



Research and
Development Center

季节性分歧不改牛市趋势

——策略周观点

2025 年 3 月 23 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: fanjituo@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

季节性分歧不改牛市趋势

2025 年 3 月 23 日

核心结论: 随着行情的演绎, 近期投资者分歧有所加大。部分投资者担心 4 月决断, 因为: (1) AI、机器人热度下降、低位补涨, 板块轮动到尾声, 当没有低位板块可以轮动时, 可能会有调整; (2) 4 月季报盈利数据不确定、之前几年 Q1 开门红的数据 Q2 都没能持续, 这一次也有这个风险; (3) 4 月美国对等关税政策、出口数据下滑。但我们认为, 这一次 4 月决断可能只会带来小扰动, 因为: (1) Q1 躁动, 4 月决断, Q2 休息的季节性规律在早期较为有效, 但最近 6 年的统计显示, 投资者定价更提前了, 4 月决断胜率约为 50%。(2) 之前两年, 大多数二级市场投资者的预期是出口数据不可持续, 所以出口的下滑有可能已经提前定价了, 类似 2019 年。(3) 去年 9 月以来, 地产销售中枢逐渐震荡企稳, 由此导致今年的 Q2 可能会和之前几年不同。牛市核心趋势关注居民资金和企业盈利, 这些方面年度有望进一步改善, 季节性的扰动可能会再次提供新的买点。

- **(1) 市场有分歧的原因之一: 季节性的 4 月决断。** 观察 2009 年以来的数据, 能够看到, 这种季节性规律正在不断变化, 2009-2013 年这种规律较为明显, 2 月、3 月、4 月市场上涨概率分别为 100%、60% 和 40%, 并且 4-6 月的胜率都较低。但是之后的 10 年, 2 月和 3 月胜率在下降, 4 月胜率先下降 (2014-2018) 后上升 (2019-2024)。如果以 2019-2024 年规律来看, 1 月和 3 月胜率较低, 4-6 月胜率逐渐上行, 7-9 月胜率再次下行。所以“4 月决断”可能正在逐渐失效。
- **(2) 市场有分歧的原因之二: 出口数据下滑和海外不确定性。** 出口下滑是投资者当下较为一致的判断, 再考虑到 4 月美国的贸易政策, Q2 是否会对股市产生影响? 我们认为, 这种担心冲击可能较小, 因为美国大选期间, 中美关系的不确定性可能已经定价充分了。参考 2018-2019 年, 股市调整较大主要出现在 2018 年 (贸易担心的前期), 2018 年底-2019 年出口数据真正下滑的时候, 对股市已经影响较小了。同样, 2023Q4-2024Q3, 出口数据好, 但由于提前担心特朗普当选, 之前 2 年, 大多数二级市场投资者的预期是出口数据不可持续, 所以出口的下滑有可能已经提前定价了。
- **(3) 之前 3 年持续弱的房地产, 对经济的拖累有望逐步结束。** 之前 3 年, 地产销售, 都是在房地产放松政策之后 1 个季度有回升, 随后快速下滑。但从去年 9 月以来, 地产销售虽然有波动, 但中枢正在逐渐震荡企稳。由此可能会导致今年 Q2 市场走势和之前 3 年有较大的差异。
- **风险因素:** 房地产超预期下行, 美股剧烈波动, 历史规律可能会失效。



