



# 牛市在犹豫中发展

## ——2026年股指期货行情展望

曹有明  
从业资格号：F3038998  
交易咨询号：Z0013162  
2026年2月13日

投资有风险，入市需谨慎



- **长期的牛市早已开启（发端于2024年初）**
- **驱动这轮牛市的主要逻辑：**
  1. 宏观经济政策支持，宏观经济周期性回升，预期改善
  2. 企业盈利增速上升
  3. 居民储蓄向股市进行再配置
  4. 全球资本回流
  5. 长期资金（耐心资本）的流入
  6. 市值管理改革的进一步推进
- **从估值的角度看牛市的三个阶段：**
  1. 信心修复-市场由极度悲观转为中性-在绝望中诞生，快速反弹
  2. 主升浪-慢牛-在犹豫中发展
  3. 疯牛（水牛）-散户资金快速入市-在疯狂中结束
  4. 当前的市场：已经处于主升浪中
- **今年股指期货的节奏**

# 1. 为什么说本轮牛市诞生于2024年初？



从趋势的定义看，2024年2月完成了熊-牛的转换，这在其他指数上也是如此。

投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

## 2 牛市的驱动力量

### 一、宏观经济政策的支持、宏观经济的周期性回升预期

1. 基本面仍不乐观，面临较大的压力，宏观经济需要宽松的支持政策
2. 产业链优势叠加关键技术突破，宏观经济出现积极的信号

### 二、企业盈利增速上升

### 三、居民储蓄向股市进行再分配

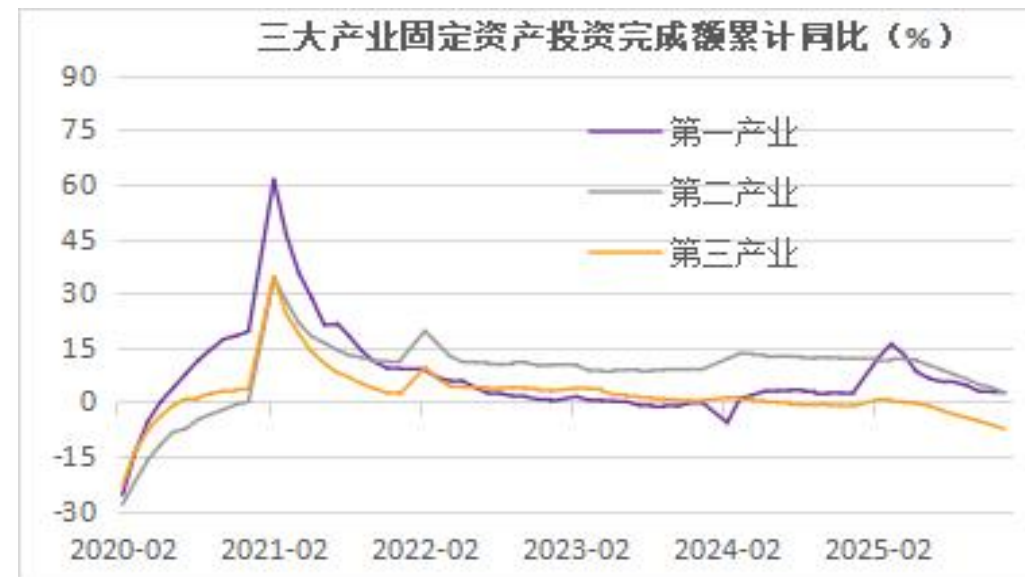
### 四、全球资本回流

1. 人民币升值预期
2. 全球资金分散风险的需要，从美元资产撤离

### 五、长期资金（耐心资本）的流入

### 六、市值管理改革的进一步推进

## 2.1 固定资产投资增速继续回落



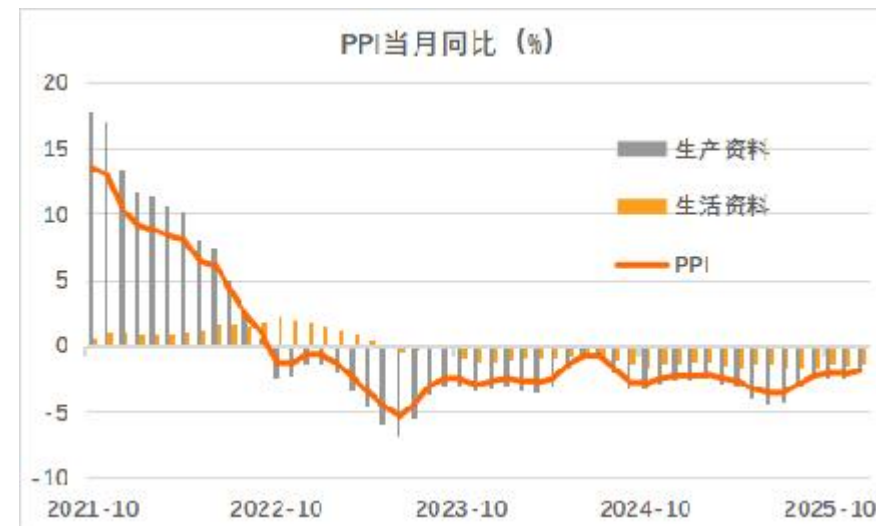
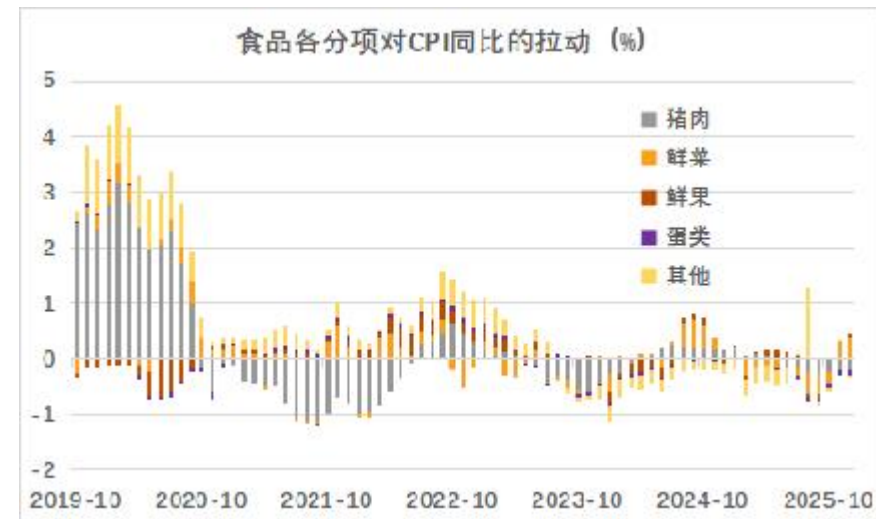
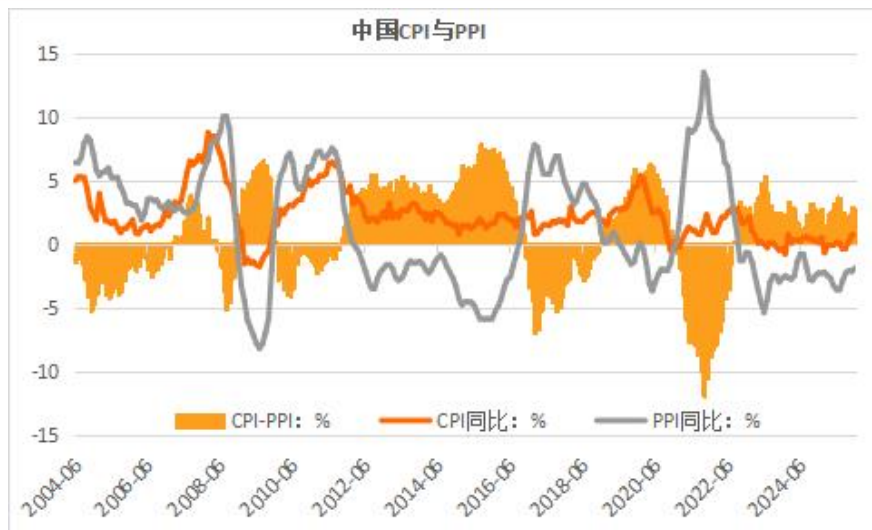
- 固定资产投资增速回落的趋势加速了，2025年三、四季度的数据同比加速下跌，2025年固定资产投资增速受此转为负增长。目前制造业仅录得微弱增长

## 2.2 社零总额增速回落，消费者信心低位徘徊



- 不是消费者不想消费，而是因为：1) 收入及收入的预期转弱，消费是收入的函数；2) 居民杠杆太高了，处于去杠杆状态，居民资产负债表修复需要时间；3) 社保不完善，居民需要进行大量的预防性储蓄；

