

策略周报

均衡以待：行情下半场的配置思路

核心观点

核心结论：①A股历次春季行情期间成长价值均会有表现，同时牛市后半程行业分化往往收敛、呈现均衡普涨特征。②近期白酒地产等前期滞涨板块表现较优，背后本质是牛市及春季行情进入下半场后市场结构分化趋于收敛。③权益市场有望行稳致远、后续行情仍有向上空间，结构上均衡配置，AI应用为代表的科技是主线，重视白酒地产等老登资产以及上游周期等。

近期A股行业轮动明显，风格间的收益差距收敛。自去年12月17日以来，在宽基ETF、灵活型外资、杠杆资金的先后助推下，本轮A股的春季行情逐渐展开。以2025/12/17以来大类板块相较中证800的累计超额收益变化来看，成长和周期板块的累计超额在近期有所下降，而金融、消费板块的负超额明显修复。进一步的，我们用每周A股31个申万一级行业的涨跌幅排名环比变化分布情况来衡量A股的行业轮动强度，截至前一周1/23 A股的行业轮动强度仅处于近五年的18%的历史低位，但该指标在近一周有所回升，意味着A股行情结构的轮动或正在开启。

历史上A股春季行情期间的风格往往偏均衡，成长价值均有表现。事实上，近期A股行情的轮动也正符合历史上春季行情的结构特点。我们回顾05年以来历次春季行情中成长、价值风格指数表现，发现两者差别并不大，05年以来的历次春季行情里国证成长/国证价值指数最大涨幅均值分别为24.0%/23.5%。下文中我们进一步以近三年春季行情的结构特征为例展开分析。除了短期春季行情的行业特征外，若进一步从中期视角看，我们在《26年牛市的变与不变-20251229》中指出，目前市场仍处于24/09以来的牛市氛围中。本轮牛市开启至今行业结构分化已较为极致，参考上两轮15年及21年牛市经验，前半程市场行情顺主线演绎，结构分化显著，而后半程市场结构往往更为发散。因此，从牛市后期的行情演绎规律看，本轮行情的结构或逐渐向均衡收敛。

春季行情未完待续，结构上应均衡配置。对于本轮行情，我们认为，从历史对比角度看，牛市背景下的春季行情期间指数往往具备20%左右的涨幅空间，而2025/12/17以来的上证指数的最大涨幅仅为9.8%，与历史相比上涨时空差距仍较大。此外，政策的持续发力有望为市场上涨提供基本面支撑。综合来看，本轮的春季行情仍有进一步演绎的空间，即便短期资金面变化使得行情存在阶段性波动，仍然是布局机会。从更中长期的视角看，未来随着宏观基本面的修复由点到面扩散，配合居民资金入市，2026年A股牛市有望走向下半场。结构上，春季行情上涨期间成长价值往往均有机会。具体行业配置方面，首先AI浪潮驱动下，科技成长依然值得重视，行情有望从硬件向应用端扩散。同时，由于本轮春季行情中科技成长已有较为充分的演绎，阶段性或可关注部分传统价值板块配置机会，如低估值的白酒地产等老登资产。此外，参考我们的RRG行业超额收益刻画模型，除了科技成长行业外，偏价值板块中地产链的建筑建材超额收益趋势相对较优。

风险提示：海内外政策进程不及预期、经济修复出现波动。

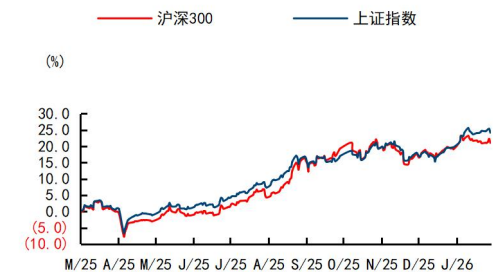
策略研究·策略周报

证券分析师：吴信坤 021-61761046
wuxinkun@guosen.com.cn S0980525120001
证券分析师：余培仪 021-61761040
yupeiyi@guosen.com.cn S0980526010001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	8547.18/2.95
创业板/月涨跌幅(%)	3346.36/3.19
AH股价差指数	118.56
A股总/流通市值(万亿元)	46.22/39.67