目录

一、策略观点：季节性分歧不改牛市趋势	4
二、本周市场变化	8
风险因素	11

表目录

表 1：配置建议表	6
-----------------	---

图目录

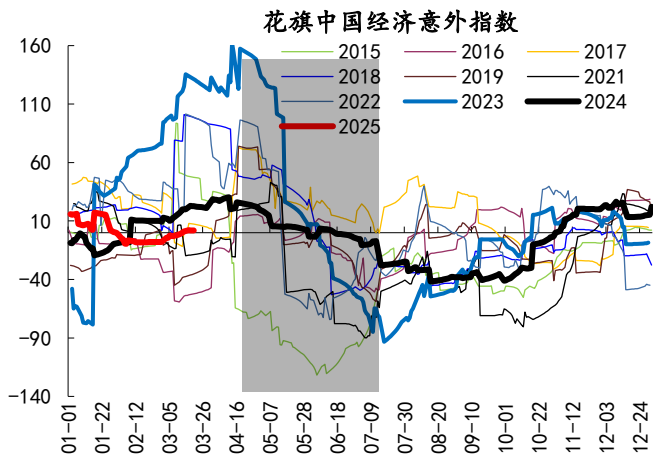
图 1：国内经济数据变化的季节性（单位：%）	4
图 2：万得全 A 指数月度胜率的季节性变化（单位：%）	4
图 3：2019 年出口数据补跌对股市影响较小（单位：点数，%）	5
图 4：商品房销售底部企稳（单位：万平方米）	5
图 5：销售企稳后，投资估计也较难继续下滑（单位：%）	5
图 6：当下处在牛市第二波上涨初期（单位：点数）	6
图 7：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 8：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	8
图 9：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	8
图 10：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 11：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 12：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 13：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）	9
图 14：港股通累计净买入（单位：亿元）	9
图 15：融资余额（单位：亿元）	9
图 16：新发行基金份额（单位：亿份）	10
图 17：基金仓位估算（单位：%）	10
图 18：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	10
图 19：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	10
图 20：长期国债利率走势（单位：%）	10
图 21：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	10

一、策略观点：季节性分歧不改牛市趋势

随着行情的演绎，近期投资者分歧有所加大。部分投资者担心 4 月决断，因为：（1）AI、机器人热度下降、低位补涨，板块轮动到尾声，当没有低位板块可以轮动时，可能会有调整；（2）4 月季报盈利数据不确定、之前几年 Q1 开门红的数据 Q2 都没能持续，这一次也有这个风险；（3）4 月美国对等关税政策、出口数据下滑。但我们认为，这一次 4 月决断可能只会带来小扰动，因为：（1）Q1 躁动，4 月决断，Q2 休息的季节性规律在早期较为有效，但最近 6 年的统计显示，投资者定价更提前了，4 月决断胜率约为 50%。（2）之前两年，大多数二级市场投资者的预期是出口数据不可持续，所以出口的下滑有可能已经提前定价了，类似 2019 年。（3）去年 9 月以来，地产销售中枢逐渐震荡企稳，由此导致今年的 Q2 可能会和之前几年不同。牛市核心趋势关注居民资金和企业盈利，这些方面年度有望进一步改善，季节性的扰动可能会再次提供新的买点。

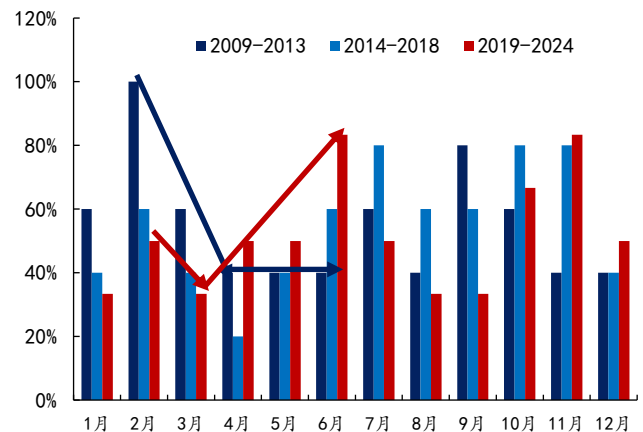
（1）市场有分歧的原因之一：季节性的 4 月决断。上周市场有所调整，部分投资者担心 4 月决断提前到来。历史上 4 月决断，主要有两个原因：（1）每年 Q1 的经济数据往往较为容易超预期，背后可能的原因有年底年初政策密集、企业年度规划年初做开门红意愿强、二级市场投资者前一年过度线性外推等，由此导致 Q2 大多经济较难超预期。（2）年初居民资金较多，各类投资者交易活跃，业绩真空期较长，各类主题大多会较为活跃。由此导致 4 月往往市场存在季节性降温的可能。但是需要注意的是，这只是季节性大概率。

图 1：国内经济数据变化的季节性（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：万得全 A 指数月度胜率的季节性变化（单位：%）



