



国开证券

CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

预期管理效能期待进一步释放

——周度策略观察（2024 年第 49 周）

2024 年 12 月 16 日

分析师:

刘晓溪

执业证书编号: S1380524040001

联系电话: 010-88300644

邮箱: liuxiaoxi@gkzq.com.cn

内容提要:

市场回顾:

上周（1209-1213）A 股震荡反弹后回落，消费板块明显强于金融及科技板块，市场成交依然保持一定活跃度；10Y 国债利率加速下行。全球方面，上周部分经济体央行再度降息，美元指数进一步上行，全球股市表现相对温和。

策略观点:

在政策端不断加力提质的基础上，“预期管理”、“市值管理”对市场的运行将发挥更加积极的作用，股市或逐步发挥“正反馈”功能。三中全会以来，预期管理越来越受到官方的重视，近期重要会议亦提及“加强预期管理”，我国资本市场有望继续保持一定的活跃度，此前市场常见的“负反馈”现象或逐步扭转。短期看，在降准等预期的进一步发酵下，市场不排除存在反弹动能，但岁末临近，部分资金仍存在止盈需求。

全球股市不排除存在调整压力。近期，全球地缘政治局势仍有起伏，特别是部分国家政局出现动荡影响了市场情绪。12 月美联储召开的年内最后一次利率决议仍是看点，尽管降息 25BP 将是大概率事件，但会后声明以及每季度更新的经济预测仍需高度关注，需要留意 VIX 指数可能存在的大幅波动可能对全球部分国家或地区股指走势形成不利影响。

综上，本周 A 股市场走势较为关键，若预期管理效能进一步释放，市场短时间有望呈现企稳向上走势，这有助于为后续市场表现形成一定的安全垫。其中金融股短期表现相对关键，部分工业品期货短期若呈现企稳迹象同样有助于稳定市场的预期。

风险提示: 国内外经济恢复不及预期，全球地缘政治冲突升级，海外经济体对华政策出现重大不利变化，上市公司业绩普遍下滑，其他黑天鹅事件等。

万得全 A 指数 2024 年内走势



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

目录

1、国内市场回顾	3
2、全球市场回顾	10
3、策略观点	11
风险提示	12

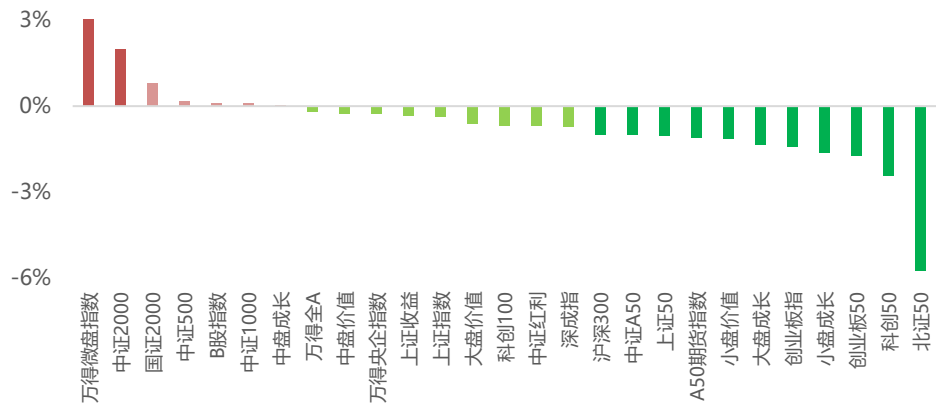
图表目录

图 1: 上周 A 股主流宽基指数表现 (1209-1213, 下同)	3
图 2: 行业周涨跌幅以及行业内个股上涨比例	3
图 3: 申万二级部分行业周度表现	4
图 4: 年初至中秋假期前 (9.13) 大市值风格展现一定韧性	4
图 5: 中秋节后 (9.18) 以来 A 股投资风格及风险偏好出现重大转变	4
图 6: 2024 年内周度日均成交金额 (亿元)	5
图 7: 上周不同商品板块表现	5
图 8: 部分品种周度表现	5
图 9: 股指期货四大品种 2503 合约与现货指数比较	6
图 10: 股指期货四大品种 2506 合约与现货指数比较	6
图 11: 2024 年国债期货主力合约以及 10Y 国债利率表现	6
图 12: M1-M2 剪刀差连续 2 个月改善	8
图 13: 居民贷款占全部贷款比重逐渐恢复	8
图 14: 历史角度观察 M1-M2 剪刀差与上证指数的关系	8
图 15: 11 月社消当月同比回落	9
图 16: 部分领域 11 月消费数据好转	9
图 17: 4 月以来固定资产投资增速 (累计) 呈现缓慢下滑势头	9
图 18: 房地产开发投资持续低迷, 民间投资增速连续转负	9
图 19: “抢出口”效应明显, 但进口增速未见同步增长	10
图 20: 我国对部分国家或地区贸易差额变化	10
图 21: 部分国家/地区央行年内多次降息	10
图 22: 2Y、10Y 美债收益率近期仍然强势上行	10
图 23: 全球主要资产周度表现	11
表 1: 7 月、9 月以及 12 月政治局会议主要内容对比	7

