



Research and
Development Center

第二波上涨有望逐步启动

——策略周观点

2025年2月4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

第二波上涨有望逐步启动

2025 年 2 月 4 日

核心结论: 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点可能是春节前。目前处在上涨的早期, 主要驱动力是春季前后资金活跃、美国贸易政策低于预期, 春节假期, 港股表现较强, 季节性规律影响下大概率春节后 1-2 周股市可能偏强, 而 2 月下旬需要验证春节后开工数据情况, 这比季节性因素更重要。鉴于各行业的盈利兑现预期较低, 我们预计牛市第二波上涨初期速度较慢。DeepSeek 强化了 AI 产业链的长期逻辑, 但也让 AI 产业链的利润兑现更加不确定, 短期会增加成长股的波动, 春节后, 有可能风格和节前会有变化。

- **(1) DeepSeek 对成长股风格的影响: 强化了 AI 产业链的长期逻辑, 但也让 AI 产业链的利润兑现更加不确定。** DeepSeek 的出现, 再一次让我们见识到了技术进步在某些时候往往会有自我强化的加速度, AI 的进步速度依然很快, 并没有进入瓶颈。所以从长期逻辑的角度, DeepSeek 加快了 AI 技术进步的速度。不过从短期的角度, DeepSeek 会让投资者很难找到 AI 行业哪些环节能够有确定性的利润。之前投资者虽然会对 AI 商业模式有分歧, 但对算力端利润兑现的确定性分歧不大。但现在来看, 不管是算力端、还是美国科技龙头, 在 AI 快速的技术进步面前, 可能都没有确定性的壁垒或利润。国内的成长股投资者, 也大幅超配了算力相关产业链, 电子通信等算力相关行业 ROE 整体偏强, 所以公募基金的配置比例也持续上升。
- 而且之前 A 股的投资经验, 成长股牛市 (09-10、13-15、19-21) 均伴随成长股更强的 ROE, 历史上也出现过 2000 年、2015 年上半年, 不依赖利润兑现的成长股牛市。但整体来看, 时间均比较短。
- **(2) 美国贸易政策变化, 对国内资本市场影响较小, 中国资产配置正当时。** 春节期间, 美国关税政策是另一个重要关注点, 从最终变化来看, 对中国关税上调比例好于投资者预期, 对墨西哥和加拿大关税政策落地时间和速度比之前投资者预期的更悲观。我们认为, 鉴于目前海外投资者对中国资产配置比例较低, 中国有充足的经验应对美国贸易政策, 而且 2018-2019 年中美贸易政策调整, 并没有趋势性影响中国总的出口总量。所以, 美国贸易政策的变化, 大概率对中国资本市场的影响会较小。考虑到较好的估值性价比, 全球资本市场的波动, 甚至可能还会有利于中国资产。
- **(3) 节后 1-2 周市场可能会偏强。** 季节性来看, 由于春节前后, 居民的资产配置行为以及业绩的空窗期, 春节前最后一周和节后前两周, 股市整体胜率和赔率均不错。节后 1-2 周股市可能会偏强, 2 月下旬需要验证春节后开工数据情况。
- **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：第二波上涨有望逐步启动	4
二、市场表现跟踪	8
风险因素	12