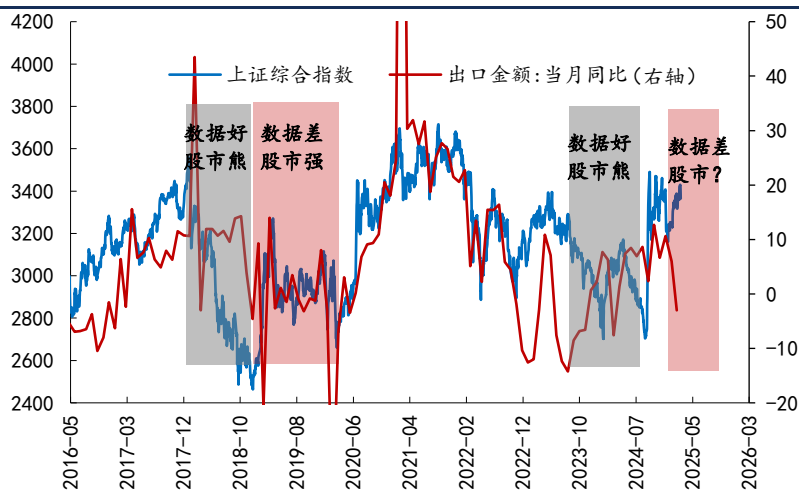
资料来源：万得，信达证券研发中心

其实观察 2009 年以来的数据，能够看到，这种季节性规律正在不断变化，2009-2013 年这种规律较为明显，2 月、3 月、4 月市场上涨概率分别为 100%、60%和 40%，并且 4-6 月的胜率都较低。但是之后的 10 年，2 月和 3 月胜率在下降，4 月胜率先下降（2014-2018）后上升（2019-2024）。如果以 2019-2024 年规律来看，1 月和 3 月胜率较低，4-6 月胜率逐渐上行，7-9 月胜率再次下行。所以“4 月决断”可能正在逐渐失效。

（2）市场有分歧的原因之二：出口数据下滑和海外不确定性。出口下滑是投资者当下较为一致的判断，再考虑到 4 月美国的贸易政策，Q2 是否会对股市产生影响？我们认为，这种担心冲击可能较小，因为美国大选期间，中美关系的不确定性可能已经定价充分了。参考 2018-2019 年，股市调整较大主要出现在 2018 年（贸易担心的前期），2018 年底-2019 年出口数据真正下滑的时候，对股市已经影响较小了。同样，2023Q4-2024Q3，出口数据好，但由于提前担心特朗普当选，之前 2 年，大多数二级市场投资者的预期是出口数据不可持续，所以出口的下滑有可能已经提前定价了。



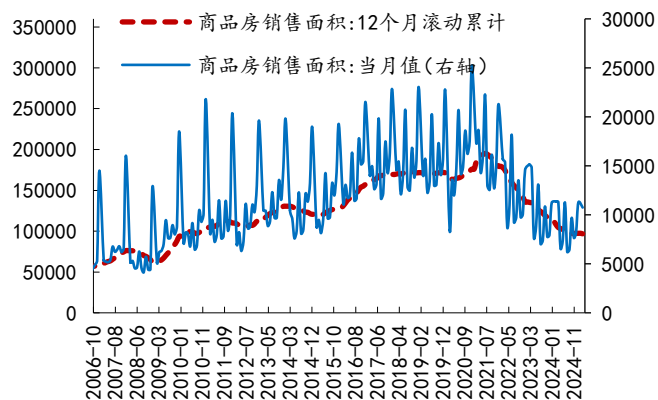
图 3：2019 年出口数据补跌对股市影响较小（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

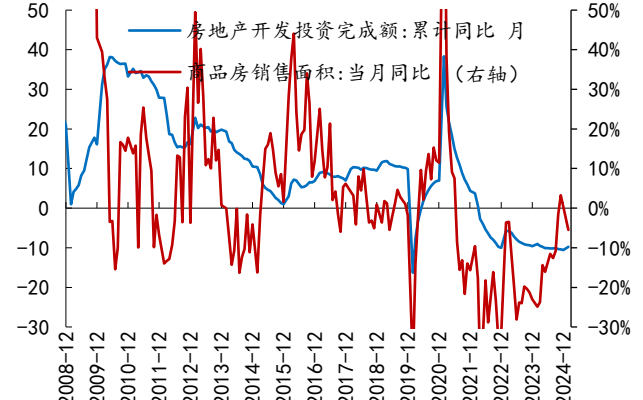
(3) 之前 3 年持续走弱的房地产，对经济的拖累有望逐步结束。国内经济层面，之前 3 年比较大的风险项是地产，目前来看，商品房销售已经逐渐企稳，虽然没有二手房销售那么强，但底部逐渐显现，投资增速依然较低，但考虑到投资是滞后指标，股市是领先指标，股市是否存在下滑风险重点关注销售。

