



摘要

2024 年，中国经济虽然面临诸多挑战，但政策的积极调整为资本市场注入了活力，股市行情一扫三年阴霾，出现年度上涨。展望 2025 年，尽管挑战依然存在，但政策的发力和经济的复苏为股市提供了底部支撑。在经济基础、市场流动性、企业盈利预期和市场估值等股价影响因素方面，都出现了积极向好的迹象，但也要看到，国内基本面需求偏弱格局暂未发生明显转变，再加上国际贸易环境面临重大挑战，股市的大幅波动难以避免。预计 2025 年的 A 股市场将在宽幅震荡中前行，整体呈现底部抬升的慢牛走势。

撰写：胡启雷

投资咨询证号：Z0000625

电话：025-83116158

E-mail：878212420@qq.com

曲折前行，慢牛可期

——2025 股指期货年报

锦泰期货胡启雷

一、2024 年股指走势回顾

2024 年，A 股市场呈现前低后高的震荡走势。年初受微盘股大跌的影响，上证指数创出全年低点，在汇金增持、暂停新增转融券等组合拳之下，市场出现反弹。4 月，国务院发布“新国九条”，市场再度上攻后震荡回落。直至 9 月下旬，中共中央政治局会议指出“提振资本市场”，央行创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展，股市出现爆发增长，10 月初创出全年高点后保持箱体震荡。

2024 年，三大指数均实现上涨，上证指数、深证成指、创业板指年度涨幅分别为 12.67%、9.34%、13.23%。主要宽基指数呈显著分化，上证 50 及沪深 300 年度变动分别为 15.42%、14.68%，中证 500 及中证 1000 年度变动分别为 5.46%、1.20%，大盘指数显著强于中小盘指数。全市场年度成交额为 257 万亿，创历史新高，日均成交额达 1.06 万亿，较去年增加 1870 亿。

二、2024 年股指期货交易情况

1、成交量大增，波动幅度加剧

2024 年，在权益现货市场放量行情带动下，各期指合约的日均成交量较去年显著上升，日均成交达 49 万手，较上年增加 70.57%。交投活跃持仓继续增长，全年日均持仓达 92 万手，较上年增长 9%。IM 成交持仓继续大幅增长，分别占市场的 40%和 31%，已成为最受关注的股指期货品种。从单日振幅看，2024 年日内震荡加大，IM 和 IC 日均单日振幅分别为 2.68% 和 2.29%，分别是上市以来和近 5 年的最高，IF 和 IH 日均单日振幅也高于 2023 年。

2、期现基差收窄

2024 年，股指期货基差整体较上年略有下行，基差走弱与全年大部分时间现货指数表现较弱、雪球产品的规模受限、中性产品规模的下降、融券受限等因素有关。除 IM 外，其余三个品种的基差波动幅度均收窄，仅在出现急涨急跌情形下出现短期大幅升水或深度贴水，表明期货市场定价与现货指数走势更加联系紧密，价差套利空间趋小。而中证 1000 指数期货 2024 年贴水加深，波动加大，主要由于品种活跃度整体上升，并且对冲需求上升。此外，期

指合约的跨期价差同样呈现出逐渐收敛的走势。四大期指的远月合约与近月合约之间的点位差距均缩小，对于股指期货的移仓为正向因素，可以减少移仓过程中产生的价差损失。

三、股市基本面概况

1、企业盈利底部企稳

2024 年，上市公司业绩处于下滑之中，截止 2024 年三季度，全部 A 股营业收入 52.54 万亿元，归属母公司净利润 4.418 万亿元，同比分别下降 0.84%和 0.61%；除去金融和两油的全部 A 股营业收入 41 万亿元，归属母公司净利润 2.14 万亿元，同比分别下降 1.49%和 7.56%。不过，随着宏观政策的精准调控和企业自身竞争力的增强，四季度企业利润状况有所好转。2025 年，企业盈利存在一些积极因素，如加大供给侧出清控生产、大规模设备更新和消费品以旧换新支持等都有望对企业利润带来支撑，因此，预计 2025 年 A 股盈利大体呈现底部企稳态势。

2、估值合理，权益性价比高

从 PE 估值来看，截至 2024 年 12 月 31 日，沪深 300 指数动态市盈率为 12.99，处于近 5 年来的 66%历史分位，近 10 年来的 45%历史分位；上证 50 指数动态市盈率为 10.92，处于近 5 年来的 65%历史分位，近 10 年来的 68%历史分位；中证 500 指数动态市盈率为 28.34，处于近 5 年来的 71%历史分位，近 10 年来的 48%历史分位；中证 1000 指数动态市盈率为 37.84，处于近 5 年来的 34%历史分位，近 10 年来的 26%历史分位。从数值上看，除中证 1000 的估值偏低，其余都处于合理甚至略高的估值水平。

从股债性价比角度观察，随着股价九月底以来的反弹，万得全 A 指数 ERP 和沪深 300 指数 ERP 已从历史极端区域有所回归，但由于债券价格的进一步大涨，当前配置权益资产的整体性价比依然较高。

