

前言：A 股在岁末年初通常存在一段上涨的窗口期，也被称作“春季躁动”或“跨年行情”。今年11月10日，在市场大幅震荡中，我们判断跨年行情即将启动，并将是一波大小共振的指数行情，此后市场如期上涨。复盘十余年，历年年末行情市场表现如何？有何特征？今年年末行情又将如何演绎？本篇将做出解读。

报告正文

一、历年年末行情中市场表现如何？

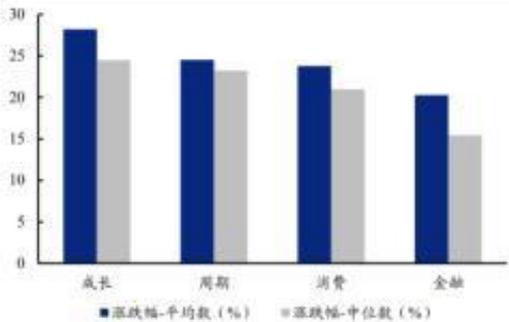
从年末行情的启动时间看，在过往的13年中，有8年于四季度启动上涨，5年于一季度启动上涨。

启动时间多位于12月和1月，最早的是2009年，从9月末便开启上涨，而最晚的是2015年，年末行情直到次年1月末才正式启动。

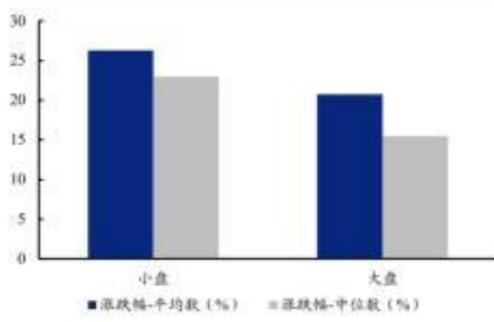
从持续时间看，年末行情时间跨度从一个月至四个月不等。

年末行情最短为2019年末，受疫情影响仅持续了31个交易日，而最长是2014年末，年末直接开启了单边上涨牛市。

图表 2: 成长与周期在年末行情通常表现较好



图表 3: 小盘风格在年末行情通常表现较好

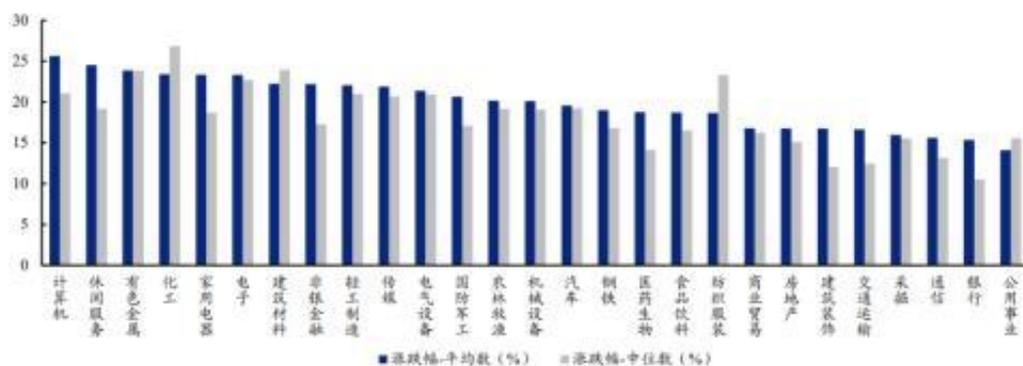


而在年末行情启动阶段，金融及大盘风格通常表现较好

。若将每段年末行情持续交易日的前1/3时间定义为年末行情启动阶段，可以看到在启动阶段金融风格相对占优，涨跌幅平均数与中位数分别为11.83%和8.86%；而大盘风格也通常优于小盘，涨跌幅平均数与中位数分别为10.12%和7.92%。