1、国内市场回顾

上周（1209 至 1213，下同）市场一度延续震荡反弹，中央政治局会议内容公布后部分外盘中国资产指数一度给予积极回应，但受市场对中央经济工作会议内容预期较高以及临近年末部分资金或存在减仓/调仓需要，周五市场全线回落。沪指全周涨跌幅-0.36%，小微盘风格指数相对占优，北证 50 指数全周领跌主流宽基指数。

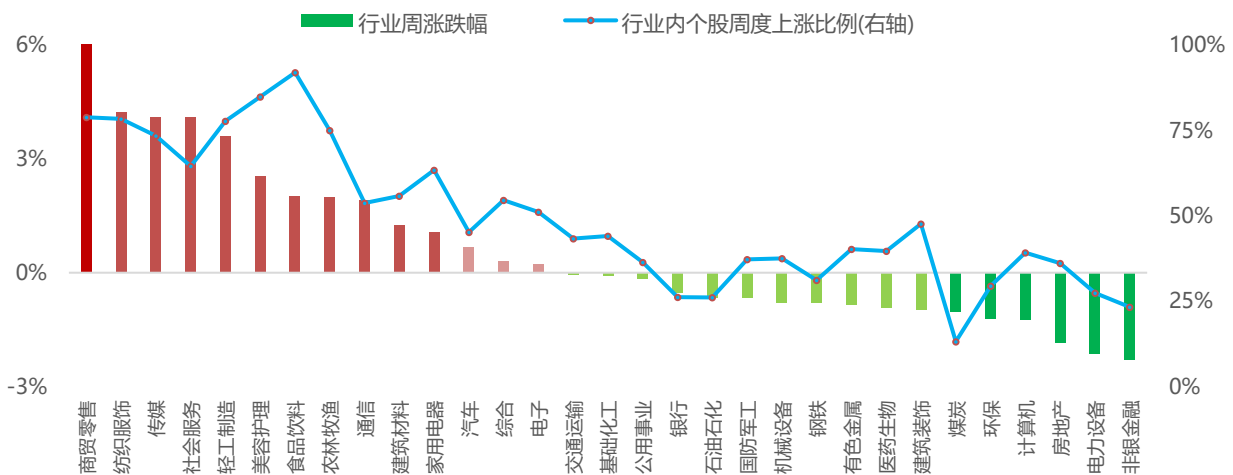
图 1：上周 A 股主流宽基指数表现（1209-1213，下同）



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

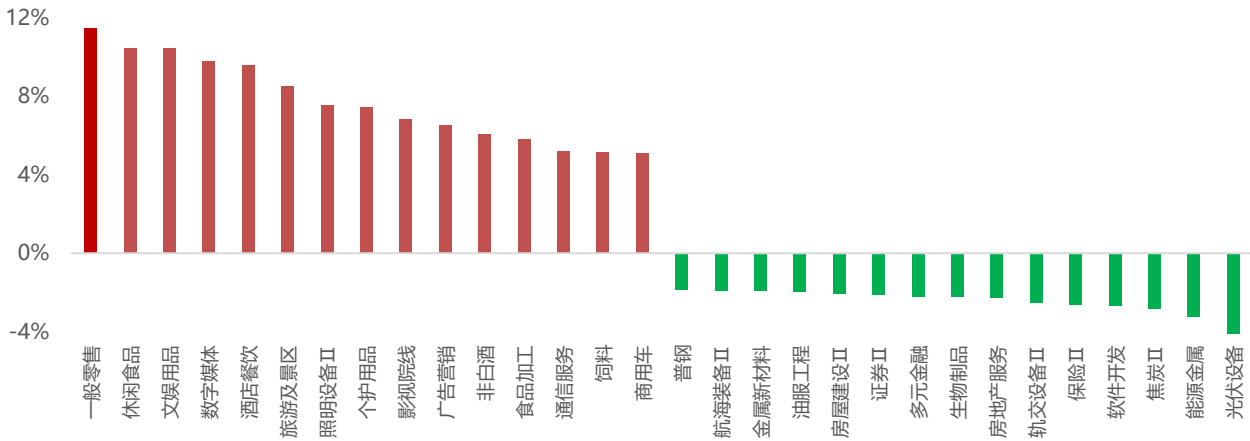
从行业表现看（申万一级），上周不同板块呈现明显分化，消费类板块集体走强（商贸零售、社服、纺服、轻工、传媒、美容护理等），金融和科技板块则面临压力。从二级行业看，消费类子行业领涨，光伏设备、能源金属、焦炭、软件开发、保险行业领跌。

