年4月30日政治局会议	要积极发展风险投资，壮大耐心资本。要持续推动中小金融机构改革化险，多措并举促进资本市场健康发展。
2024年9月24日央行发布会	创设两项结构性货币政策工具，支持资本市场稳定发展。 第一项是创设证券、基金、保险公司互换便利 。支持符合条件的证券、基金、保险公司，使用其持有的债券、股票ETF、沪深300成份股等资产作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产，这项政策将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。 计划互换便利首期操作规模是5000亿元，未来可视情况扩大规模。 第二项是创设股票回购增持专项再贷款 ，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。中央银行将向商业银行发放再贷款，提供的资金支持比例是100%，再贷款利率是1.75%。 首期额度是3000亿元。
9月26日政治局会议	要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4.2. 国内有望进入宽货币宽信用周期

从货币信用周期的角度来看,根据 M2 指标走势,我们判断国内于 2021 年 9 月进入本轮宽货币周期,2024 年 10 月 M2 同比增长 7.5%,连续四个月上升;此外,M0 增速持续上升,且增速达到 12.8%,基础货币扩张速度较快,国内整体进入宽货币周期;结合近期市场预期年内以及 2025 年上半年央行有进一步降准和降息的预期,我们可以判断当前国内仍处于宽货币周期。信用周期端,2024 年以来,由于居民部门提前还款去杠杆的趋势仍存、以及地方政府处于化债周期,国内宽信用进程持续受阻,社融存量增速持续下降,从年初的 9.5% 下降到 10 月的 7.8%。随着目前国家对房地产行业,民营企业的支持力度进一步增大以及 2025 年中央政府将进一步加杠杆、财政将进一步发力,届时有望加快宽货币向宽信用传导。而从历史情况来看,宽货币时期并不一定会带来股市的上涨,但是宽信用时期,股市基本上呈上涨趋势,那么在 2025 年房地产有望止跌企稳、居民小幅加杠杆,中央政府部门提高加杠杆力度的预期下,宽信用预期有所增强,股市中长期也有望走强。

图 17 国内货币信用周期



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind
 注：红色表示宽货币时期，灰色表示宽信用时期

图 18 宽信用与沪深 300 走势关系



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

5. 外部风险导致汇率承压，阶段性冲击股市

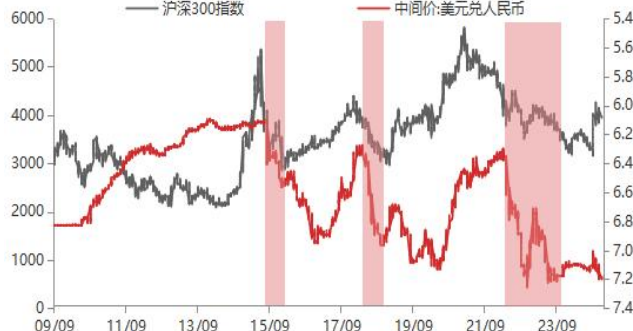
从汇率角度来看,当前一方面由于特朗普政策主张表示要对自中国进口的商品加征 60% 甚至更高的关税,人民币汇率短期大幅贬值。另一方面,特朗普的减税、加征关税、以及驱逐非法移民的政策主张会进一步推升美国的经济和通胀,美元将在 2025 年持续偏强运行。此外,由于美联储降息预期中长期预计将持续降温,而国内货币政策在外部风险加大的情况下宽松预期持续增强,导致中美利差倒挂情况持续加深。因此,短期乃至中长期人民币汇率将持续承压。在近 10 年中,因为国内经济基本面自身走强导致的人民币汇率升值过程中,一般都伴随着股市的走强。比如:2015 年 8 月-2016 年 4 月的股灾后期行情、2018 年 4 月-2018 年 11 月的中美贸易战导致的股市下跌行情以及 2022 年 3 月-2024 年 9 月的美联储加息周期弱人民币汇率的股市下跌行情。那么 2025 年,在美国对中国加征高额关税的背景下,人民币汇率将在中长期承压,或将阶段性冲击国内股市。