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

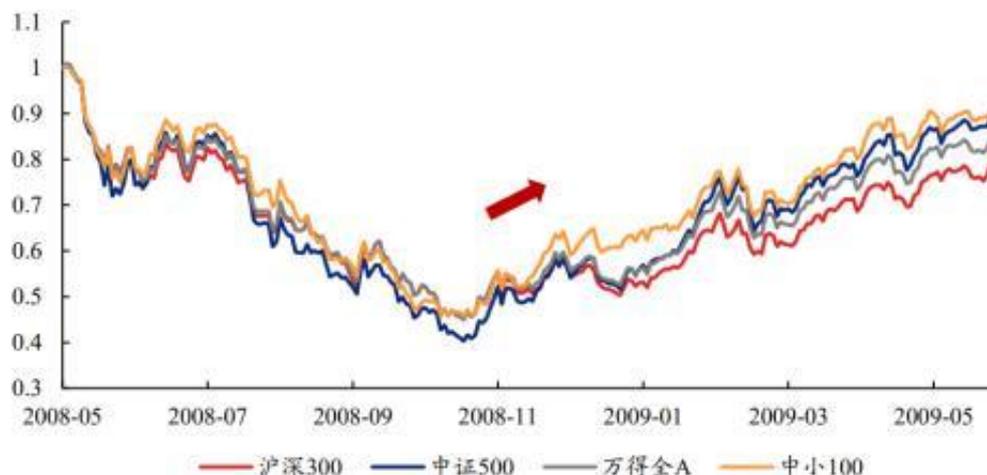
图表 6: 年末行情中各行业涨跌幅



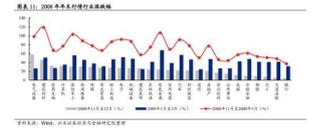
年末行情启动阶段，非银金融、有色金属、家用电器、银行、建筑材料和采掘等行业通常表现较好，涨幅居前

。在年末行情启动阶段，平均涨幅居前的行业主要包括非银金融、有色金属、家用电器、银行、建筑材料和采掘，涨幅平均数分别为14.88%、9.78%、9.51%、9.36%、8.30%和8.27%。其中，非银与银行表现较好多与降准降息或加大信贷投放等货币信用宽松政策相关，而有色、建材、家电等表现较好则多与基建及地产投资发力相关。

图表 8: 2008 年下半年至 2009 年上半年市场走势 (2008 年 5 月 31 日=1)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理



2、2009 年年末：经济基本面持续好转，盈利驱动市场上涨

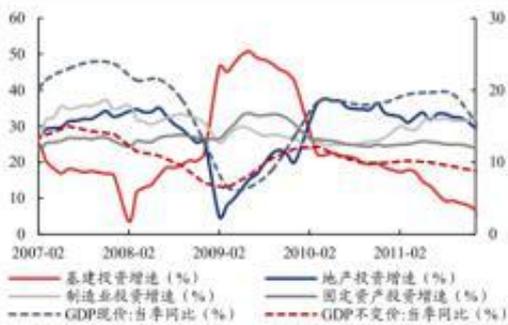
国内基本面持续好转，市场由估值驱动向业绩驱动转变。

在宏观调控政策的全方位刺激下，“政策底”、“市场底”先后确认，经济在基建与地产投资带动下也实现超预期回暖。2009 年 A 股演绎牛市行情，估值显著修复。直至 8 月后，宏观调控政策开始由松转紧，信贷投放明显收缩，且重启暂停半年的 IPO 并推出创业板以消化过剩流动性，市场担忧情绪升温，股指出现阶段性回调。但企业盈利增长强劲，市场由估值驱动逐渐向业绩驱动转变，同时政策在市场回调后也继续释放维稳信号，叠加海外 QE 对国内流动性亦有支撑，市场在年末重拾升势。

