



Research and
Development Center

第二波上涨可能是慢启动

——策略周观点

2024年1月19日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
邮箱: lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金
隅大厦 B 座
邮编: 100031

第二波上涨可能是慢启动

2024 年 1 月 19 日

核心结论:春节前可能是第二次买点,一方面,季节性规律显示 2 月是 Q1 胜率赔率最好的月份。另一方面,更重要的是,3-4 月是经济数据和居民资金热情容易有变化的时间点,春节前如果市场位置不高,买点比较安全。但从交易的角度,新一轮上涨启动期可能会比较慢,可以慢速加仓,不需要着急追涨。因为:(1)如果只是季节性博弈,市场波动幅度大多不大,而如果 Q1 出现往上的明显上涨,需要观察到经济拐点或居民资金的影响。历年 1 月经济数据大多很难有较大的变化,而 2-6 月存在较大变化的可能。(2)参考 2019-2021 年的经验,每一次交易量下降后,市场重新起涨初期速度均比较慢。

- **(1) Q1 往上的明显上涨,需要观察到经济拐点或居民资金的影响。**
跨年行情、春季躁动更多是博弈层面的小波动,历史上 Q1 也出现过较大的波动。2008 年 Q1,海外次贷危机冲击下,市场下跌-27%;2009 年 Q1,08 年底的 4 万亿政策很快见效果,信贷大幅改善,股市上涨+37%;2015 年 Q1,居民杠杆资金持续流入,股市涨 27%;2016 年 Q1,居民杠杆资金快速流出,股市跌 13.8%;2019 年 Q1,18 年底政策拐点后,Q1 社融数据改善、居民资金回流;2022 年 Q1,疫情冲击下,股市跌 14%。整体能够看到,这些 Q1 较大波动的年份,均能观察到经济数据较大拐点出现、或居民快速加杠杆或去杠杆现象。而这两点在 1 月出现的概率都不大,但 2 月之后存在变化的可能。
- **(2) 节前经济预期难发生较大变化,但节后发生变化的可能性或会上升。**由于企业年度规划、春节和政策的影响,国内经济在 12 月和 1 月一般很难出现较大的变化。以花旗中国经济意外指数(统计各项经济数据与市场预期的差值)来看,12 月和 1 月大多比较平稳,除了疫情的年份(因为疫情在冬季容易传播)。而 2-6 月特别容易有较大波动。
- **(3) 交易量下降后,恢复初期通常会比较慢。**11 月中旬以来,市场的另一个重要特征是交易量的下降。参考 2019-2021 年的经验,每一次交易量下降后,市场重新起涨初期速度均比较慢。比如 2019 年 Q2 换手率下降后,6-12 月市场长时间维持震荡。2020 年 3-4 月换手率下降后,4-5 月的上涨初期,上涨速度很慢,直到 6-7 月才加速。2020 年 7-9 月,换手率下降后,10-11 月的上涨初期,上涨速度也很慢。
- **风险因素:**房地产市场超预期下行,美股剧烈波动。