图 2：行业周涨跌幅以及行业内个股上涨比例



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

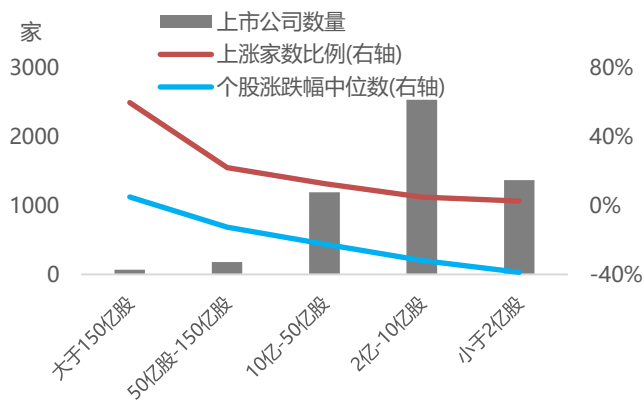
图 3: 申万二级部分行业周度表现



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

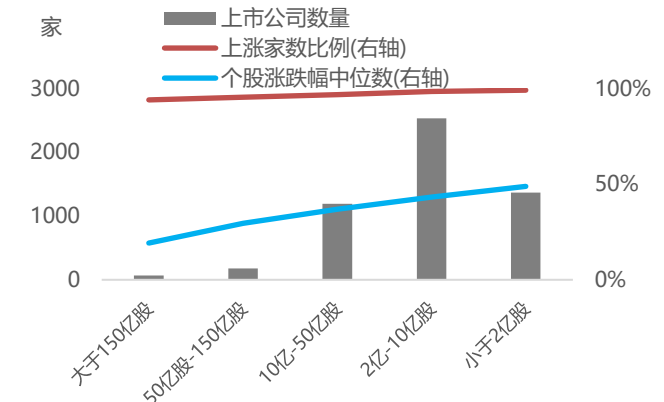
从个股表现看, 上周约 2500 只个股取得正收益, 个股周涨跌幅中位数 (大约平盘) 跑赢上证综指全周表现; 中秋节后 (9.18) 以来小市值以及题材个股表现相对占优。从资金活跃度看, 上周市场日均成交金额近 2 万亿元, 连续两周放大。

图 4: 年初至中秋假期前 (9.13) 大市值风格展现一定韧性



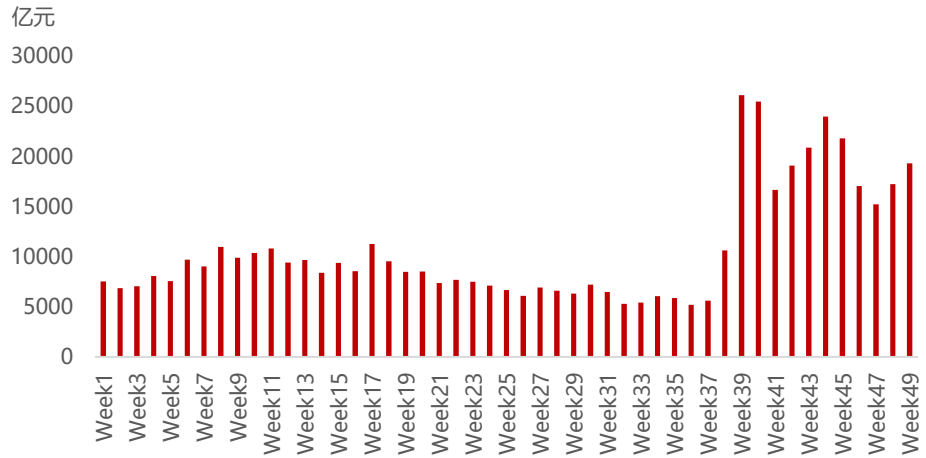
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 5: 中秋节后 (9.18) 以来 A 股投资风格及风险偏好出现重大转变



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

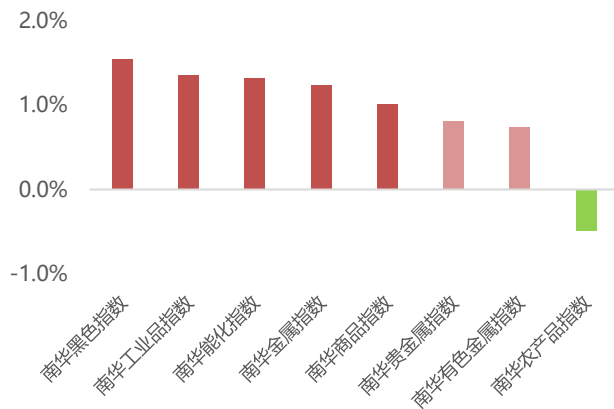
图 6: 2024 年内周度日均成交金额 (亿元)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部
注: 分母根据当周实际交易天数计算

