

2025 年 1 月 11 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

今年有望再次演绎春节行情

报告摘要

核心观点：

- ◆ 我们将春节前后拆分成每 7 个自然日一组的固定时间区间，观察 2010 年至 2024 年每年各个区间内 A 股整体及风格涨跌幅的平均值和中位数情况。春节前 A 股平均表现为下跌，节前 28 个自然日万得全 A 累计涨跌幅平均数和中位数分别为-0.95%和-0.02%。风格上大盘显著跑赢小盘，价值和成长风格较为均衡。春节后 A 股平均表现为上涨，节后 28 个自然日万得全 A 累计涨跌幅平均数和中位数分别为+4.28%和+2.79%。风格上小盘显著跑赢大盘，价值和成长风格较为均衡。
- ◆ 拆分后来看，A 股于春节前一周已提前开始见底反弹，风格上已经开始呈现小盘跑赢大盘的迹象。春节后 A 股持续上涨，小盘持续跑赢大盘。往后看，本次春节前后，市场或将再次演绎历史上的春节行情。
- ◆ 当前为国内政策真空期，特朗普即将于 1 月 20 日正式任命为美国总统，市场短期或将聚焦于中美关系的不确定上。结合上述春节前后 A 股表现及节奏，预计 A 股短期内或将维持震荡态势。春节前夕，特朗普上台后其对华政策有望将更加清晰，另一方面，节后临近两会，市场视野有望重回国内稳增长政策，因此 A 股有望于春节前夕开启新一轮上涨。
- ◆ 历史数据显示，融资余额的变化往往略滞后于成交额的变化。此外，融资余额变化与小盘风格强弱较为一致，或因融资盘多为游资和个人投资者，而此类资金一般更倾向于小盘风格。11 月中旬以来 A 股成交额趋势性回落，融资余额随后于 12 月底开始逐渐下降。后续成交量或将随市场情绪回落而缩量至春节前，之后或将再次放量，融资盘或也将先继续降温，直到节后再次恢复增长。因此，今

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
符畅	分析师
SAC 执业证书：S0640514070001	
联系电话：010-59562469	
邮箱：fuyyjs@avicsec.com	
王玉茜	分析师
SAC 执业证书：S0640524050001	
联系电话：	
邮箱：wangyx@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc019@avic.com	
王警仪	研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	

相关研究报告

中航宏观策略年度报告：《2025 年步入内外政策角力期，等待盈利驱动新一轮行情》

中航策略周报：《分红和退市新规即将实施，哪些行业有望受益》

中航策略周报：《A500 基金热度持续，哪些行业有望获益》

中航策略周报：《经济数据改善，政策提稳住股市，市场将在经历波动后或走强》

中航策略周报：《中央经济工作会议有望提振市场信心，短期市场或将继续走强》

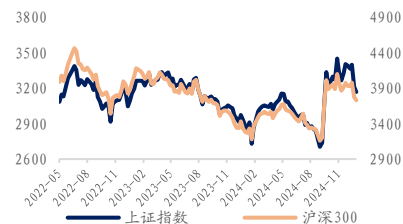
中航策略周报：《如何参与本轮并购重组行情的交易——并购重组系列专题（二）》

市场走势：

股市有风险 入市需谨慎**中航证券研究所发布 证券研究报告****请务必阅读正文之后的免责声明部分**

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

年春节前后大小盘风格也有望按照往年节奏演绎，即目前至春节前仍以大盘风格为主，之后春节前后至两会小盘风格有望重新跑赢市场。



- ◆ 2025 年“两新”政策加力扩围，明确财政支持规模大幅增加，并预下达 810 亿元支持消费品以旧换新衔接工作，消费品以旧换新政策支持范围在汽车、家电、数码产品等领域明显扩容，大规模设备更新政策在加力和扩围两方面同样都有增量的财政支持政策。结合内外部环境变化，预计两会公布的具体金额值得期待，后续随资金支持和配套措施逐步落地有拉动国内需求，促进国内经济稳步回升。
- ◆ 整体节奏上，中航证券军工组认为，“进二退一”或成为中长期常态，内部也将呈现出轮动与分化，短期急涨的子领域和个股或有波动风险，军工行业融资余额处于历史高位，也是造成波动的潜在因素。军工行业重回市场主舞台后，增量资金配置或将倾向于白马。

投资建议：

- ◆ 政策层明确稳住股市。结构上，重提适度宽松的货币政策，短期红利板块有望跑赢市场。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场多数下跌，上证指数（-1.34%）、深证成指（-1.02%）、沪深300（-1.13%）、创业板指（-2.02%）、中证500（-1.08%）、中证1000（-1.43%）表现较弱，科创50（0.93%）表现较强。行业风格上，稳定风格表现较弱，下跌2.76%。分行业来看，申万一级行业中综合、家用电器、有色金属表现较强，分别上涨2.09%、2.09%、2.00%。商贸零售、煤炭、食品饮料表现较弱，分别下跌6.57%、5.17%、3.46%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为11420.88亿元，较上周减少1926.11元。估值方面，A股整体市盈率为17.60倍，较上周下降1.21%。