表目录

表 1：春节后 1-2 周市场可能会偏强（单位：%）	6
表 2：配置建议表	7

图目录

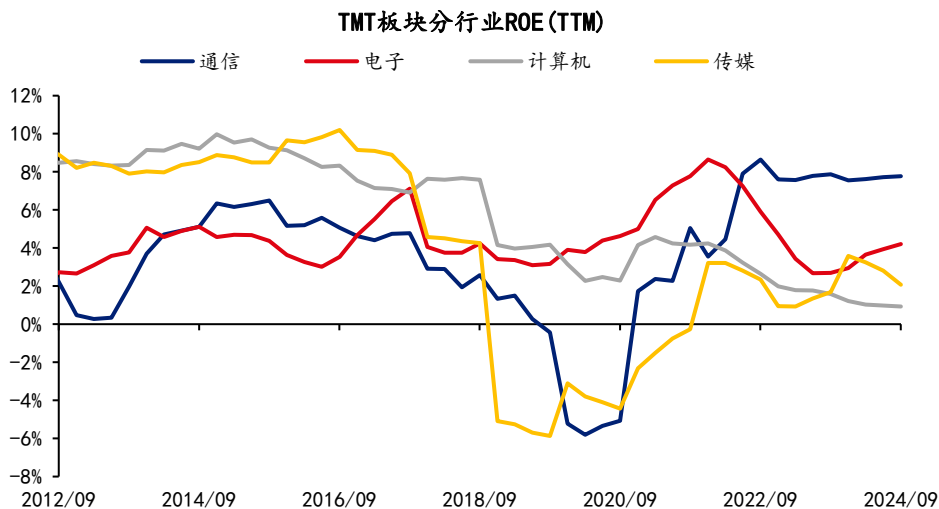
图 1：电子等算力相关行业 ROE 整体偏强（单位：%）	4
图 2：之前的成长股牛市均伴随成长 ROE 更强（单位：%、倍数）	5
图 3：2018-19 年中美贸易政策变化对中国出口总量的影响比较短暂（单位：%）	5
图 4：市场逐渐开启牛市第二波上涨，初期可能会比较复杂（单位：点数）	6
图 5：A 股主要指数涨跌幅（单位：%）	8
图 6：申万一级行业涨跌幅（单位：%）	8
图 7：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	8
图 8：概念类指数涨跌幅（单位：%）	8
图 9：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 10：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 11：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）	9
图 12：港股通净买入金额（单位：亿元）	10
图 13：融资余额（单位：亿元）	10
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：第二波上涨有望逐步启动

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。目前处在上涨的早期，主要驱动力是春季前后资金活跃、美国贸易政策低于预期，春节假期，港股表现较强，季节性规律影响下大概率春节后 1-2 周股市可能偏强，而 2 月下旬需要验证春节后开工数据情况，这比季节性因素更重要。鉴于各行业的盈利兑现预期较低，我们预计牛市第二波上涨初期速度较慢。DeepSeek 强化了 AI 产业链的长期逻辑，但也让 AI 产业链的利润兑现更加不确定，短期会增加成长股的波动，春节后，有可能风格和节前会有变化。

(1) DeepSeek 对成长股风格的影响：强化了 AI 产业链的长期逻辑，但也让 AI 产业链的利润兑现更加不确定。DeepSeek 的出现，再一次让我们见识到了技术进步在某些时候往往会有自我强化的加速度，AI 的进步速度依然很快，并没有进入瓶颈。所以从长期逻辑的角度，DeepSeek 加快了 AI 技术进步的速度。不过从短期的角度，DeepSeek 会让投资者很难找到 AI 行业哪些环节能够有确定性的利润。之前投资者虽然会对 AI 商业模式有分歧，但对算力端利润兑现的确定性分歧不大。但现在来看，不管是算力端、还是美国科技龙头，在 AI 快速的技术进步面前，可能都没有确定性的壁垒或利润。国内的成长股投资者，也大幅超配了算力相关产业链，电子等算力相关行业 ROE 整体偏强，所以公募基金的配置比例也持续上升。