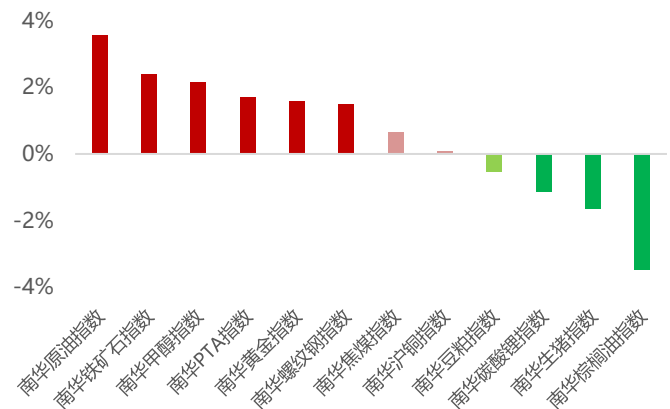
上周国内商品期货市场总体呈现倒 V 型震荡走势, 南华商品指数全周涨跌幅约 1%。分板块及品种看, 多数板块全周收涨, 原油、铁矿石等品种表现相对领先; 上周农产品指数相对弱势, 棕榈油、生猪等相关品种领跌。

图 7: 上周不同商品板块表现



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

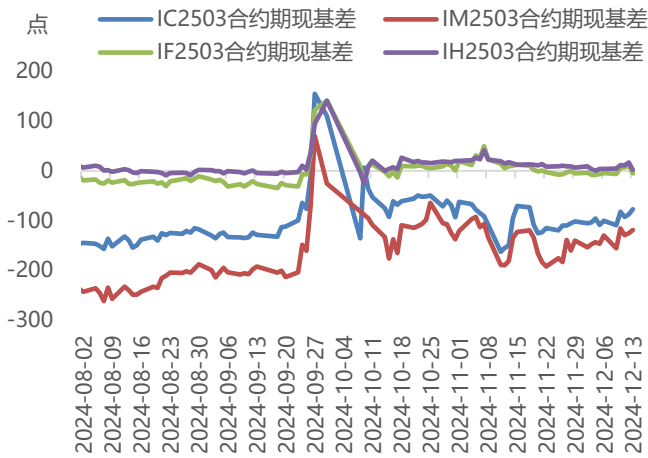
图 8: 部分品种周度表现



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

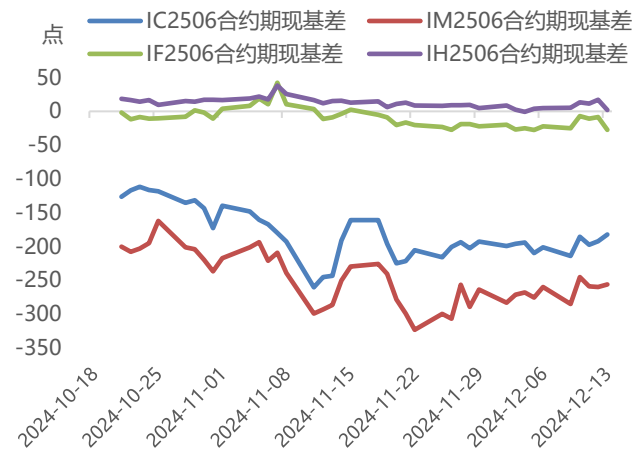
从股指期货看, 上周 IF 及 IH2503 合约较现货指数倒挂程度小幅收窄, 但 IF 与 IH2506 合约定价明显弱于现货指数。

图 9: 股指期货四大品种 2503 合约与现货指数比较



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

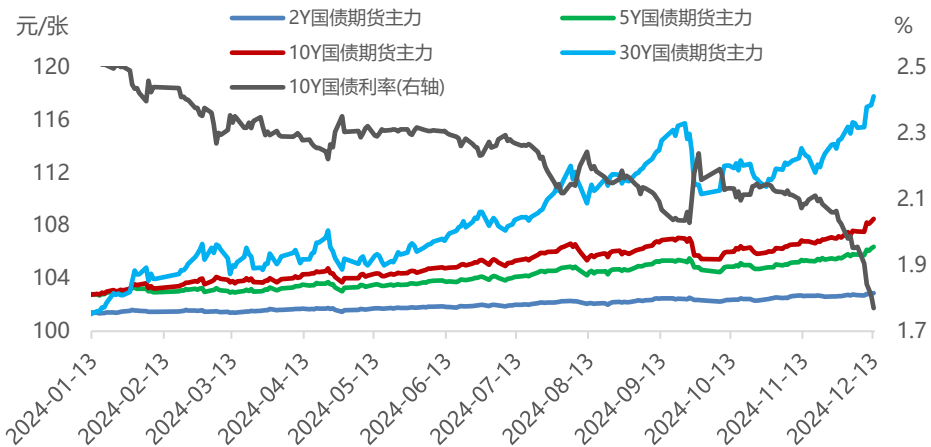
图 10: 股指期货四大品种 2506 合约与现货指数比较



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

国债期货方面, 近期不同期限国债期货主力合约仍然强势上行, 10Y 国债利率加速下滑至 1.8% 下方, 截至周五收盘中美无风险利差进一步负向走阔超过 2.6 个百分点。