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《策略周报-融资交易情绪边际降温——1月第3周立体投资策略周报》——2026-01-26
- 《策略周报-长线外资流入，短线外资流出——1月第3周全球外资周观察》——2026-01-24
- 《策略周报-灵活型外资流入收窄——1月第2周全球外资周观察》——2026-01-17
- 《策略周报-灵活型外资或明显参与开门红行情——1月第1周全球外资周观察》——2026-01-12
- 《策略周报聚焦-新“国九条”发布，“红利+”先行》——2024-04-14

内容目录

均衡以待：行情下半场的配置思路	4
风险提示	9
免责声明	10

图表目录

图 1：近期 A 股风格收益的差距有所收敛	4
图 2：当前 A 股行业轮动强度处于近五年低位	4
图 3：2023 年春季行情期间成长价值风格均有表现	6
图 4：2024 年春季行情期间成长价值风格均有表现	6
图 5：2025 年春季行情期间成长价值风格均有表现	6
图 6：2025 年行业轧差处在历史均值	6
图 7：12-15 牛市后半段涨幅更均衡	6
图 8：19-21 年牛市后半段行业结构发散	6
图 9：当前 A 股风险溢价绝对值仍较高	7
图 10：2026 年全 A 盈利有望进一步回升	7
图 11：当前 A 股新增开户数较历史牛市仍有差距	8
图 12：借鉴 2019-21 年公募基金发行在 2020 年下半年放量	8
图 13：12-15 年科技行情由硬件向软件内容扩散	8
图 14：这一次行情有望向应用端演绎	8
图 15：行业超额收益的轮动模型显示上游周期、地产链、科技成长动量趋势较好	9
表 1：历年春季行情期间往往是风格均衡	5

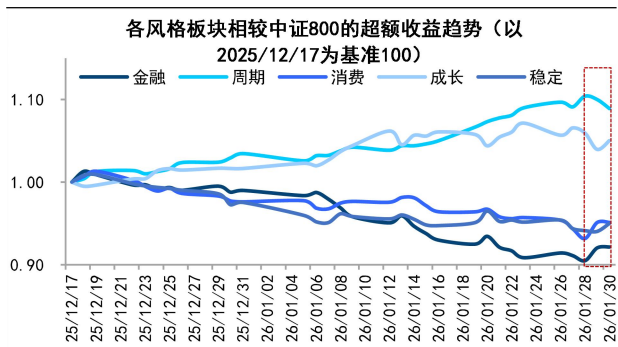
近一周 A 股行业表现呈现轮动现象，前期表现较好的军工、计算机、新能源板块有所回调，而以白酒、地产为代表的“老登”资产则表现相对亮眼。当前本轮春季行情逐步进入下半程，近一周的行业轮动对后续行情有何启示？未来在板块配置上应如何应对？本文对此进行讨论。

均衡以待：行情下半场的配置思路

当前 A 股行业轮动明显，风格间的收益差距收敛。自去年 12 月 17 日以来，在宽基 ETF、灵活型外资、杠杆资金的先后助推下，本轮 A 股的春季行情逐渐展开。从结构上而言，25/12/17-26/1/14 期间传媒、军工、计算机等行业在 AI 应用、商业航天等热点概念催化下涨幅靠前，有色受益于全球金属涨价同样表现亮眼；此后随着 1 月 14 日两融保证金比例调整，短期资金面有所扰动，市场前期热门板块行情有所降温，此后半导体等硬件、上游资源相关板块，以及服务消费等轮番有所表现；而 1/28 以来的近期行情中，以白酒、地产为代表的老登资产出现了明显上涨。以 2025/12/17 以来大类板块相较中证 800 的累计超额收益变化来看，成长和周期板块的累计超额在近期有所下降，而金融、消费板块的负超额明显修复。