正文：

根据中航证券宏观策略2025年年度报告《2025年步入内外部政策角力期，等待盈利底驱动新一轮行情》，A股在中央经济工作会议前夕和两会前夕均平均表现为正收益，而会议之后市场出现调整，反应市场对于重大政策会议内容的提前博弈。其中，或因为两会作为最终工作目标确定的重要时间节点，是市场预期交易的重点，万得全A在春节至两会期间平均涨幅显著高于12月政治局会议至中央经济工作会议期间。

本次我们进一步将春节前后拆分成每7个自然日一组的固定时间区间，观察2010年至2024年每年各个区间内A股整体及风格涨跌幅的平均值和中位数情况。整体来看，春节前和春节后一个月累计表现均与此前结论基本一致。春节前A股平均表现为下跌，节前28个自然日万得全A累计涨跌幅平均数和中位数分别为-0.95%和-0.02%。风格上大盘显著跑赢小盘，申万大盘指数累计涨跌幅平均数和中位数分别为+0.61%和+2.69%，申万小盘指数平均数和中位数分别为-2.36%和-3.01%；价值和成长风格较为均衡，国证价值累计涨跌幅平均数和中位数分别为+0.43%和+0.07%，国证成长平均数和中位数分别为+0.14%和+0.12%。春节后七天A股平均表现为上涨，节后28个自然日万得全A累计涨跌幅平均数和中位数分别为+4.28%和+2.79%。风格上小盘显著跑赢大盘，申万大盘指数累计涨跌幅平均数和中位数分别为+1.48%和+1.94%，申万小盘指数平均数和中位数分别为+7.91%和+7.57%；价值和成长风格较为均衡，国证价值累计涨跌幅平均数和中位数分别为+2.82%和+2.55%，国证成长平均数和中位数分别为+2.86%和+2.44%。

拆分后来看，A股于春节前一周已提前开始见底反弹，风格上已经开始呈现小盘跑赢大盘的迹象。春节前7个自然日，万得全A累计涨跌幅平均数和中位数分别为+1.57%和2.67%，申万大盘指数平均数和中位数分别为+1.49%和+2.23%，申万小盘指数平均数和中位数分别为+2.03%和+2.62%。春节后A股持续上涨，小盘持续跑赢大盘。

表1: 历年春节前后 A 股区间收益率平均值 (单位: %)

名称	-28D 至 -22D	-21D 至 -15D	-14D 至 -8D	-7D	春节前 28D 累计	+7D	+8D 至 +14D	+15D 至 +21D	+22D 至 +28D	节后 28D 累计
万得全 A	-0.29	-0.90	-1.34	1.57	-0.95	1.59	1.00	0.46	1.11	4.28
大盘指数	0.02	-0.87	-0.07	1.49	0.61	0.02	0.55	0.53	0.35	1.48
小盘指数	-0.69	-1.24	-2.41	2.03	-2.36	3.27	1.66	0.77	1.89	7.91
国证价值	0.37	-0.98	0.01	1.00	0.43	0.94	0.56	0.73	0.60	2.82
国证成长	-0.33	-0.98	-0.93	2.38	0.14	0.64	1.07	0.16	0.82	2.86

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 大小盘指数为申万大盘、申万小盘指数; 表内各指数区间收益率为 2010-2024 年春节前后各指数在对应区间内的涨跌幅均值; 前推时以春节首个休市日为节点, 以自然日进行前推, 后推时以春节末个休市日为节点, 以自然日进行后推)

表2: 历年春节前后 A 股区间收益率中位数 (单位: %)

名称	-28D 至 -22D	-21D 至 -15D	-14D 至 -8D	-7D	春节前 28D 累计	+7D	+8D 至 +14D	+15D 至 +21D	+22D 至 +28D	节后 28D 累计
万得全 A	0.11	-1.12	-1.47	2.67	-0.02	1.67	1.37	0.55	0.98	2.79
大盘指数	-0.26	-0.61	-0.32	2.23	2.69	0.37	0.35	0.09	0.50	1.94
小盘指数	1.54	-0.80	-3.06	2.62	-3.01	3.65	1.89	0.08	1.44	7.57
国证价值	0.77	-0.90	-0.60	2.03	0.07	1.11	0.39	0.45	0.66	2.55
国证成长	-1.08	-1.45	-0.45	2.77	0.12	0.79	0.55	0.34	0.74	2.44