图 4：商品房销售底部企稳（单位：万平方米）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：销售企稳后，投资估计也较难继续下滑（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

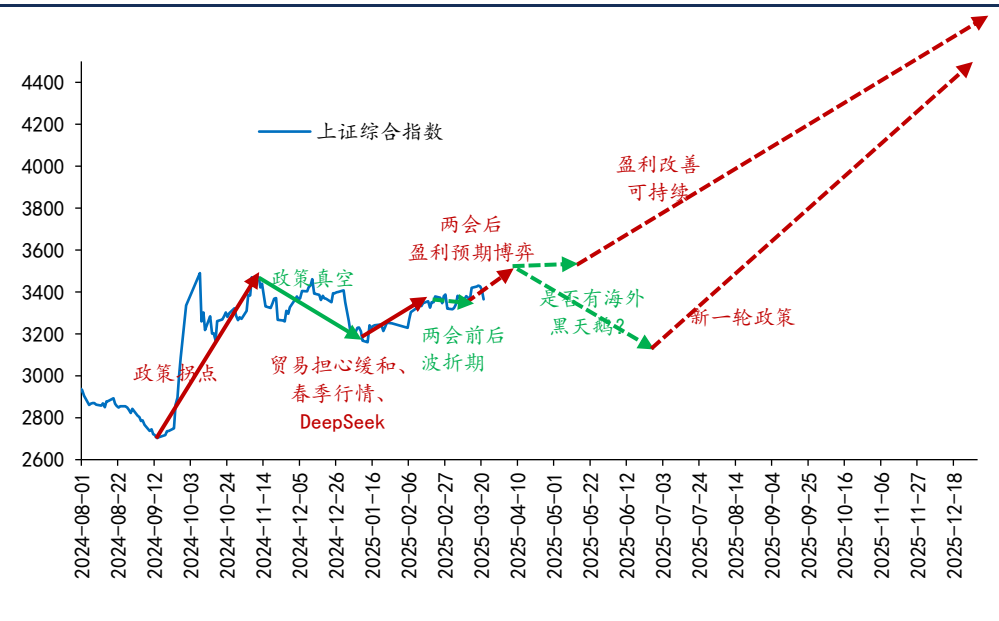
之前 3 年，地产销售，都是在房地产放松政策之后 1 个季度有回升，随后快速下滑。但从去年 9 月以来，地产销售虽然有波动，但中枢正在逐渐震荡企稳。由此可能会导致今年 Q2 市场走势和之前 3 年有较大的差异。

(4) 短期 A 股策略观点：有望逐渐开启牛市第二波上涨，两会前后季节性因素影响和 4 月决断影响下的调整可能都是投资机会。股市正在由牛市初期进入牛市中期。主要证据有：(1) 之前逆势托底的 ETF 资金走弱后，股市赚钱效应依然强，说明存量投资者对股市牛熊周期的态度已经改善，不需要外部力量干扰也能较为健康。

(2) 大部分行业盈利虽然尚未改善，但库存周期、产能周期大多都在低位，较难再有超预期的盈利下滑。我们认为稳增长和 AI 等产业变化带来的中长期盈利预期企稳短时间内较难证伪。(3) 之前交易拥挤的 AI 阶段性降温后，股市通过高低切依然维持较强的热度，这是牛市的典型特征。综合来看，我们认为 1 月中旬以来的上涨是牛市的第二波上涨，时间和空间都还处在初期，两会期间的分歧期已经接近结束，下一个可能有分歧的时间大概率是 4 月季报和经济数据披露期。分歧可能会带来小波动，但除非出现黑天鹅式的宏观冲击，否则或难改

牛市第二波上涨的趋势。

图 6：当下处在牛市第二波上涨初期（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。

未来 1 个月配置建议：银行钢铁建筑(破净个股政策性驱动估值修复)>地产消费(3-4 月经济数据依然有往上波动的可能) > 港股互联网（海外波动加大，中国资产配置意愿上升）。2024 年 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。建议成长内部转配港股互联网，价值内部关注指数权重（银行）、破净类价值股（钢铁）。

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、钢铁、家用电器、港股互联网
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。黄金涨是商品长期牛市还在的重要证据。
	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）新的消费模式；（2）部分行业可能会有较强的高分红属性；（3）出海。
	成长	长期来看，AI 和机器人的产业趋势较强，鉴于技术进步的过程还在，相关资本开支带来的机会还会层出不穷。短期来看，未来一个季度，AI 和机器人会面临两个扰动：（1）A 股历史上，几乎不依赖业绩的成长股牛市阶段有 2014-15、2019 年，这两个阶段成长股有 2 个季度超额收益后，往往会有季度相对收益的回撤。（2）4 月是每年 A 股主题降温的阶段，往往会更关注业绩。