## 2.3 通胀形势持续偏弱

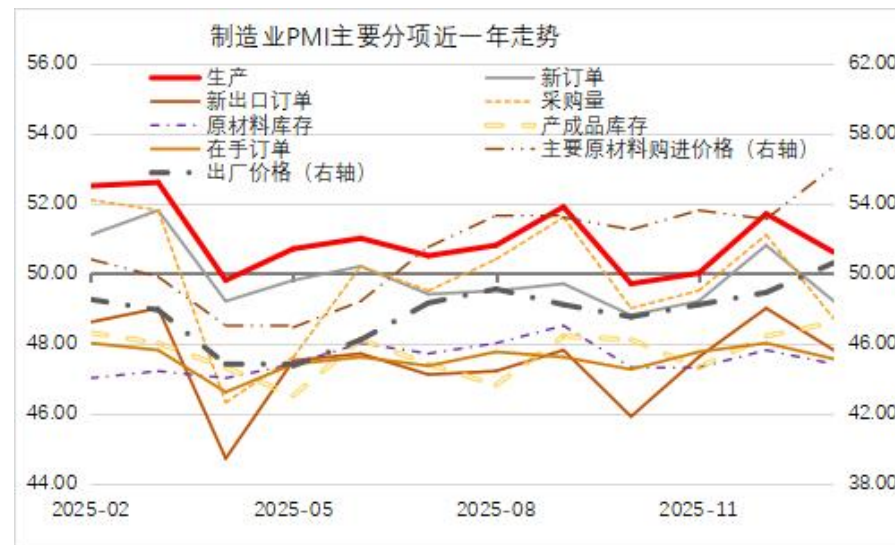
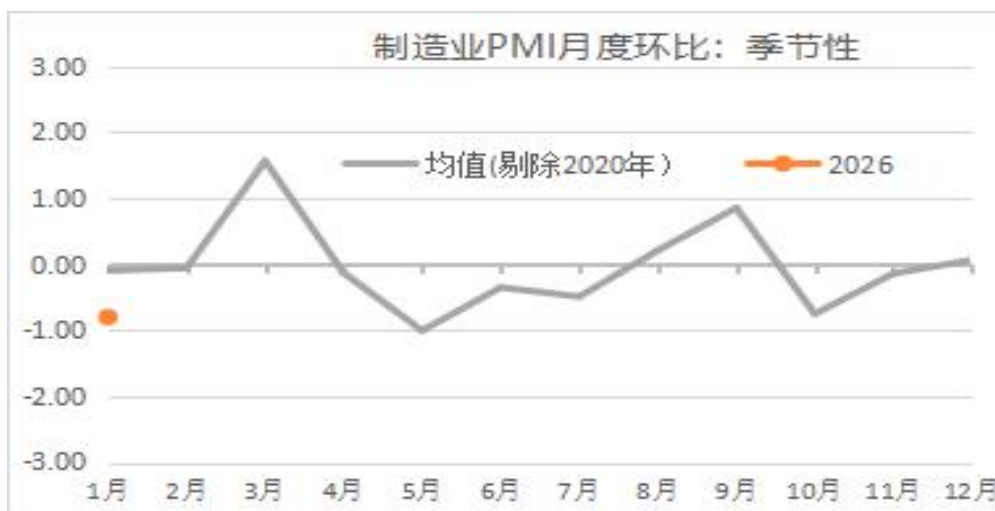
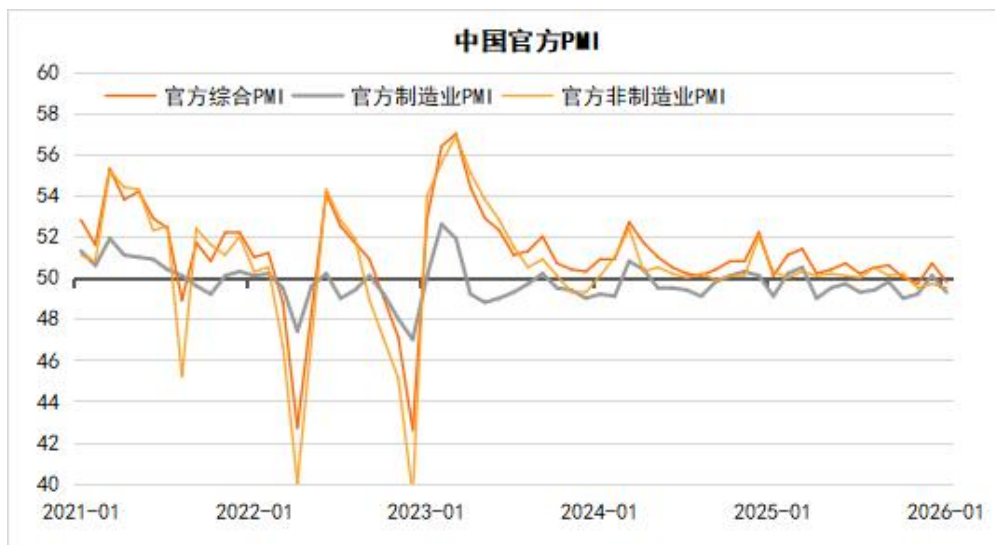


- "中间疲软、两端强劲": 高附加值体验消费与高性价比基础消费两端聚集, 传统中端市场被挤压。
- "14633"人口消费结构(1亿高净值+4亿中等收入+6亿基础消费者+3亿单身+3亿老年)揭示了消费分层的复杂性: 一端是通信器材、新能源汽车(2025年产销量突破1600万辆)等升级类商品的高增长, 另一端是"质价比"成为决策关键、县域消费崛起(2025年乡村消费增长4.1%快于城镇)。
- 对于PPI, 生产资料价格的下行压力更加明显, 未来需要看“反内卷”政策落地能否带动大宗商品价格的企稳(回升)。

投资有风险, 入市需谨慎

数据来源: iFinD、山金期货投资咨询部

## 2.4 制造业PMI持续偏弱



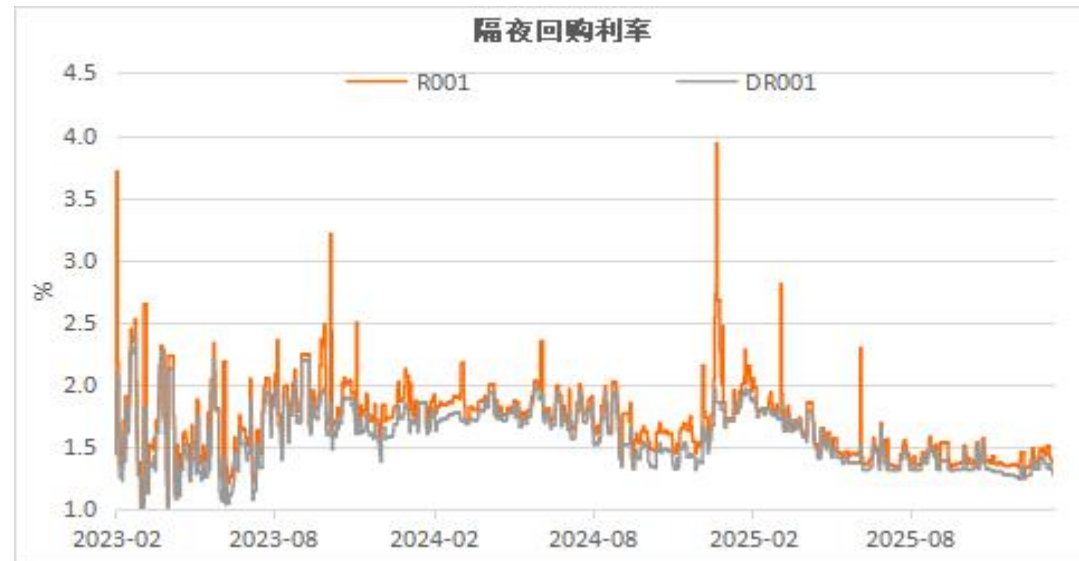
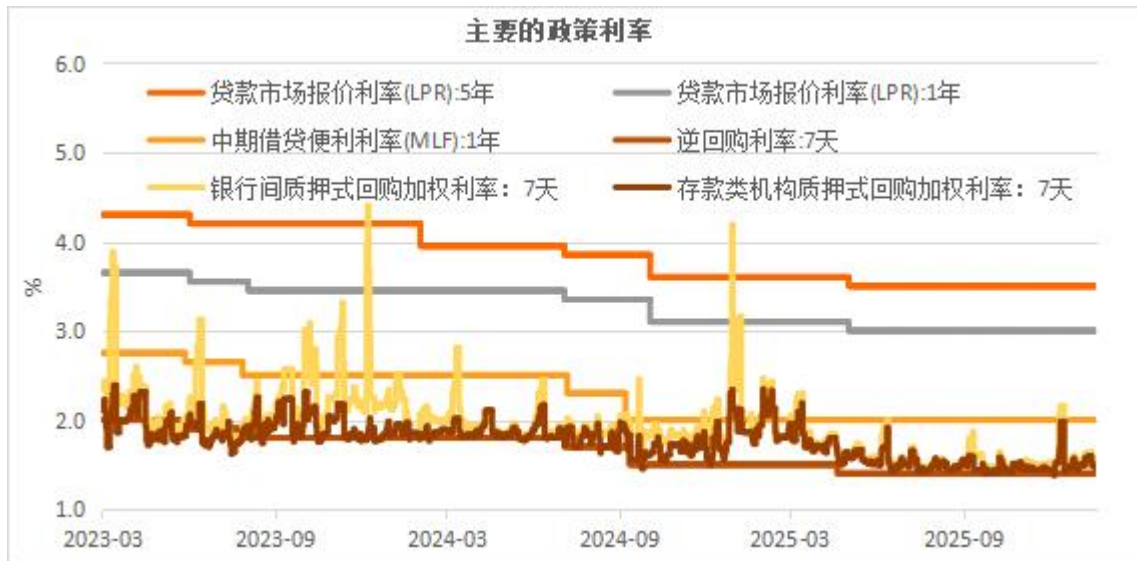
- 制造业PMI环比数据明显低于以往的季节性水平
- PMI分项中，出厂价格有所抬升，原料库存的下降或主要因主动去库，主要原料购进价格上升速度快，新订单环比回落在手订单持续偏弱。