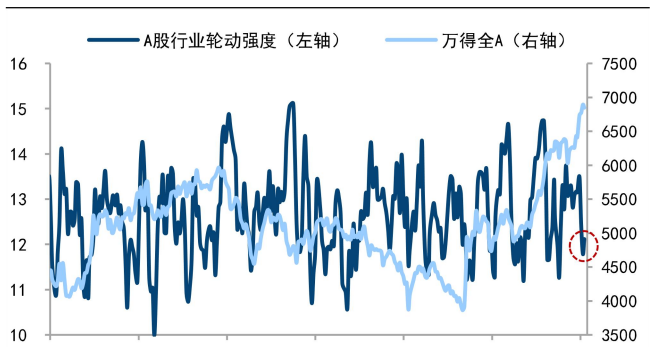
进一步的，我们用每周 A 股 31 个申万一级行业的涨跌幅排名环比变化分布情况来衡量 A 股的行业轮动强度，截至前一周 1/23 A 股的行业轮动强度仅处于近五年的 18% 的历史低位，即开年以来截至 1/23 行业没有出现明显轮动的现象、结构中强者恒强的趋势仍较明显，但该指标在近一周有所回升，意味着 A 股行情结构的轮动或正在开启。

图1：近期 A 股风格收益的差距有所收敛



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图2：当前 A 股行业轮动强度处于近五年低位



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

历史上 A 股春季行情期间的风格往往偏均衡，成长价值均有表现。事实上，近期 A 股行情的轮动也正符合历史上春季行情的结构特点。我们回顾 05 年以来历次春季行情中成长、价值风格指数表现，发现两者差别并不大，05 年以来的历次春季行情里国证成长/国证价值指数最大涨幅均值分别为 24.0%/23.5%。下文中我们进一步以近三年春季行情的结构特征为例展开分析。

- ①2023 年：22/10 受防疫政策优化，市场开启上涨，风格由价值向成长演绎，22/10-22/12 消费地产涨幅居前，22/12 后市场风格转向成长，整体看春季行情期间（22/10-23/01）价值最大涨 19%、成长涨 19%。
- ②2024 年：24/02 以来在一系列积极政策出台催化下，市场自底部向上，行业上

则呈现先成长后价值，24/02-24/03 期间成长板块较为活跃，24/03 后市场风格转向价值，有色、地产链先后表现，24 年春季行情期间价值最大涨 19%、成长涨 27%。

③2025 年：25 年春季行情于 25/01 展开，受益于国产 AI 大模型 Deepseek 或加速 AI 商业化应用，以 TMT 为代表成长风格贯穿春季行情始终，同时，有色、钢铁等价值板块同样有所表现，25 年春季行情期间价值最大涨 7%、成长涨 12%。

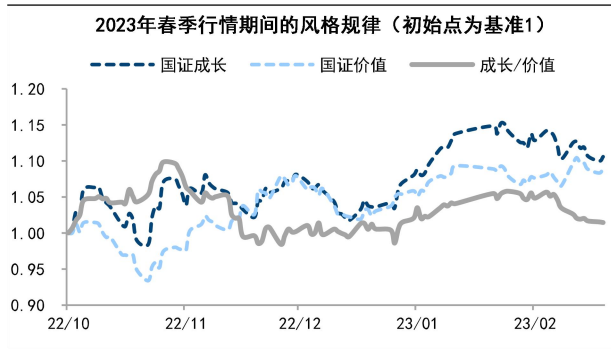
从牛市的行业规律看，牛市后半程行业结构往往发散、更为均衡。除了短期春季行情的行业特征外，若进一步从中期视角看，我们在《26 年牛市的变与不变-20251229》中指出，目前市场仍处于 24/09 以来的牛市氛围中。本轮牛市开启至今行业结构分化已较为极致，参考上两轮 15 年及 21 年牛市经验，前半程市场行情顺主线演绎，结构分化显著，而后半程市场结构往往更为发散。因此，从牛市后期的行情演绎规律看，本轮行情的结构或逐渐向均衡收敛。