	配置类型	配置建议
	金融地产	金融的估值依然有性价比，内在上涨逻辑主要是两点：（1）房地产下滑虽然没有结束，但越来越确定对金融体系冲击已经结束，由此导致银行等行业的估值持续低估已经不合理。（2）监管机构鼓励 ETF 发展、鼓励上市公司市值管理、鼓励长期资金入市，这天然有利于银行等板块。可能会是这一轮牛市重要的暗线。

资料来源：信达证券研发中心



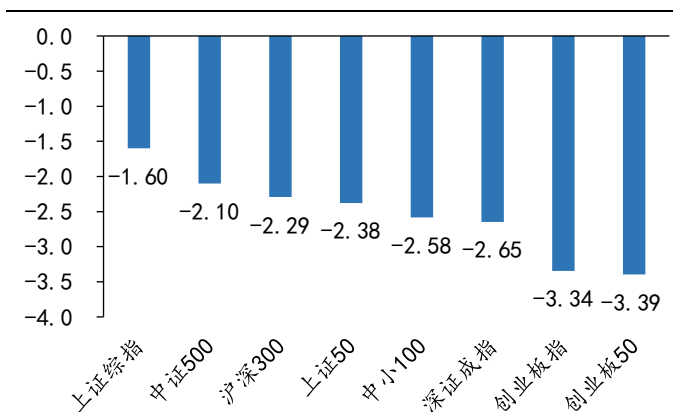
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数均下跌，其中上证综指(-1.60%)、中证 500 (-2.1%)、沪深 300 (-2.29%) 跌幅较小。申万一级行业大部分下跌，其中石油石化 (1.51%)、建筑材料 (1.40%)、家用电器 (1.19%) 领涨，计算机(-5.32%)、传媒 (-4.96%)、电子 (-4.09%) 领跌。概念股中，激光雷达 (40.20%)、可燃冰 (16.57%)、NFT (10.25%) 领涨。DRG/DIP (-6.99%)、云游戏 (-6.93%)、电子竞技 (-6.66%) 领跌。

本周全球股市重要指数涨跌分化，其中印度 SENSEX30 (4.17%)、巴西圣保罗指数 (2.63%)、日经 225 (1.68%) 领涨，上证综指 (-1.6%)、恒生指数 (-1.13%)、德国 DAX (-0.41%) 跌幅较大。本周商品市场重要指数涨跌分化，其中 NYMEX 原油 (1.65%)、PTA (1.54%)、玻璃 (1.45%) 领涨。铁矿石 (-3.91%)、螺纹钢 (-2.90%)、LME 铝 (-2.13%) 领跌。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金 (14.66%)、富时 100 (5.80%)、富时新兴市场指数 (3.78%) 排名较高，而日经 225 (-5.56%)、美元指数 (-3.99%)、标普 500 (-3.64%) 排名靠后。

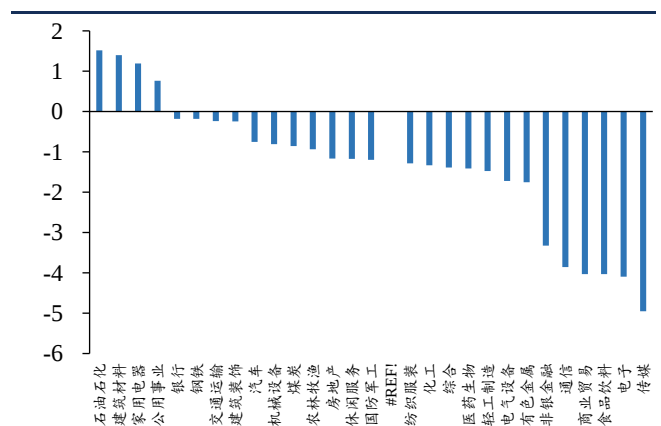
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计 214.68 亿元（前值净流入 575.80 亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行 14117 亿元，累计净投放 8855 亿元。截至 2025 年 3 月 21 日，银行间拆借利率本周均值相比前期回升，十年期国债收益率本周均值相比前期有所回升。普通股票型基金本周仓位均值相比前期下降，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期有所下降。