## 2.5 宽松的财政政策



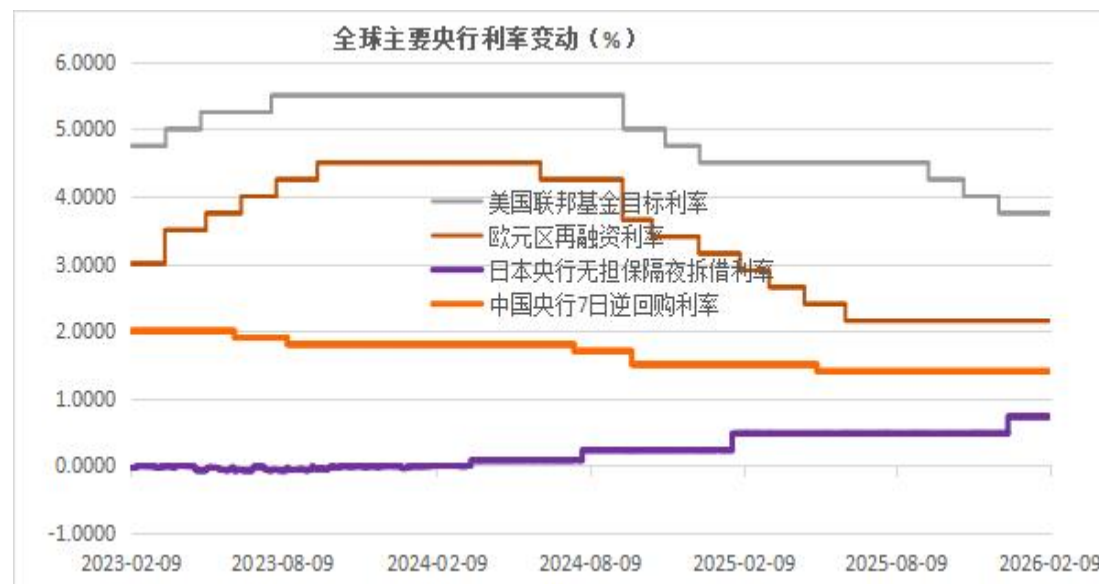
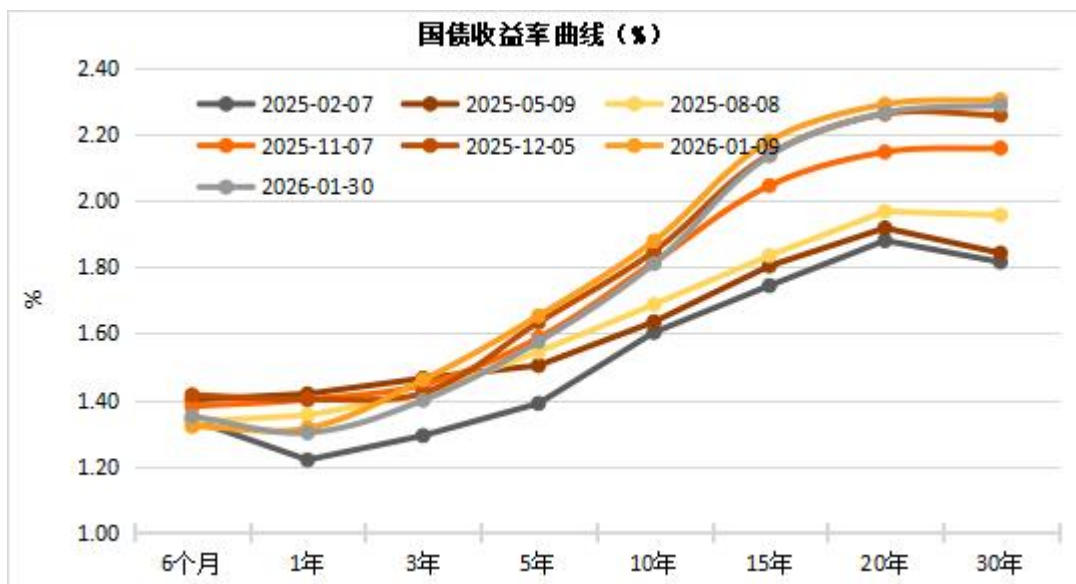
- 政府部门杠杆率相对偏低，仍有加杠杆空间，财政赤字率持稳。宽财政的时间预计会较长，不会很快结束。
- 中国地方政府债券的平均发行期限不断拉长，从2016年的约6.5年，到2019年首次突破10年，至2024年达到14.4年，并在2026年1月创下16.76年的纪录。地方政府集中发行20年期与30年期的长期专项债券，以平滑存量隐性债务的偿付高峰。同时，为匹配大型基建项目的长生命周期，以及利用低利率环境锁定长期融资成本，也促使了债券期限的延长。从结构上看，用于专项债券期限远长于一般债券，例如2025年专项债平均期限约17.7年，而一般债为8.8年。