表 1：历年春季行情期间往往是风格均衡

年份	春季行情时间	期间风格	国证成长最大涨幅 (%)	国证价值最大涨幅 (%)
2005	2005/1/21-2005/2/25	均衡	10.4	9.9
2006	2005/11/16-2006/3/1	均衡	23.1	22.3
2007	2007/2/6-2007/5/29	价值	78.7	113.6
2008	2007/11/29-2008/1/14	均衡	22.7	26.9
2009	2008/12/31-2009/2/17	均衡	43.6	38.4
2010	2010/2/3-2010/4/15	均衡	13.5	13.2
2011	2011/1/25-2011/4/18	均衡	16.1	18.2
2012	2012/1/6-2012/2/27	成长	22.3	16.6
2013	2012/12/4-2013/2/8	均衡	36.1	35.2
2014	2014/1/20-2014/2/20	均衡	10.1	9.0
2015	2014/11/20-2015/1/9	价值	28.7	49.5
2016	2016/1/29-2016/4/15	均衡	18.8	14.6
2017	2017/1/16-2017/4/7	均衡	9.1	7.8
2018	2017/12/28-2018/1/26	价值	8.1	12.5
2019	2019/1/4-2019/4/8	成长	49.0	35.2
2020	2019/12/2-2020/1/14	成长	14.7	9.2
2021	2020/12/11-2021/2/18	成长	31.1	9.6
2022	2021/11/10-2021/12/13	均衡	8.9	8.1
2023	2022/10/31-2023/1/30	均衡	19.1	19.0
2024	2024/2/5-2024/5/20	成长	27.2	18.6
2025	2025/1/13-2025/3/19	成长	12.1	6.9
平均值			24.0	23.5

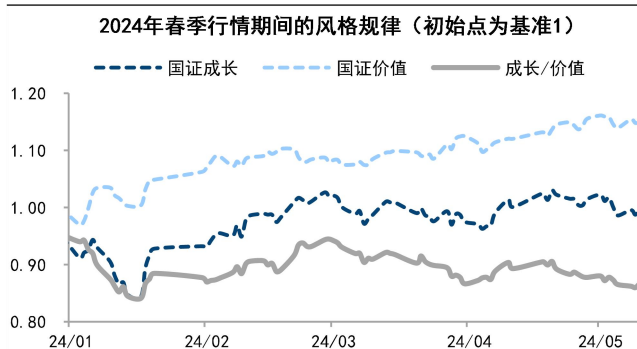
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图3: 2023年春季行情期间成长价值风格均有表现



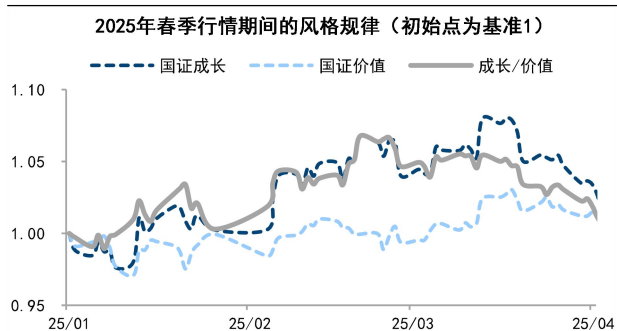
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 2024年春季行情期间成长价值风格均有表现



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 2025年春季行情期间成长价值风格均有表现



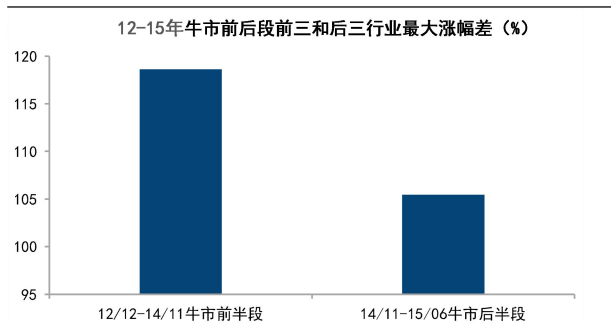
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 2025年行业轧差处在历史均值