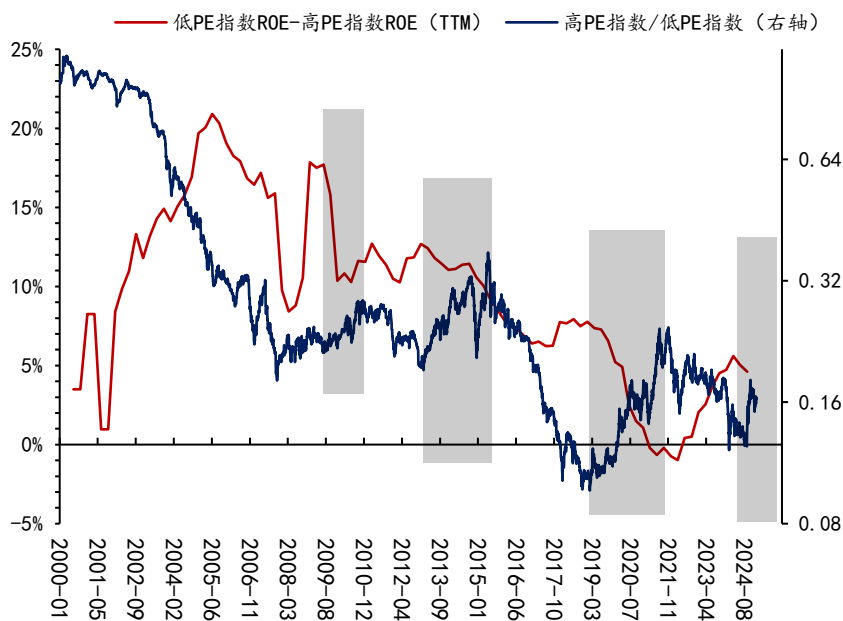
图 1：电子等算力相关行业 ROE 整体偏强（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

而且之前 A 股的投资经验，成长股牛市（09-10、13-15、19-21）均伴随成长股更强的 ROE，历史上也出现过 2000 年、2015 年上半年，不依赖利润兑现的成长股牛市。但整体来看，时间均比较短。

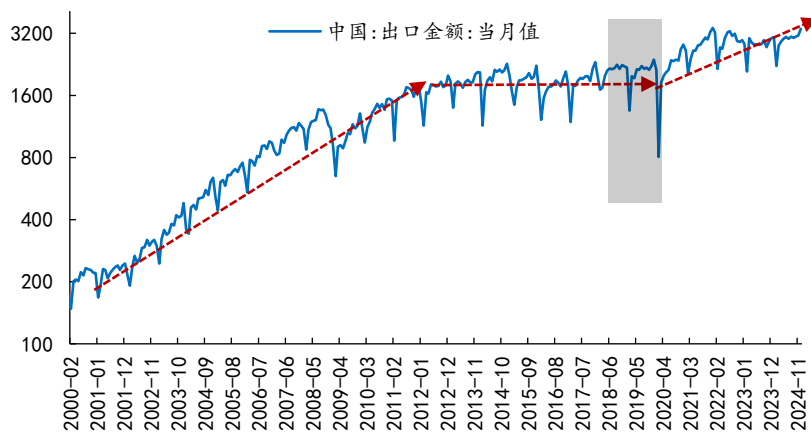
图 2：之前的成长股牛市均伴随成长 ROE 更强（单位：%、倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 美国贸易政策变化，对国内资本市场影响较小，中国资产配置正当时。春节期间，美国关税政策是另一个重要关注点，从最终变化来看，对中国关税上调比例好于投资者预期，对墨西哥和加拿大关税政策落地时间和速度比之前投资者预期的更悲观。我们认为，鉴于目前海外投资者对中国资产配置比例较低，中国有充足的经验应对美国贸易政策，而且 2018-2019 年中美贸易政策调整，并没有趋势性影响中国总的出口总量。所以，美国贸易政策的变化，大概率对中国资本市场的影响会较小。考虑到较好的估值性价比，全球资本市场的波动，甚至可能还会有利于中国资产。

图 3：2018-19 年中美贸易政策变化对中国出口总量的影响比较短暂（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 节后 1-2 周市场可能会偏强。季节性来看，由于春节前后，居民的资产配置行为以及业绩的空窗期，春节前最后一周和节后前两周，股市整体胜率和赔率均不错。节后 1-2 周股市可能会偏强，2 月下旬需要验证春节后开工数据情况。