图 7：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）



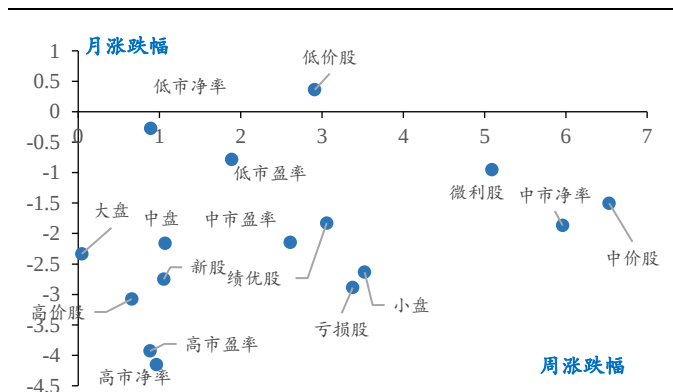
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 8：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



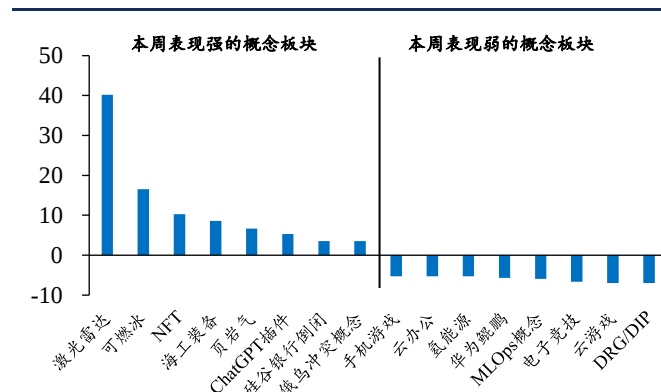
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 9：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）



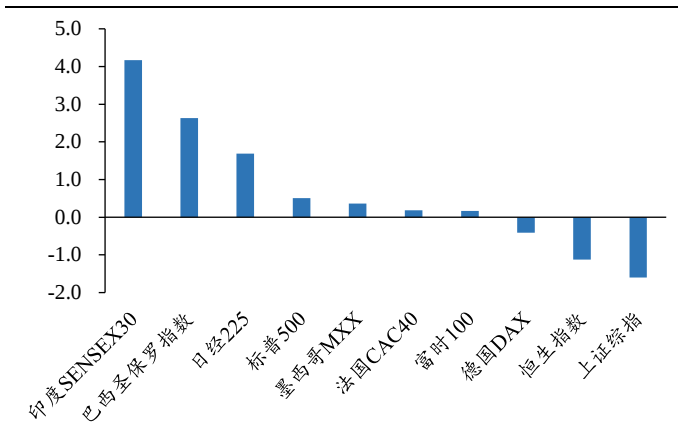
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 10：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



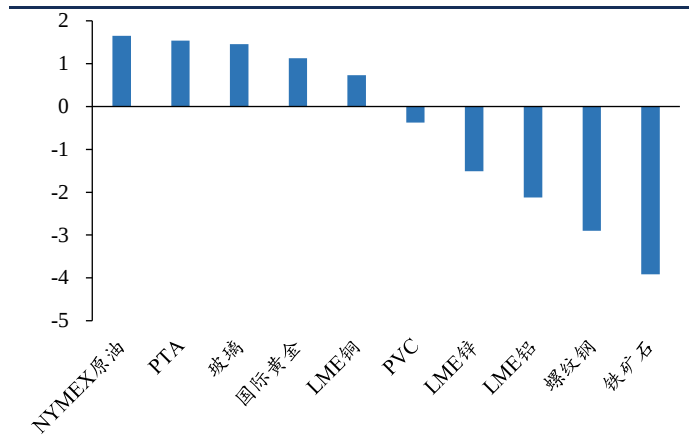
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 11：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