## 2.6 资金面宽松



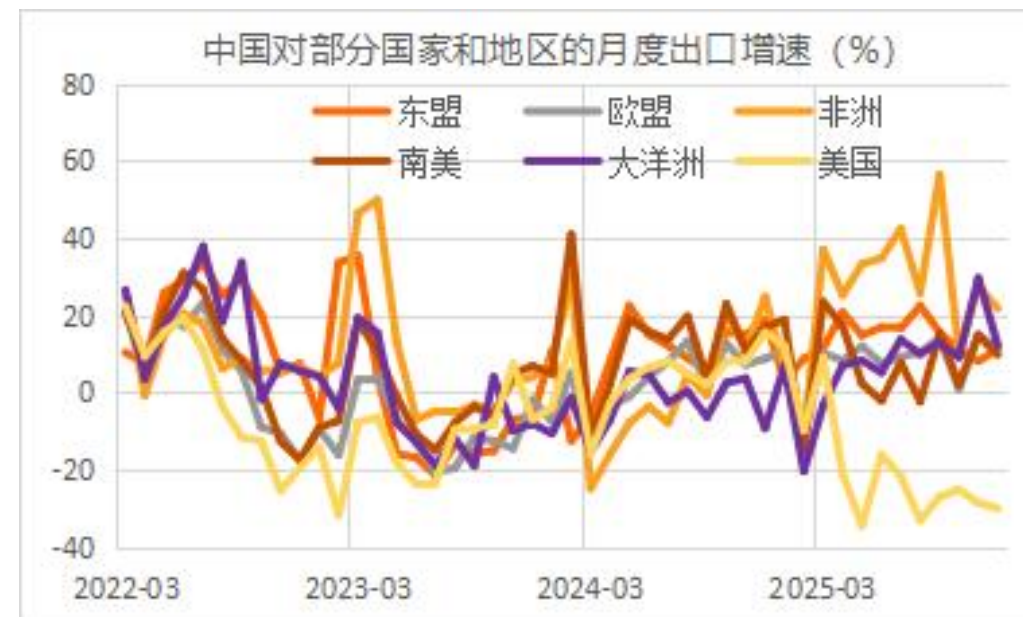
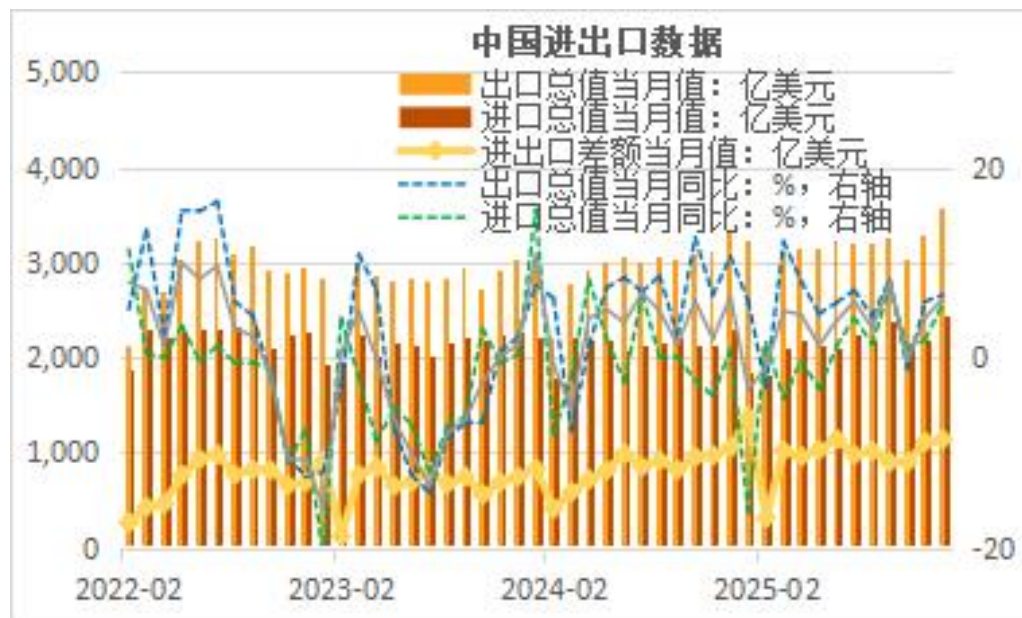
- 7天期逆回购利率已经在较长时期维持在低位，没有出现明显的波动。资金面宽松将继续，资金利率仍有继续下降的空间。
- 另外，虽然近期资金利率处于低位，且重心在不断下降，但国债期货却持续调整了超过半年时间，说明市场整体的预期出现了非常明显的变化。从债券市场的角度看，市场预期已经出现了重大的扭转，代表了风险偏好的好转。

## 2.7 美联储降息为国内降息提供了空间，且有客观上的必要性



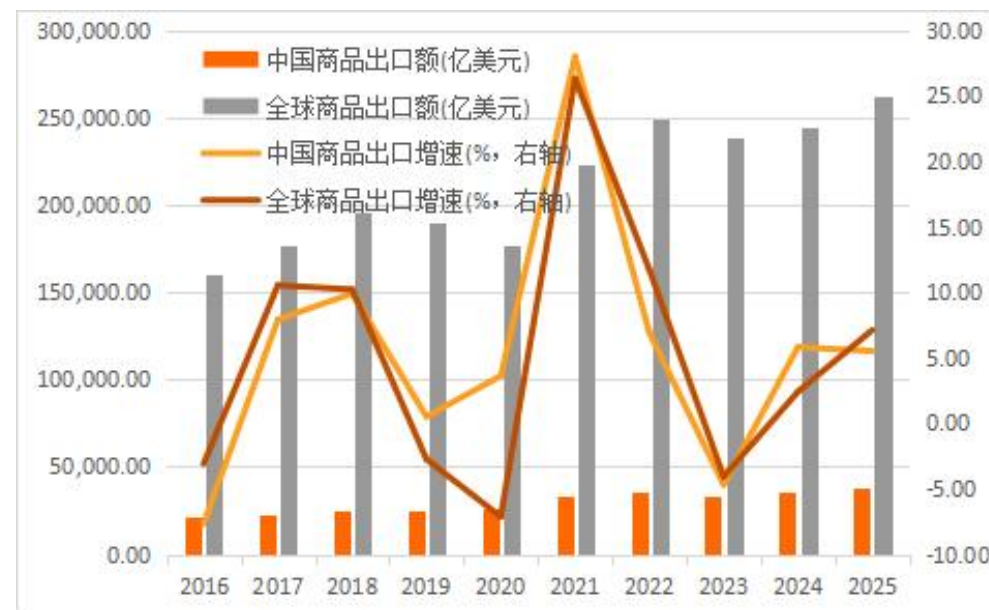
- 美联储降息25个基点，预计年内仍有两次降息，各降25个基点。国内的商业银行已经下调了存款利率，为央行下调利率准备好了空间。
- 国内的实际利率仍很高，如果考虑PPI同比维持零以下，对企业而言，实际利率更高。
- 近期，中国央行多位官员表示，降准降息仍有空间。而且，近期长期国债收益率已经出现了明显的上升，交易性资金的离场，推升整体的收益率，降息有客观上的必要。

## 2.8 出口表现出极强的韧性，但对美出口大幅下降



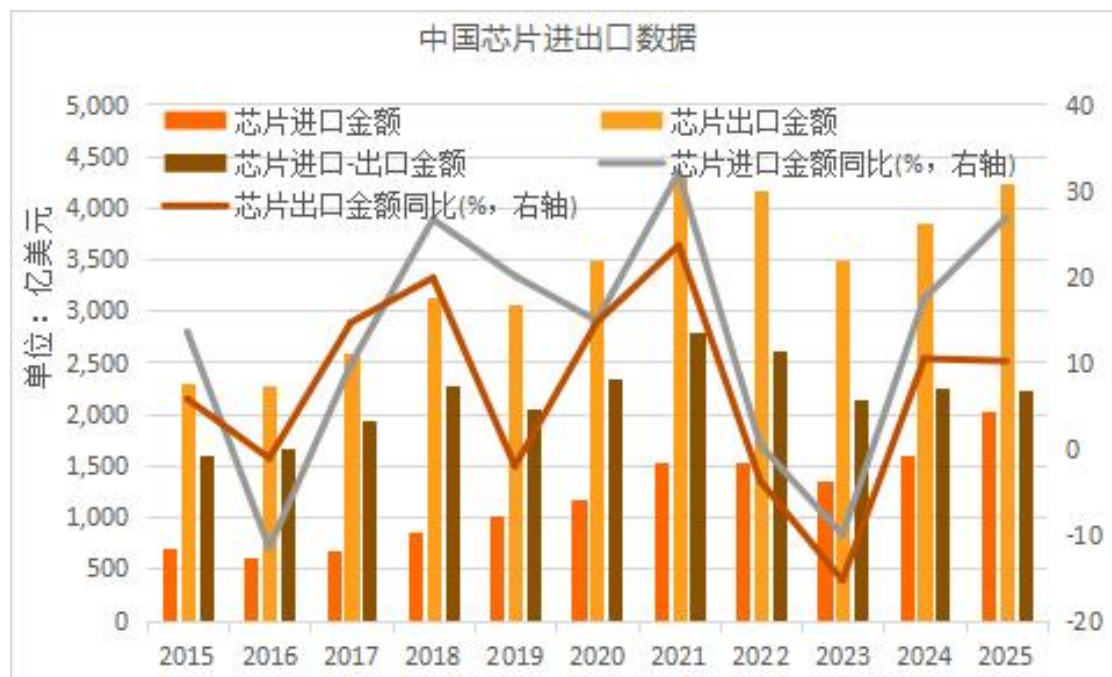
- 进出口增速好于预期，之前市场的解释是担心贸易战影响抢出口导致，目前对于出口的普遍看法是增速将回落，出口形势转差。特朗普上台后，对美出口增速大幅回落。