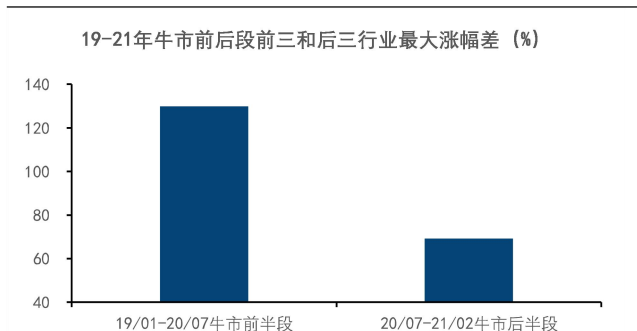
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 12-15牛市后半段涨幅更均衡



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 19-21年牛市后半段行业结构发散



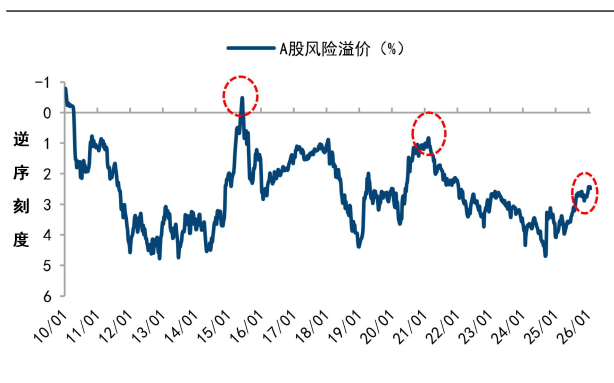
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

春季行情未完待续，结构上应均衡配置。随着近期市场行情波动加大、行业轮动加快，投资者愈发关注本轮春季行情的持续性。我们认为，从历史对比角度看，牛市背景下的春季行情期间指数往往具备 20%左右的涨幅空间，而 2025/12/17 以来的上证指数的最大涨幅仅为 9.8%，与历史相比上涨时空差距仍较大。此外，当前宏观政策宽松的格局未变，1 月 21 日住建部表示今年将着力稳定房地产市场。往后看，政策的持续发力有望助力宏观经济实现开门红，进而为市场上涨提供基本面支撑。综合来看，本轮的春季行情仍有进一步演绎的空间，即便短期资金面变化使得行情存在阶段性波动，仍然是布局机会。从更中长期的视角看，未来随着宏观微观基本面的修复由点到面扩散，配合居民资金入市，2026 年 A 股牛市有望走向后半场。

结构上，如前所述，春季行情上涨期间成长价值往往均有机会。具体行业配置方面，首先 AI 浪潮驱动下，科技成长依然值得重视，行情有望从硬件向应用端扩散。近期 AI 应用端催化频现：1/27 起蚂蚁集团旗下灵波科技连续三日开源高精度空间感知模型 LingBot-Depth、具身大模型 LingBot-VLA 与世界模型 LingBot-World 后，谷歌在 1 月 30 日向美国特定用户开放其世界模型项目 Project Genie 的体验平台。借鉴 15 年和 21 年牛市经验看本轮科技行情有望从算力基建向应用扩散，建议关注 AI 应用落地的细分板块。同时，由于本轮春季行情中科技成长已有较为充分的演绎，阶段性或可关注部分传统价值板块配置机会，如低估值的白酒地产等老登资产。

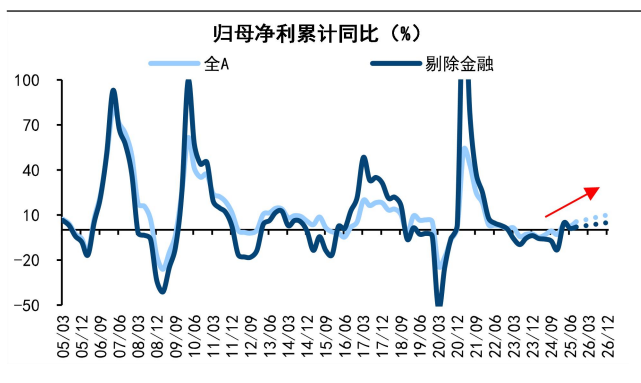
此外，参考我们的 RRG 行业超额收益刻画模型（其刻画的是行业相对市场大盘的超额收益，存在周期往复的特征，当一个行业大幅跑赢大盘后其超额收益会阶段性趋于收敛。右上角的第一象限代表行业已经处于超涨区域，而左下角的第三象限代表行业已经处于超跌区域，剩余两个象限为过渡区），除了科技成长行业外，偏价值板块中地产链的建筑建材超额收益趋势相对较优，详见图 15。