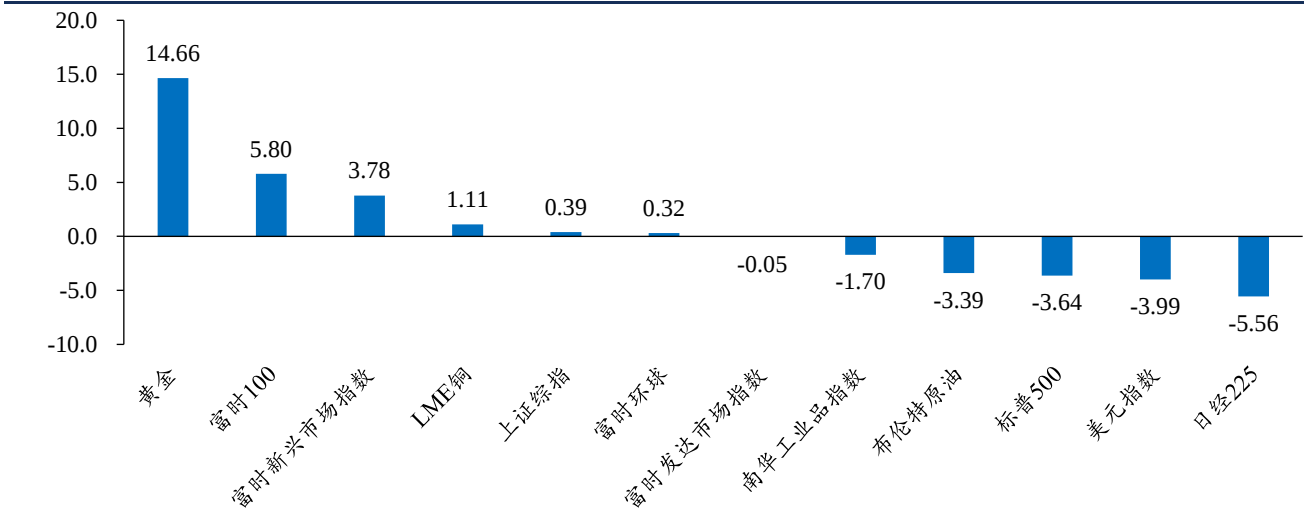
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 12：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

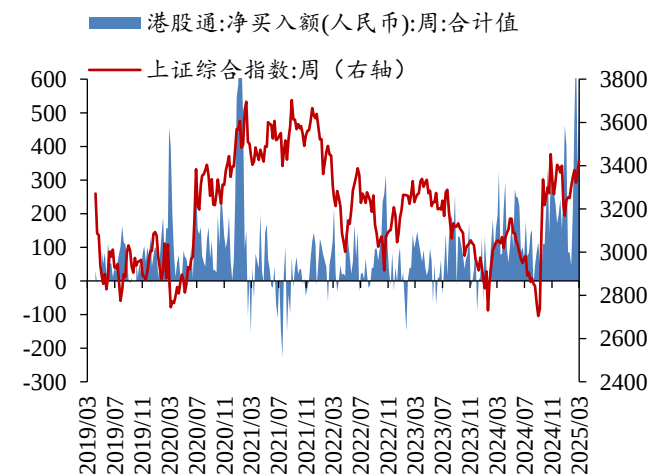
图 13：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）



资料来源：万得，iFinD, 信达证券研发中心

注：统计日期截至 2025 年 3 月 21 日

图 14：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

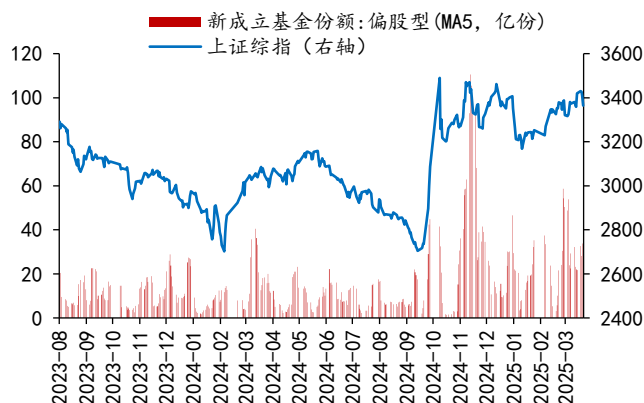
图 15：融资余额（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

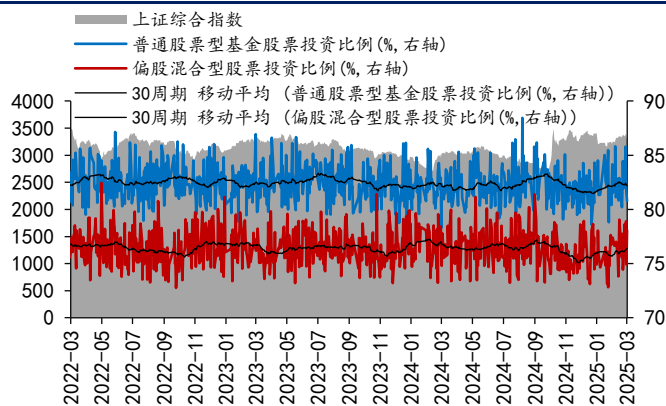


图 16: 新发行基金份额 (单位: 亿份)