图 11: 2024 年国债期货主力合约以及 10Y 国债利率表现



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

国内宏观数据及消息方面, 上周中央政治局会议以及中央经济工作会议陆续召开。从 12 月政治局会议表态看, 部分表述较过往会议更加积极。会议提出 2025 年经济工作“坚持稳中求进、以进促稳”的总基调, 明确了“守正创新、先立后破, 系统集成、协同配合”的总要求。此外, 部分宏观政策框架做出了优化调整, 其中首次提出“加强超常规逆周期调

节”，会议提出的“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”一度激发了市场做多情绪。

12.12 中央经济工作会议延续了 12.9 政治局会议的总基调，即政策基调上“稳中求进、以进促稳、先立后破”，宏观政策“更加积极有为”，货币政策“适度宽松”，财政政策“更加积极”。在此基础上，提出了“守正创新、系统集成、协同配合”。会议提出的 2025 年重点任务中，将扩消费位列首位；对于资本市场，在 12 月政治局会议提出“稳住（楼市）股市”的基础上，本次会议还提出“深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性”。体现了决策层对稳定发展资本市场的重视程度仍在提升。

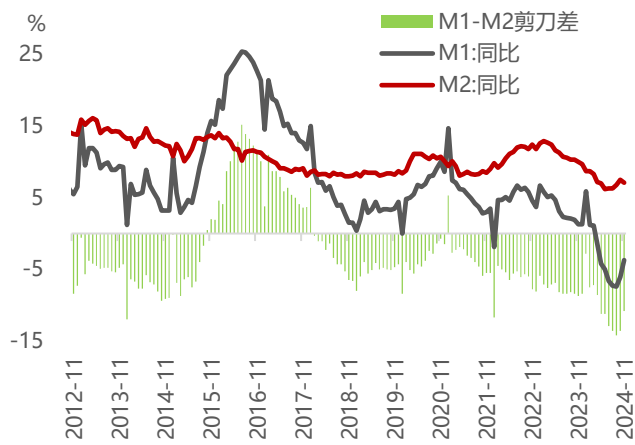
表 1：7 月、9 月以及 12 月政治局会议主要内容对比

	7-30政治局会议	9-26政治局会议	12-9政治局会议
经济形势	当前外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛。	当前经济运行出现一些 新的情况和问题 。要全面客观冷静看待当前经济形势， 正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感 。	经济进行总体平稳、稳中有进，我国经济实力、科技实力、综合国力持续增强。新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力。
增长目标	坚定不移 完成全年经济社会发展目标任务。	努力 完成全年经济社会发展目标任务。	全年经济社会发展主要目标任务顺利完成 。
财政政策	加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。优化财政支出结构，兜牢“三保”底线。	保证必要的财政支出，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。	实施更加积极的财政政策 。
货币政策	综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	降低存款准备金率，实施有力度的降息 。	实施 适度宽松 的货币政策，充实完善政策工具箱，加强 超常规逆周期调节 ，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性
房地产	落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。	促进房地产市场止跌回稳 ，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。	稳住楼市股市 ，防范化解重点领域风险和外部冲击。稳定预期、激发活力。
资本市场	统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性。	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。	
消费	多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。	把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。	要大力提振消费、提高投资效益， 全方位扩大国内需求 。

资料来源：中国政府网，国开证券研究与发展部

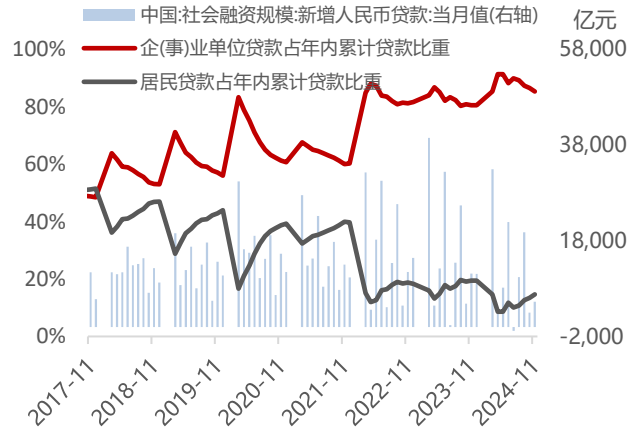
上周央行公布了 2024 年 11 月金融数据。11 月人民币贷款增加了 5800 亿元，同比少增 5100 亿元；社融月度增量为 23357 亿元，同比少增 1197 亿元。截至 11 月末，M2 同比增长 7.1%，M1 同比降幅 3.7%，M1-M2 剪刀差连续两个月出现改善。11 月，住户中长期贷款增加了 3000 亿元，创 7 月以来新高；同时，年内居民贷款规模占年内累计贷款比重自 8 月以来逐步提升，9 月下旬以来更大力度的支持性政策效果逐步显现。

