

策略周评 20250119

从资金面视角看年后行情

2025 年 01 月 19 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 蒋珺逸

执业证书：S0600123040067

jiangjy@dwzq.com.cn

去年年末以来，国内政策进入真空期，外部不确定性加剧，美联储降息预期反复扰动。强美元压制下，稳汇率诉求增强。受此影响，A 股市场成交量，风险偏好有所回落。若从资金面视角去看待年初市场的下行，则活跃资金情绪走弱下流动性品种的缩量，以及股债天平的“失衡”，是市场调整的关键所在。

■ 本轮市场调整很大程度上受到资金面季节效应的影响

正如我们在报告《岁末年初有哪些季节性效应？》中强调，年末至春节前，由于宏观流动性面临较大压力，A 股交易活跃度往往偏低，小盘成长风格交易尤其清淡。一方面，随着春节的临近，企业需应对员工工资支付、贷款结算等问题；另一方面，居民因节日消费、人情往来等需求同样需要“持币过节”。受宏观流动性偏紧影响，年初 A 股的场内流动性也通常走弱，过去 10 年，全部 A 股 1 月的日换手率均值为 2.33%，明显低于其他月份；小盘成长风格交易尤其清淡，中证 1000、国证 2000、创业板综日换手率均值分别为 3.03%、3.14%、3.67%，均为年内最低。

近期，A 股流动性紧缩的“节前效应”如期上演，以科技成长、中小市值为代表的流动性品种缩量明显。1 月至今（截至 17 日，后同），A 股日均成交额由去年 12 月的 16111 亿元回落至 12005 亿元，换手率也环比下行 0.54pct。分指数来看，国证 2000、中证 1000、万得微盘指数 1 月的日均换手率回落最为显著，环比下降 0.90pct、0.78pct、0.77pct；分行业看，交易热度回落幅度最大的三个申万一级行业分别为社服、传媒、计算机，降幅达 2.44pct、2.32pct、2.00pct，提示年初至今成长、科技以及小微盘风格品种交投活跃度下行尤为显著。

从市场主要参与主体情绪指标及资金流来看，今年以来活跃资金情绪呈走弱态势，内外资机构情绪分化。活跃资金方面，以小单刻画的散户情绪指标近 2 周（25/1/6-25/1/17）连续走弱，杠杆资金也由 12 月的净流入转为 1 月净流出 362 亿元，均表明活跃资金节前情绪转弱，带动其偏好的小盘科技成长风格缩量。机构方面，1 月北向成交热度边际回落，日均成交额环比大幅回落 129 亿元至 785 亿元；12 月下旬以来海外上市并重仓 A 股的 ETF 资金持续净流出，且本周（25/1/13-25/1/17，后同）净流出规模进一步扩大至 6.5 万亿美元，显示外资在加大减配；公募基金方面，1 月以来新发偏股基金与 ETF 资金均构成市场重要增量，净流入规模达 137、407 亿元，ETF 资金中跟踪沪深 300 和中证 A500 的产品分别“吸金”210、73 亿元，占全部净申购额的 70%，对大盘风格形成一定支撑。

■ 年初以来资金的股债跷跷板向债市倾斜，或成为股市调整的原因之一

从股债平衡角度看，年初股市的回调，部分原因或在于资金端股债配置的“失衡”。在临近春节长假，投资者风险偏好普遍降低的背景下，资金避险及资产配置再平衡的需求愈发凸显，固收类的稳定资产更易受到市场青睐。近期，公募基金股票仓位呈下降趋势，1 月灵活配置型基金的股票仓位中枢环比下降 0.83pct 至 64.7%，本周一（25/1/13）仓位下行至 924 行情以来的最低水平 64.0%，随后又回升至 64.9%。与此同时，债市表现强劲，债券收益率已处于历史低位，十年期国债收益率于年初一度向下突破 1.5%，截至 1 月 17 日一年期、十年期国债收益率分别为 1.26%、1.66%，显著低于当前的资金成本（1 月 17 日 DR007 利率为 3.13%），提示资金对于债市或已处于“超配”状态。