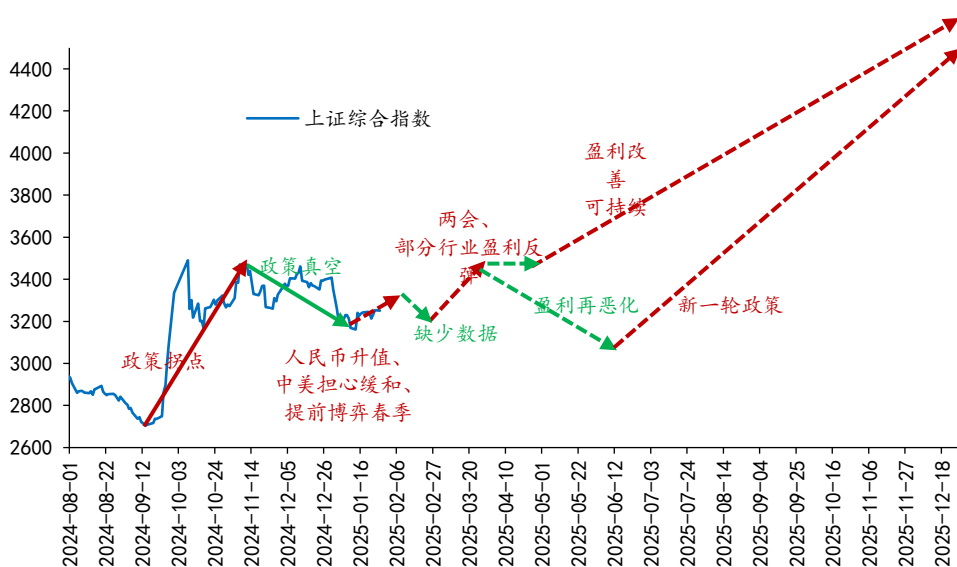
表 1：春节后 1-2 周市场可能会偏强（单位：%）

历年春节前或春节后交易日数	万得全 A 指数表现(单位：%)					
	-20	-10	-5	5	10	20
2024 年	(5.58)	(2.01)	2.66	5.18	7.72	9.86
2023 年	7.63	4.21	3.72	0.92	0.81	0.08
2022 年	(8.16)	(6.35)	(6.03)	1.24	2.96	1.20
2021 年	1.23	2.08	3.02	(3.18)	(2.60)	(7.62)
2020 年	1.91	(1.88)	(3.52)	(2.06)	(0.03)	(0.03)
2019 年	6.15	1.21	0.05	4.32	10.32	18.26
2018 年	(8.56)	(8.40)	(1.87)	3.00	4.01	4.89
2017 年	(0.58)	(0.86)	2.15	1.41	2.21	2.79
2016 年	(12.37)	(3.70)	6.87	5.34	(0.55)	(1.55)
2015 年	9.60	6.03	6.96	1.67	3.82	18.26
2014 年	(1.20)	2.29	0.34	3.93	5.47	1.80
2013 年	7.24	6.38	3.05	(4.19)	(1.28)	(5.91)
2012 年	2.77	7.77	1.28	0.73	2.11	6.69
2011 年	(1.73)	2.95	3.88	4.06	2.99	8.11
2010 年	(6.13)	1.25	0.72	1.92	1.26	2.63
2009 年	7.74	8.19	3.62	10.25	19.81	5.73
涨幅中位数	0.32	1.67	1.71	1.79	2.58	2.71
胜率	50%	63%	81%	81%	75%	75%

资料来源：万得，信达证券研发中心

（4）短期 A 股策略观点：市场逐渐开启牛市第二波上涨，但初期可能会比较复杂。新一轮上涨启动期可能会比较慢，可以慢慢买，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突变，2-6 月存在较大变化的可能，2 月下旬到 3 月是第一个数据观察期，4 月是观察数据持续性的关键时间。（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。

图 4：市场逐渐开启牛市第二波上涨，初期可能会比较复杂（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：港股互联网（海外波动加大，中国资产配置意愿上升）> 出海（长期逻辑好，短期美国贸易政策影响低于预期）> 金融地产（等待验证春节后地产数据）> 上游周期（产能格局好+前期涨幅和预期低）。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2：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	行业组合	港股互联网、银行、钢铁、家用电器
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）DeepSeek的出现，再一次让我们见识到了技术进步在某些时候往往会有自我强化的加速度，AI的进步速度依然很快，并没有进入瓶颈。后续重点关注应用端的变化。
	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