图9: 当前 A 股风险溢价绝对值仍较高



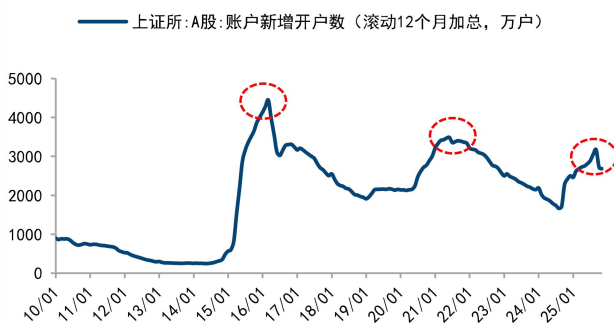
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 2026 年全 A 盈利有望进一步回升



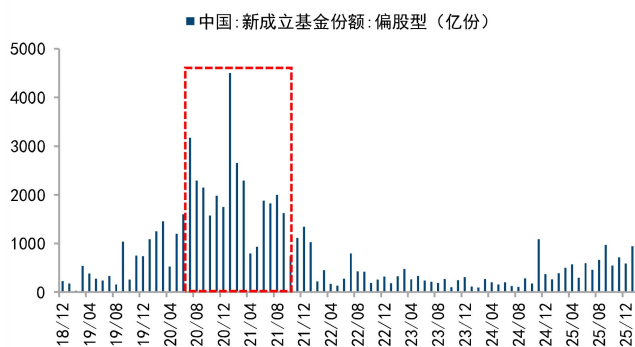
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 当前 A 股新增开户数较历史牛市仍有差距



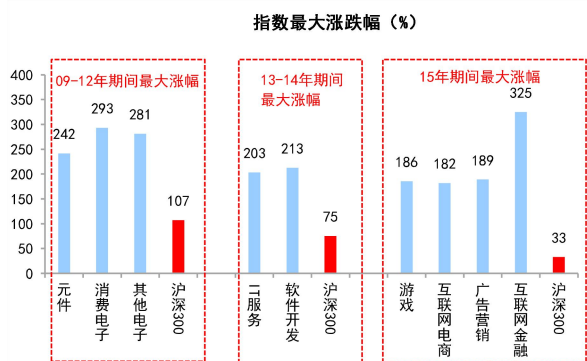
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 借鉴 2019-21 年公募基金发行在 2020 年下半年放量



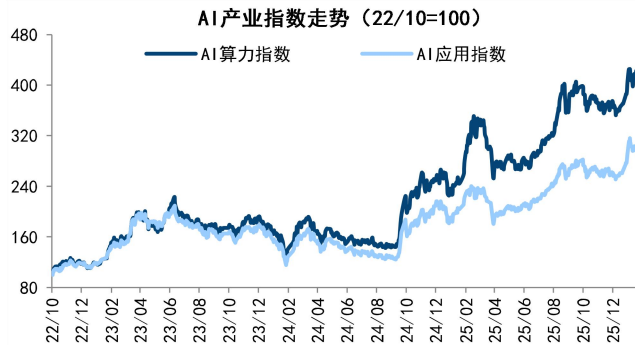
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 12-15 年科技行情由硬件向软件内容扩散



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 这一次行情有望向应用端演绎



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 行业超额收益的轮动模型显示上游周期、地产链、科技成长动量趋势较好



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

海内外政策进程不及预期、经济修复出现波动。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032