■ 春节前后行情与资金面展望

展望后市，1 月 20 日特朗普上台是海外不确定性落地的关键时间窗口，随着利空因素逐渐出清，当前较弱的市场情绪实质上为后续预期再度修复提供空间。基于投资者对节后 A 股“春季躁动”的普遍预期，我们认为春节前不排除市场“抢跑”反弹的可能性。

相关研究

《2025 年日本展望：经济加快复苏，资产吸引力进一步上升》

2025-01-18

《沪深 300ETF 净流入加速，杠杆资金情绪边际改善——资金流向和短线指标体系跟踪（五）》

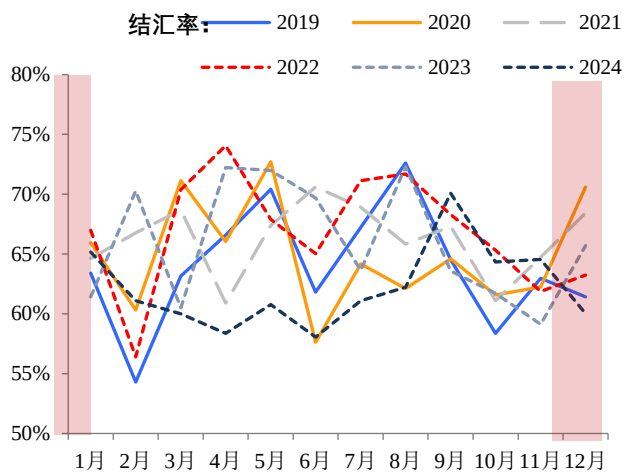
2025-01-13

资金面方面，随着节后资金回流至银行体系，宏观流动性状况有望得到改善，活跃资金兴起将使得当前中小盘承压的格局发生改变。参考历史经验，春节前后宏观流动性会逐渐宽松，2月全A换手率往往较1月明显改善，基于14年以来的均值水平有望环比提升0.25%，A股市场的胜率和赚钱效应都将增强，活跃资金“躁动”下春节后的60个交易日小盘、成长风格往往展现出较好的弹性。从股债配比的角度看，当前债市或已处于“超配”状态，叠加今年以来金融时报发文对于“适度宽松”的纠偏，及央行公告暂停公开市场购买国债等操作，股债天平有望走向平衡。

我们预计，春节前后，在流动性充裕、产业趋势延续活跃以及政策想象空间打开的背景下，A股中小盘科技成长和顺周期风格将一同演绎。具体板块配置上，科技成长建议关注五个方向：1) 人工智能：AI Agent、AI应用中的端侧硬件（AR眼镜等）、推理算力、人形机器人、自动驾驶；2) 新能源：光伏/锂电新技术、新型电力系统、未来能源；3) 自主可控（芯片制造产业链、信创、国产大飞机）；4) 空天信息技术：低空经济、卫星&商业航天；5) 数据要素：数据要素授权运营平台、数据资源开发商、医保数据要素、数据跨境流通、数据安全）。顺周期建议关注：1) 化债：环保、建筑、机械、信创等；2) 消费新增长点/政策潜在增量：文旅、汽车、情绪经济、首发经济、银发经济、线上零售、电商代运营；3) “两重、两新”结构性增量（消费电子、工业自动化设备、工业软件）；4) 地产链：建材、白酒。