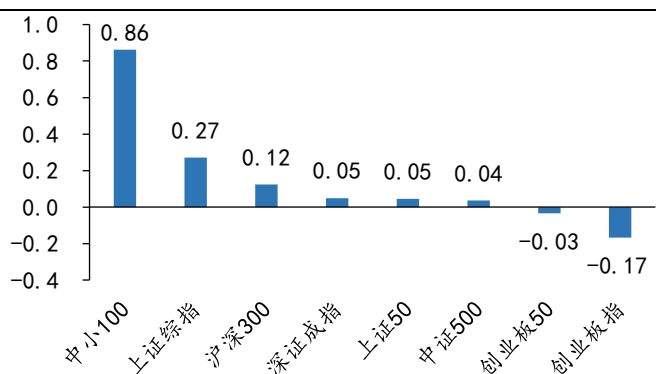
二、市场表现跟踪

春节前1月20日—1月27日A股主要指数多数上涨，其中中小100（0.86%）、上证综指（0.27%）、沪深300（0.12%）领涨，创业板指（-0.17%）领跌。申万一级行业涨跌分化，其中计算机（2.43%）、传媒（2.04%）、钢铁（1.57%）领涨，综合（-2.99%）、房地产（-2.51%）、国防军工（-2.49%）领跌。概念股中，NFT（7.84%）、3D打印（6.88%）领涨，氢能源（-16.1%）、特朗普概念股（-14.79%）、充电桩（-14.51%）领跌。

春节假期期间全球股市重要指数涨跌分化，其中印度 SENSEX30（2.42%）、富时100（0.94%）、巴西圣保罗指数（0.89%）领涨，日经225（-2.64%）、墨西哥 MXX（-0.92%）领跌。春节假期期间商品市场重要指数涨跌分化，其中PVC（1.86%）、国际黄金（1.71%）领涨，NYMEX原油（-3.12%）、LME铜（-1.79%）领跌。另外在2025年全球大类资产年收益率指标中，黄金（7.94%）、富时100（5.02%）排名较高，而日经225（-3.45%）、上证综指（-3.02%）排名靠后。

A股市场资金方面，春节前1月20日—1月27日南下资金净流入（港股通）共计170.25亿元（前值一周净流入403.27亿元）。春节前1月20日—1月27日央行公开市场操作逆回购发行27495亿元，累计净投放11417亿元。截至2025年1月27日，银行间拆借利率均值相比前期下降，十年期国债收益率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。

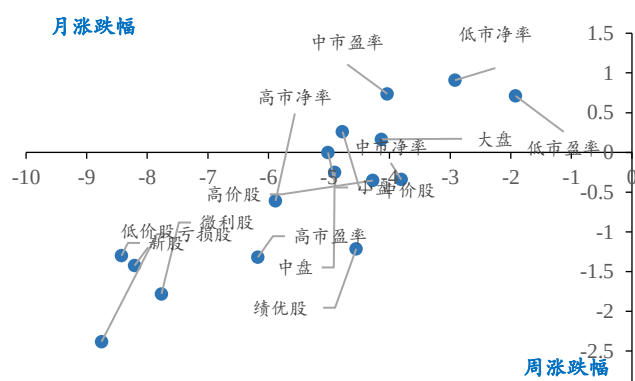
图5：A股主要指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：统计区间1月20日—1月27日