目录

一、策略观点：第二波上涨可能是慢启动	4
二、本周市场变化	8
风险因素	12

表目录

表 1：配置建议表	7
-----------------	---

图目录

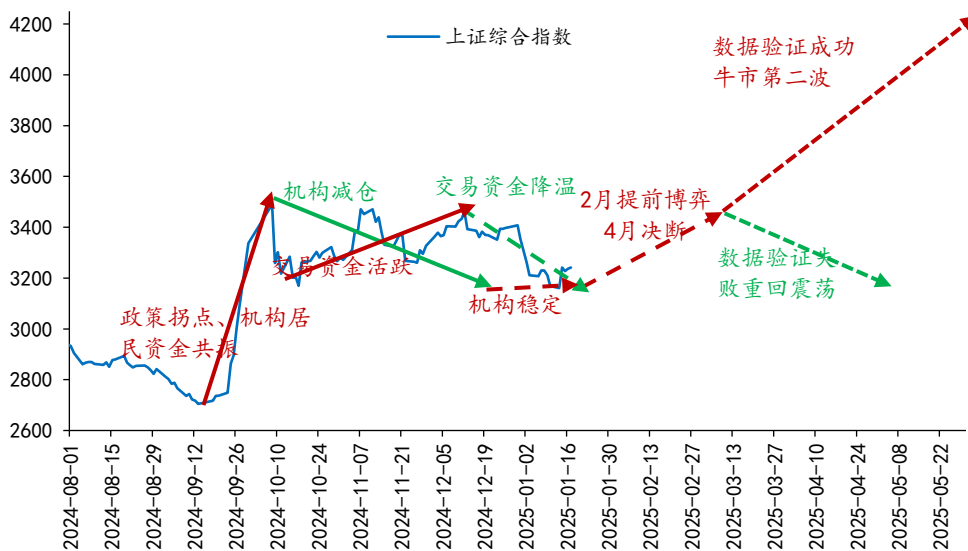
图 1：2025 年上半年股市重要节点（单位：点数）	4
图 2：Q1 涨跌波动较大，大多来自经济数据或居民资金的变化（单位：%）	5
图 3：每年 12 月和 1 月经济数据往往很难出现较大波动（单位：%）	5
图 4：19-21 年牛市中交易量下降后，二次启动初期都比较慢（单位：点数，%）	6
图 5：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 6：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	8
图 7：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	8
图 8：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 9：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 10：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 11：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）	9
图 12：港股通累计净买入（单位：亿元）	9
图 13：融资余额（单位：亿元）	9
图 14：新发行基金份额（单位：亿份）	10
图 15：基金仓位估算（单位：%）	10
图 16：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	10
图 17：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	10
图 18：长期国债利率走势（单位：%）	11
图 19：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	11

一、策略观点：第二波上涨可能是慢启动

春节前可能是第二次买点，一方面，季节性规律显示2月是Q1胜率赔率最好的月份。另一方面，更重要的是，3-4月是经济数据和居民资金热情容易有变化的时间点，春节前如果市场位置不高，买点比较安全。但从交易的角度，新一轮上涨启动期可能会比较慢，可以慢速加仓，不需要着急追涨。因为：（1）如果只是季节性博弈，市场波动幅度大多不大，而如果Q1出现往上的明显上涨，需要观察到经济拐点或居民资金的影响。历年1月经济数据大多很难有较大的变化，而2-6月存在较大变化的可能。（2）参考2019-2021年的经验，每一次交易量下降后，市场重新起涨初期速度均比较慢。

（1）休整尾声，节前慢慢布局，新一波上涨启动可能会比较慢。我们在之前的报告《春节前可能是第二次买点》提示过，2024年9月初是这一轮牛市第一个较好的买点，下一个可以重点关注的时间点可能是春节前。一方面，季节性规律显示2月是Q1胜率赔率最好的月份。另一方面，更重要的是，3-4月是经济数据和居民资金热情容易有变化的时间点，春节前如果市场位置不高，买点比较安全。上周市场有所上涨，这可能源自市场交易量萎缩后，部分投资者左侧抢跑。鉴于春节前经济预期可能变化不大，历史上交易热情下降后再次回升初期大多比较慢，我们认为春节前是布局期，但不需要着急追涨，可以慢速加仓。