3、市场资金充裕

三季度，央行为引入资本市场增量资金创设了两项新工具：一是证券基金保险公司互换便利；二是股票回购、增持再贷款，引导上市公司和主要股东回购和增持上市公司股票。这两项工具分别作用的机制包含金融机构持宽基指数基金资产与直接央行进行流动性置换，和产业资本通过商业银行得到央行的低成本流动性支持来增加 A 股的资金流入。此外，证监会会同中央金融办出台了推动中长期资金入市的指导意见，建设培育鼓励长期投资的市场生态。稳步推进公募基金行业费率等改革，大力发展权益类基金特别是指数化投资。2024 全年仅看 ETF 基金的发行增长，总规模同比上升 79.85%达到 16378.4 亿元，新发行 103 只股票 ETF 基

金，其中，规模指数 ETF 新增 53 只占到一半以上，规模指数 ETF 的净值也占到所有 ETF 的 59% 以上。

随着行情的向好，融资资金也成为市场资金的重要增量。年初以来两融余额变动差异较大，其中融资余额明显上升，突破 1.8 万亿元，融券余额则持续回落。两融成交占市场总成交比例升至 8.92%，基本恢复至 2021 年水平附近，其中主要是依靠融资买入余额上升的带动。从融资余额占流通市值占比来看，2024 年全年保持 1.9-2.4% 区间，而 2015 年占比曾达 4.3%。预计 2025 年金融系统资金成本仍维持低位，场外资金入市速度有望加快，融资交易仍是推升市场的主要场内杠杆因素。

四、国内经济及政策

2024 年，国内经济总体呈现先降后升的反弹走势。前三季度 GDP 增速持续缓慢下降，四季度在大量稳经济政策集中影响下增速明显回升。年度经济增长目标有望实现，产业发展取得积极进展，投资和消费结构不断优化，科技创新和产业升级为经济发展注入新动能。然而，供大于需持续困扰市场，消费持续放缓、投资总体稳定但结构性差异较大是需求端主要问题。此外，外部环境复杂和房地产市场调整等问题仍需重点关注。

2025 年，中国财政和货币政策宽松幅度会明显加大。增量政策将扩大国内大循环对冲美国可能的贸易战。预期外需面临的回落风险加大，经济动能转向内需，在“促销费”政策带动下，明年二季度开始，消费增速有望抬升，投资端整体分化难改，制造业与基建或将起到压舱石作用，基建投资增速有望持稳，制造业增速向上弹性较小，更多或呈现结构性亮点，地产投资降幅有望收窄。2025 年中国经济增速有望继续运行在 5% 左右，继续向创新型经济体转型升级。

1、国内经济基本面

(1) 投资方面

2024 年 1-11 月份，全国固定资产投资 465839 亿元，同比增长 3.3%。分产业看，第一产业投资 8709 亿元，同比增长 2.4%；第二产业投资 161632 亿元，同比增长 12.0%；第三产业投资 295498 亿元，同比下降 1.0%。

2024 年 1-11 月基建投资同比增长 9.39%，继续维持了一个高增速。预计 2025 年随着地方财政融资加快和项目推动，基建投资大概率还会维持在较高的增速。2024 年 1-11 月制造业投资同比增长 9.3%，较快速增长与出口整体表现较好，且国内推进大规模设备更新有密切关系。在 2024 年制造业企业产能利用较低、利润增长不佳的情况下，预计 2025 年制造业投资增速可能较 2024 年小幅回落。

2024 年 1-11 月全国房地产开发投资同比下降 10.4%。三季度以来，地产销售端初步出现好转，降幅有所收窄，说明地产政策“组合拳”，即下调 LPR 利率、下调首付比例、存量房贷利率以及存量房收储等政策累积效应开始显现。今年 9 月与 12 月政治局会议定调“要促进房地产市场止跌回稳”、“稳住楼市”，2025 年预期将延续此基调。地产政策组合拳供需两端齐发力，有望助力销售端延续回升，带动房价企稳和地产投资降幅收窄。

（2）消费方面

2024 年 1-11 月社零同比增长 3.5%，2024 年前三季度全国居民人均可支配收入名义同比增长 5.2%。2025 年消费政策导向是增强消费对经济增长的基础性作用，加快完善“想消费”“敢消费”“能消费”的政策环境，规范压减对消费的限制性措施，对可以依靠市场充分竞争提升供给质量的服务消费领域放宽准入限制，合理增加公共消费，多元扩大普惠性非基本公共服务供给。2024 年支持消费增长的政策大概率在 2025 年会延续，包括鼓励汽车和家电消费以旧换新的政策，以旧换新的品类很可能会扩大。财政政策会继续出台增加居民福利和促进消费的措施。如果楼市和股市企稳，也有助于财富效应的体现，那么消费向上空间将会更大。2025 年消费好转的有利条件是通胀水平预计将有所回升，但收入回升幅度需要观察经济走势，总之，消费回升将是缓慢并持续的过程。

（3）出口方面

世界贸易组织（WTO）预测，2024 年全球商品贸易量同比增长 2.7%。按美元计价，2024 年前 11 个月，我国进出口总值 5.6 万亿美元，增长 3.6%。其中，出口 3.24 万亿美元，增长 5.4%；进口 2.36 万亿美元，增长 1.2%；贸易顺差 8846.7 亿美元，扩大 18.4%。中国商品出口占全球商品出口的份额在 2021 年创出高点 14.86%，2022 年和 2023 年分别为 14.22% 和 14.21%，保持了基本稳定。在外需强于内需的结构性特征下，出口对我国经济增长起到重要支撑作用。

展望 2025 年，外贸冲击风险加大，不确定性上升，美国当选总统提出的高关税壁垒政策，无疑给外需市场带来了巨大压力，可能导致中国明年的出口形势不容乐观。预计 2025 年一季度将为我国“抢出口”重要窗口期，所以我国 2025 年上半年出口将明显好于下半年、出口增长和经常账户或呈逐季回落态势。2025 年全年整体中国经常账户将面临一定的压制，进而给国内股指市场在流动性层面带来偏消极的预期。尽管面临诸多外部压力，但中国企业在经历了上一轮贸易摩擦后，已展现出较强的适应能力和应变策略，出口对象呈现出多元化的发展趋势，抗风险能力也得到了显著提升。众多企业不再将目光局限于单一的美国市场，而是积极主动地拓展欧洲、亚洲、非洲以及南美洲等其他地区的新兴市场，通过参与各类国际展会、与当地经销商构建紧密合作关系等方式，逐步扩大在这些区域的市场份额。

（4）汇率方面

2024 年人民币总体贬值，从美元兑人民币汇率来看，上半年持续震荡走弱至 7 月来到年

内最低点，离岸人民币跌至 7.35 附近。之后出现明显的升值走势并延续至 9 月末来到年内最高位 6.97 附近。10 月则开始再度走弱，且下半年以来汇率波动幅度明显扩大。中美利差是影响汇率波动的最直接因素，严重倒挂的利差拖累汇率明显走弱。而下半年开始汇率大幅变动还有一个重要原因即美国总统大选。2025 年美国新政府如果对华大加关税，也将从经济基本面对中国造成直接影响，不排除汇率在特朗普政策落地前后出现明显调整的可能。

2024 年 9 月，美联储宣布大跨步降息 50bp 后，我国降准降息等利好措施同步跟进，2024 年 12 月，美联储在年内最后一次降息 25bp 后向市场释放鹰派信号，根据最新点阵图，美联储对于 2025-2026 年降息预期进行了显著下修，平均每年只降息 50bp。若后续美联储降息节奏放缓推动美元指数持续高位，我国稳汇率压力或再次加大。汇率风险将令人民币资产价格受到影响，尤其是债券市场或受到更大冲击。美元、美债收益率如维持强势，叠加稳汇率政策和资本外流影响，理论上将限制国内货币宽松空间，带来潜在利空影响。

2、财政政策

2024 年，中国公共财政支出累计值同比增速持续走低，主要原因在于房地产尾部冲击下，地方土地财政瓦解，地方财政收入不及预期，叠加地方债利息支出压力，导致公共财政支出失速。11 月，中央政府对地方债开启了新的化债方债，下发了新 6 万亿地方债额度，为地方政府新增了 12 万亿元的化债资源，地方政府的化债压力已大幅降低。当前，只有中央政府具备加杠杆的能力，因此需要中央政府开启新一轮扩张性财政政策。

12 月份的中央经济工作会议指出，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，优化财政支出结构，兜牢基层三保底线。财政部也表示 2025 年扩大专项债券发行规模后，将拓宽投向领域，提高用作资本金的比例；将加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模；加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度；地方专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备、收购存量商品房用作保障性住房方面的相关细则将落地。这些指明了财政政策加力提效的重要方向，预计 2025 年各项财政预算将会有不同程度提高，中国将上调赤字率，大规模增发中长期国债，增发特别国债。而财政具体的扩张力度未有定数，一定程度上可能与特朗普上台后加征关税等外部因素相关，更高的关税税率可能需要更大力度的内需支持政策予以对冲。

3、货币政策

过去几年，人民银行综合运用多种货币政策工具，包括下调存款准备金率、降低政策利

率等，为经济高质量发展营造良好的货币金融环境。2024 年中国货币政策保持持续宽松，降低存款准备金率，持续降低贷款利率和存款利率，降低房贷利率，以持续降低实体经济的融资成本。实体经济的融资成本在持续降低，居民部门的消费贷成本、房贷成本持续下降，地方债和地方平台公司债务压力减轻。12 月中央经济工作会议指出，要实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长，同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。相比较之前定调更为积极，预计 2025 年货币政策目标将向稳增长、稳物价目标倾斜，综合运用降准降息、国债买卖与买断式逆回购等多种货币政策工具，维持流动性充裕，积极作为与财政政策形成协同配合。

4、股市政策

在资本市场，中国证监会推出了多项措施，包括推动中长期资金入市、发布并购重组措施、以及市值管理指引等。特别是中长期资金的引入，被视为提升市场稳定性和促进健康发展的关键。央行创设的 5000 亿元证券、基金、保险公司互换便利，允许符合条件的金融机构使用债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产作为抵押，从央行换入国债、中央银行票据等高流动性资产。这一政策极大地提升了金融机构的资金获取能力和股票增持能力，有助于金融机构在资本市场中发挥更大的作用，促进股权类资产的流动性和稳定性。其次，3000 亿元股票回购、增持专项再贷款的创设，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。这一措施直接支持了上市公司的资本运作，有助于提升上市公司的质量，增强市场对股权的信心，推动股权财政的发展。另外，监管层面针对融券业务、量化程序交易出台了新的管控制度，以减少恶意做空资金在下挫行情时的负面影响。今年 5 月份，证监会正式发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）》，明确了交易监管、风险防控、系统安全、高频交易特别规定等一系列监管安排。

五、2025 年行情展望

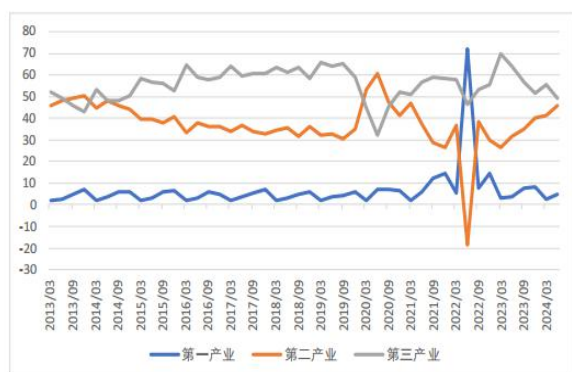
2024 年，中国经济虽然面临诸多挑战，但政策的积极调整为资本市场注入了活力，股市行情一扫三年阴霾，出现年度上涨。展望 2025 年，尽管挑战依然存在，但政策的支持和经济的复苏为股市提供了底部支撑。在经济基础、市场流动性、企业盈利预期和市场估值等股价影响因素方面，都出现了积极向好的迹象，但也要看到，国内基本面需求偏弱格局暂未发生明显转变，再加上国际贸易环境面临重大挑战，股市的大幅波动难以避免。预计 2025 年的 A 股市场将在宽幅震荡中前行，整体呈现底部抬升的慢牛行情。具体来看，可以从四个方面观

察基本面的变动情况：一是能否有更多超预期政策出台，激发市场看多情绪，特别关注3月两会、4月和7月中央经济工作会议的内容。二是美国对华政策和中美利差变动，这对出口和汇率造成重要影响，是上半年关注的重点。三是已有政策落实节奏以及对基本面修复起到的作用，尤其是消费和地产两方面表现，企业盈利预期是否改善是下半年的关注重点。四是地方债等核心风险化解情况，这将对市场长期信心产生影响。

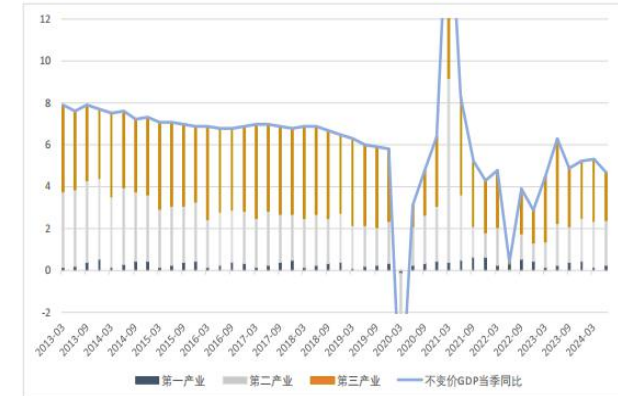
2025年，预计四大标的指数中，上证50指数运行区间2400-3200，沪深300指数运行区间3500-4700，中证500指数运行区间4800-6600，中证1000指数运行区间4900-7100。股指期货交易策略方面，在震荡上行的大方向下，空头头寸应灵活进出，多头头寸则可以持有相对更长时间以及向远月移仓。品种选择上，短线博取阶段收益可选择高弹性的IC和IM为主，中长期持有的趋势交易头寸则优先选择IF和IH。

附录：重点股指数据和经济数据图表（数据来源：WIND）

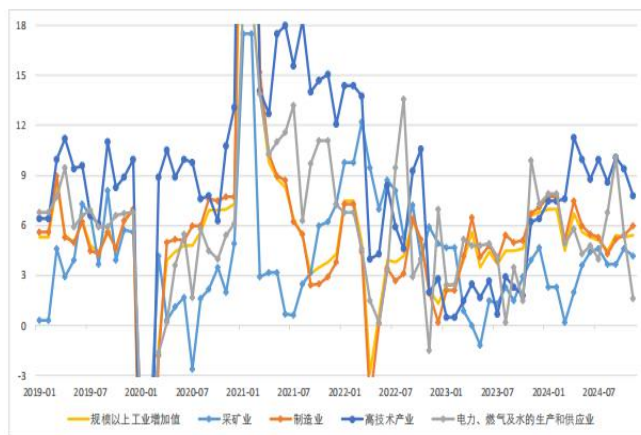
图：三次产业对不变价GDP当季同比增长的贡献率



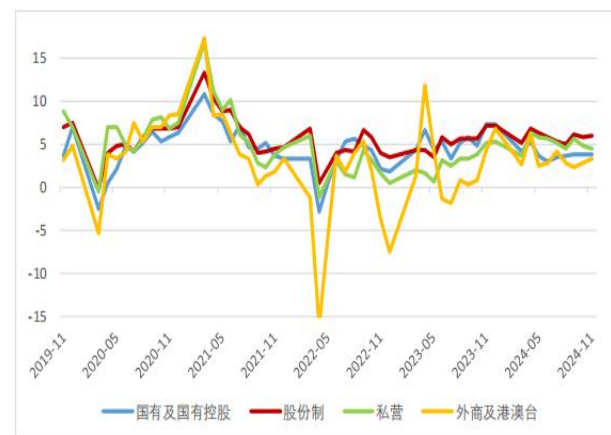
图：三次产业对GDP当季同比的拉动



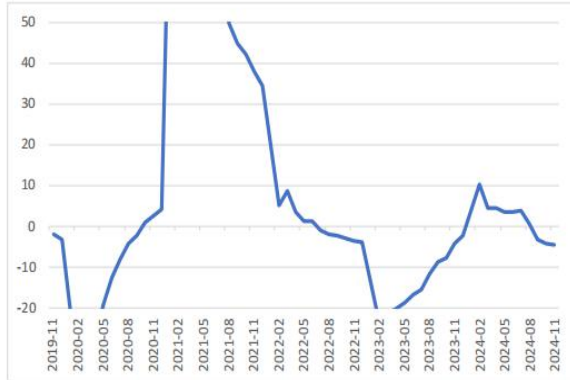
图：三大工业门类行业同比增长



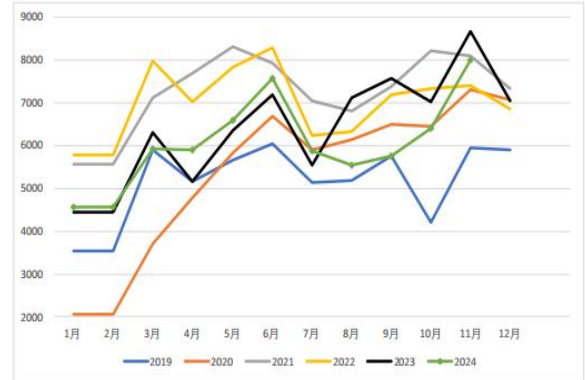
图：四大所有制企业增加值同比



图：工业企业利润总额累计同比



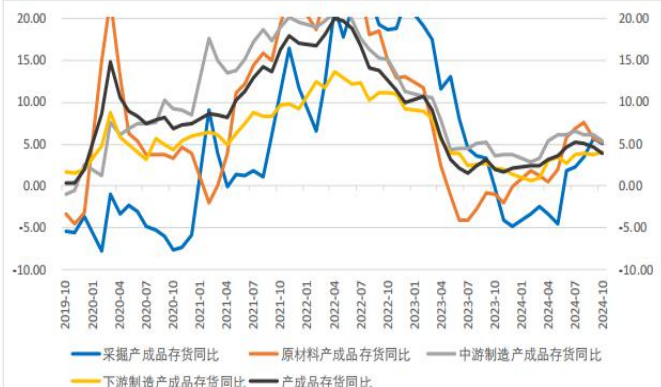
图：工业企业利润总额当月值（手工计算）



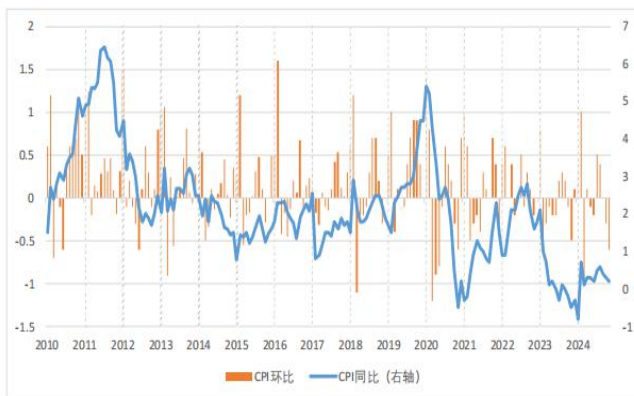
图：工业企业产成品库存和PPI



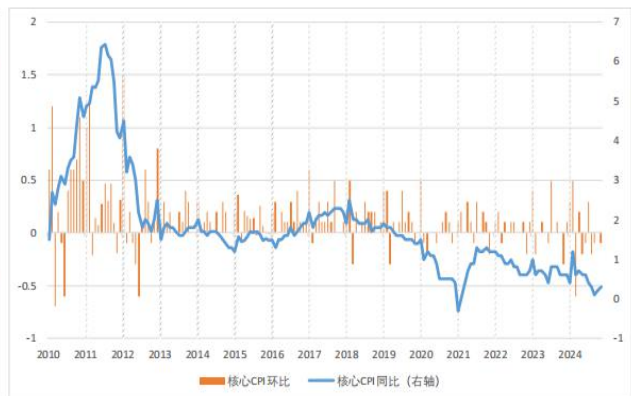
图：分行业产成品存货名义同比



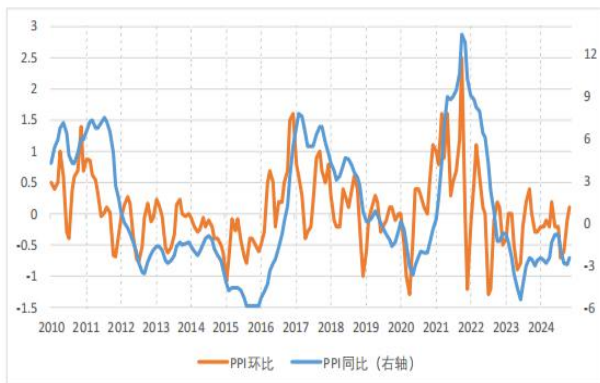
图：CPI



图：核心CPI



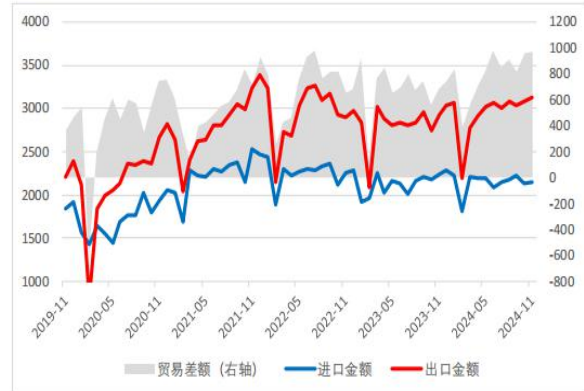
图：PPI



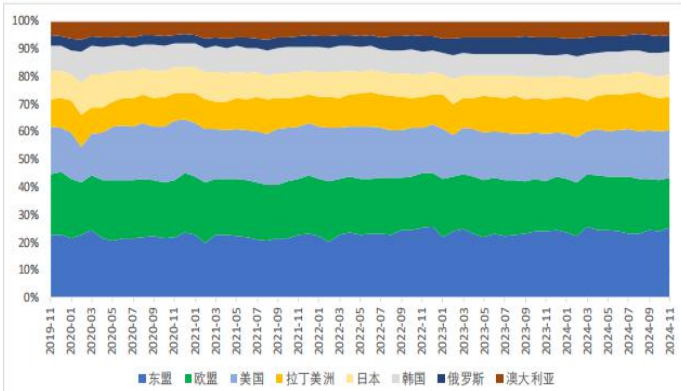
图：工业品综合价格指数与PPI



图：中国进出口总额（亿美元）



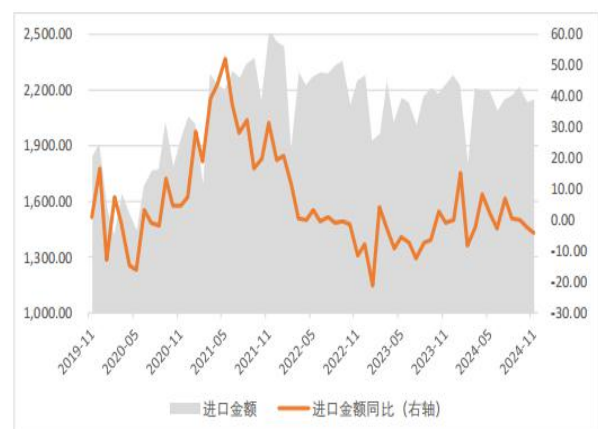
图：进出口贸易—分国家及地区



图：中国出口总额（亿美元）



图：中国进口总额（亿美元）



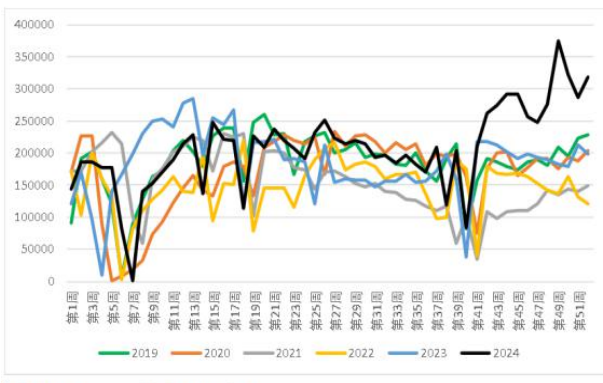
图：房屋新开工面积累计同比走势



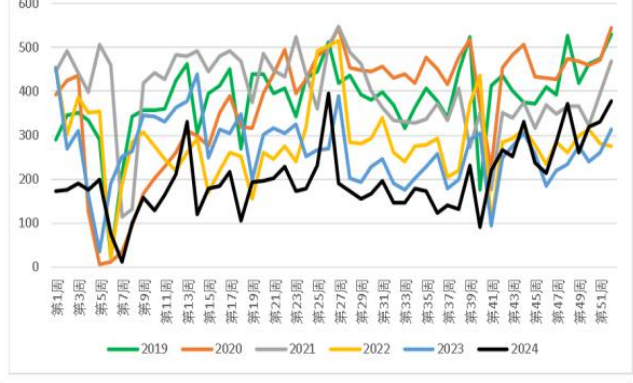
图：房屋竣工面积累计同比走势



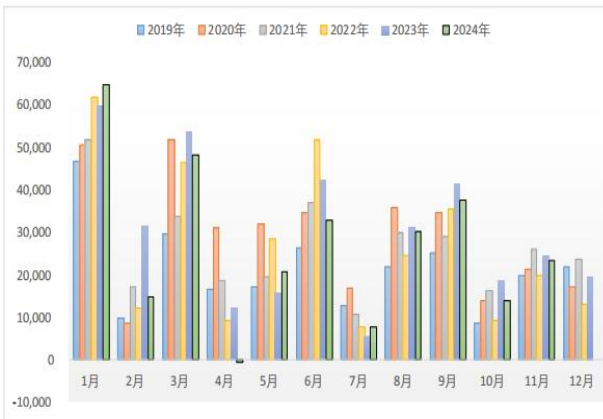
图：中国大中城市二手住宅成交面积



图：中国30大中城市商品房成交面积



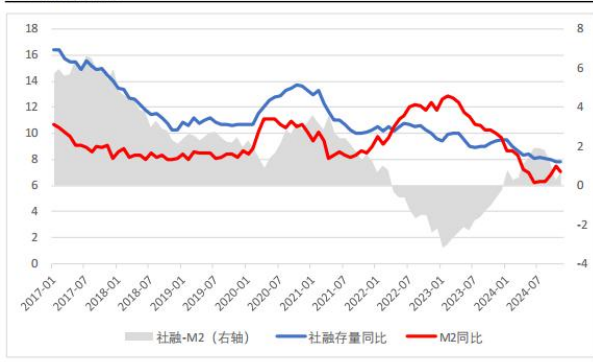
图：新增社融总量



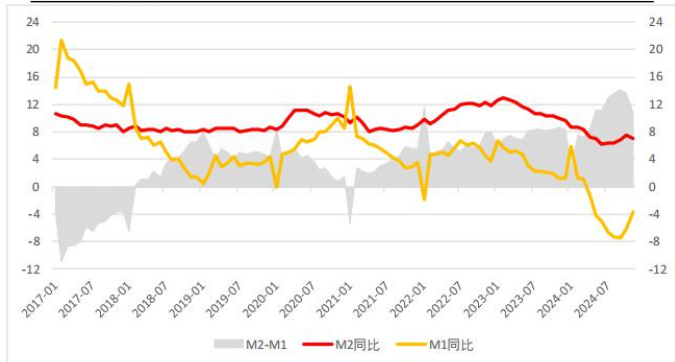
图：新增社会融资月度分项



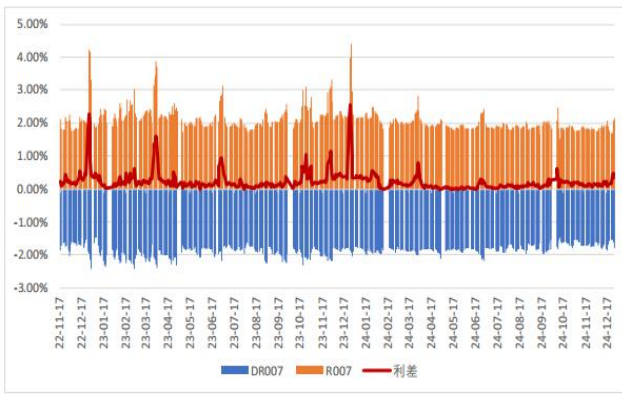
图：流动性供需



图：M2-M1剪刀差



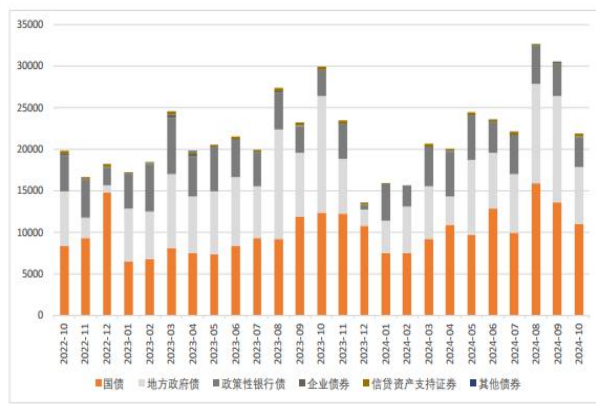
图：R007与DR007利差回落



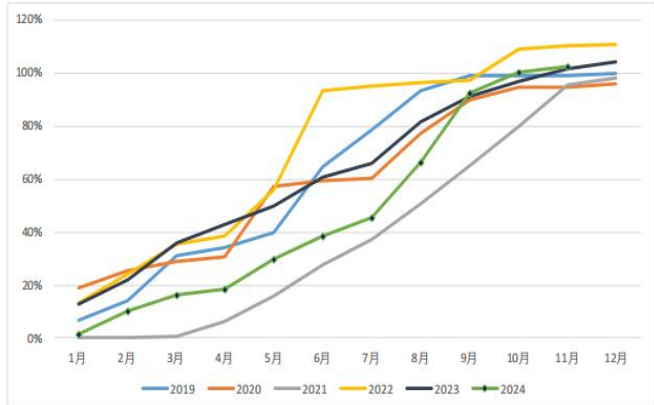
图：近期3个月同业存单收益率



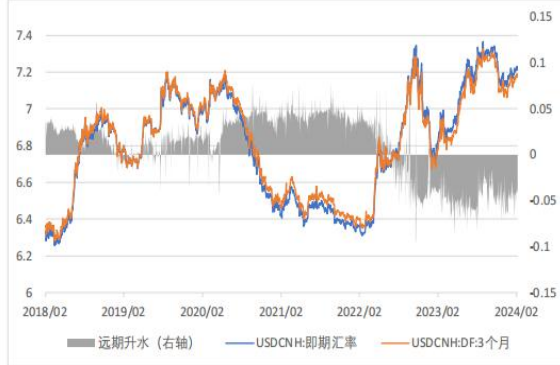
图：利率债发行情况



图：10月底前完成全年地方专项债发行额度



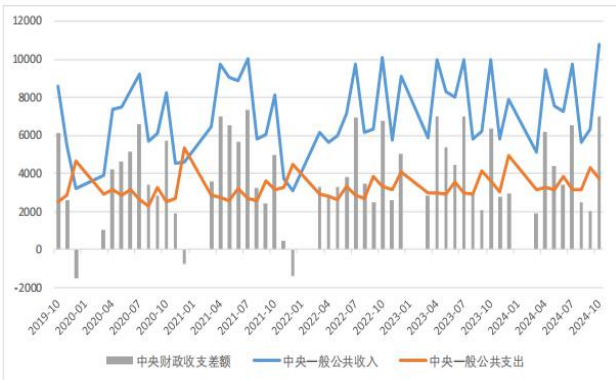
图：离岸人民币即期和远期汇率



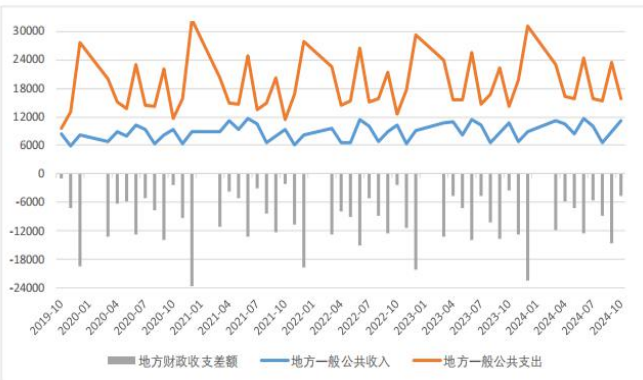
图：中美利差走势



图：中央一般公共预算公共收支（亿元）



图：地方一般公共预算公共收支（亿元）



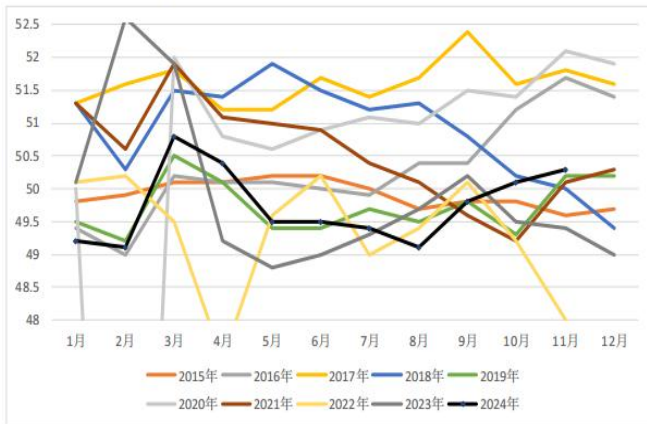
图：城镇新增就业人数



图：城镇调查失业率



图：近十年中国制造业PMI走势



图：近三年中国制造业PMI分项比对



■ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，锦泰期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。本报告仅向特定客户传送，未经锦泰期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。