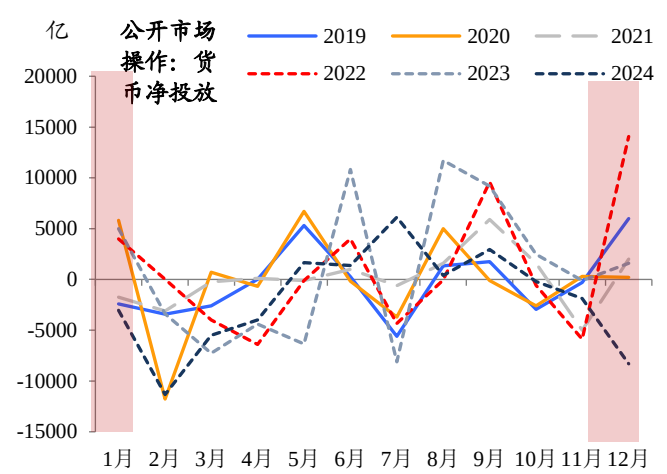
■ **风险提示：**国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；地缘政治风险。

图1: 岁末年初对于出口型企业而言, 还面临季节性结汇需求 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 央行通常在12月和1月加大公开市场操作力度(单位: 亿元)



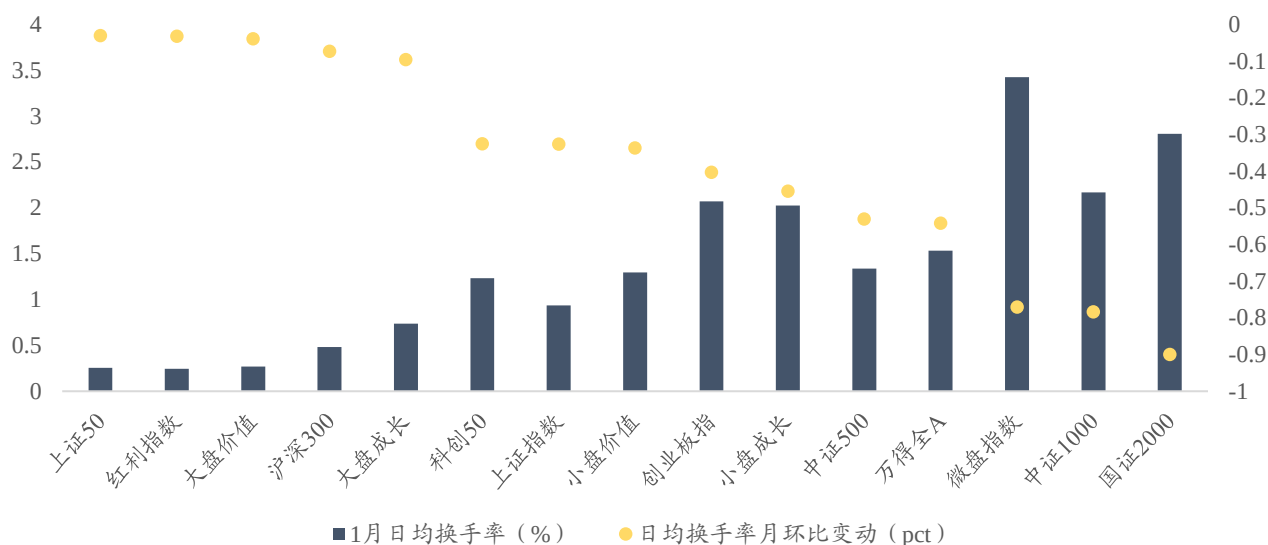
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2014年以来, 各月A股日换手率均值 (基于自由流通股本) (单位: %)

	万得全A	上证50	沪深300	中证1000	国证2000	创业板综	中证红利	大盘成长	大盘价值	小盘成长	小盘价值
1月	2.33	1.26	1.55	3.03	3.14	3.67	1.22	1.78	1.23	2.54	2.15
2月	2.58	1.20	1.64	3.39	3.48	4.24	1.17	2.02	1.18	2.99	2.43
3月	2.85	1.28	1.78	3.89	3.92	4.48	1.29	2.13	1.32	3.36	2.80
4月	2.82	1.36	1.84	3.79	3.80	4.07	1.44	2.00	1.42	3.28	2.87
5月	2.44	1.08	1.53	3.34	3.38	3.75	1.17	1.75	1.13	2.87	2.42
6月	2.51	1.19	1.59	3.41	3.44	4.01	1.23	1.90	1.19	2.90	2.42
7月	2.66	1.33	1.72	3.52	3.58	4.00	1.29	2.01	1.26	3.01	2.46
8月	2.52	1.01	1.45	3.44	3.55	3.93	0.99	1.70	0.96	2.94	2.41
9月	2.39	0.93	1.33	3.13	3.41	4.11	0.96	1.50	0.93	2.87	2.34
10月	2.55	1.00	1.42	3.44	3.65	4.46	1.02	1.65	0.98	2.82	2.43
11月	2.81	1.20	1.68	3.64	3.83	4.43	1.20	1.96	1.17	3.11	2.61
12月	2.69	1.35	1.58	3.26	3.46	3.78	1.42	1.88	1.37	2.79	2.42