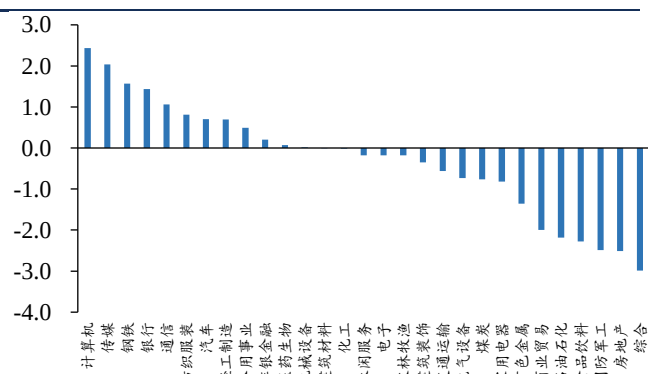
图7：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：统计区间1月20日—1月27日

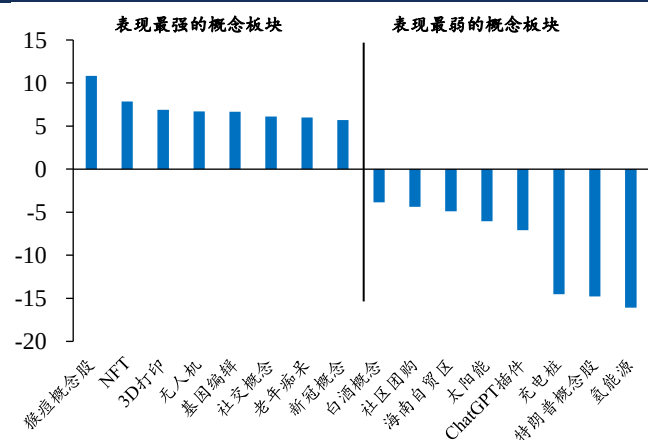
图6：申万一级行业涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：统计区间1月20日—1月27日

图8：概念类指数涨跌幅（单位：%）

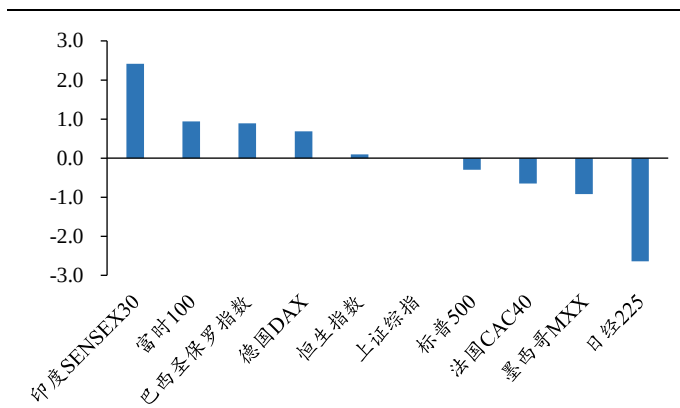


资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：统计区间1月20日—1月27日



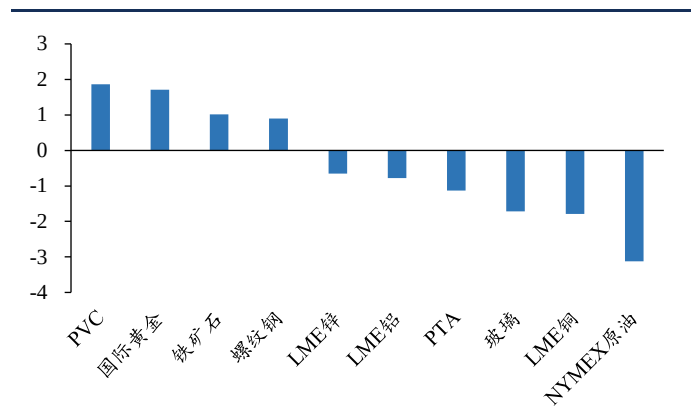
图 9：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