图 19 人民币汇率与中美利差走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 20 汇率承压冲击股市



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

6. 国内股市估值适中，风险溢价率仍旧较高

从估值角度来看，无论是与其他主要经济的横向比较还是历史估值的纵向比较，目前国内股市估值都相对较低。横向比较来看，当前中国股市估值在全球主要经济体股市中估值偏低。截至 12 月 3 日，沪深 300 指数 TTM 市盈率为 12.71 倍，美国标普 500 指数 TTM 市盈率为 29.58 倍，是沪深 300 指数的两倍多；代表科创成长的创业板指数 TTM 市盈率为 34.61 倍，纳斯达克指数 TTM 市盈率为 45.52 倍，远高于创业板指数；因此中国股市估值是远低于美国股市的。纵向比较来看，截至 12 月 3 日，上证指数 PE（TTM）为 14.58，处于 25% 分位线上，50% 分位线下方；沪深 300 PE（TTM）为 12.71，处于 25% 分位线上方，50% 分位线下方；整体估值水平平均相对偏低，股市相对便宜，隐含收益率较高。此外，从风险溢价率来看，Wind 全 A 当前风险溢价率在 3.3% 左右，处于近 10 年来的较高水平，表示当前 A 股风险溢价率较高，投资价值相对较高。

当前，A 股市场正处于宏观政策的稳增长基调下，这为市场提供了积极的支撑。同时，估值水平相比全球主要市场仍然具有性价比，这吸引了海内外长线资金的关注。鉴于目前国内股市估值已经抬升，但仍有较大的上行空间，隐含收益率较高，股市投资价值较高，对股市有较强的支撑。四季度或明年，在当前国内货币政策持续宽松、流动性宽裕，稳经济政策陆续出台的情况下，如果经济逐步复苏，宽信用传导顺畅，那么 A 股估值也将随之抬升，股市也将继续偏强运行。但是需要贸易摩擦风险对全球经济及股市的冲击、以及国内经济复苏不及预期的影响。

图 21 上证指数 TTM 市盈率



图 22 沪深 300 指数 TTM 市盈率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 23 中美主要股指 TTM 市盈率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 24 万得全 A 风险溢价率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

7. 小结

总结来看，2025 年股市有望延续当前偏强运行的趋势，配置价值较高。一是，国内经济处于复苏初期，2025 年在需求端刺激预期增强的情况下，内需有望进一步回升，股市是最好的配置资产之一。二是，企业业绩有望在 2025 年随着 PPI 的逐步修复进一步修复回升，业绩端支撑股市。三是，国内政策刺激预期持续加大，2025 年上半年货币政策进一步宽松预期增强，在居民和中央政府部门加杠杆的情况下，宽货币有向宽信用加速传导的预期。四是，当前人民币汇率持续承压，2025 年在货币宽松预期以及中美贸易战风险加大的情况下，人民币汇率将持续承压，将阶段性的冲击国内股市。五是，当前股市估值适中，但相对于发达国家仍旧较为便宜，且风险溢价率较高，股市中长期具备较高的投资价值。

风格结构方面，整体来看 2025 年，A 股市场受国内政策影响较大，所以在风格上主要关注点落在政策目标的确定性上，所以主要关注三个主线，科技成长国产替代主线、经济修复主线以及并购重组主线，风格表现为成长>消费>金融>周期。对应到股指期货层面，二季度之前，外部风险、汇率冲击影响较大，外围市场影响相对偏弱，而国内政策预期仍然存在，财政货币宽松政策背景下，市场流动性、风险偏好偏强，预计科技、成长风格会相对偏强，中证 500 及中证 1000 可能会表现偏强。二季度之后，特朗普主张政策陆续落地，通胀上行风险、关税政策等都可能对国内资金流向，需求恢复情况产生影响，此时风险偏好及流动性均有回落的可能性，上证 50 及沪深 300 可能在经济好转、需求复苏以及企业盈利修复的背景之下表现偏强。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等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，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn