



政策护盘 下半年或稳中求进

2025年6月30日

齐盛股指半年报



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、股指品种月度量化赋分表

类别	分类因素	当月逻辑 (6.30)	权重	赋值	得分	前值回顾	
						4.30	5.31
宏观	经济	宏观经济延续结构性修复	0.15	5	0.75	0.75	0.75
	政策	政策落地, 互换便利工具托底的逻辑不变	0.15	5	0.75	0.75	0.75
资金	增量资金	新发基金暗示增量有限	0.1	0	0	0	0
	存量资金	资金指标快速抬升	0.1	-5	-0.5	1	1
	中期情绪	风偏指标整体中低位	0.1	0	0	1	1
	短期情绪	短线指标靠近冰点	0.1	5	0.5	0	0
技术面	技术形态	震荡平台上边界尚需反复	0.1	-5	-0.5	0	0
消息	重要消息	短期消息面平稳	0.1	0	0	0	0
	潜在冲击	可预见范围内偏平静	0.1	-5	-0.5	-0.5	-0.5
总分			1		0.5	3.5	3.5
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、月度概述

宏观方面：经济数据总体向好，粗略估算目前GDP增速在目标之上，海外政策背景变化有限，短期内政策加码的可能性较小，7月份高层会议预期偏平，宏观层面并没太多交易逻辑。未来关注地产复苏进度，若不及预期，可能会酝酿新的政策预期。海外关注美联储宽松节点，国内或有共振。

市场回顾：本月市场总体震荡上涨，其中，上旬、中旬总体处于轮动状态，热点持续性欠佳，成交量维持中性，指数偏震荡，下旬“稳定币”领域利好发酵，带动金融板块上涨，指数放量上攻，期间宏观逻辑并无过多变化，指数的反弹更多的归因于金融板块的行业逻辑。

逻辑及交易策略：近日市场的走强更多来自于金融板块的行业逻辑，而非宏观逻辑，市场整体仍是存量博弈的大背景，建议短期维持震荡思路，与此同时，政策护盘迹象明显，中期趋势或向上，考虑容错空间，建议留有部分底仓的同时，择机卖出看跌期权。



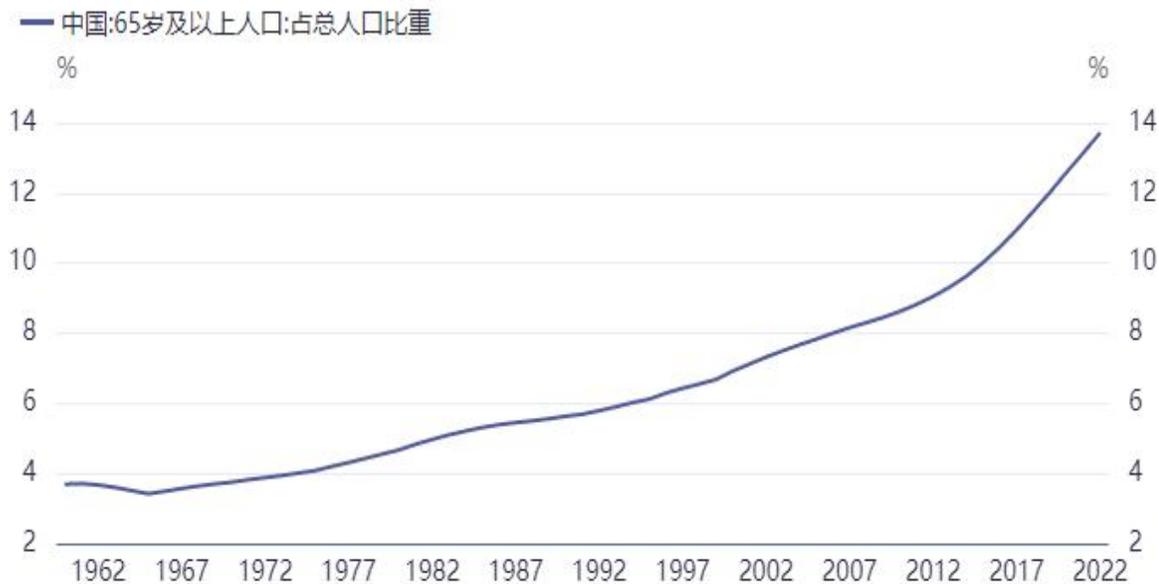
一、核心观点

经济、政策层面的要素影响偏中期，目前实体方面相对可控的基建、以旧换新、设备更新给予实体强支撑，外需虽有关税等因素的潜在冲击，经历4月份关税事件可印证，单一主体对外需的冲击有限。定向的政策或许会阶段性导致宏观数据与微观感受的差异，但保障实现年内经济目标的问题不大。相应地，若外部环境没有重大变化，国内政策进一步宽松的概率或较小，于资本市场而言，高层会议强调的“持续稳定和活跃资本市场”或是未来一段时间的主基调。

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。

一、核心观点—远期背景下的“危”与“机”

中国:65岁及以上人口:占总人口比重



数据来源:同花顺iFinD

数据来源:同花顺,齐盛期货整理

全年出生人口数



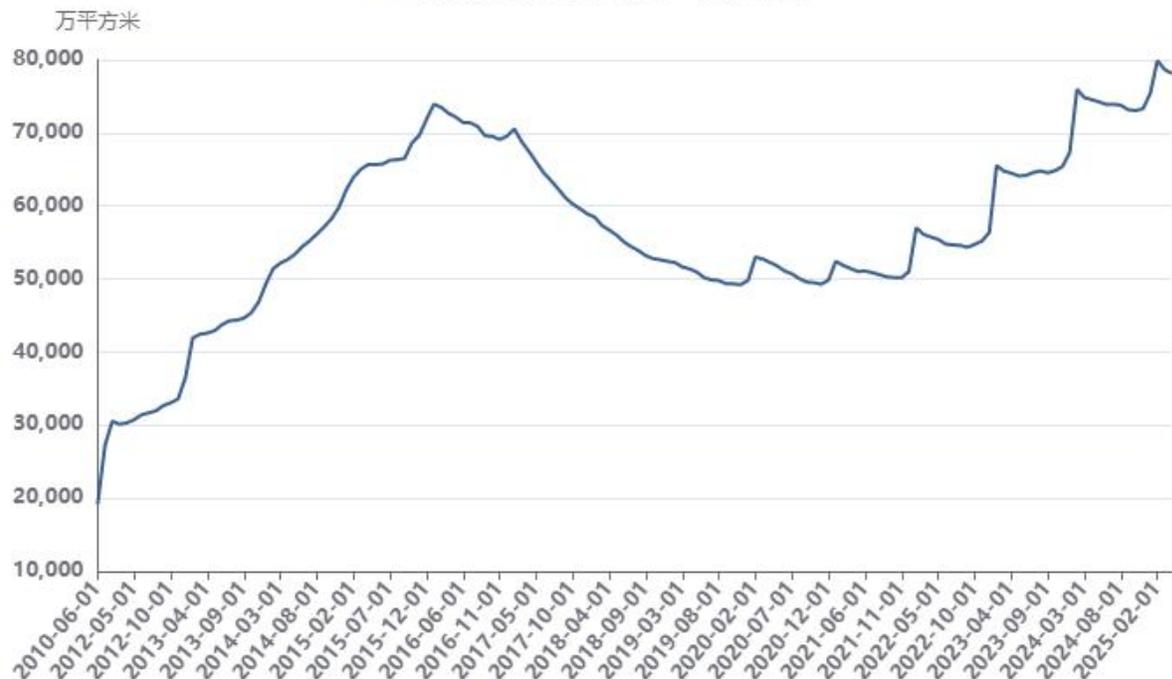
数据来源:同花顺iFinD

数据来源:同花顺,齐盛期货整理

“老龄化”、“少子化”，社会负担加重、人口红利消失。

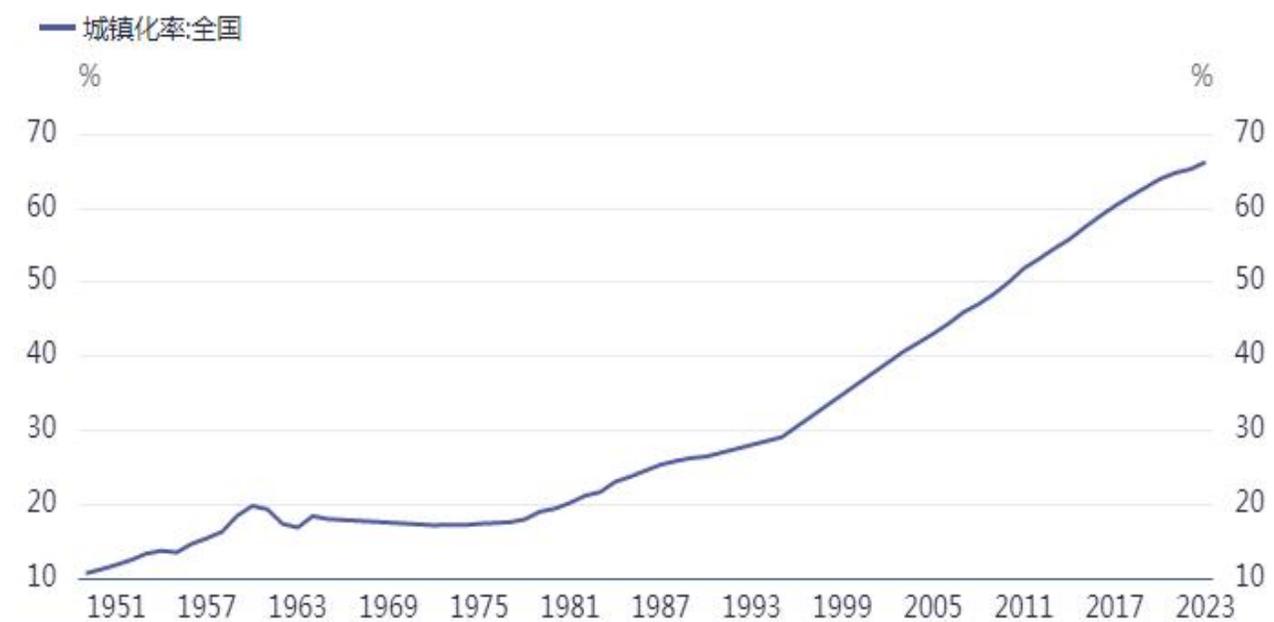
一、核心观点—中期背景下的“危”与“机”

● 商品房待售面积：累计值



数据来源：同花顺,齐盛期货整理

城镇化率:全国



数据来源：同花顺iFinD

数据来源：同花顺，齐盛期货整理

地产库存创新高，与此同时城镇化率接近70%，87年那轮人口红利兑现后潜在购房群体减小，本次地产库存消化难度更大、时间周期更长。意味着：

政策节奏放缓但刺激时间拉长，需要更多的“替代项”。

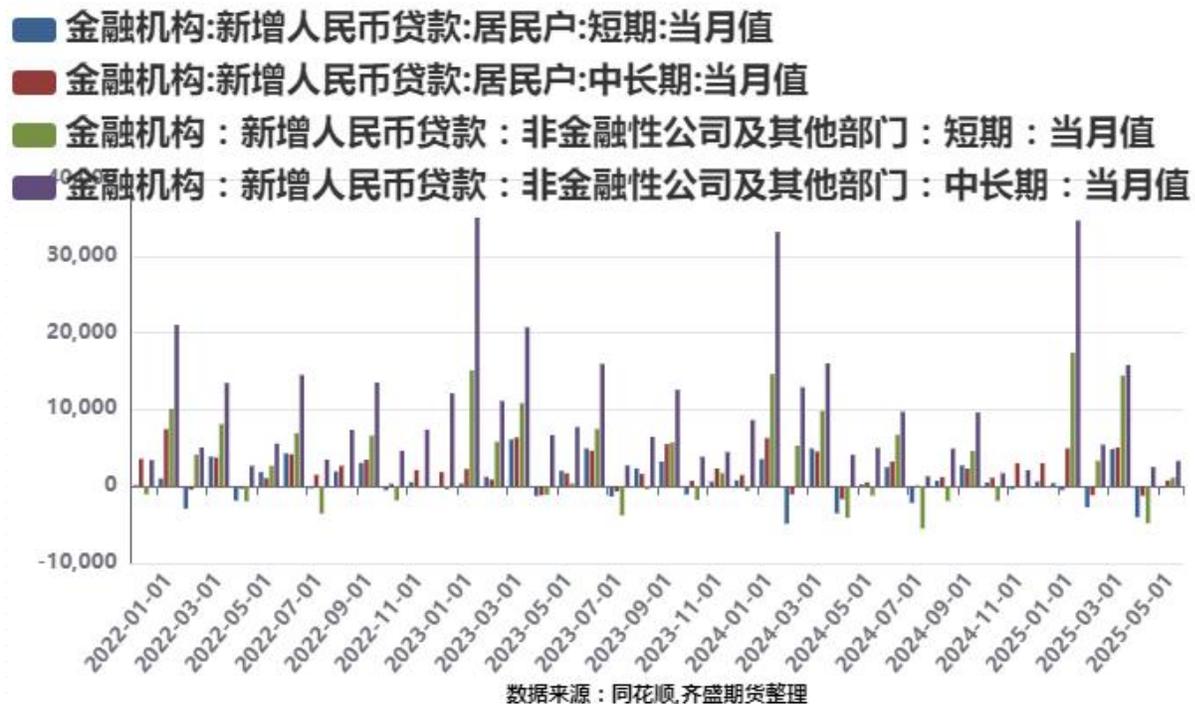
从目前的高层会议看来，核心抓手是内循环，是消费。



一、核心观点一与上轮库存峰值的政策对比

	2014-2015	2023-至今
经济	经济有压力，2014年实际增速在目标的左侧。	经济有压力，2024年三季度触底反弹。
货币政策	逐渐价码，2014年下半年加速。	逐渐价码，2024年下半年加速。
地方债务	地方债务显性化，专项债登上舞台，2015-2018年分别制定的置换债额度为3.2万亿、4.88万亿、2.77万亿和1.35万亿，总额度为12.2万亿。	6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务；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。2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。
创新货币政策工具	PSL、MLF、SLF。0-若干万亿。	SFISF。0-?。
区别	没有大规模运用增加基础货币的工具。	

一、核心观点—金融数据简评



政府债券连续高增，年初至今的月度数据几乎全部领先历史同期，是当前社融的主要增量来源。

信贷有待改善，1-5月人民币贷款累计增10.380万亿，去年同期增10.264万亿，同比仅多增1160亿，增幅1.13%。

其中企业长贷连续少增，暗示企业主信心有待改善。居民端指向地产的长贷受5月政策影响稍有恢复但仍在低位，指向消费的短贷连续下滑暗示信心有待提升。

流动性的传导大致遵循“政府端——企业端——居民端”的顺序，目前的结构特征与以往复苏前期特征相符。

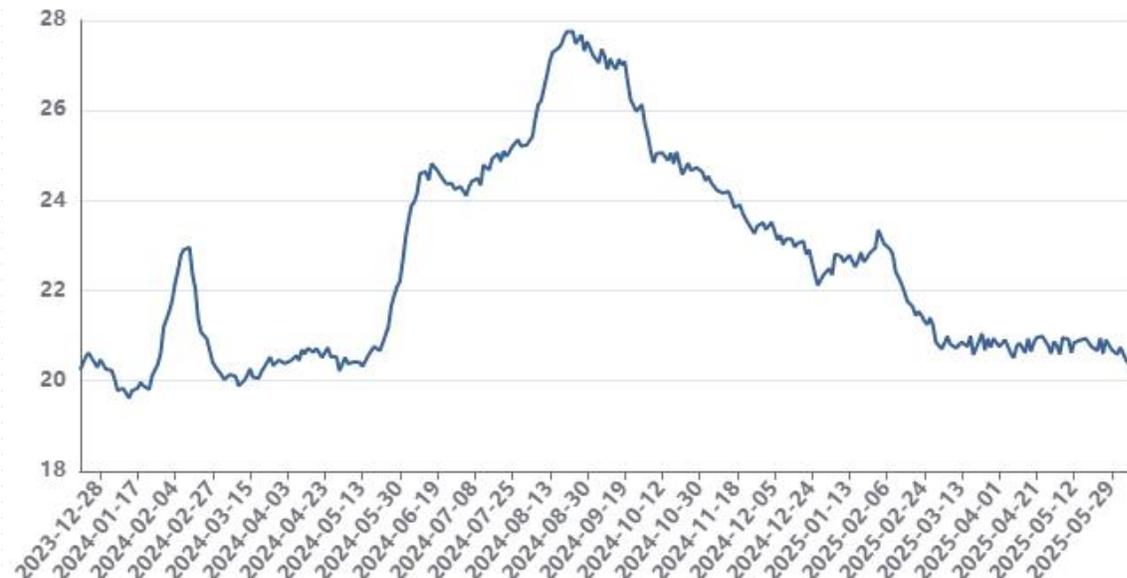
一、核心观点——通胀背景简评

● CPI:当月同比 ● CPI:食品:当月同比 ● CPI:非食品:当月同比



数据来源：同花顺,齐盛期货整理

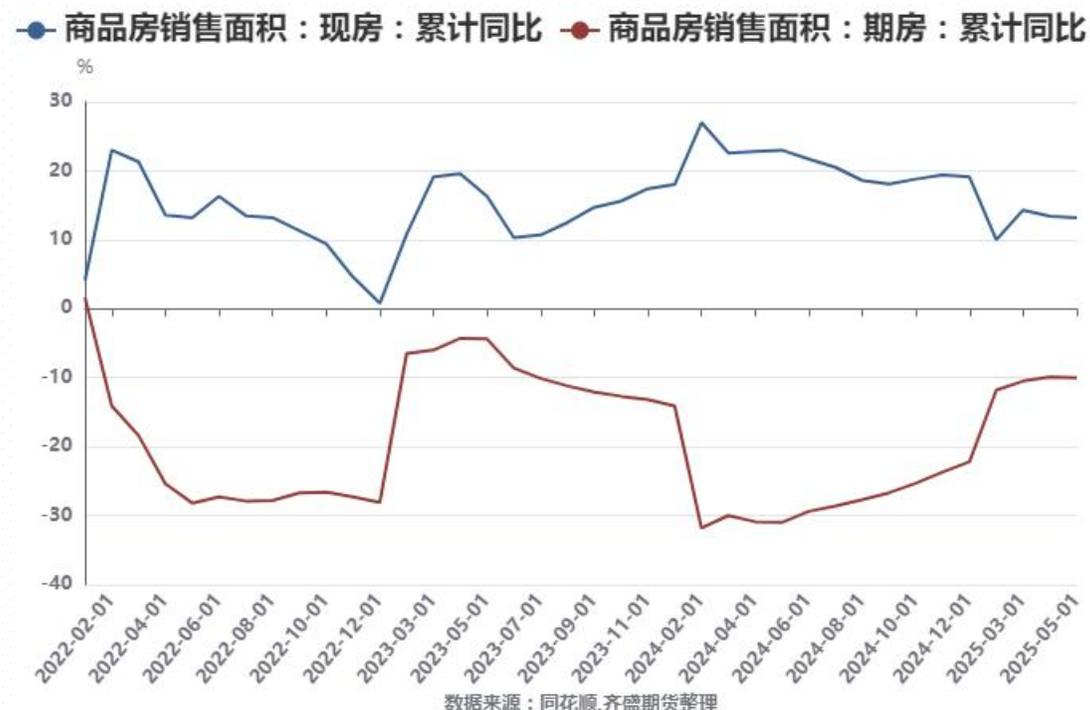
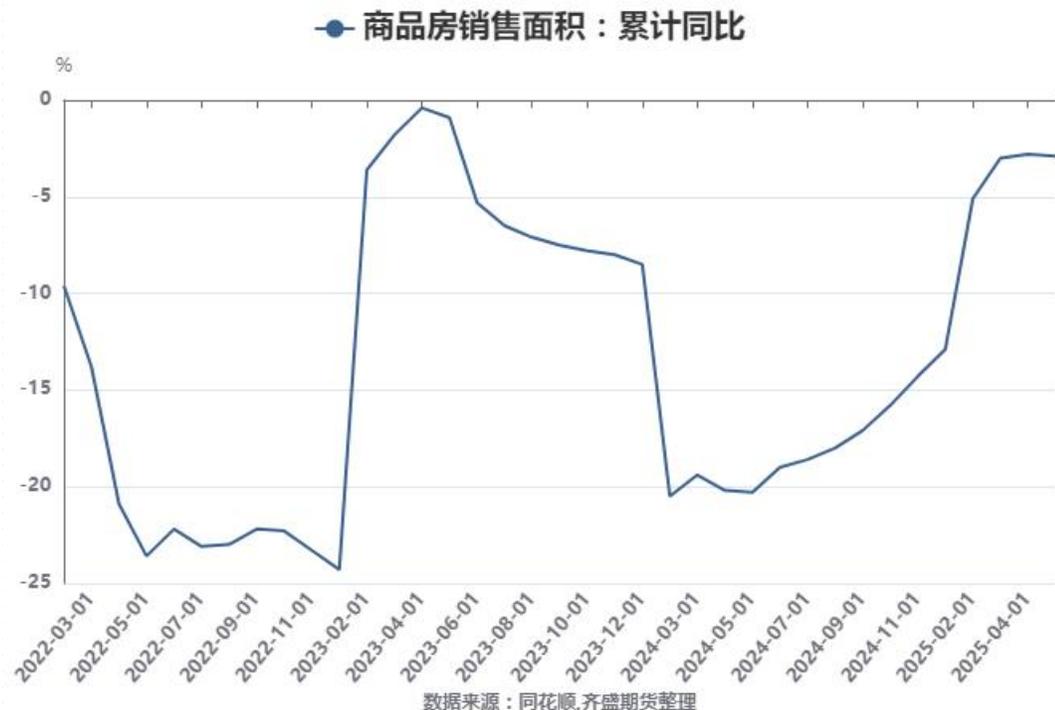
● 平均批发价:猪肉



数据来源：同花顺,齐盛期货整理

通胀率方面，CPI长期保持低位，其中核心指标猪肉未来三个月基数抬升，预计CPI进一步降低，不会对货币政策形成制约。

一、核心观点-经济数据简评

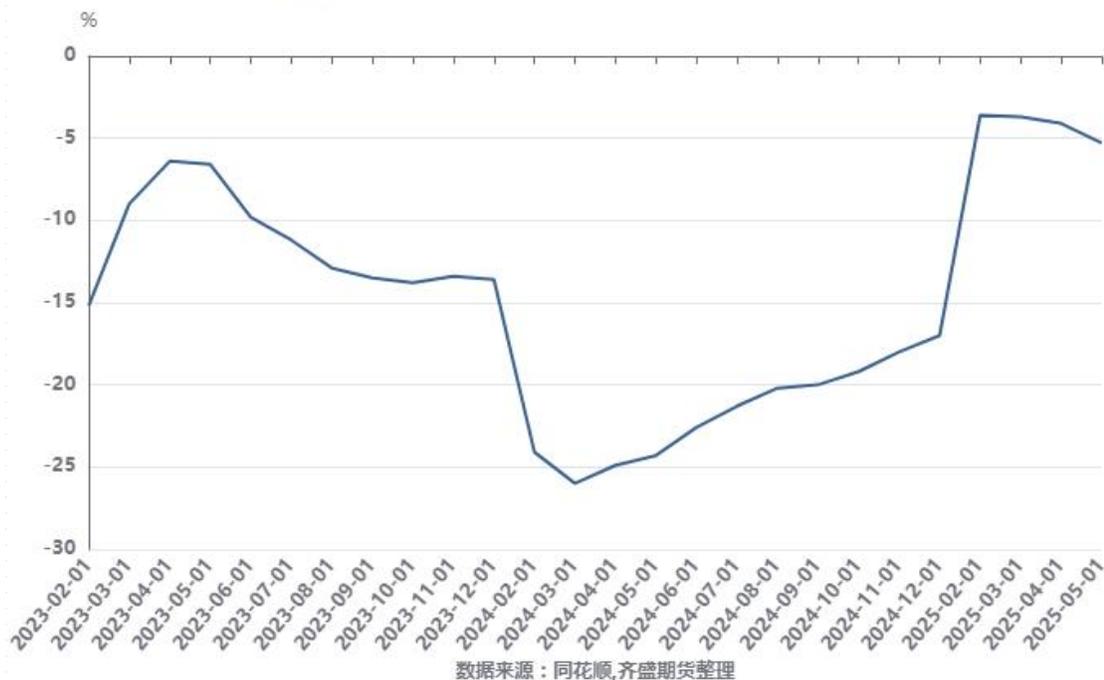


地产销售负增，这与高频数据信号一致，去年基数前低后高，目前与低基数阶段比较仍是负增，目前地产是三级项目中最差的门类，商品房待售面临在今年初再创历史新高，5月份已出台部分政策，市场初见改善，若后续恢复速度不及预期，这里将会是最有可能形成新的政策预期的领域。

不过，拉长周期看，2014-2015年，还有1987年人口出生高峰下的刚需市场，目前受众数量下降，本轮地产去库存周期没有“快狠准”的机遇，选择以时间换空间的可能性更大。

一、核心观点-经济数据简评

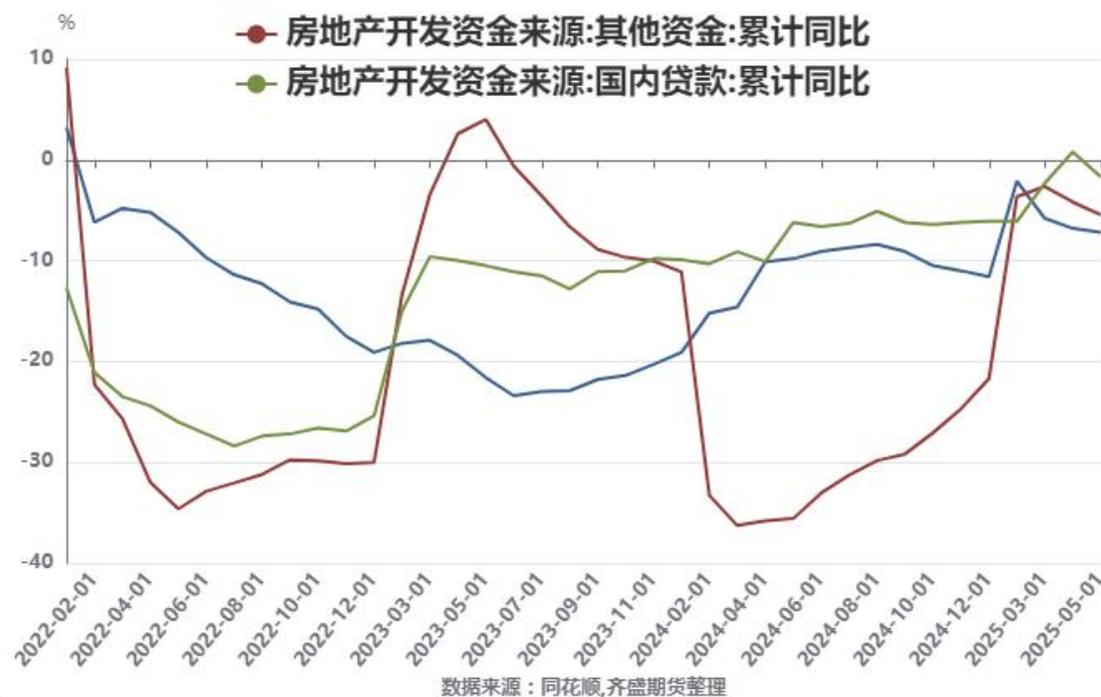
● 房地产开发资金来源:合计:累计同比



● 房地产开发资金来源:自筹资金:累计同比

● 房地产开发资金来源:其他资金:累计同比

● 房地产开发资金来源:国内贷款:累计同比

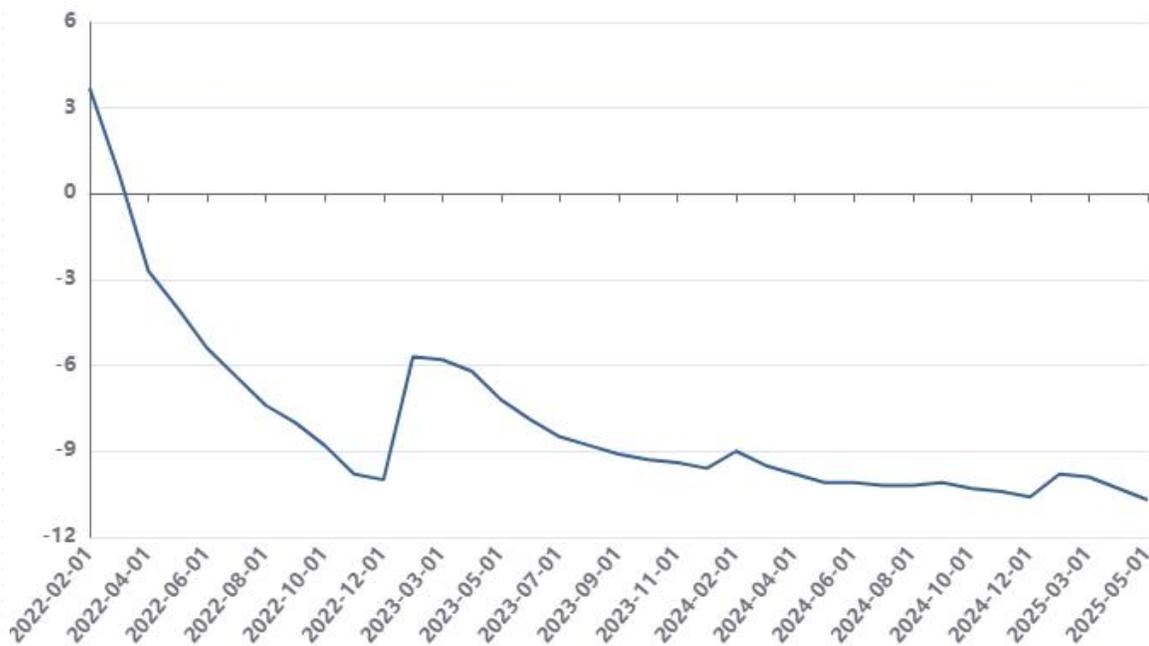


到位资金负增走扩，排除基数问题下的国内贷款、自筹资金尚可，暗示政策的支持有一定效果，其他资金即使有低基数优势依旧偏弱，暗示市场性的修复有待一进步改善。

资金是开发投资的先行指标，目前已至年中，资金端没有实质性改善，短期内地产领域对经济的带动或相对有限。

一、核心观点-经济数据简评

● 固定资产投资:房地产开发投资:累计同比

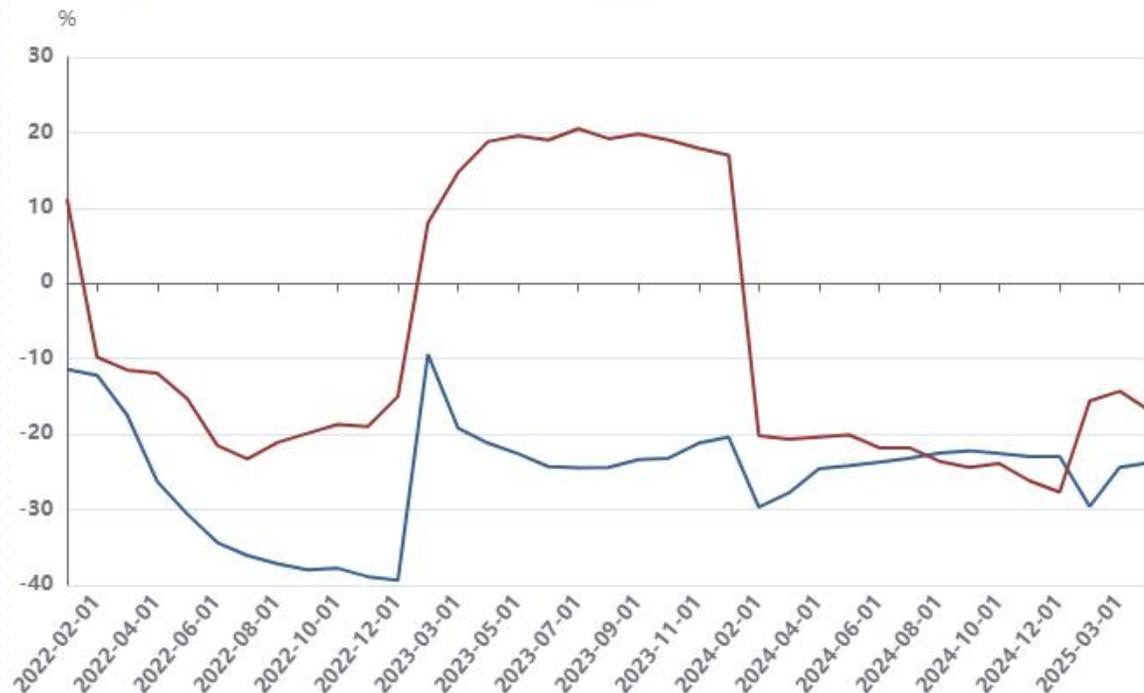


数据来源:同花顺,齐盛期货整理

受资金影响,开发投资总体负增走扩。

结构上竣工强于新开工或是中期趋势。

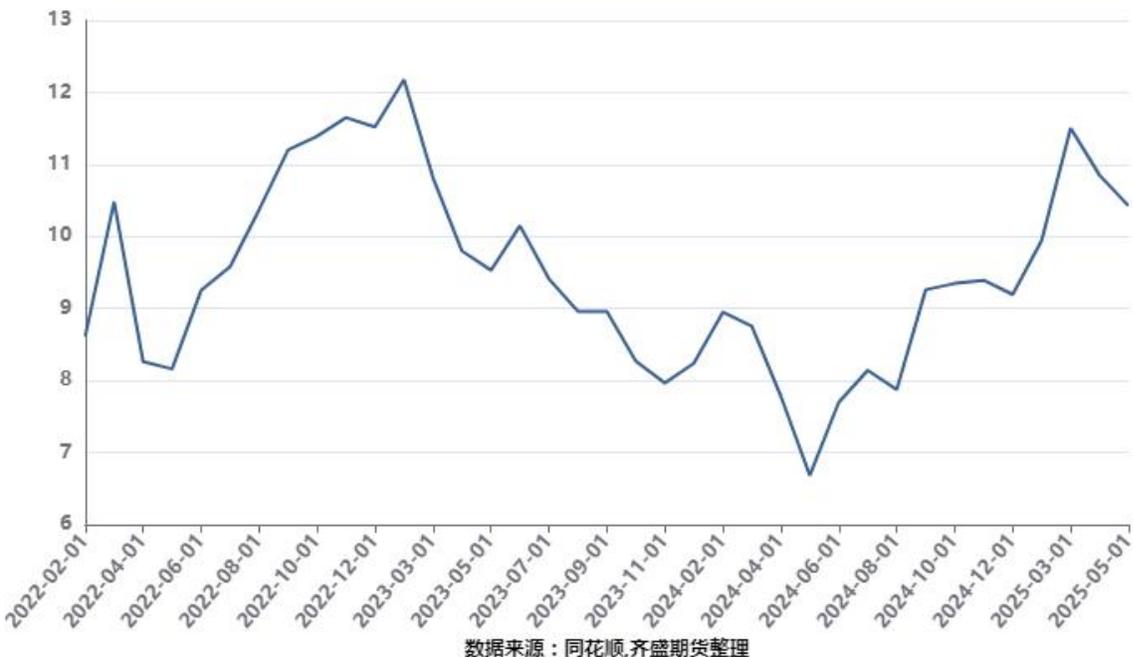
● 房屋新开工面积:累计同比 ● 房屋竣工面积:累计同比



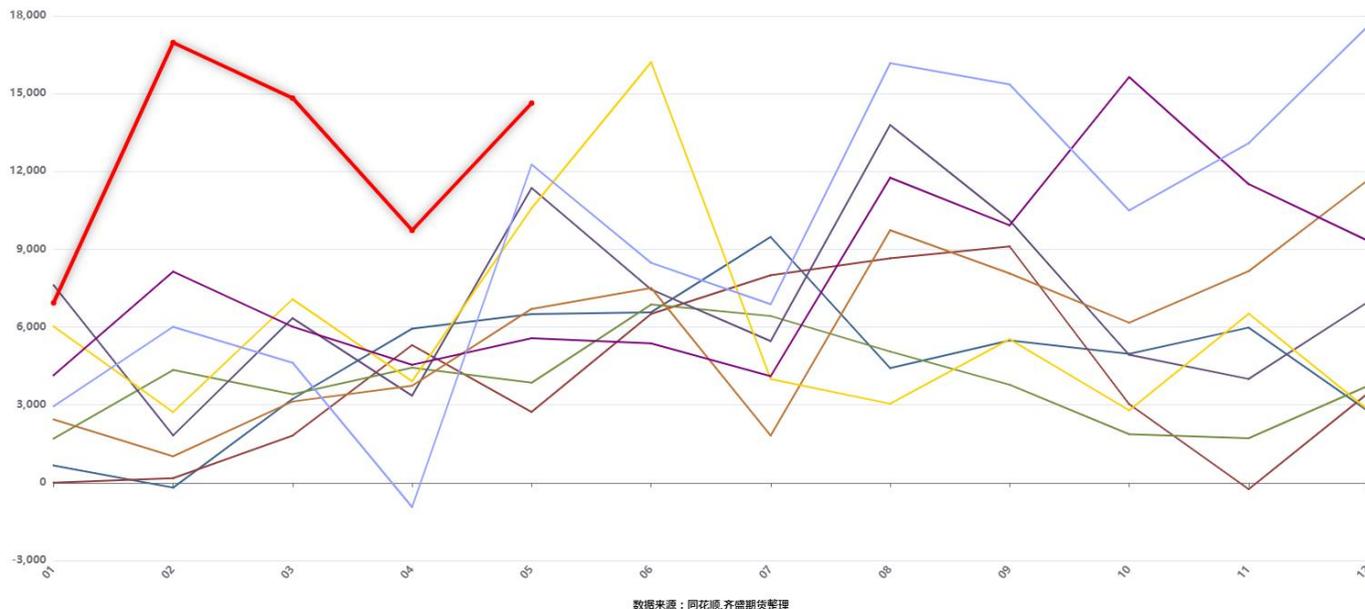
数据来源:同花顺,齐盛期货整理

一、核心观点-经济数据简评

● 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:当月值



去年发债后置，实物增量的形成对今年基建贡献更大。

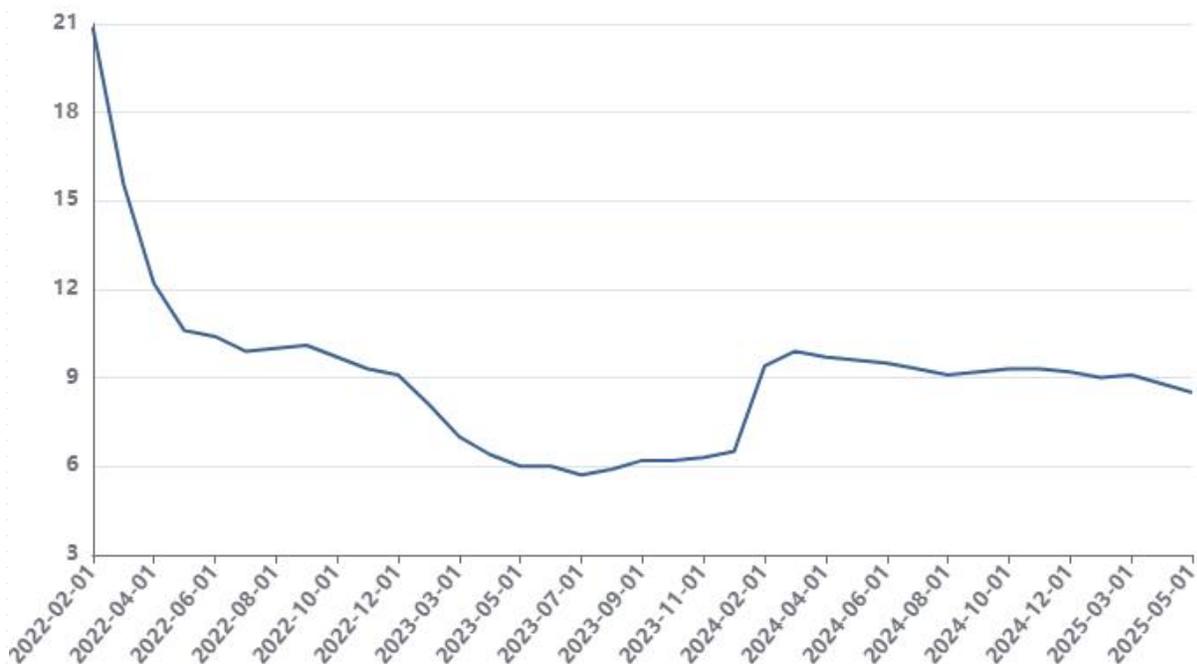
今年发债前置，实物增量的形成对下半年基建贡献较大。

这些债务当中，有很大程度是置换债，甚至专项债当中，也有8000亿专用于化债，

即使如此，专项债上半年增速也很高，年内基建或整体维持较高增速。

一、核心观点-经济数据简评

● 固定资产投资完成额:制造业:累计同比



数据来源：同花顺,齐盛期货整理

制造业	8.5
其中：农副食品加工业	17.7
食品制造业	16.1
纺织业	15.1
化学原料和化学制品制造业	0.4
医药制造业	0.9
有色金属冶炼和压延加工业	14.3
金属制品业	11.0
通用设备制造业	17.5
专用设备制造业	7.9
汽车制造业	23.4
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	26.1
电气机械和器材制造业	-8.6
计算机、通信和其他电子设备制造业	7.0

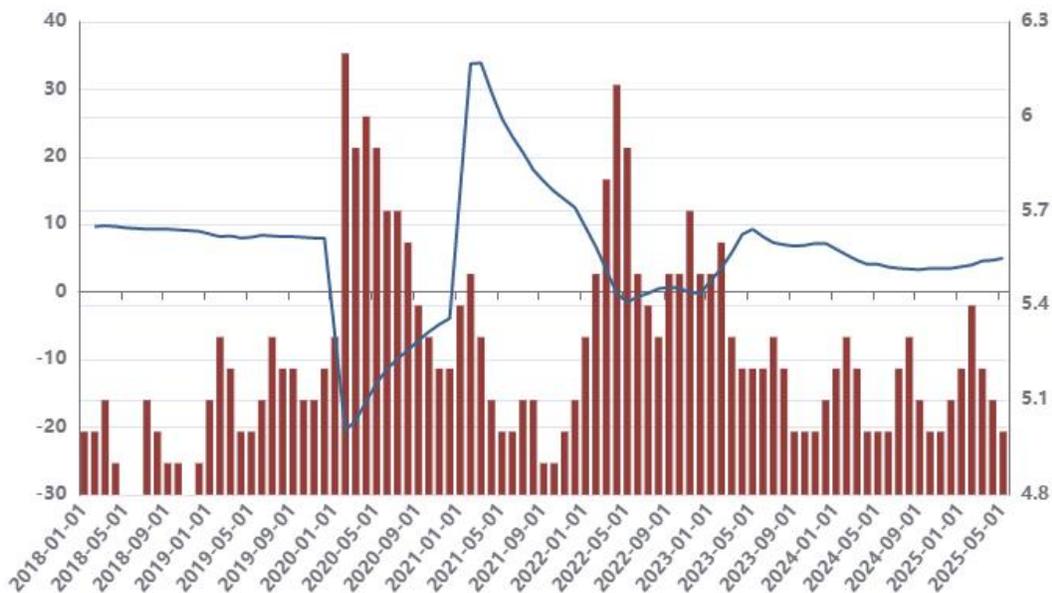
数据来源：统计局，齐盛期货整理

制造业方面，较此前并无明显变化，“通用设备”、“专用设备”、“汽车制造”的强势暗示“两新”政策强势托底，具体外需、“两新”多重逻辑的“铁路、船舶”持续领涨，总体结构特征延续。



一、核心观点-经济数据简评

● 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，进一步走强，以旧换新的核心逻辑没有发生变化，本月汽车类零售总额单月同比1.1%，当月的汽车销量同比走扩至13.3%，增收不增利的背后是行业竞争加剧，价格战持续。

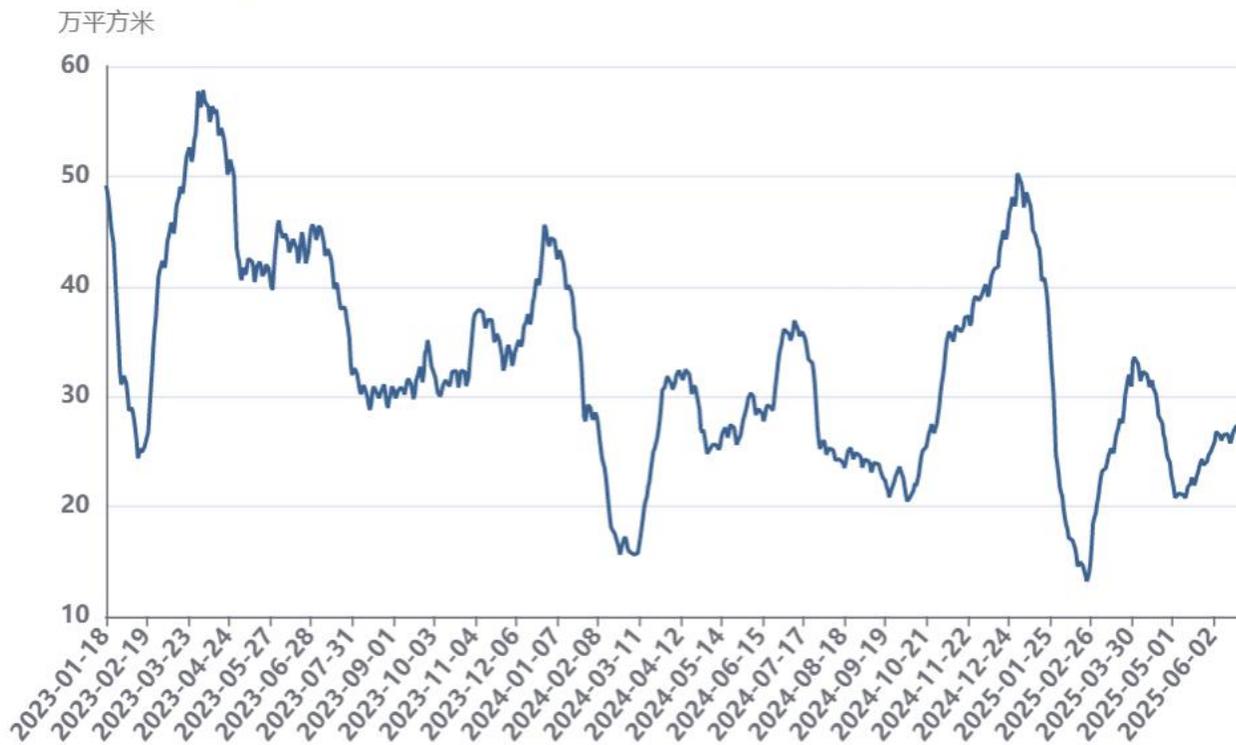
高价值商品面临的压力更大，暗示居民消费信心有待进一步改善。宏观层面上虽是结构型复苏，但实现GDP目标的压力不大，后续关注定向型政策，中期向好的同时短期并无过多交易逻辑。

餐饮收入	5.0
其中：限额以上单位餐饮收入	4.5
商品零售额	5.1
其中：限额以上单位商品零售额	6.4
其中：粮油、食品类	13.0
饮料类	0.2
烟酒类	6.7
服装、鞋帽、针纺织品类	3.3
化妆品类	4.1
金银珠宝类	12.3
日用品类	7.2
体育、娱乐用品类	25.7
家用电器和音像器材类	30.2
中西药品类	1.8
文化办公用品类	25.7
家具类	21.4
通讯器材类	27.1
石油及制品类	-2.6
汽车类	-0.1
建筑及装潢材料类	3.0

数据来源：统计局，齐盛期货整理

一、核心观点—近期关注要点—高频数据下的经济

● 30大中城市:商品房成交面积: 移动平均: 30

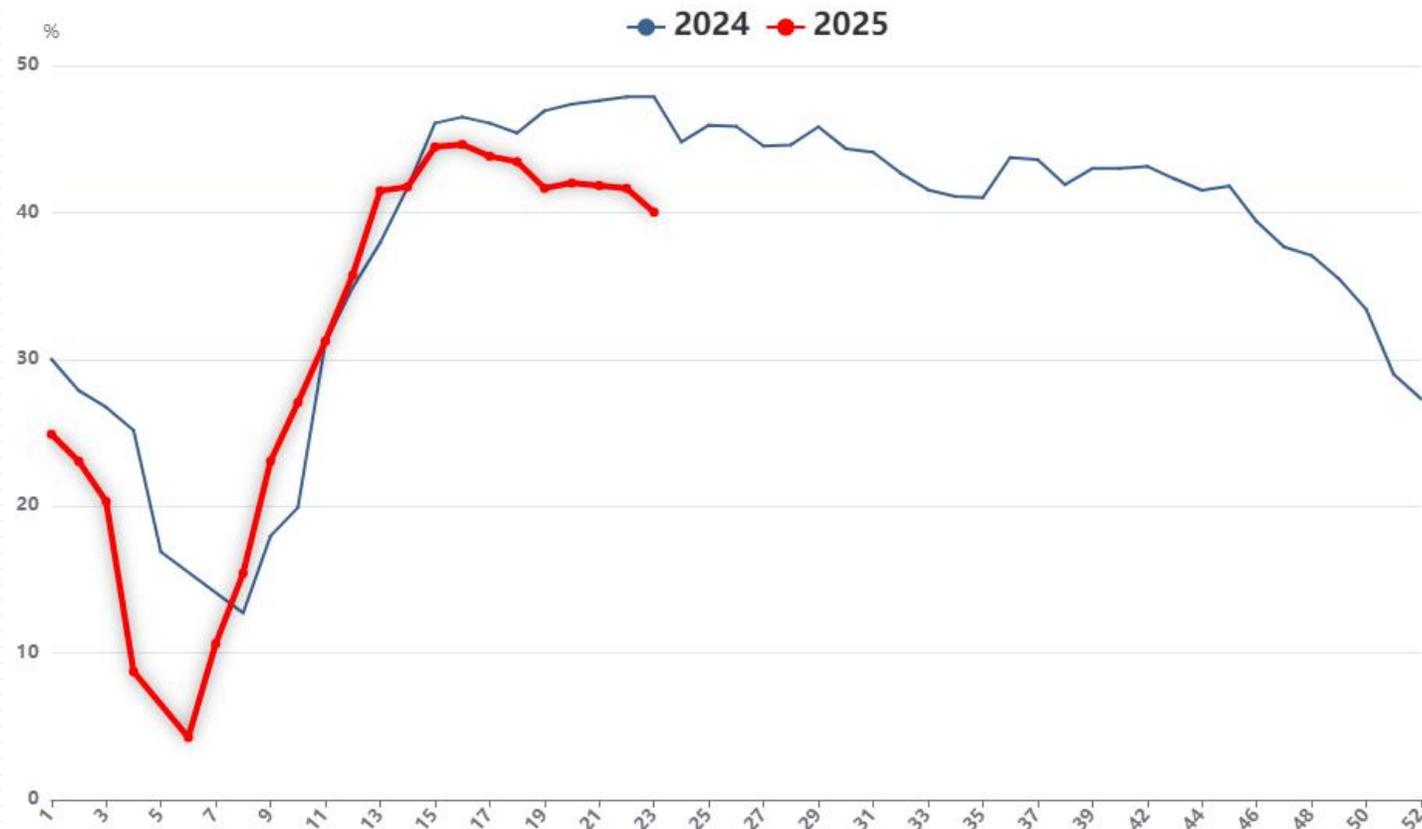


数据来源: 同花顺, 齐盛期货整理

自5月7日出台政策以来, 地产销售逐步改善, 目前宏观层面三级项目当中地产是最差的领域, 若改善进度不及预期, 则可能酝酿新的政策预期。

一、核心观点—近期关注要点—高频数据下的经济

磨机运转率：全国：当周值

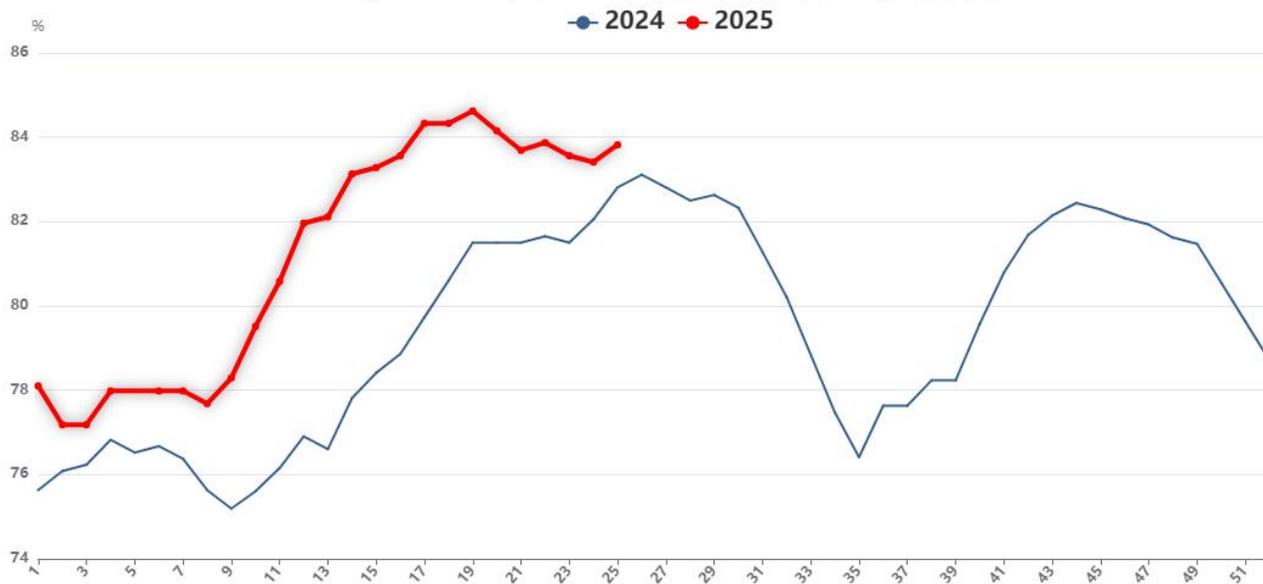


数据来源：同花顺,齐盛期货整理

广义基建与狭义基建持续分化，其中一个很重要的原因在于电力投资的纳入口径，其在广义基建中有体现而狭义基建中并无体现，磨机运转率在一定程度上与狭义基建关联度更强，暗示狭义基建或有所放缓。

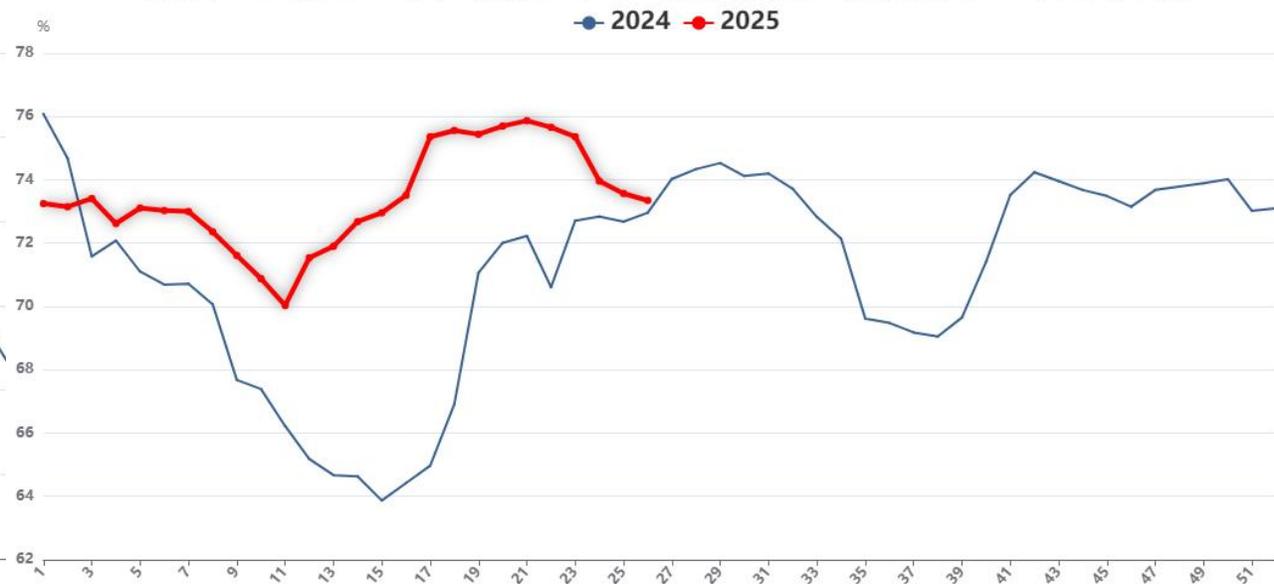
一、核心观点—近期关注要点—高频数据下的经济

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）

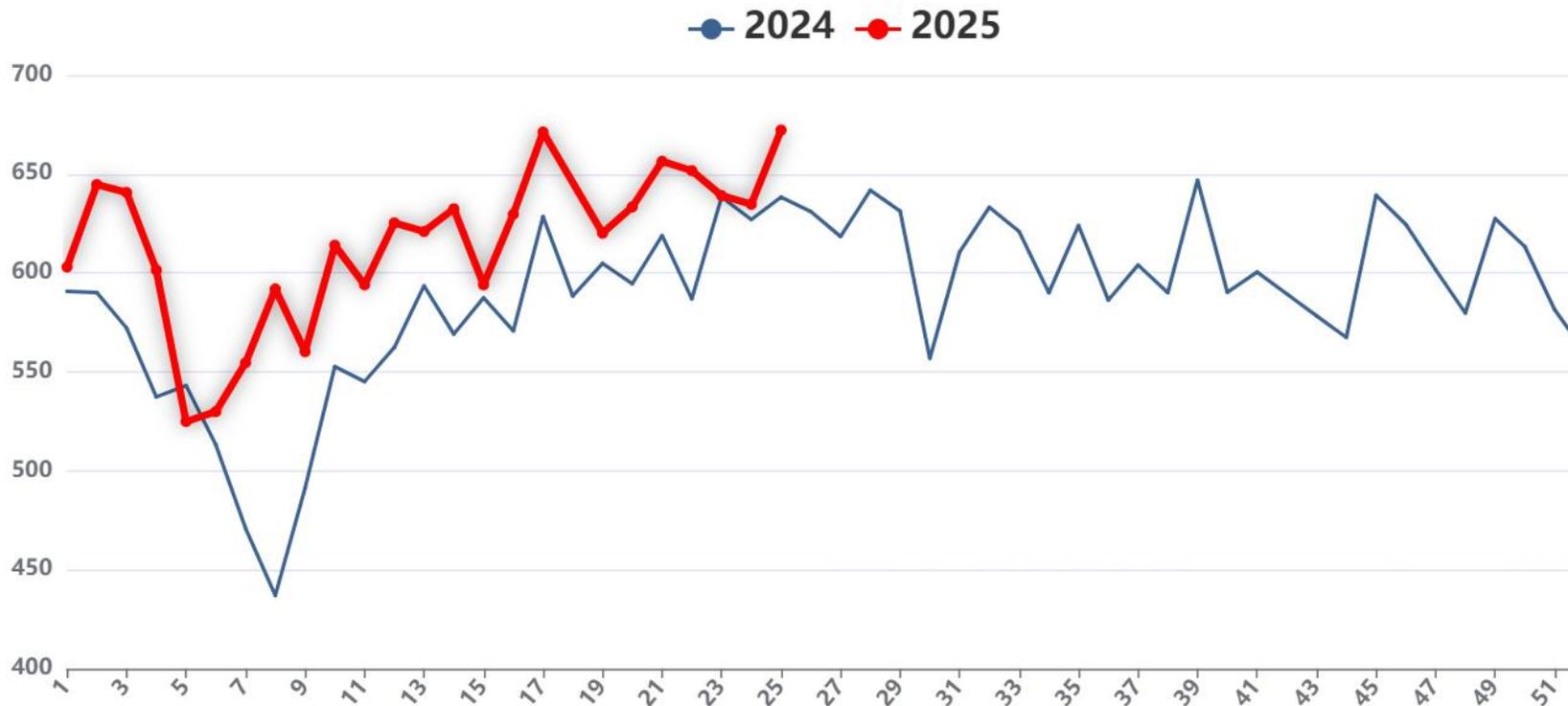


数据来源：我的钢铁,齐盛期货整理

焦化产业链开工率下滑，但仍在同比正增阶段。

一、核心观点—近期关注要点—高频数据下的经济

港口完成集装箱吞吐量:当周值



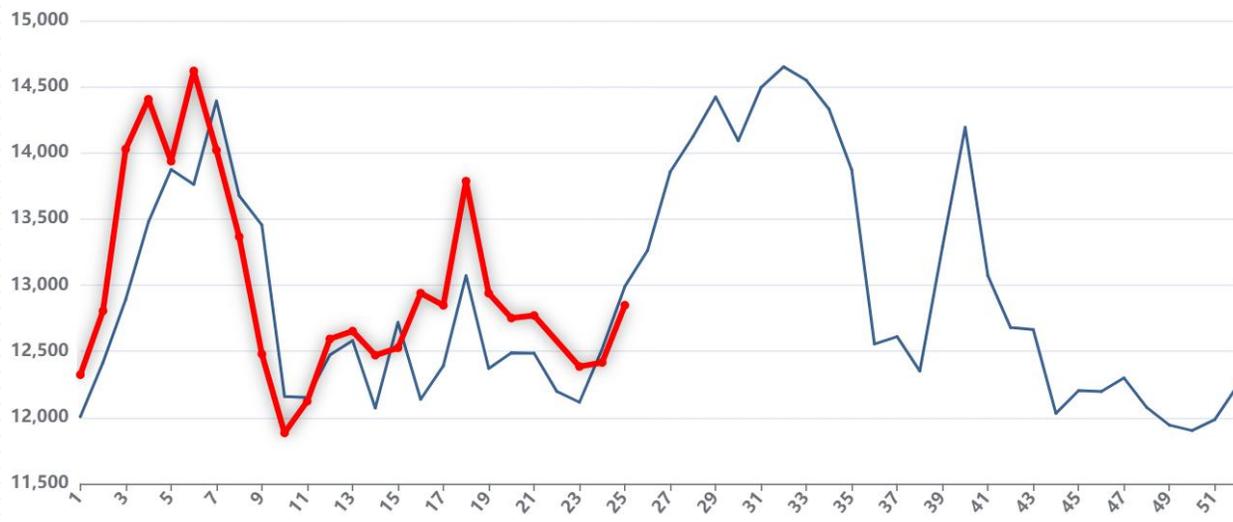
数据来源: 同花顺, 齐盛期货整理

出口方面, 同比增速有放缓趋势, 但仍在正增阶段。

一、核心观点—近期关注要点—高频数据下的经济

执行航班数(周平均值):国内航班:中国

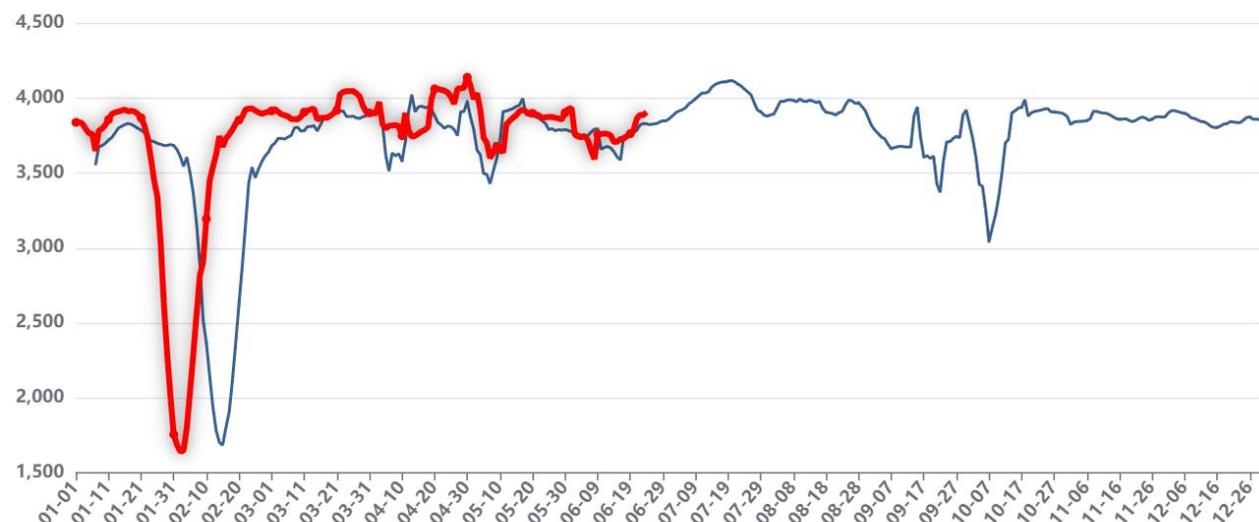
— 2024 — 2025



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

— 2024 — 2025



数据来源: 同花顺, 齐盛期货整理

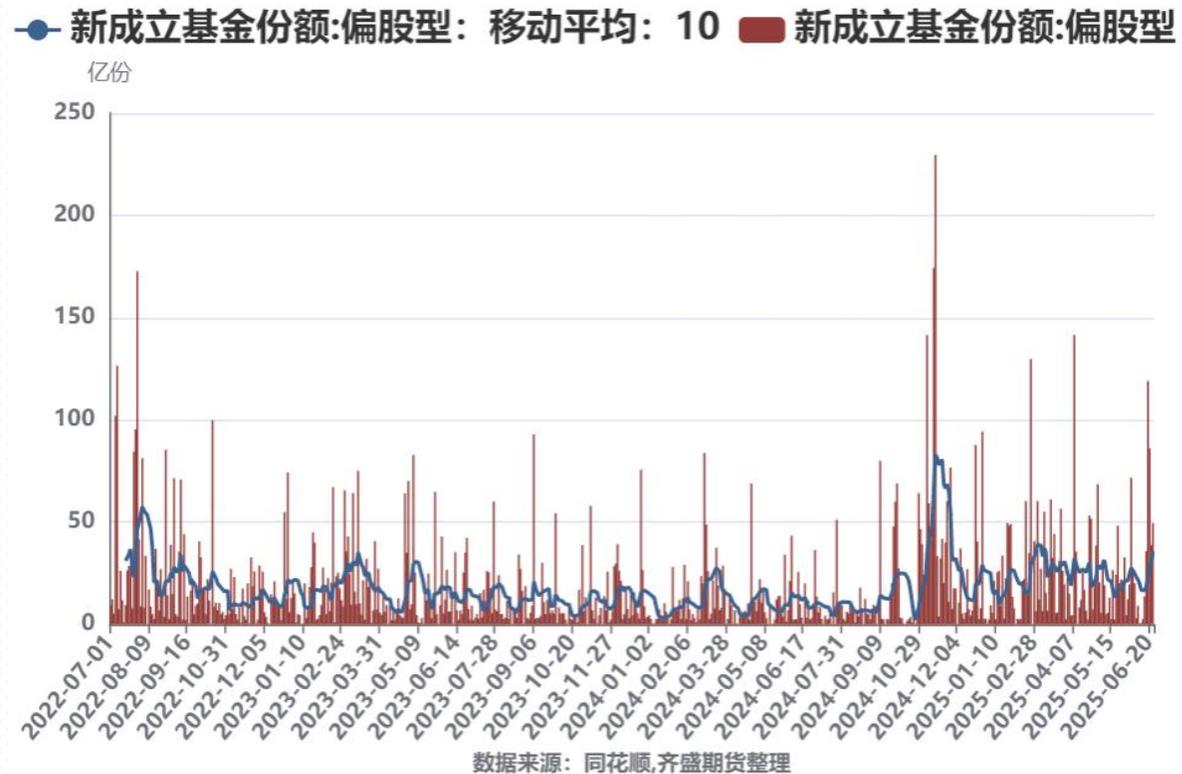
出行方面, 航班周级数据微负增, 暗示旅游或商务活动略微放缓, 但整个6月份数据同比正增。

地铁客运保持同比增长, 暗示居民活动半径扩大, 消费或同比走扩。

宏观层面, 并无太多变化, 也没有特别的交易逻辑, 但提供了中期向好的大背景。



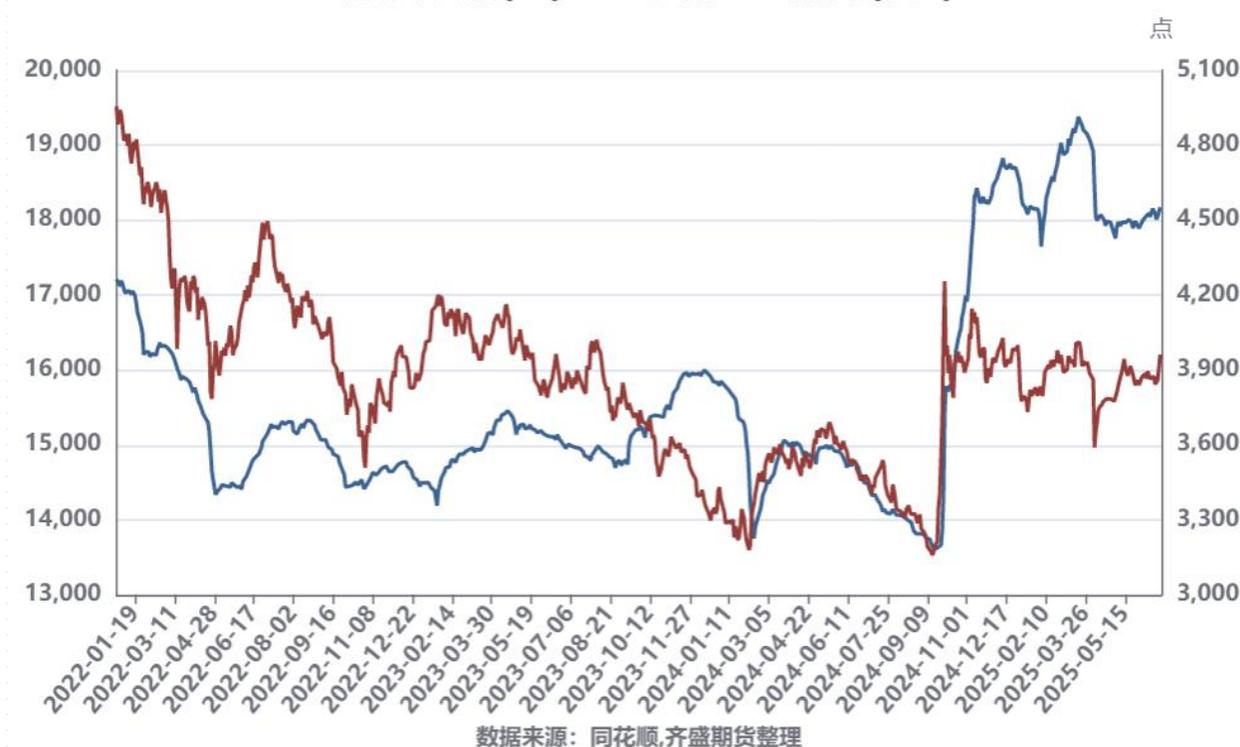
二、核心逻辑—资金分析



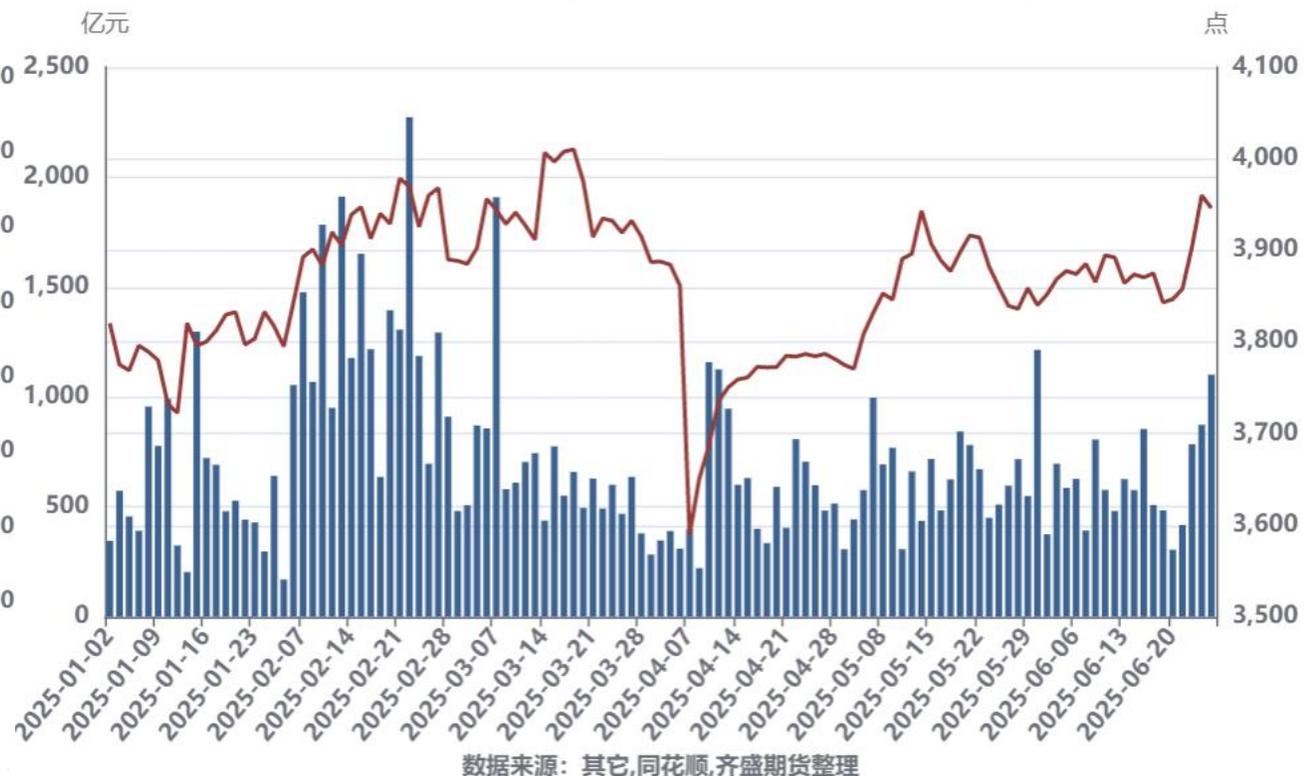
新基金增量有限，这种量变积累环节可能会持续较长时间，市场延续存量博弈主基调。

二、核心逻辑—资金分析

● 融资余额(左) ● 沪深300指数(右1)



■ 投机资金规模(左) ● 沪深300指数(右1)



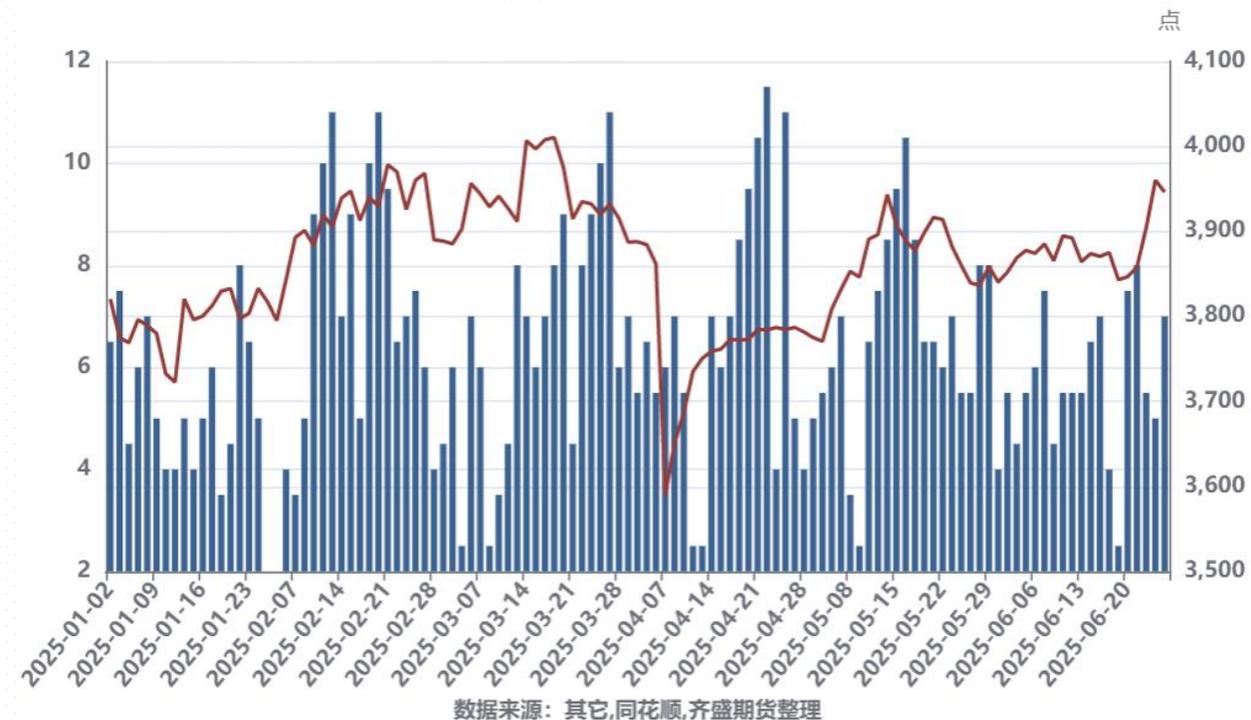
存量资金指标在年初刷新过阶段高点后近几个月总体低位反复，这里，能看到的仅是基本面没有特别利空的情况下，下方有一定的安全边际。

此类指标的价值在于，若反复触及冰点，则有可能酝酿阶段低点。这种信号，尚持续观察，很难做出预判，不过，经验上看，春季行情（12月-2月）、秋季行情（9月-11月）的前夕，是更容易出现冰点的节点。

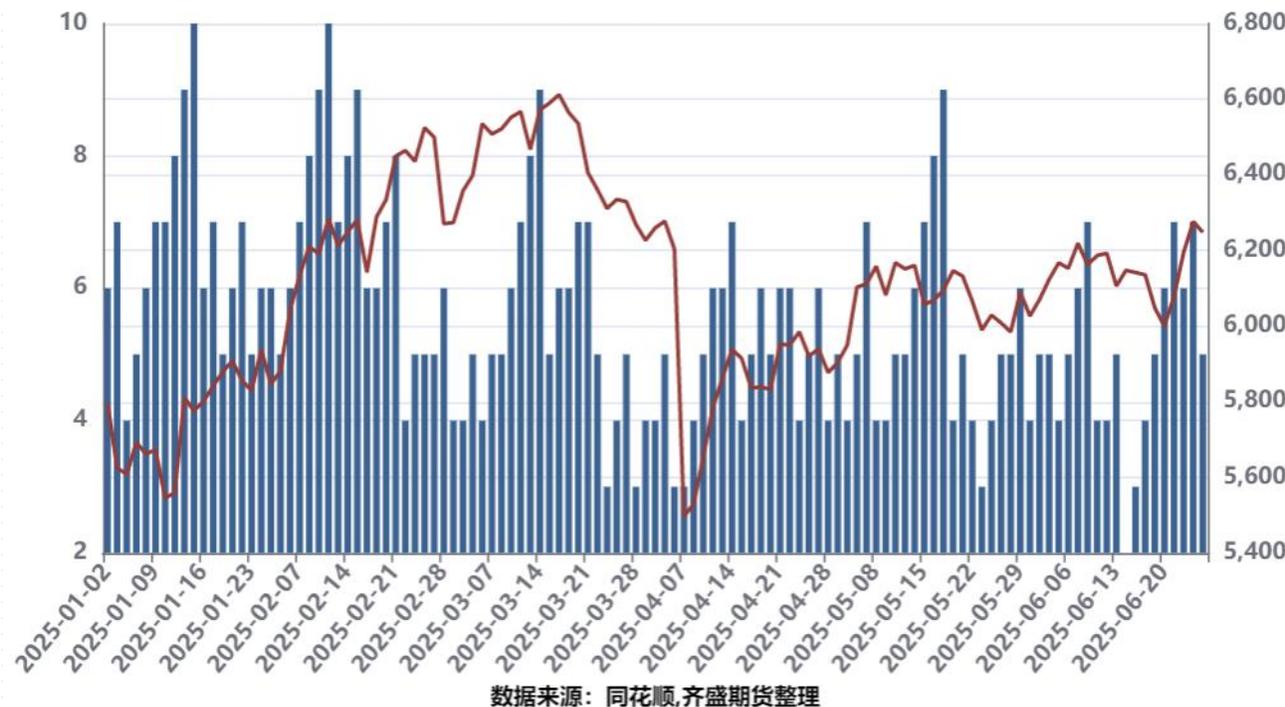


二、核心逻辑—情绪分析

■ 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)



指标参考标准同前, 目前能得出的结论仅是有一定安全边际, 后续注意观察阶段冰点。



三、市场展望

经济、政策层面的要素影响偏中期，目前实体方面相对可控的基建、以旧换新、设备更新给予实体强支撑，外需虽有关税等因素的潜在冲击，经历4月份关税事件可印证，单一主体对外需的冲击有限。定向的政策或许会阶段性导致宏观数据与微观感受的差异，但保障实现年内经济目标的问题不大。相应地，若外部环境没有重大变化，国内政策进一步宽松的概率或较小，于资本市场而言，高层会议强调的“持续稳定和活跃资本市场”或是未来一段时间的主基调。

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內容翻版、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 ▶