图 12: M1-M2 剪刀差连续 2 个月改善



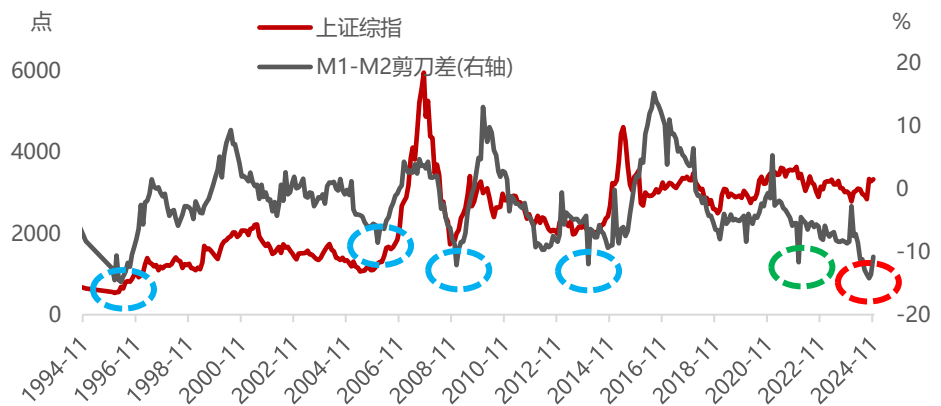
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 13: 居民贷款占全部贷款比重逐渐恢复



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 14: 历史角度观察 M1-M2 剪刀差与上证指数的关系



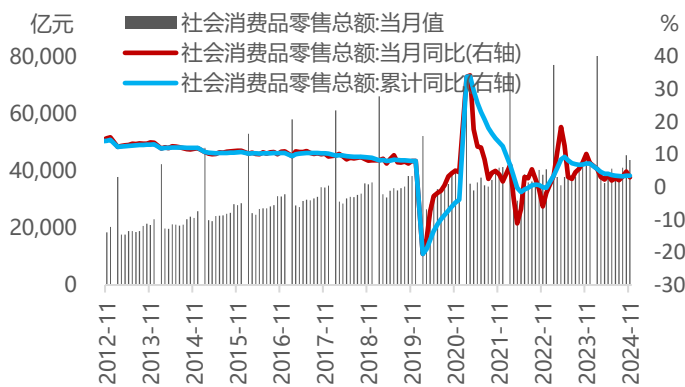
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

12 月 16 日国家统计局公布了 11 月国内经济数据。数据显示在生产端，11 月规模以上工业增加值同比增长 5.4% (前值+5.3%)。在消费端，11 月社会消费品零售总额同比增长 3.0%；消费品以旧换新政策持续显效，11 月家具类、汽车类、建筑及装潢材料类商品零售额分别增长 10.5%、6.6%、

2.9%。在投资端，2024年前11个月固定资产投资（不含农户）同比增长3.3%，低于前值+3.4%的增速且自4月以来呈现逐步下滑迹象；从分项数据看，1-11月制造业投资（同比+9.3%）继续保持相对稳健增长，基建投资（不含电力）增速同样呈现回落特征（1-11月同比+4.2%，前值+4.3%），房地产开发投资已连续超两年处于负增长态势且1-11月下行幅度仍未见好转迹象（-10.4%），民间固定资产投资增速自8月（年内累计）转负以来连续4个月负增长。

海关总署公布数据显示，11月美元计价出口同比增速从10月的12.7%回落至6.7%，进口同比增速则由10月的-2.3%放缓至-3.9%，11月贸易顺差（美元计价）录得974亿美元，呈现进一步扩张迹象，“抢出口”效应仍对出口形成一定支撑。然而，从进口数据看，近一阶段进口变化与出口变动存在偏离，国内有效需求不足仍是当下经济恢复的显性问题之一。

图 15: 11 月社消当月同比回落



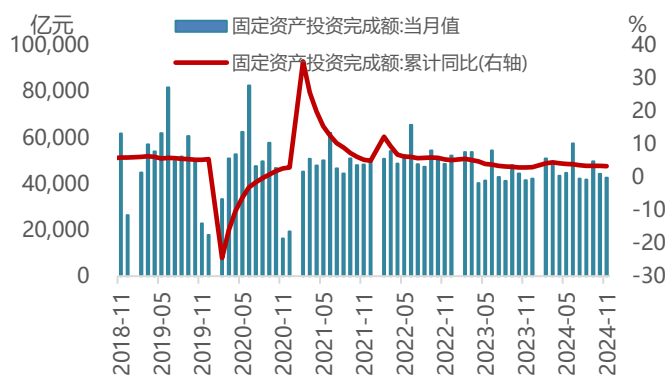
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 16: 部分领域 11 月消费数据好转