数据来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 大小盘指数为申万大盘、申万小盘指数; 表内各指数区间收益率为 2010-2024 年春节前后各指数在对应区间内的涨跌幅中位数; 前推时以春节首个休市日为节点, 以自然日进行前推, 后推时以春节末个休市日为节点, 以自然日进行后推)

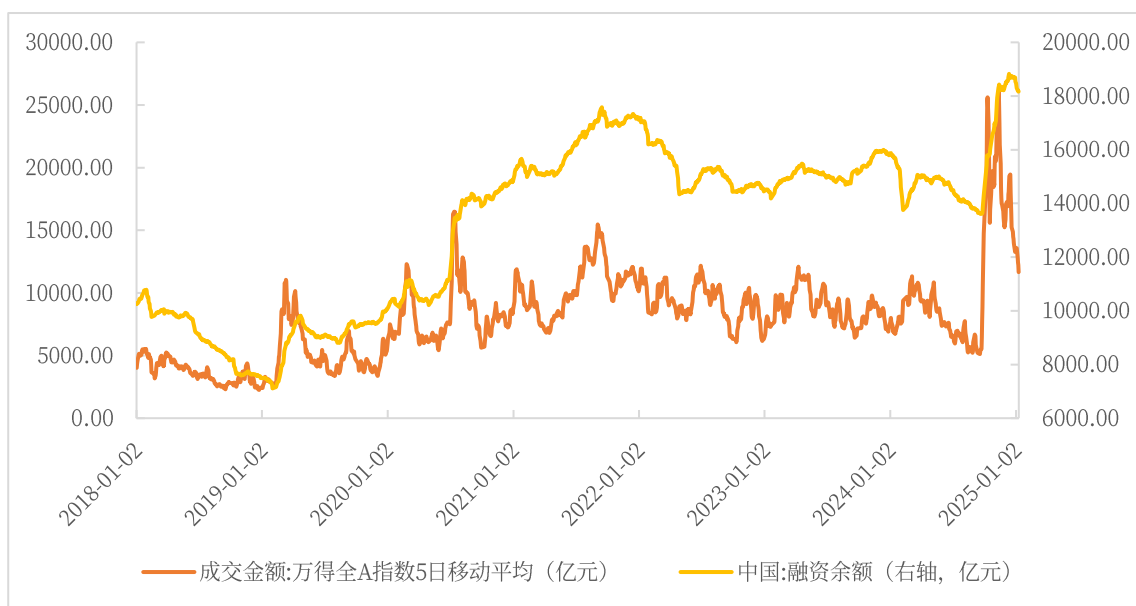
往后看, 本次春节前后, 市场或将再次演绎历史上的春节行情。当前为国内政策真空期, 特朗普即将于 1 月 20 日正式任命为美国总统, 市场短期或将聚焦于中美关系的不确定上。结合上述春节前后 A 股表现及节奏, 预计 A 股短期内或将维持震荡态势。春节前夕, 特朗普上台后其对华政策有望将更加清晰, 另一方面, 节后临近两会, 市场视野有望重回国内稳增长政策, 因此 A 股有望于春节前夕开启新一轮上涨。

历史数据显示, 融资余额的变化往往略滞后于成交额的变化。以万得全 A 成交额的 5 日移动平均与融资余额对比, 市场活跃时, 成交额上行, 随后融资余额出现上涨; 市场成交额回落时, 融资余额亦略滞后于成交额出现下跌。11 月中旬以来, 万得全 A 成交额持续缩量, 融资余额已现下行趋势。此外, 历史数据显示, 融资余额变化与小盘风格强弱较为一致, 或因融资盘多为游资和个人投资者, 而此类资金一般更倾向于小盘风格。回顾 2018 年至今融资余额与大小盘风格指数走势, 多数情况下小盘风格与融资余额走势一致。二者唯一一段明显反向的区间为 2020 年 8 月至 2021 年 2 月, 或因为该区间大盘风格过于强势, 吸引了融资盘拥入大盘风格, 实际来看该区间大盘风格确实明显加速。

11 月中旬以来 A 股成交额趋势性回落, 融资余额随后于 12 月底开始逐渐下降。后续成交量或将随市场情绪回落而缩量至春节前, 之后或将再次放量, 融资盘或也将先继续降温, 直