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

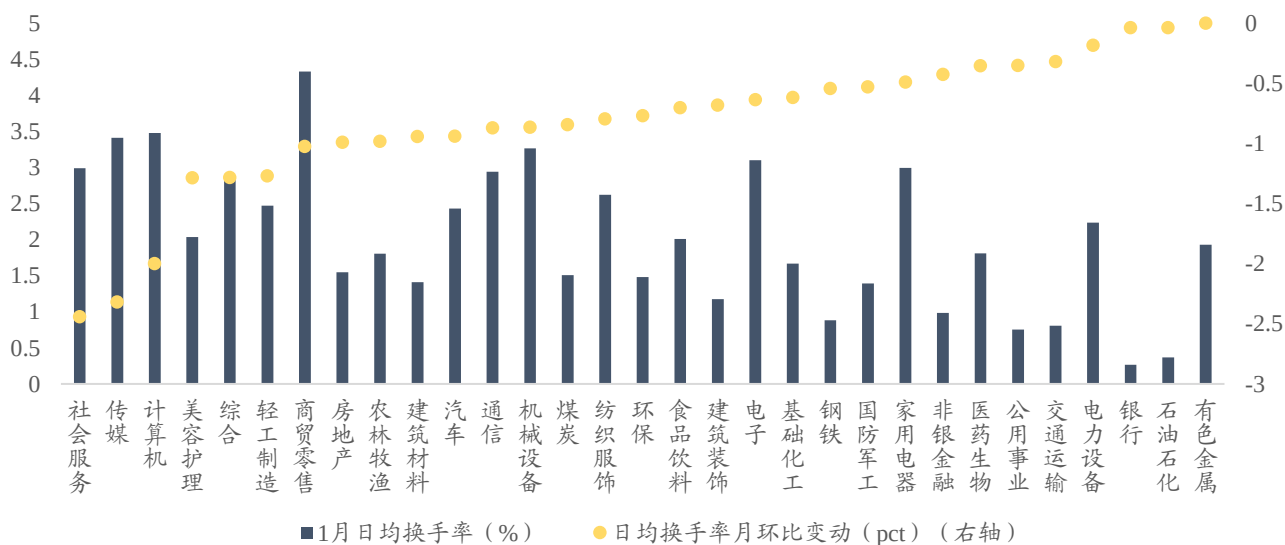
图4：分指数来看，国证 2000、中证 1000、万得微盘指数今年 1 月的日均换手率回落最为显著（单位：%；pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：1月数据截至 17 日

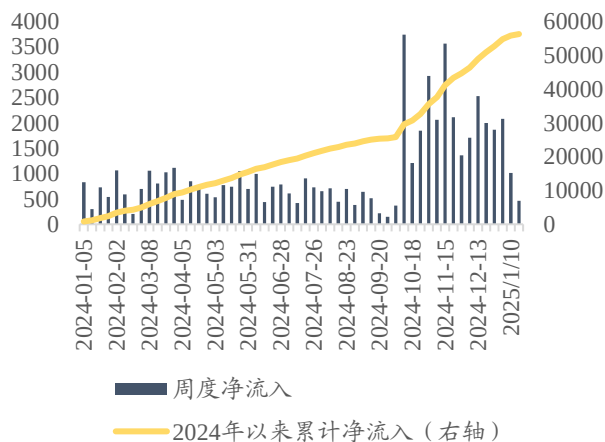
图5：分行业看，交易热度回落幅度最大的三个申万一级行业分别为社服、传媒、计算机（单位：%；pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

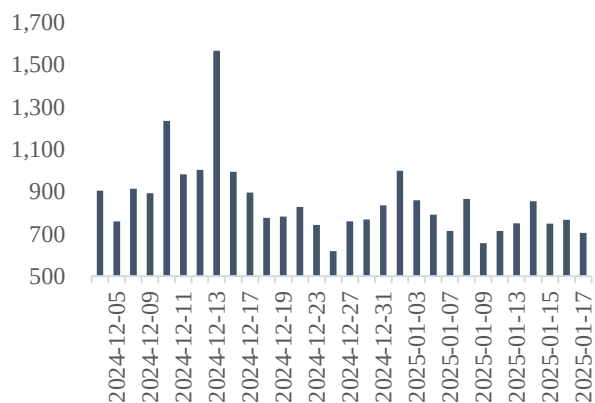
注：1月数据截至 17 日

图6：以小单刻画的沪深两市散户资金流向（单位：亿元）



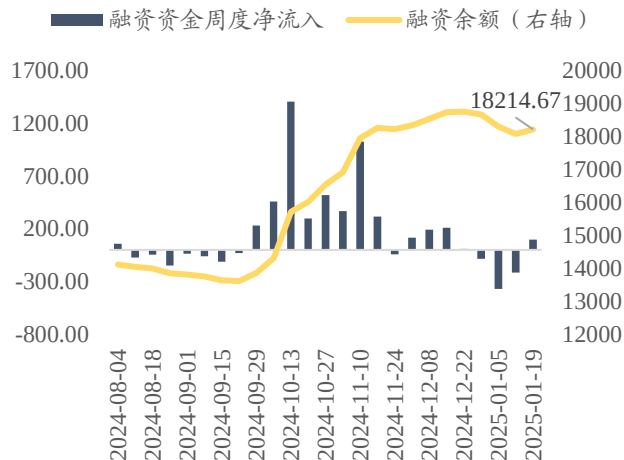
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：北向资金日均成交额变动（单位：亿元）



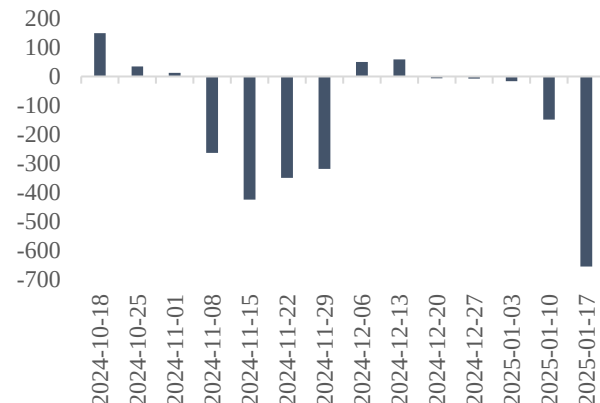
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：杠杆资金由12月的净流入转为1月净流出362亿元（单位：亿元）



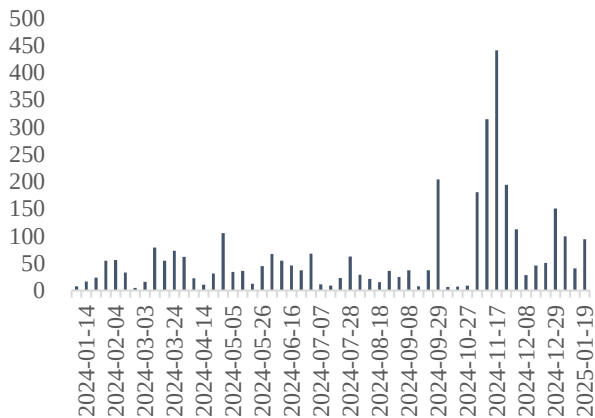
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：海外上市并重仓A股的ETF资金周度净流入（单位：百万美元）



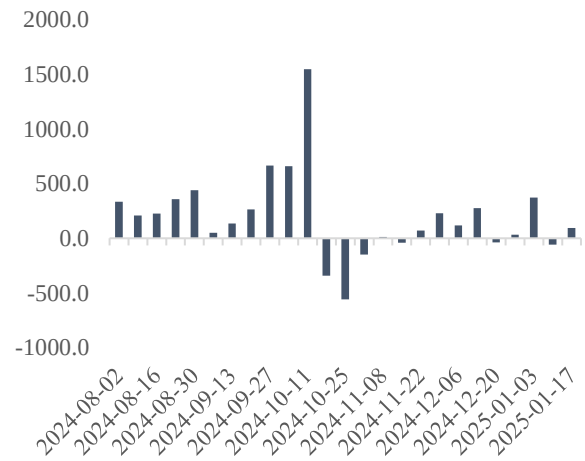
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图10: 新成立基金份额:偏股型:周合计值(单位: 亿元)



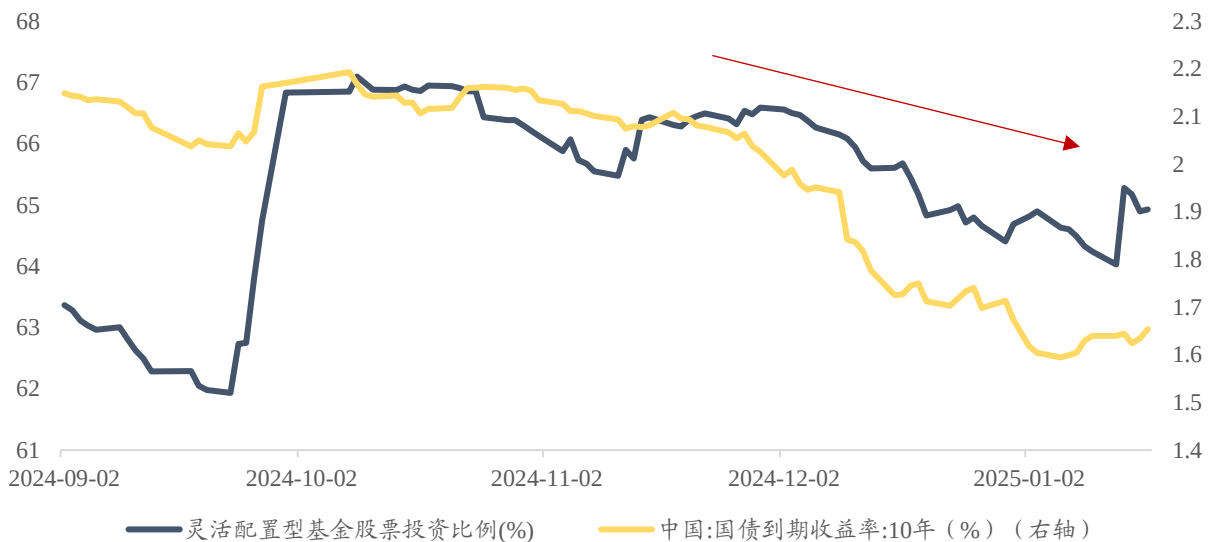
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 股票型 ETF 当周净流入(单位: 亿元)



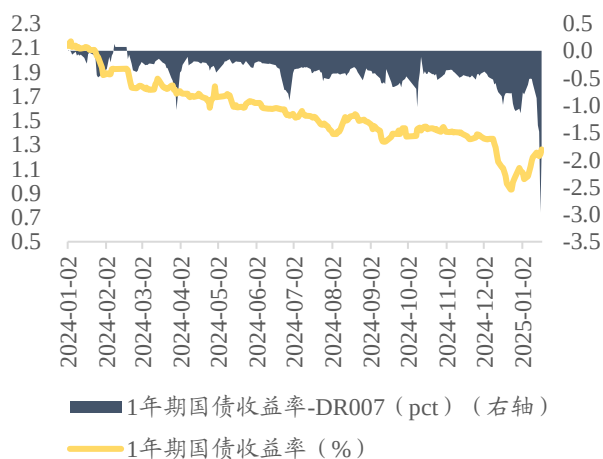
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 近期, 公募基金股票仓位呈下降趋势(单位: %)



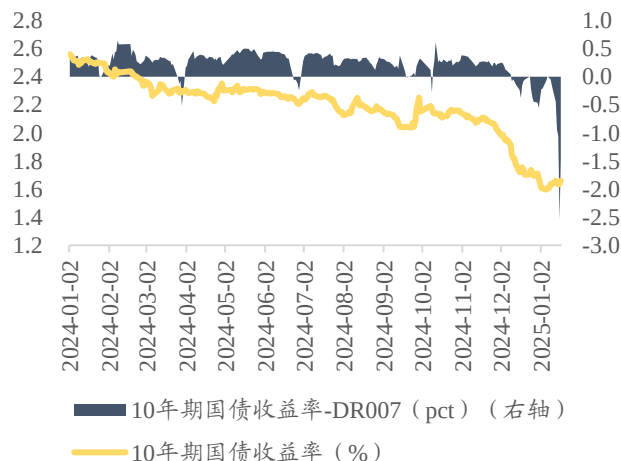
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13：一年期国债收益率与 DR007 利率



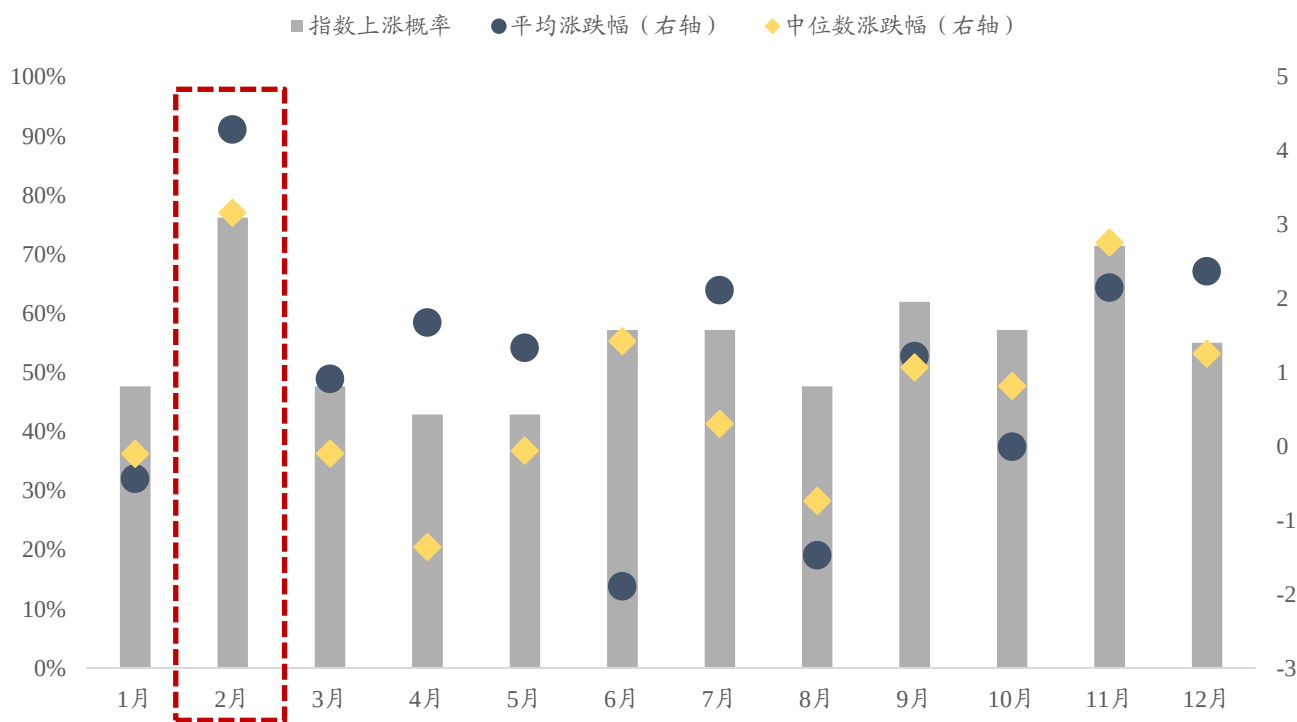
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：十年期国债收益率与 DR007 利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