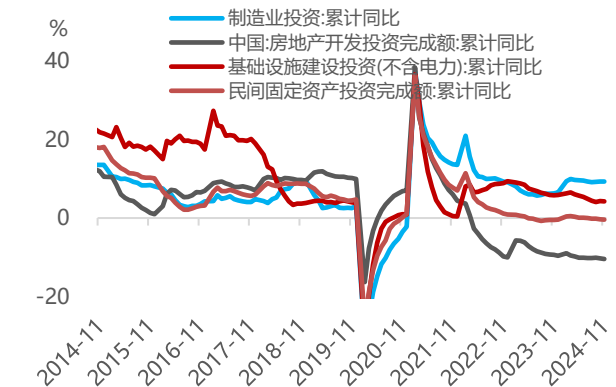
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 17: 4 月以来固定资产投资增速（累计）呈现缓慢下滑势头



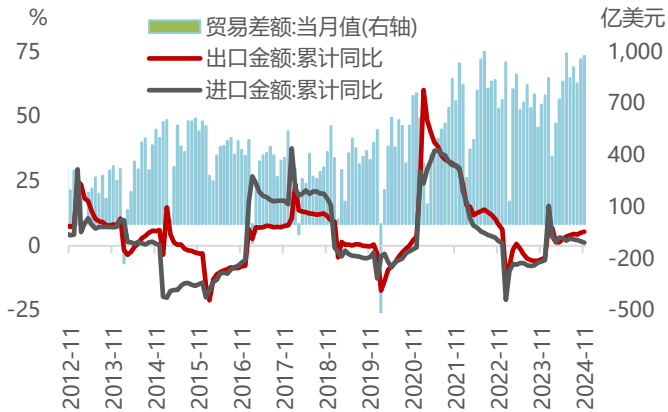
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 18: 房地产开发投资持续低迷，民间投资增速连续转负



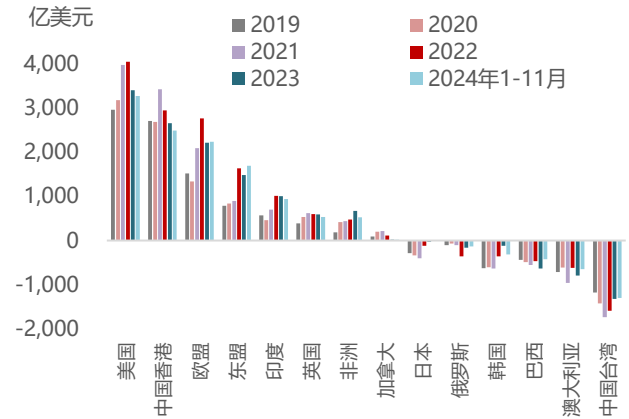
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 19：“抢出口”效应明显，但进口增速未见同步增长



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 20：我国对部分国家或地区贸易差额变化

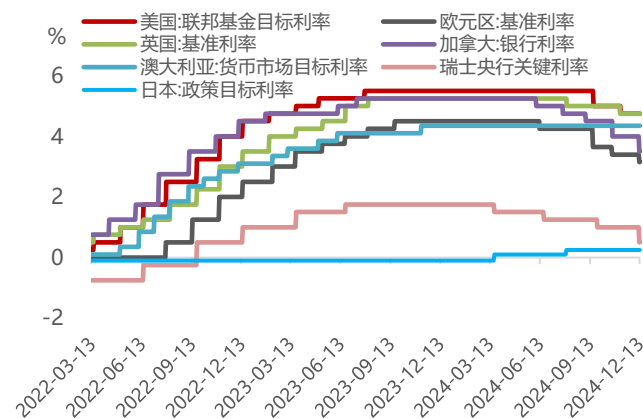


资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

2、全球市场回顾

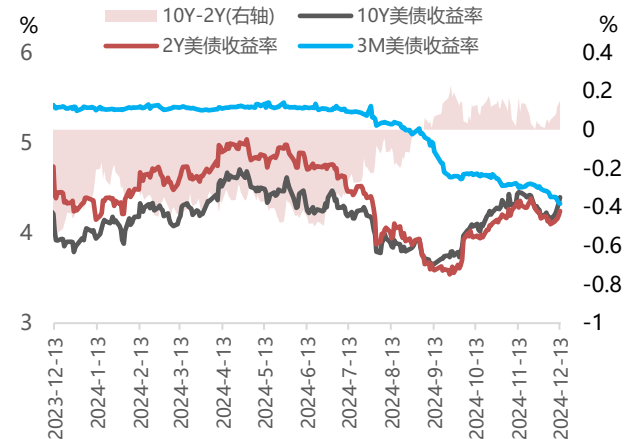
全球方面，上周欧洲央行、瑞士央行、加拿大央行均下调关键利率。其中欧洲央行将三大关键利率均下调 25 个基点（年内第四次降息），瑞士央行将基准利率下调 50 个基点（高于市场预期），加拿大央行降息 50 个基点（年内累计降息 175 个基点），澳洲联储将基准利率维持在 4.35% 不变。从汇率看，非美货币上周兑美元普遍贬值，美元指数全周几乎呈现单边上行，2Y、10Y 美债收益率同步上升。在美国公布符合预期的 11 月 CPI 数据后，市场对美联储降息 25BP 的预期进一步升温。上周美股三大指数涨跌不一（道指日线 7 连跌，纳指再创新高），全球多数国家股指全周表现相对温和；国际油价上周连续反弹，贵金属价格则呈现冲高回落。