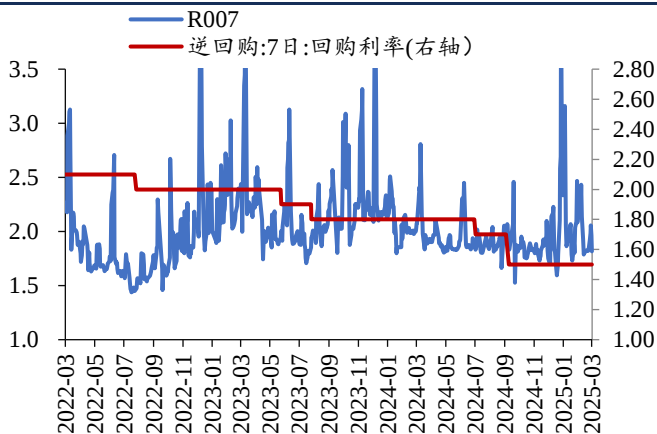
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 基金仓位估算 (单位: %)



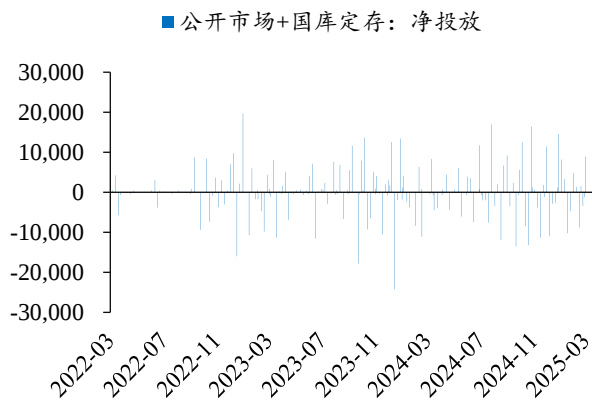
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)



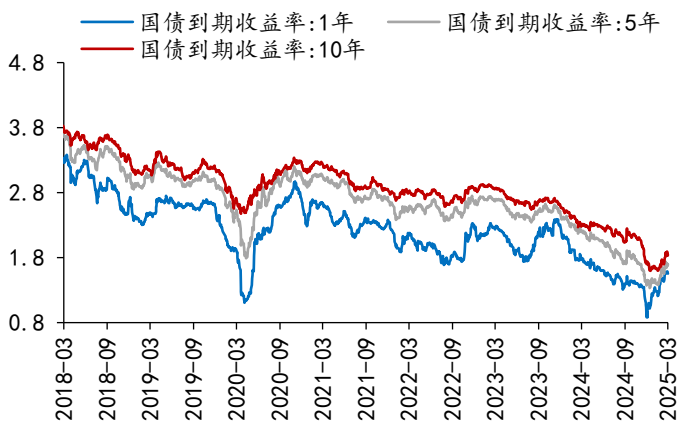
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 19: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)



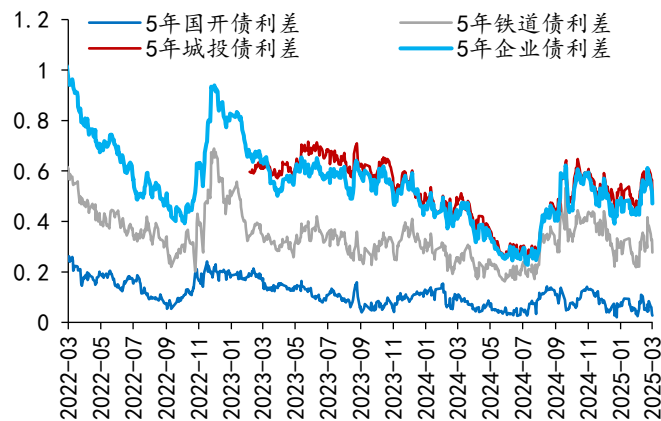
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20: 长期国债利率走势 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 21: 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，历史规律可能会失效。

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。