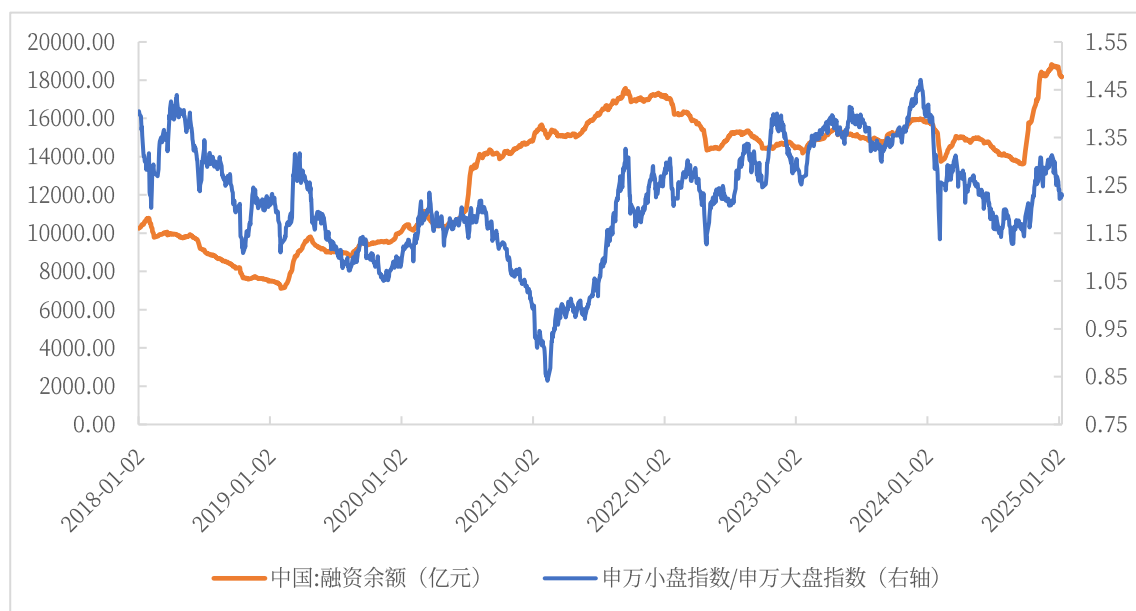
到节后再次恢复增长。因此，预计今年春节前后大小盘风格也有望按照往年节奏演绎，即目前至春节前仍以大盘风格为主，之后春节前后至两会小盘风格有望重新跑赢市场。

图1 近期 A 股成交额持续缩量，融资余额或将进一步下行（单位：亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图2 融资余额与大小盘风格具有一定趋同性



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

2025 年“两新”政策加力扩围，明确财政支持规模大幅增加，并预下达 810 亿元支持消费品以旧换新衔接工作，消费品以旧换新政策支持范围在汽车、家电、数码产品等领域明显扩容，大规模设备更新政策在加力和扩围两方面同样都有增量的财政支持政策。结合内外部



环境变化，预计两会公布的具体金额值得期待，后续随资金支持和配套措施逐步落地有力拉动国内需求，促进国内经济稳步回升。1月8日，国新办举行国务院政策例行吹风会，介绍加力扩围实施“两新”政策有关情况。同日，国家发改委、财政部发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》。本次“两新”政策的亮点在于出台和确认了一些增量政策。在资金支持方面，发改委表示今年超长特别国债支持“两新”规模会较2024年大幅增加，具体数额将于两会公布。当前中央财政已预下达2025年消费品以旧换新资金810亿元以支持地方政策持续实施的衔接工作。消费品以旧换新方面，消费品以旧换新政策支持范围在汽车、家电、数码产品等领域明显扩容，在原有汽车以旧换新政策基础上，新增将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围；在原有8类家电产品以旧换新基础上，新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等4类家电产品纳入补贴范围；实施手机等数码产品购新补贴，对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等3类数码产品（单件销售价格不超过6000元），按产品销售价格的15%给予补贴。设备更新方面，加力实施设备更新贷款贴息，在中央财政贴息1.5个百分点基础上安排超长期特别国债资金进行额外贴息。政策将重点领域设备更新项目支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用。

2024年，军工行业已迈入小周期逾一年时间，期间人事调整频繁、需求节奏尚不明晰、军品降价压力持续存在等多重因素交织，军工行业遭遇了近十年来最差三季报，收入与归母净利润增速的中位数均首次出现负增长，相关企业经营压力显著加剧。然而，观察国防军工（申万）指数的表现，年涨幅达7.08%，在31个行业排名第10，年内最大涨幅超过50%，指数周成交额一度刷新历史新高，市场对军工板块展现出了强烈的预期特征。因此，2024年军工行业整体表现为“拉估值”。相应，近期的下跌也表现出短期市场风险偏好降低之下的“杀估值”。普遍性去看，业绩见底即将回暖，而估值因市场风险偏好降低而下杀之际，或是配置良机，而军工行业当前即如此。整体节奏上，中航证券军工组认为，“进二退一”或成为中长期常态，内部也将呈现出轮动与分化，短期急涨的子领域和个股或有波动风险，军工行业融资余额处于历史高位，也是造成波动的潜在因素。军工行业重回市场主舞台后，增量资金配置或将倾向于白马。

投资建议：

政策层明确稳住股市。结构上，重提适度宽松的货币政策，短期红利板块有望跑赢市场。中期看，提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为2025年前两大工作任务，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558
传 真：010-59562637