图 21：部分国家/地区央行年内多次降息



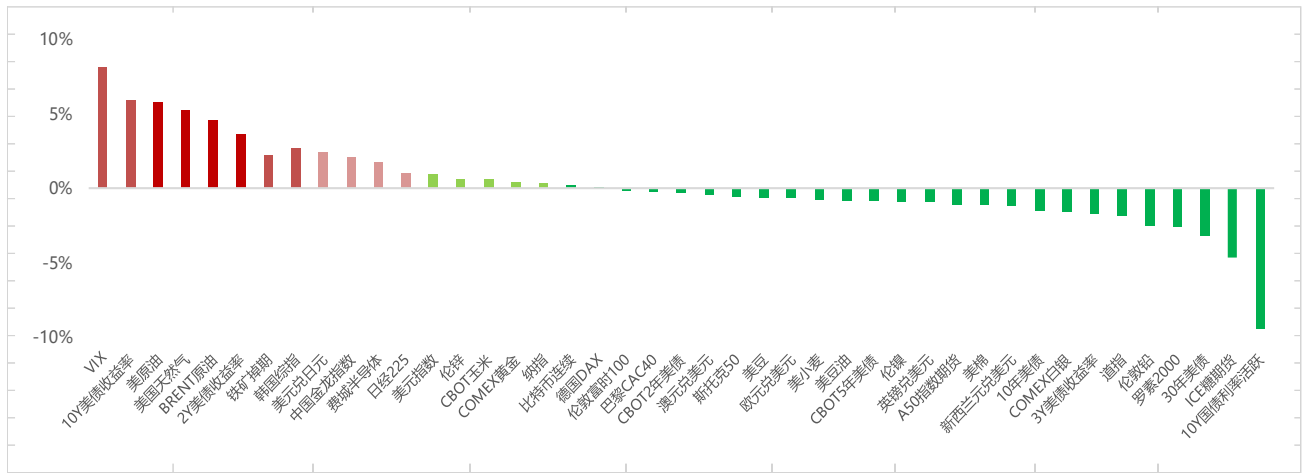
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 22：2Y、10Y 美债收益率近期仍然强势上行



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 23: 全球主要资产周度表现



资料来源: Wind、国开证券研究与发展部

3、策略观点

在政策端不断加力提质的基础上，“预期管理”、“市值管理”对市场的运行将发挥更加积极的作用，股市或逐步发挥“正反馈”功能。总体上经济恢复仍然是波浪式发展、曲折式前进的过程，资本市场将发挥更加重要的枢纽功能。三中全会以来，预期管理越来越受到官方的重视，近期政治局会议以及中央经济工作会议均提及“加强预期管理”。从海外部分经济体经验看，预期管理已成为政策实施的重要组成部分，2025年这一领域预计将有进一步改善的空间，我国资本市场有望继续保持一定的活跃度。同时，具有代表性的上市公司在战略维度做好市值管理有助于稳定市场整体预期，此前市场常见的“负反馈”现象或逐步扭转。12月召开的中央经济工作会议整体定调仍偏积极，尽管市场短期出现调整，但随着9月下旬政策明显转向，努力促进经济更好恢复有望成为决策层今后一段时期的工作重点。短期看，在降准等预期的进一步发酵下，市场不排除存在反弹动能，但岁末临近，部分资金仍存在止盈需求。

全球股市不排除存在调整压力。近期，全球地缘政治局势仍有起伏，特别是部分国家政局出现动荡影响了市场情绪。11月共和党的胜选将很大程度改变全球现有平衡，特别是特朗普于2025年初正式上任后，其实施政策的不可捉摸性仍将很大程度影响市场。12月美联储召开的年内最后一次利率决议仍是看点，尽管降息25BP将是大概率事件，但会后声明以及每季度更新的经济预测仍需高度关注，需要留意VIX指数可能存在的

大幅波动，或对全球部分国家或地区股指走势形成不利影响。

综上，本周 A 股市场走势较为关键，若预期管理效能进一步释放，市场短时间有望呈现企稳向上走势，这有助于为后续市场表现形成一定的安全垫。其中金融股短期表现相对关键，部分工业品期货短期若呈现企稳迹象同样有助于稳定市场的预期。

风险提示

国内外经济恢复不及预期，全球地缘政治冲突升级，海外经济体对华政策出现重大不利变化，上市公司业绩普遍下滑，其他黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

刘晓溪，统计学学士，工商管理专业金融学/会计学硕士，11年证券从业经历，2022年加入国开证券研究与发展部，从事市场策略研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层