注：统计区间 1 月 28 日-2 月 3 日

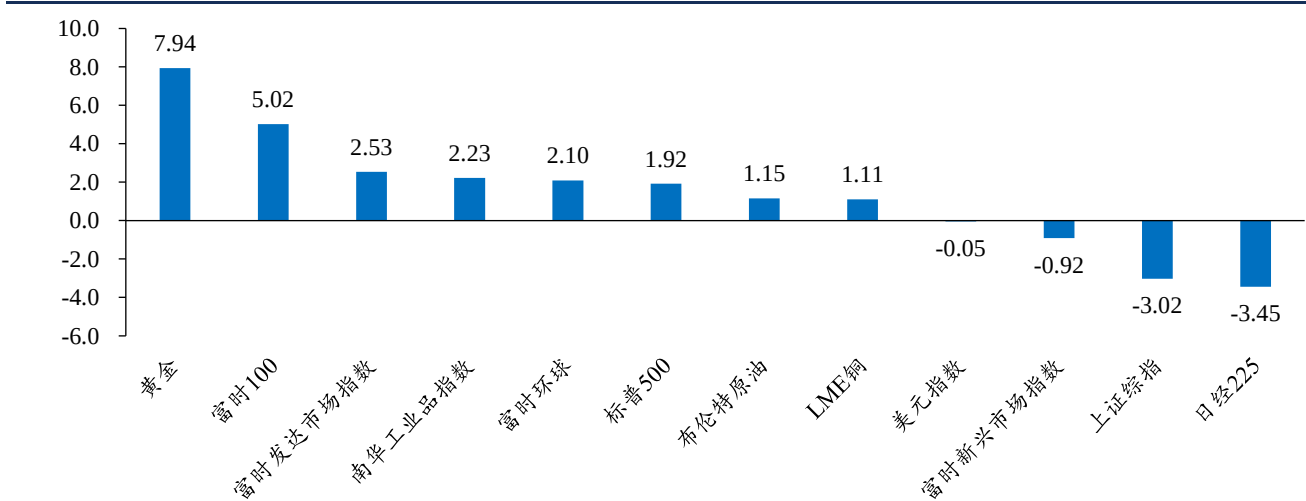
图 10：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

注：统计区间 1 月 28 日-2 月 3 日

图 11：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）

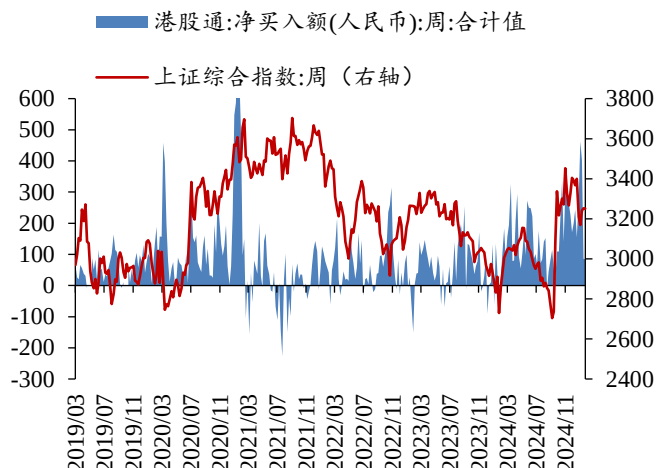


资料来源：万得，iFinD, 信达证券研发中心

注：统计日期截至 2025 年 2 月 3 日



图 12: 港股通净买入金额 (单位: 亿元)



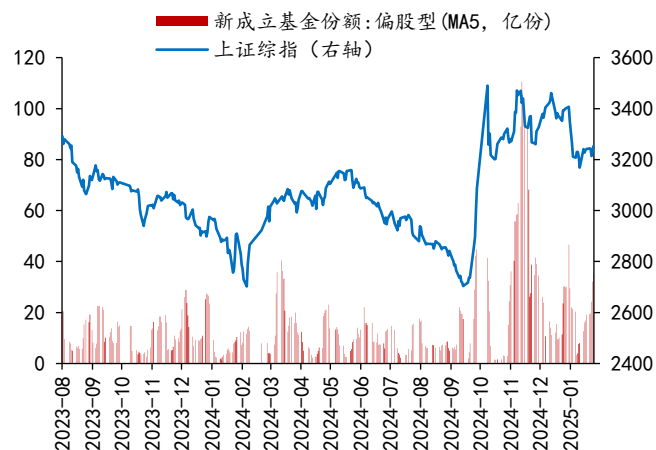
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 13: 融资余额 (单位: 亿元)