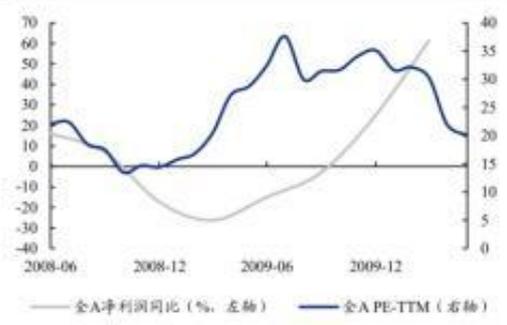
进入 2010 年，市场内外交困，年末行情在 1 月走向终结。

内部刺激政策在 2010 年初开始逐步退出，政府推出了“国十一条”遏制房价过快上涨。同时，中央经济工作会议对货币政策的表述仍为“适度宽松”，但实际已开始转向，1 月上调了存款准备金率，市场流动性开始收紧，社融与 M2 增速此后也开始逐月回落，而融资融券与股指期货的推出进一步加剧了市场利空情绪。外部则受到欧债危机发酵引发全球市场大跌扰动，A 股主要指数在 1 月下旬后开始大幅下跌。

图表 13: 基建与地产投资带动国内基本面改善



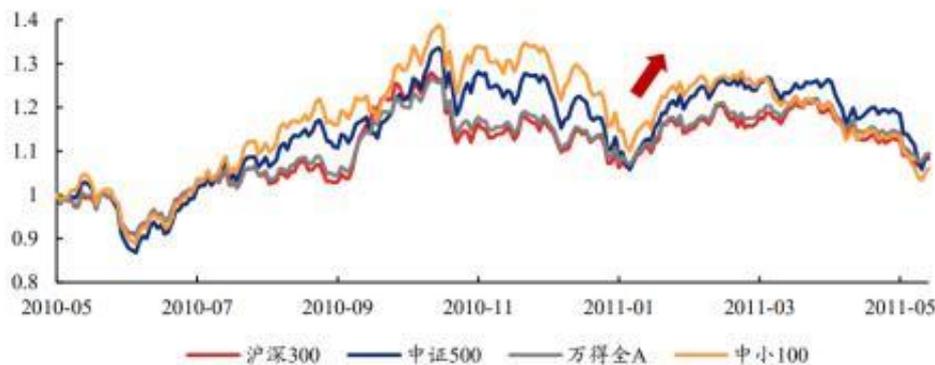
图表 14: 市场由估值驱动向业绩驱动转变



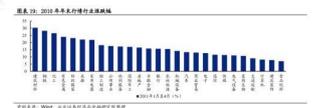
市场风格切换，业绩增速较高的 TMT 领涨市场。

随着流动性环境边际收紧而全 A 业绩实现转正，估值修复驱动股价上行的动力逐渐弱化，市场风格发生切换，在 2009 年年末行情中 TMT 行业领涨，而此前大幅上涨的金融周期与消费行业则逐渐熄火，同期中小盘指数涨幅也显著超越了大盘指数。

图表 16: 2010 年下半年至 2011 年上半年市场走势 (2010 年 5 月 31 日=1)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理