## 2.9 中国商品出口额占全球比重为维持稳定，凸显中国产业链优势



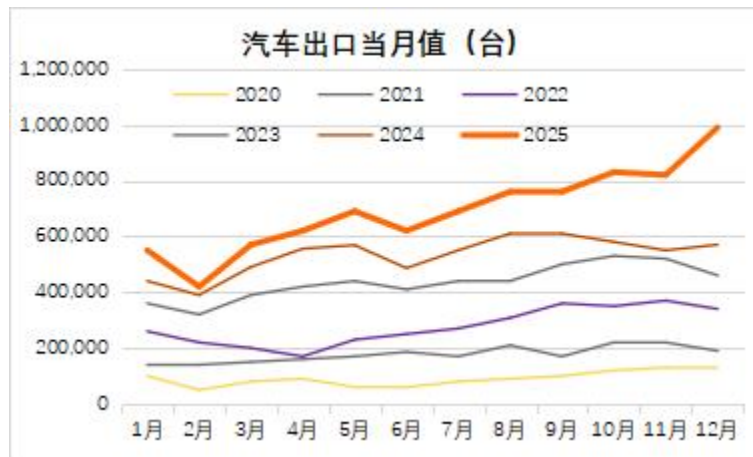
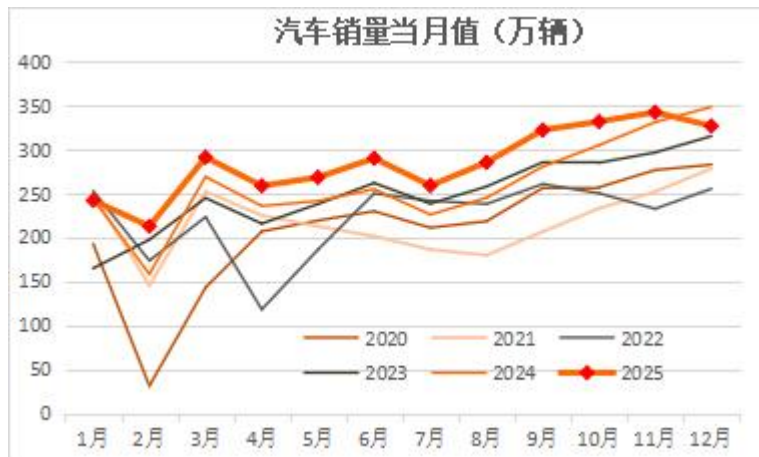
- 虽然贸易摩擦愈演愈烈，但中国商品占全球出口的比例整体保持稳定，中国商品出口额增速长期是快于全球商品的出口增速。新“新三样”（机器人、人工智能和创新药）这三类产品代表了当前中国产业升级和外贸增长的新动能，正逐步取代此前备受关注的“新三样”（新能源汽车、锂电池、光伏产品）

## 2.10 芯片出口逐年增加，芯片进出口逆差逐步收缩。

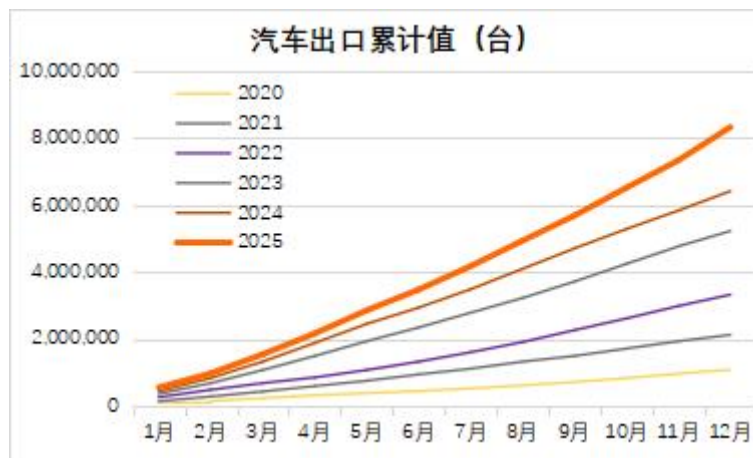
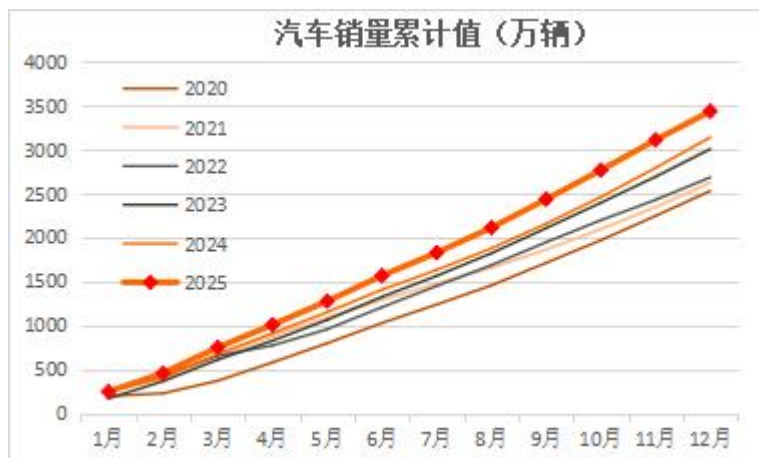


- 最近几年，芯片进口替代效果初现，芯片出口增速大幅高于芯片进口增速，芯片出口规模逐年增大，芯片进出口差额在2021年达到峰值后回落。2025年芯片进出口差额相比2024年略有回落。
- 由于今年内存芯片涨幅过快，预计今年的芯片进出口差额基本维持在去年的水平。
- 虽然美国极力打压中国的芯片产业，但是一个完全独立于美国的完整中国芯片产业链正在崛起。

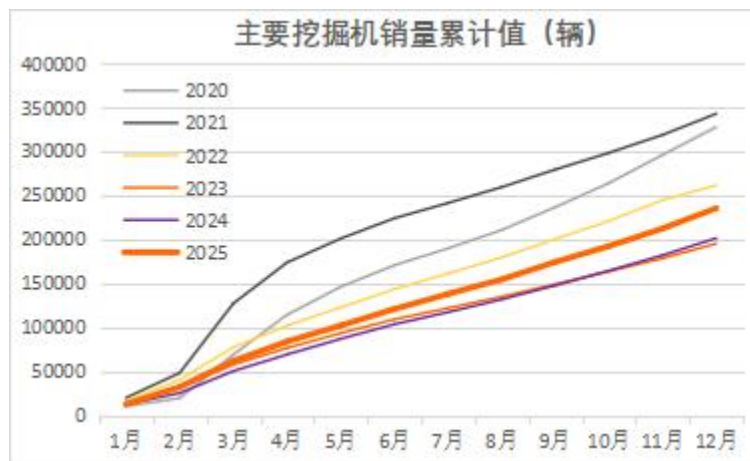
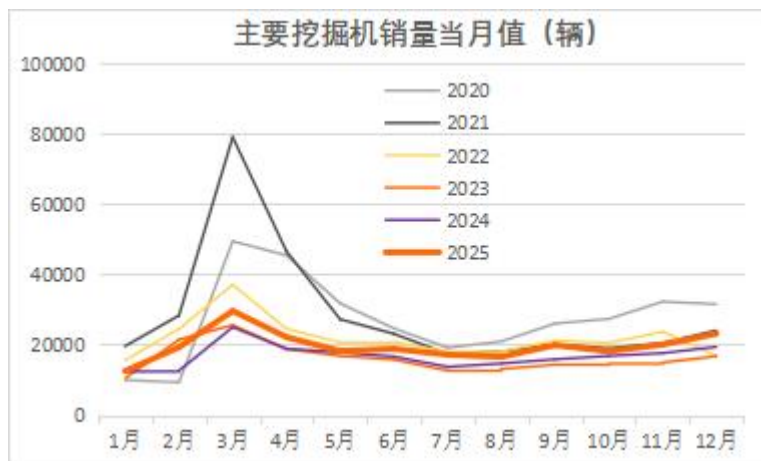
## 2.11 汽车产销量增加，出口已超德日之和



■ 无论是产量、销量以及出口量，今年将继续创新高，是目前重要的亮点之一

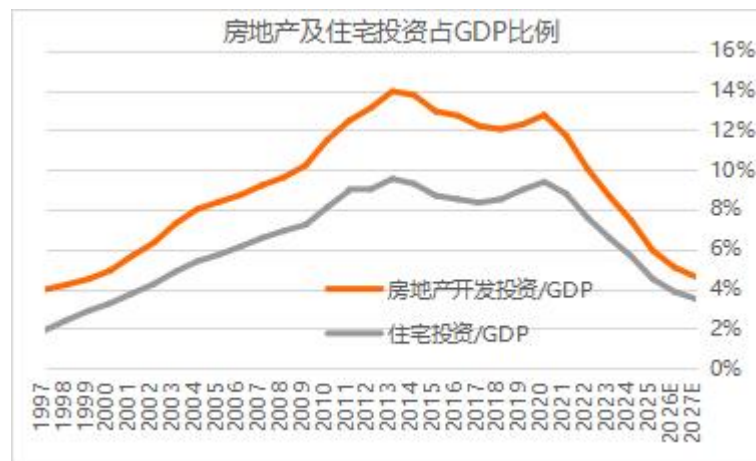


## 2.12 挖掘机产销量有所好转



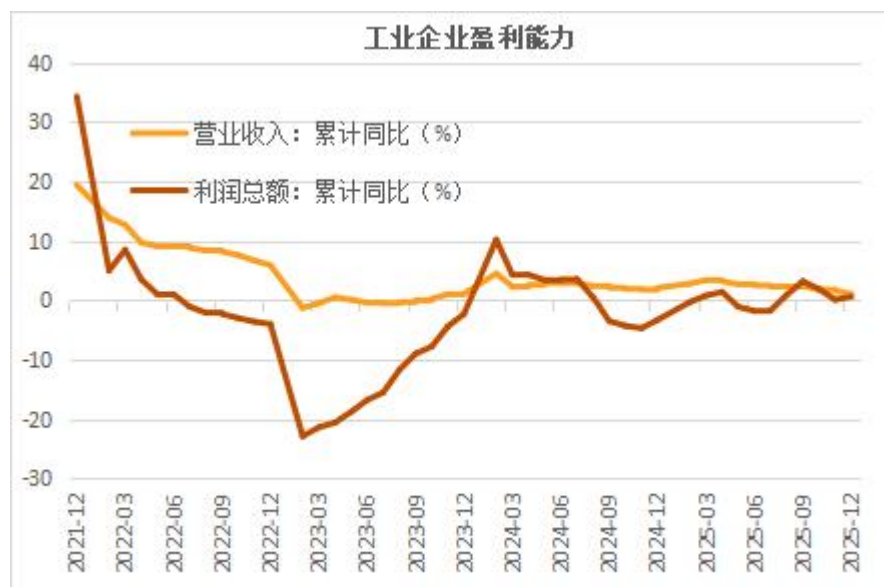
■ 挖掘机产销量的上升，主要是低基数的影响。与高峰期相比，仍有较大差距，但毕竟数据已经在改善

## 2.13 房地产或已进入历史性大底区域，不能过度悲观



- 反映在建房地产规模的数据已经回到2005-2007年的水平，房价环比继续回落，房地产仍处于筑底过程中。
- 在目前这种大环境下，居民“炒房”的需求几乎不存在。唯一能承接巨量流动性的大类资产只能是股市。
- 以前房地产和宏观经济的相关性很高，以后相关性将变低，甚至在有些时候将是一个比较滞后的变量。也就是说，经济好了，房地产之后才会好，大家挣钱了之后才去买房。之前的状态是，先贷款买房，因为相信未来会更好，收入会增加。
- 这也意味着，在某个时期，房价依然存在报复性上涨的可能。房地产整体上接近周期性的底部。

## 2.14 规模以上工业企业的盈利环比有所改善



- 规模以上工业企业利润增速回升。2025年规模以上工业企业实现利润总额累计同比增速由负转正，结束了4年连续的下跌状态。预计随着“反内卷”政策的落地以及降息的落地，企业利润或多或少将有改善。另外，近一年A股上市公司的盈利已经回归增长。如果后期降息，则盈利改善的空间可能更大。
- 从已披露业绩预告及快报的3037家公司（占全A约58.8%），盈利同比增长的公司数量为1700家，占比56.0%（较2025Q3的52.8%提升），显示盈利改善的范围逐步扩大。
  - 整体盈利改善：全A及非金融企业盈利增速较2025年前三季度延续上行，中位数法下全A盈利增速达15.7%（较2025Q3的3.2%显著提升），非金融企业中盈利同比增长的公司占比提升。
  - 结构分化明显：AI驱动的科技领域（如算力、半导体）、供需优化的上游资源品（如有色金属、化工）及景气度回升的大金融板块（如券商）业绩超预期；房地产、光伏等强周期行业仍面临亏损压力。
  - 驱动因素清晰：科技创新（AI渗透）、供需关系改善（资源品量价齐升）及市场活跃度提升（资本市场复苏）是业绩改善的核心动力。

## 2.15 存款搬家仍有空间，指数上方也还有空间



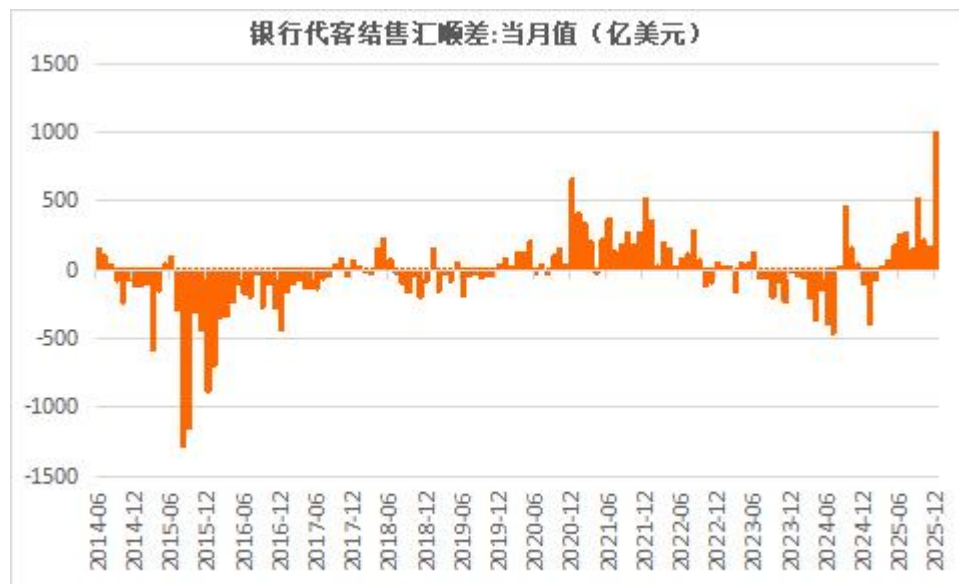
- 因为居民存款大概率将维持上行趋势。股市的总市值与居民存款的比值尚处于低位，有很大的上行空间。从资产配置的角度来说，居民将资产更多的配置于股市的趋势才刚刚开始

## 2.16 海外投资者资金的流入

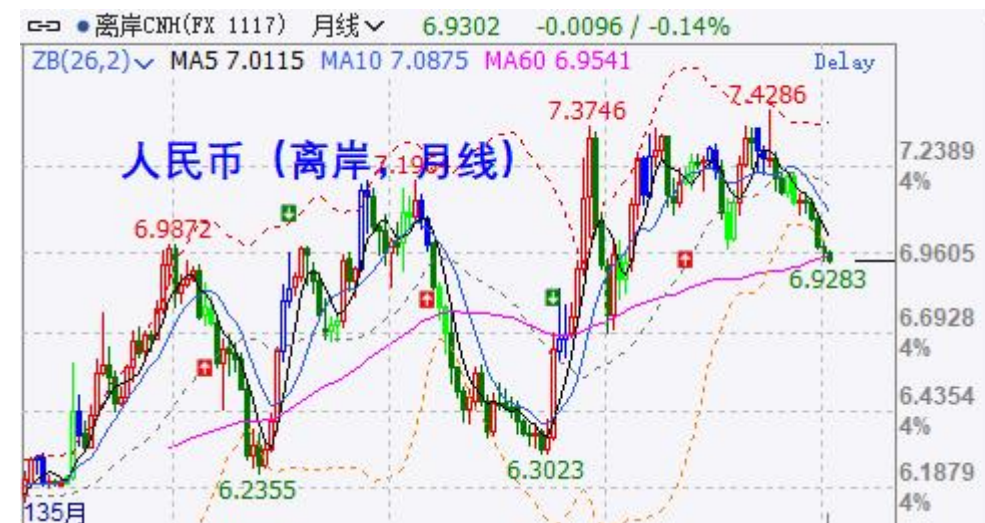
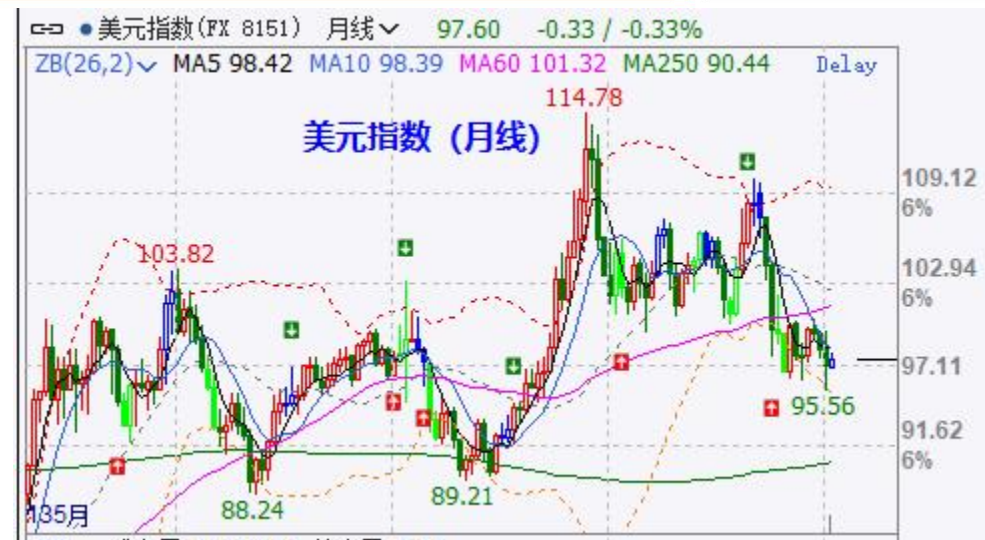


- 据彭博的数据，全球投资者计划在2026年向专注于中国的对冲基金增加的趋势正在加速，计划增资的投资者净比例达到14%，高于去年实际增加的9%。这一趋势与2023年的情况形成显著逆转，当时42%的资产配置者从中国市场基金撤资。与此同时，投资者对北美市场的兴趣大幅降低，计划增资的净比例从去年的23%降至15%，已经与中国持平。

## 2.17 美元打开下行空间，银行结售汇转为顺差



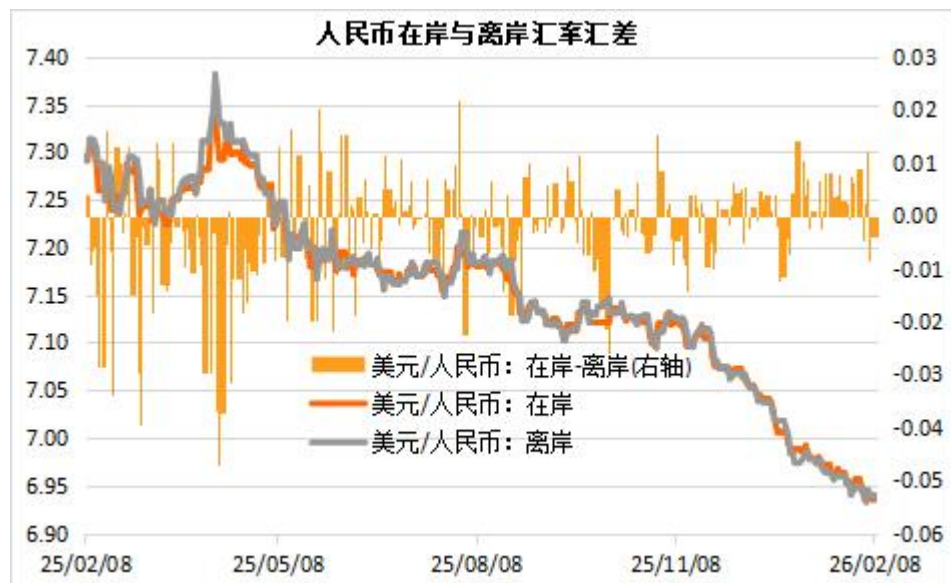
- 一方面因美元贬值压力增大，美股处于纪录高位，回调压力大，而海外投资者对A股的预期改善，在贸易盈余没有出现明显扩大的情况下，结售汇顺差扩大，或主要因海外热钱不断流入所致。12月结售汇顺差创纪录，或主要因热钱流入所致。
- 而且，一般来说，当结售汇转为顺差时，A股整体走势偏强



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

## 2.18 人民币升值压力相对更大，海外资金的流入是重要原因



近期海外资金对A股的关注不断上升，预期大股改善，资金在不断流入，造成人民币升值压力大，官方有意控制人民币升值的节奏

## 2.19 耐心资本的持续流入

### ■ 核心政策文件

- 2024年9月，中央金融办、证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，明确“壮大长期资本、耐心资本”的总体要求，提出“建设鼓励长期投资的资本市场生态、大力发展权益类公募基金、完善中长期资金配套政策”三大举措。
- 2025年1月，中央金融办、证监会、财政部等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，作为《指导意见》的配套文件，进一步明确“提升商业保险资金A股投资比例、优化社保与基本养老保险基金投资机制、提高年金基金市场化运作水平”等具体任务。
- 2025年4月，国家金融监督管理总局印发《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，将保险资金权益类资产投资比例上限从30%提高至50%（综合偿付能力充足率超过350%的保险公司），并简化档位标准。
- 2025年12月，人社部印发《关于调整年金基金投资范围的通知》，将年金基金权益类资产投资比例上限从30%提高至40%，并允许投资港股通标的股票。

### ■ 在政策推动下，2025年长期资本入市规模显著增长，投资者结构持续优化，市场稳定性逐步提升。

### ■ 中长期资金持有A股市值：截至2025年末，各类中长期资金（社保、保险、年金、公募基金、银行理财）合计持有A股流通市值约23万亿元，较2025年初增长36%。

- 社保基金-截至2024年底，全国社保基金规模约3万亿元，其中股票类资产占比约15%（约4500亿元），较2023年提升3个百分点。
- 保险资金-截至2025年二季度末，保险公司持有股票账面余额3.07万亿元，较2024年底增长26.38%；保险资金长期股票投资试点规模累计达2220亿元（第一批500亿元、第二批520亿元、第三批600亿元）。
- 年金基金-截至2025年三季度末，企业年金积累基金规模3.73万亿元，近三年累计收益率7.46%；职业年金基金投资运营规模2.6万亿元，合计年金基金规模超6万亿元。
- 银行理财-截至2025年末，银行理财市场存续规模33.29万亿元，其中权益类资产余额0.66万亿元（占比1.85%），较2024年增长10%；投向公募基金的资产占比5.1%，较2024年提升2.2个百分点。

- 国家层面政策：
- 《上市公司监管指引第10号——市值管理》（2024年11月发布）明确市值管理定义，要求上市公司通过并购重组、股权激励、现金分红等7类方式提升价值，禁止6类违规行为。

• 新"国九条"配套要求将市值管理纳入上市公司高质量发展评估体系，建立分类考核机制。
- 国资央企专项政策：
- 国资委《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》（2024年12月）要求央企控股上市公司建立市值管理制度，将市值表现纳入负责人考核

• 2026年重点任务：

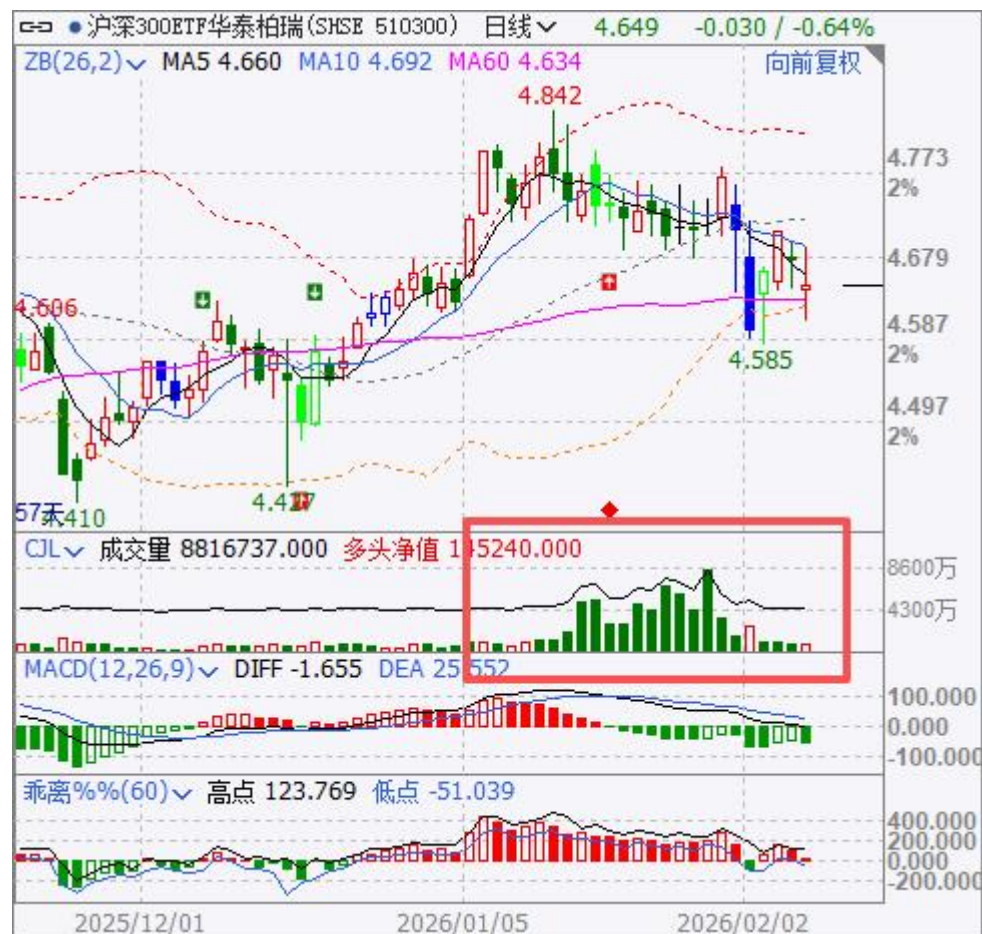
- 推进专业化重组整合

- 实施"价值创造—价值经营—价值传递"闭环管理

- 强化ESG信息披露

指标	央企控股公司	全市场	政策目标
总市值（2025年末）	22万亿元（较"十三五"增长50%）	123万亿元	提升至GDP 85%
回购金额（2024-2025）	790亿元（累计）	超2000亿元	年回购规模占比流通市值0.5%
现金分红总额（2024）	2.5万亿元（"十四五"累计）	2.4万亿元	分红比例不低于30%
股权激励覆盖率	68%（央企控股）	42%	科技企业100%覆盖

## 2.21 “国家队”的精准调控



- 自一月中旬开始，在市场情绪高亢之时，多个头部宽基指数基金成交量急剧放大，显示“国家队”意图防止股市过热。“防止资本市场的大起大落”的政策目标预示今年股市不会出现大的波动，当前“国家队”已经没有存货，资金随时可以根据需要入市

## 2.22 为什么需要牛市来带动投资和消费？

### ■ 助力经济转型

- 中美在AI、机器人、商业航天领域的竞争，美国不能失败，而中国必须掌握卡脖子技术
- 随着房地产市场热度下降，大量资金需要新的投资方向。牛市可以为这些资金提供安全、稳定的投资环境，引导资金流向创新型企业 and 科技产业，推动经济转型升级，支持实体经济持续健康发展。

### ■ 刺激经济增长

- 牛市能带来财富效应，刺激消费热情，进而拉动内需。内需扩大可推动企业扩大生产规模，增加就业岗位，形成经济发展的良性循环。同时，牛市也能为企业提供充足的资金支持，助力其搞新技术研发、开拓新市场，促进经济高质量发展。

### ■ 改善企业融资环境

- 在牛市中，上市公司股价上升，企业通过增发股票、发行债券等方式融资会更加便利，融资成本也会降低，这有利于企业获取更多资金用于扩张和创新，增强企业的竞争力。

### ■ 缓解债务压力

- 一方面，牛市能够提升国有企业和中字头公司的股价，地方政府可通过减持国有企业股份获得资金来偿还债务。另一方面，通过股市的高流动性，资金在市场中周转，可在一定程度上帮助个人、企业解决债务问题。

### ■ 提升国际竞争力

- 一个繁荣的股市是国家经济实力的重要标志，能吸引更多国际资金流入，提升中国在全球经济中的地位，让世界看到中国经济的活力和潜力。同时，企业也能在牛市的助力下，有更多资源投入研发，在全球产业链中迈向更高端位置。

### 3.1 上证50的估值



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

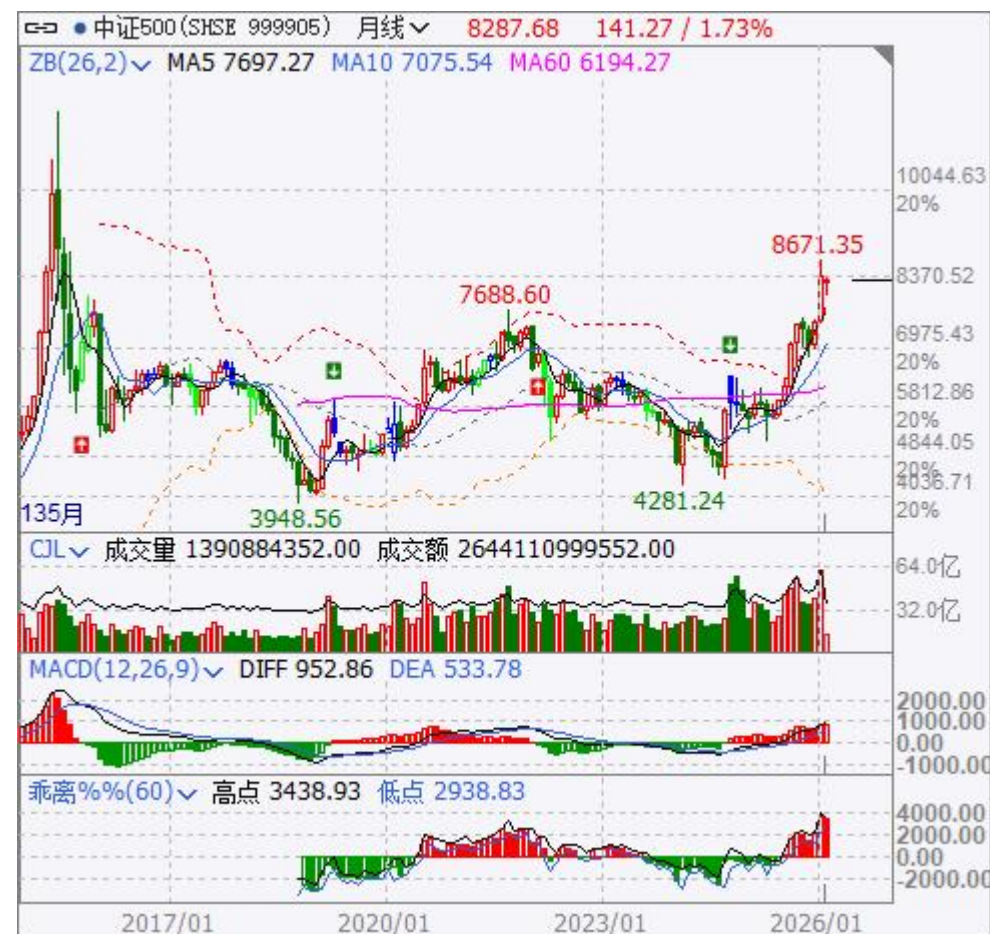
## 3.2 沪深300指数的估值



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

### 3.3 中证500指数的估值



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

### 3.4 中证1000指数的估值



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

### 3.5 从估值的角度看牛市的阶段

- 整体来看，上证50和沪深300指数以及估值并不高，中证500和中证1000指数以及估值处于高位。这主要因为当前宏观经济还处于筑底的过程中，属于周期的底部，企业盈利较差，低利率环境对科技股更有利（市梦率？）
- 从技术面来看，指数走出了大的底部震荡。整体来看，目前应该是处于主升浪之中，如果指数继续上涨且看不到业绩的改善，则容易引发阶段的深度回调，但牛市一般都是在怀疑中成长。
- 企业业绩改善还需要时间，虽然过去两年估值大幅上涨，但主要是过度悲观预期修复的过程，和在疯牛阶段的拔估值不一样。
- 本轮股市或将经历“三击”：
  - 第一击：信心改善，估值抬升-信心牛；
  - 第二击：业绩改善-业绩牛；
  - 第三击：资金牛-散户参与度高，市场高换手-疯牛（水牛）

## 4 A股的季节性规律

- “五穷六绝七翻身，八九回调十回升，年底上涨至两会，三四转势要当心”
- 有时12月也可能伴随基金调仓，造成指数的回落。如果基金的调仓在1月份到来，则指数在12月仍有可能维持上涨。但是年末一般风格会变化，上证50会强于中证500和中证1000期指，主要因年末风格偏向于价值。年末或明年初风格转换完成后，春节前后仍有望继续上涨。
- 一旦市场情绪企稳，科技成长风格会明显强于大盘价值。所以，在中线级别的牛市末期，可以将中证500和中证1000股指期货换成沪深300和上证50股指期货。当中线级别的市场调整结束，可以先做多中证500和中证1000股指期货。
- 需要关注“风格漂移”

## 5 风险分析

- 政策不及预期
- 资金流入股市不及预期
- 海外市场波动的拖累



感谢阅读

投资有风险，入市需谨慎



## 免责声明

山金期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可[2012]33号）。

本报告由本公司投资咨询部制作，未获得本公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在本公司及其研究人员知情的范围内，本公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。

山金期货官方微信号



投资有风险，入市需谨慎