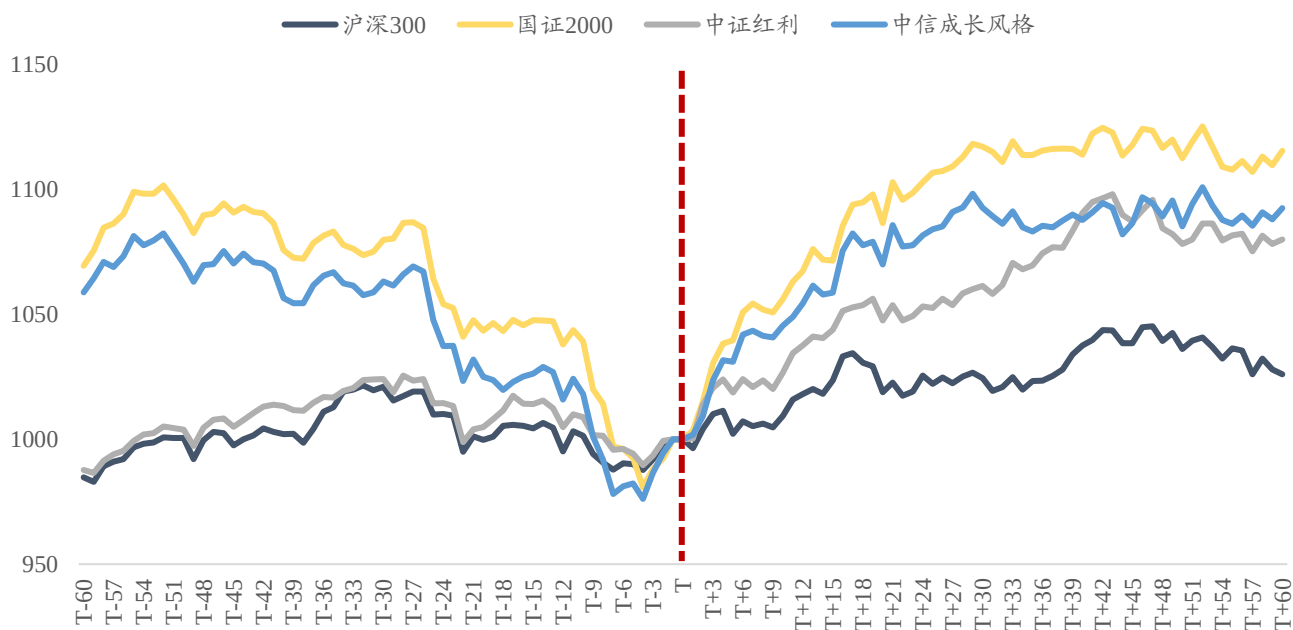
图15：近 20 年万得全 A 指数各月表现情况 (单位：%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：统计 2004 年至 2024 年万得全 A 指数各月表现情况，12 月份数据为剔除 2024 年 12 月后的统计结果。

图16: 春节前后, 大小盘、成长价值风格表现情况 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: T 为春节当天, 统计春节前后 60 个交易日, 对指数进行标准化处理, 计算十年平均值

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>