图 1：2025 年上半年股市重要节点（单位：点数）

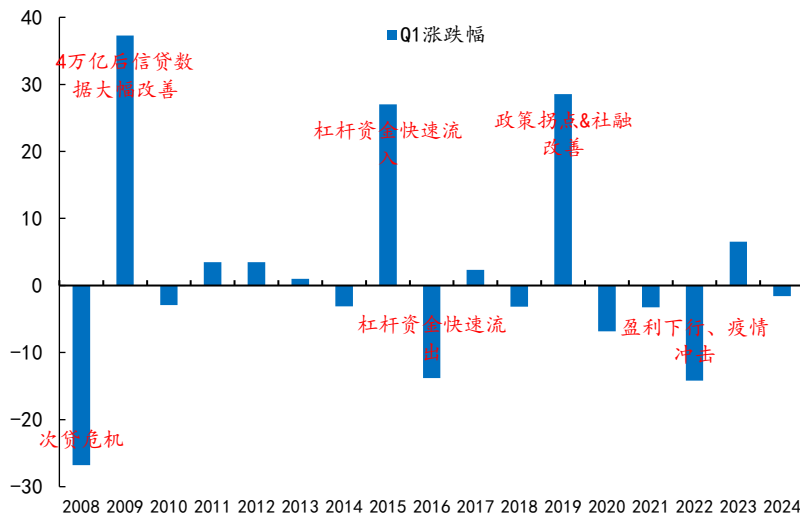


资料来源：万得，信达证券研发中心

注：虚线仅代表相关假设条件下指数可能的趋势，不代表预测指数点位。

（2）Q1 往上的明显上涨，需要观察到经济拐点或居民资金的影响。跨年行情、春季躁动更多是博弈层面的小波动，历史上Q1也出现过较大的波动。2008年Q1，海外次贷危机冲击下，市场下跌-27%；2009年Q1，08年底的4万亿政策很快见效果，信贷大幅改善，股市上涨+37%；2015年Q1，居民杠杆资金持续流入，股市涨27%；2016年Q1，居民杠杆资金快速流出，股市跌13.8%；2019年Q1，18年底政策拐点后，Q1社融数据改善、居民资金回流；2022年Q1，疫情冲击下，股市跌14%。整体能够看到，这些Q1较大波动的年份，均能观察到经济数据较大拐点出现、或居民快速加杠杆或去杠杆现象。而这两点在1月出现的概率都不大，但2月之后存在变化的可能。

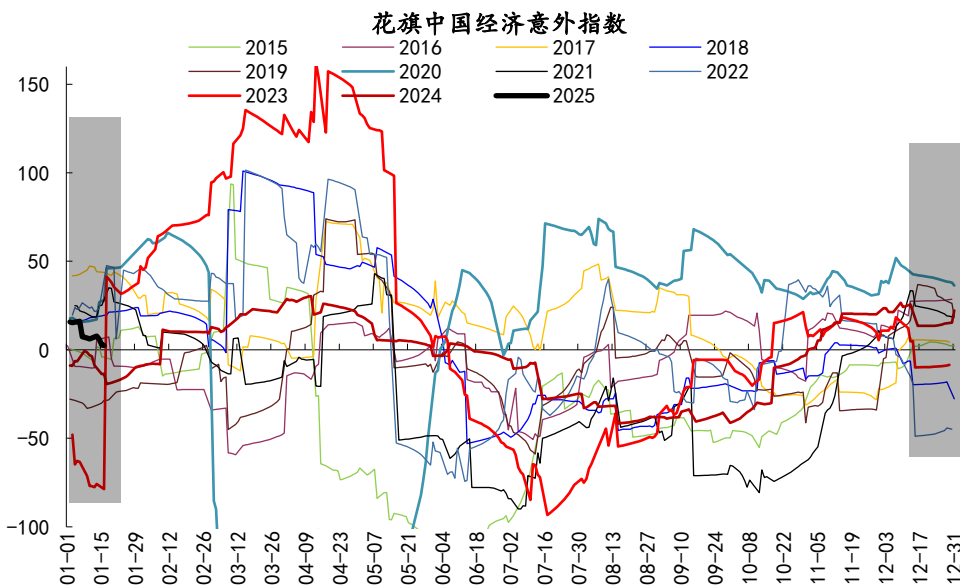
图 2：Q1 涨跌波动较大，大多来自经济数据或居民资金的变化（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 节前经济预期难发生较大变化，但节后发生变化的可能性或会上升。由于企业年度规划、春节和政策的影响，国内经济在 12 月和 1 月一般很难出现较大的变化。以花旗中国经济意外指数（统计各项经济数据与市场预期的差值）来看，12 月和 1 月大多比较平稳，除了疫情的年份（因为疫情在冬季容易传播）。而 2-6 月特别容易有较大波动。

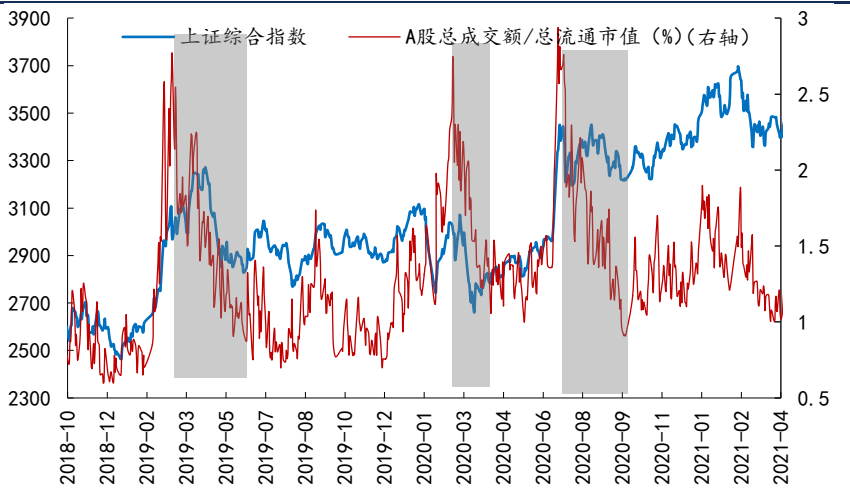
图 3：每年 12 月和 1 月经济数据往往很难出现较大波动（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(4) 交易量下降后，恢复初期通常会比较慢。11 月中旬以来，市场的另一个重要特征是交易量的下降。参考 2019-2021 年的经验，每一次交易量下降后，市场重新起涨初期速度均比较慢。比如 2019 年 Q2 换手率下降后，6-12 月市场长时间维持震荡。2020 年 3-4 月换手率下降后，4-5 月的上涨初期，上涨速度很慢，直到 6-7 月才加速。2020 年 7-9 月，换手率下降后，10-11 月的上涨初期，上涨速度也很慢。

图 4：19-21 年牛市中交易量下降后，二次启动初期都比较慢（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(5) 短期A股策略观点：春节前可能是第二次买点，第二次启动可能会比较慢，我们认为可以慢速加仓。

春节前可能是第二次买点，一方面，季节性规律显示 2 月是 Q1 胜率赔率最好的月份。另一方面，更重要的是，3-4 月是经济数据和居民资金热情容易有变化的时间点，春节前如果市场位置不高，买点比较安全。但从交易的角度，新一轮上涨启动期可能会比较慢，可以慢速加仓，不需要着急追涨。因为：(1) 如果只是季节性博弈，市场波动幅度大多不大，而如果 Q1 出现往上的明显上涨，需要观察到经济拐点或居民资金的影响。历年 1 月经济数据大多很难有较大的变化，而 2-6 月存在较大变化的可能。(2) 参考 2019-2021 年的经验，每一次交易量下降后，市场重新起涨初期速度均比较慢。

未来 1 个月配置建议：金融地产(政策最受益)>上游周期(产能格局好+前期涨幅和预期低)>AI&消费电子(新赛道+成长股中的价值股+风格阶段性偏大盘价值)>出海(长期逻辑好，短期美国大选后政策空窗期)。 10 月以来的震荡期，市场风格偏向小盘低价策略，这种现象的一种解释是，流动性充裕但盈利较弱，所以投资者偏向博弈性风格。其实如果观察历次牛市（2005-2007、2014-2015、2019-2021），不管是否是盈利驱动的牛市，低价策略都容易在指数大幅上涨的后期至震荡初期有较强的超额收益。而一旦市场进入震荡期后期，低价策略大多会失效，指数新一轮中枢回升，大多不是由低价策略带动的。对于大小盘风格来看，牛市期间的每一次震荡，大概率是大小盘风格转变的拐点，震荡结束后，新的上涨波段大概率大小盘风格和之前不同。比如 2020 年 7-9 月震荡期之前的 4-7 月，市场风格偏小盘，但 2020 年 8 月-2021 年初，风格转向大盘。2014 年 14-15 年 1 月震荡期之前的 9-12 月，市场风格偏大盘，之后的 2015 年 1-6 月，风格转向小盘。站在当下来看，我们认为市场震荡末期，在新一轮上涨之前，大概率会提前观察到风格转向大盘。

表 1：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	行业组合	银行、港股互联网、钢铁、石油石化
行业配置观点	周期	从价格波动规律和产能格局来看，商品价格依然受到产能周期正面的支撑，过去 1-2 年的价格走弱主要是库存周期下降和国内地产下降的影响。25 年需求负面影响还在，但力度可能会减弱。
	消费	目前消费板块的估值大多处于 2010 年以来中等偏下的水平，但由于长期逻辑（消费升级）较难进一步验证，估值抬升空间不大。消费的投资机会可能会主要局限在两个方向：（1）契合消费降级的消费模式。（2）部分行业可能会有较强的高分红属性。
	成长	（1）传媒互联网和消费电子等成长细分方向的估值水平尚未达到历史高位，可以价值股视角来度量，我们认为可以增加配置。（2）AI 等新的产业方向，产业趋势较强，但 2025 年业绩验证的重要性提高，当下迫切需要验证商业模式落地的临界点，临界点之前或可做波段。
	金融地产	金融类似 2014 年下半年的低估值修复（速度没有那么快）。主要受益于三点（1）经济增速中枢下行，景气度板块较为稀缺。（2）利率大幅下台阶后，静态估值性价比抬升后，大概率会出现估值修复。（3）红利牛市带动的风格偏好。房地产板块受益于地产政策宽松，基本面变化方向是有利的，但仍然需要观察二手房销售回升的持续性。

资料来源：信达证券研发中心

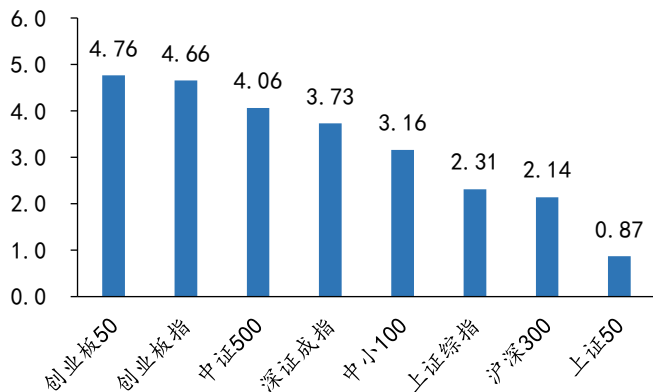
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数全数上涨，其中创业板 50 (4.76%)、创业板指 (4.66%)、中证 500 (4.06%) 领涨。申万一级行业全数上涨，其中休闲服务 (6.39%)、传媒 (6.16%)、计算机 (6.14%) 领涨。概念股中，特朗普概念股 (16.20%)、快手概念 (10.43%)、EDR 概念 (9.39%) 领涨，阿尔茨海默 (-7.40%)、氢能源 (-6.75%)、充电桩 (-4.60%) 领跌。

本周全球股市重要指数涨跌分化，其中法国 CAC40 (3.75%)、德国 DAX (3.41%)、富时 100 (3.11%) 领涨，日经 225 (-1.89%)、印度 SENSEX30 (-0.98%) 领跌。本周商品市场重要指数全数上涨，其中玻璃 (10.54%)、铁矿石 (6.42%)、螺纹钢 (5.37%) 领涨。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，布伦特原油 (8.16%)、南华工业品指数 (4.23%) 排名较高，而日经 225 (-3.62%)、上证综指 (-3.28%) 排名靠后。

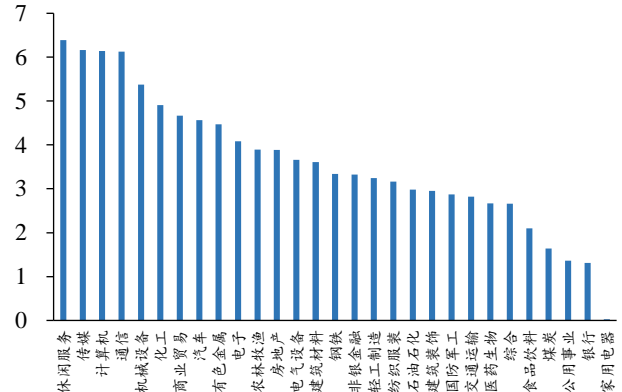
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入 (港股通) 共计 1505.67 亿元 (前值净流入 1767.27 亿元)。本周央行公开市场操作逆回购发行 14848 亿元，累计净投放 14539 亿元。截至 2025 年 1 月 17 日，银行间拆借利率本周均值相比前期上升，十年期国债收益率本周均值相比前期有所上升。普通股票型基金本周仓位均值相比前期上升，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期有所上升。

图 5: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



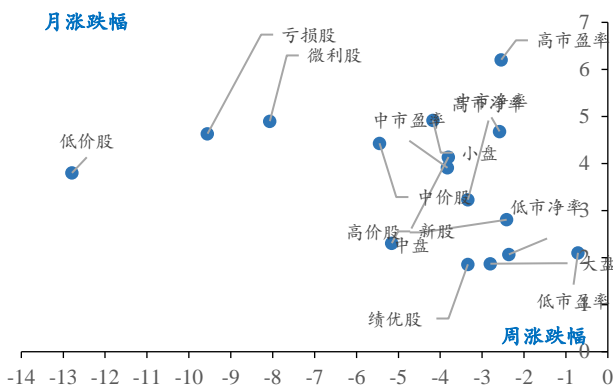
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 6: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



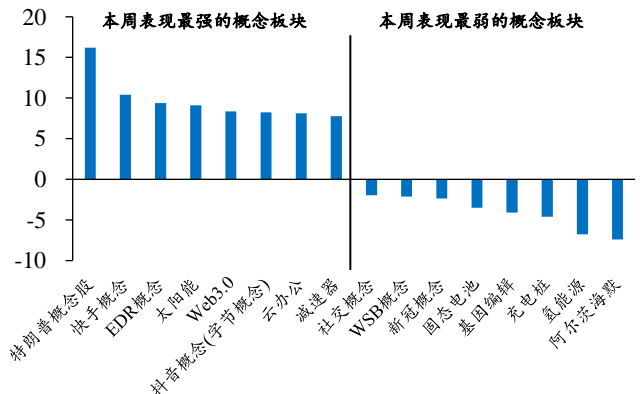
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 7: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)

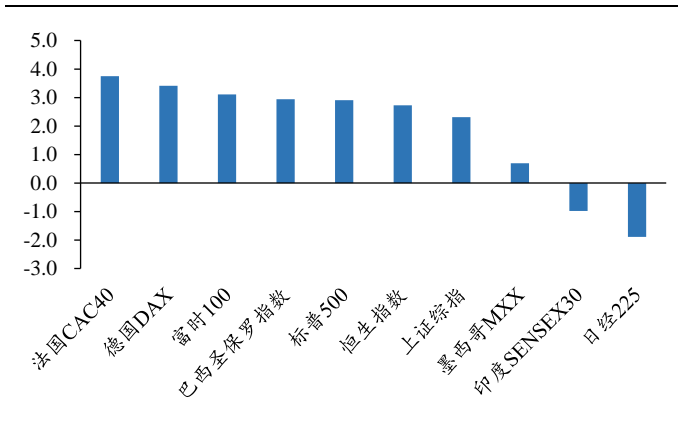


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

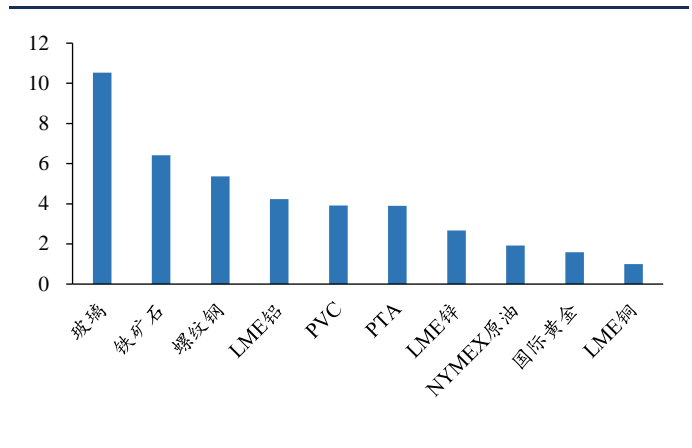
图 8: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图9：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）


资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图10：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）


资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

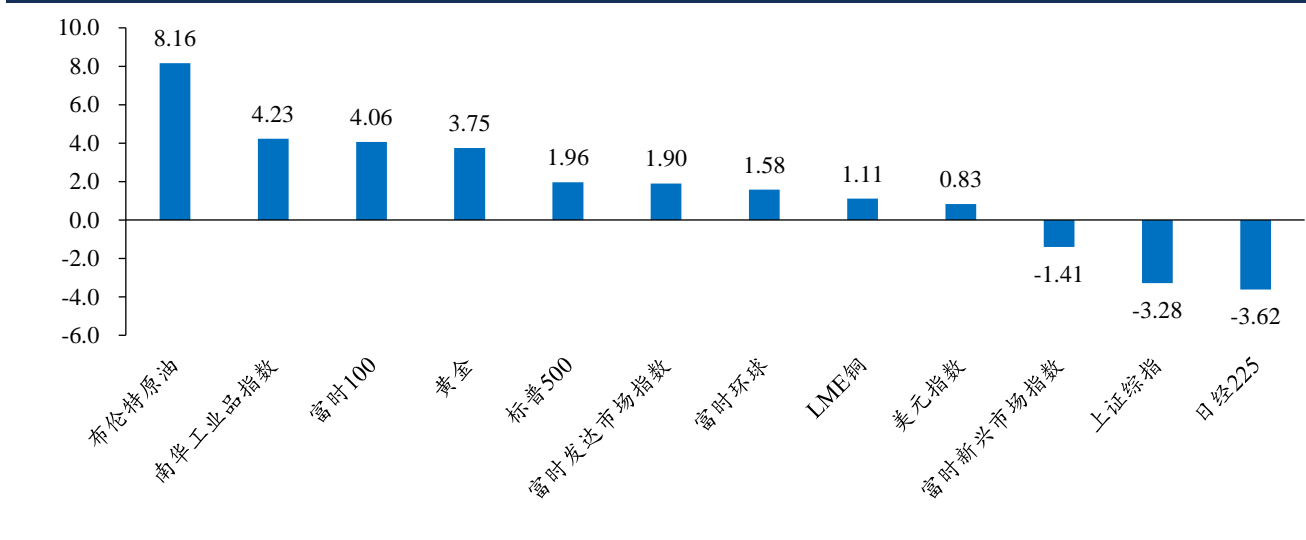
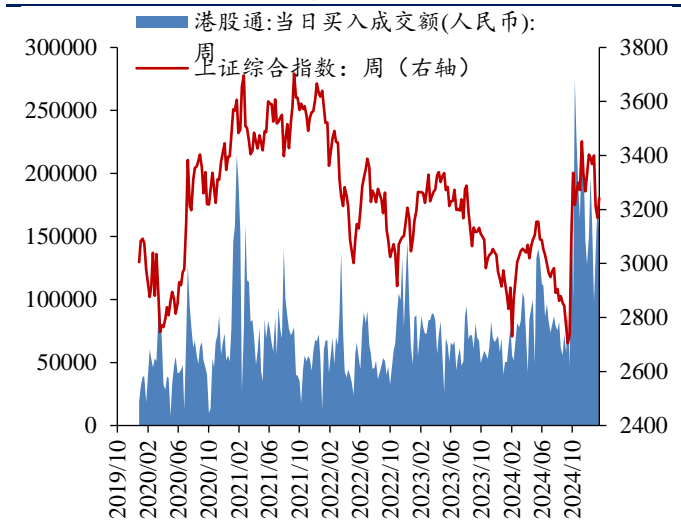
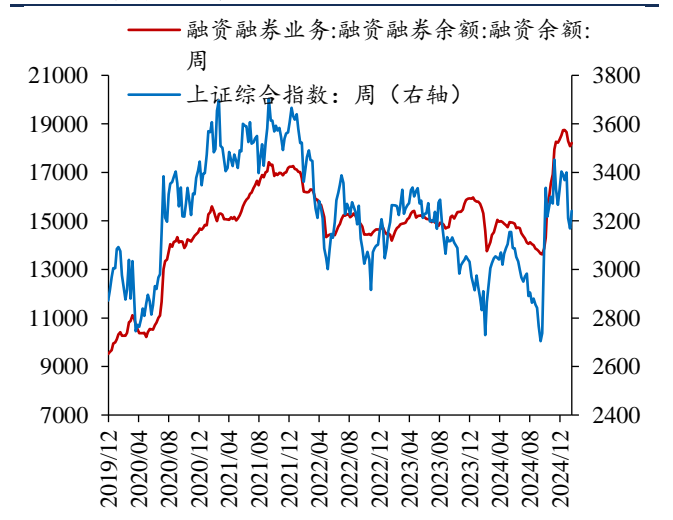
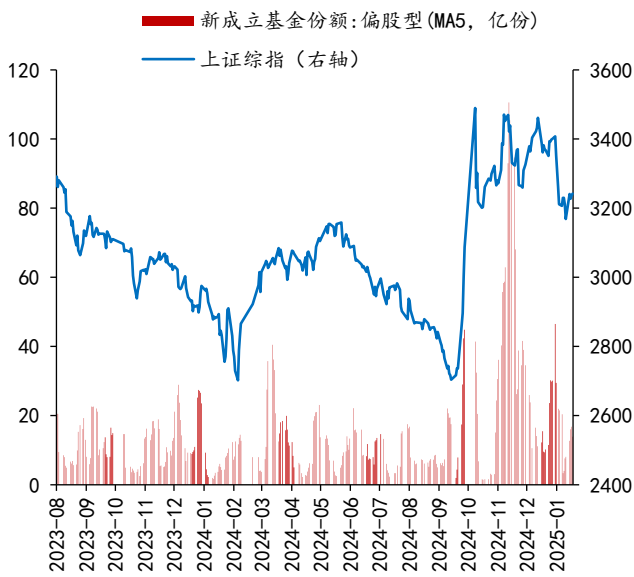
图11：2025年至今全球大类资产收益率（单位：%）

 资料来源：万得, iFinD, 信达证券研发中心
 注：统计日期截至2025年1月17日

图12：港股通累计净买入（单位：亿元）


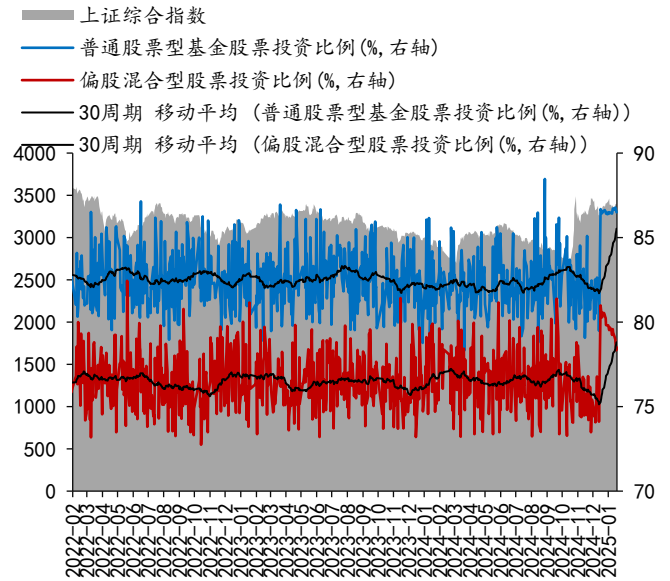
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图13：融资余额（单位：亿元）


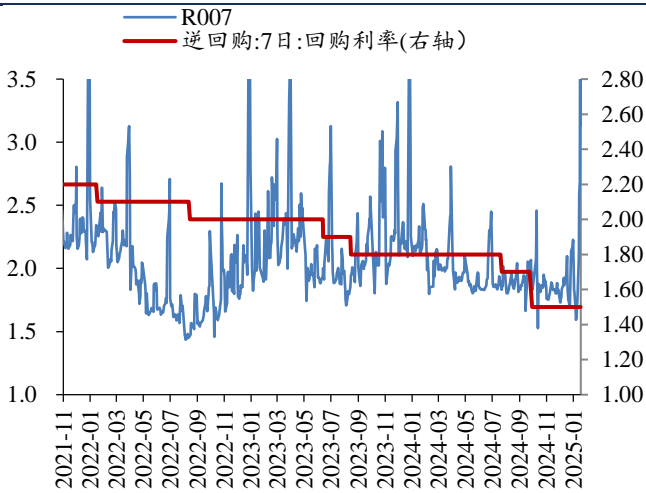
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 14: 新发行基金份额 (单位: 亿份)


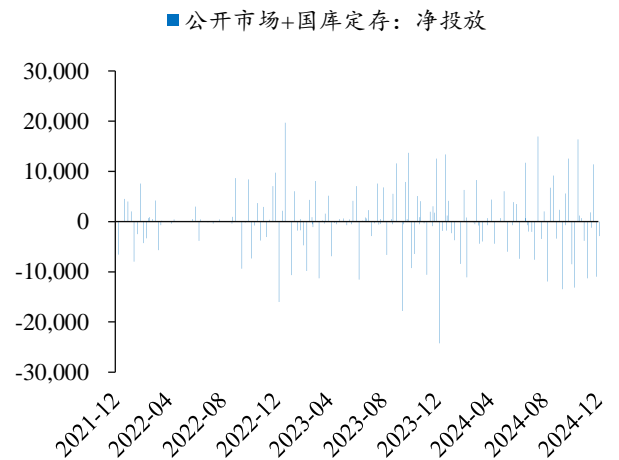
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 15: 基金仓位估算 (单位: %)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 16: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)


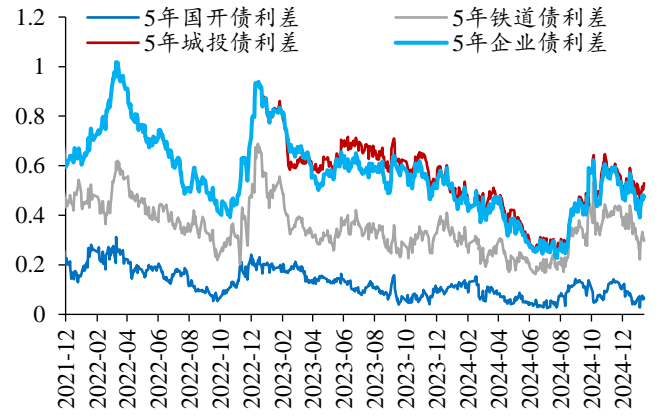
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 17: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 18: 长期国债利率走势 (单位: %)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 19: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。