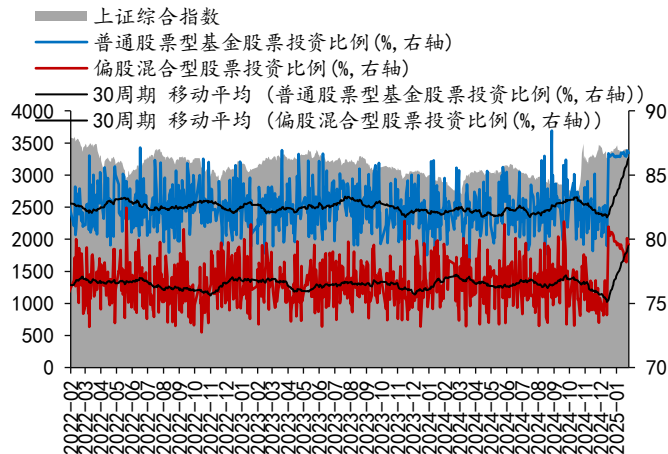
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 14: 新发行基金份额 (单位: 亿份)



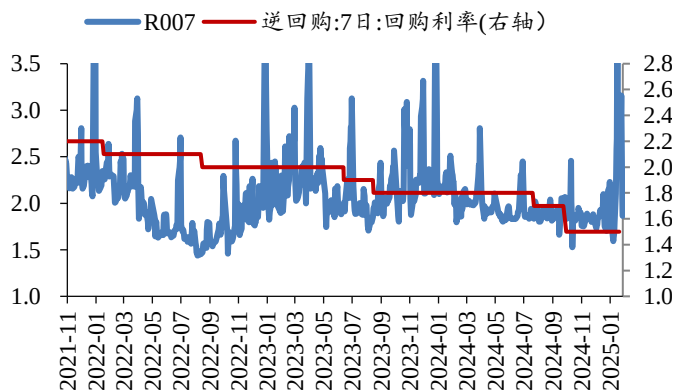
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 15: 基金仓位估算 (单位: %)



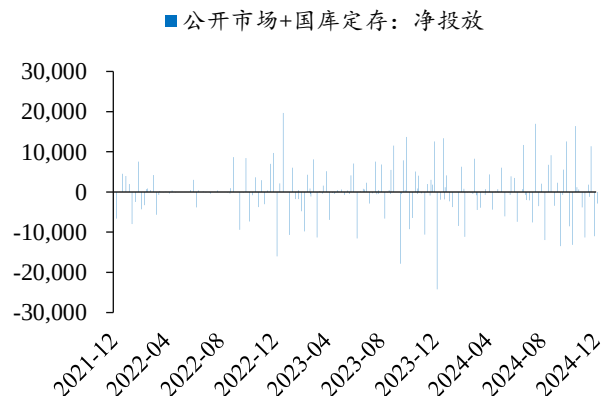
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

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)



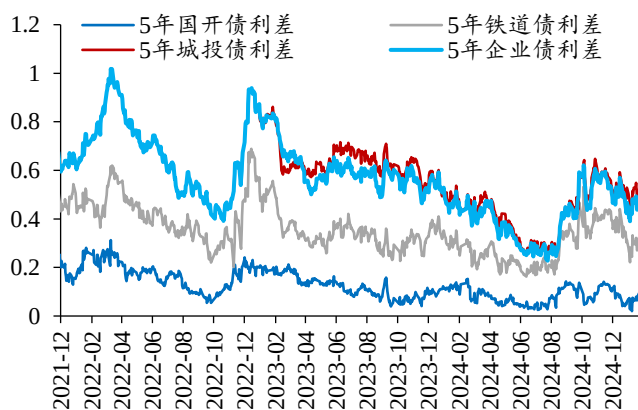
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

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都不曾与，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。