4、2011年年末：经济全面降温，政策宽松托底，市场止跌回升

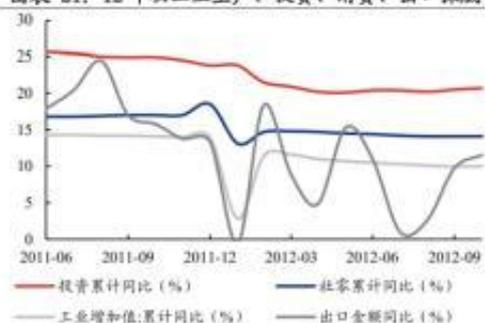
经济全面降温，年末政策边际松动，市场止跌回升。

2011年下半年开始，政策紧缩的负面效果开始显现，经济面临全面降温：出口增速在人民币持续升值和海外主权债务危机影响下不断萎缩；PMI跌破荣枯线，工业生产、投资、消费增速先后探底；三季度经济增速最终跌破10%，并在四季度和2012年一季度进一步下滑，叠加上半年通胀维持高位，经济短暂陷入“滞涨”。上市公司业绩与估值同步下跌，市场遭遇戴维斯双杀。不过好在CPI与PPI自7月开始回落，通胀压力的缓解为货币政策松绑提供了空间。进入四季度，央行暂停发行三年期央票并在11月30日启动降准，这是自2008年11月后首次降准，货币政策转向宽松，而且2012年2月18日再次降准。与此同时，监管层频频喊话提振市场信心，二线城市地产政策也有所松动，市场做多情绪高涨，在2012年初演绎了一轮止跌回升的反弹行情。

经济预期继续恶化，市场恐慌情绪抬升，反弹行情结束

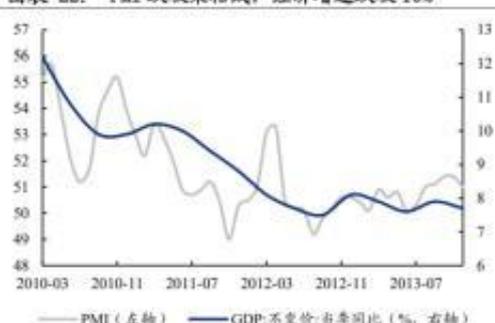
。政策虽已宽松托底，但经济和盈利并未出现企稳或明显回升，而是继续下探，打破了市场对经济触底预期。而监管层对于经济预期偏向悲观，两会将GDP增速目标下调至7.5%，且表示将加码房价调控，进一步引发市场前期获利盘恐慌抛售，年末行情走向回调。

图表 21: 12 年初工业生产、投资、消费、出口探底

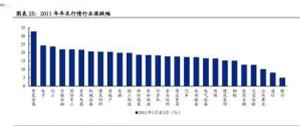


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 22: PMI 跌破荣枯线, 经济增速跌破 10%



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理



5、2012年年末：政策组合转向宽松，催升年末行情

货币信用双

宽、财政发力基建、地

产调控松动，经济在年末再现复苏。

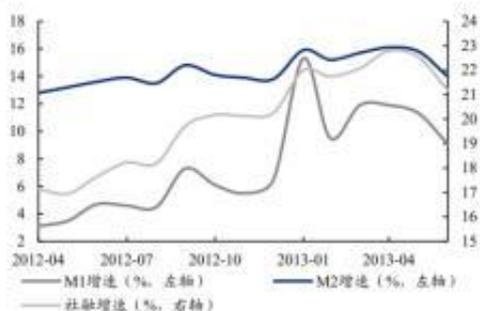
2012年经济增速延续下滑趋势，企业盈利增速也再下台阶，股指年内持续回落。政府为实现“稳增长”，宏观调控开始由紧入松，托底经济：一方面，货币政策继续放松，6月和7月两次实施降准；另一方面，财政政策也趋向积极，一大批投资项目得到批复，推动基建投资增速大幅提升。货币和财政双管齐下，推动社融增速企稳后走高，政策组合全面转向宽松。政策放松的效果也直接体现在了经济增速上，四季度GDP同比增速企稳回升至8.1%。此外，10月IPO再度暂停一定程度上安抚了市场情绪；海外也重回宽松，美联储在9月和12月两度启动QE。在多重利好因素催化下，市场迎来反弹。

地产调控升级，流动性边际

收紧，市场上涨动力衰减。

3月“国五条”出台，房地产限购限贷政策从严，同时监管开始清理银行理财的非标资产，也为此后两轮“钱荒”埋下伏笔；此外，IPO重启传言与持续攀升的大小非解禁压力和再融资规模，加剧流动性收紧压力，市场上涨动力衰减，开始震荡调整。虽然年末行情已告一段落，但创业板结构性牛市才刚刚开始。

图表 27: 货币信用双宽



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 28: 财政发力基建



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理



6、2013年年末：大盘蓝筹回调，盈利驱动创业板走出独立行情

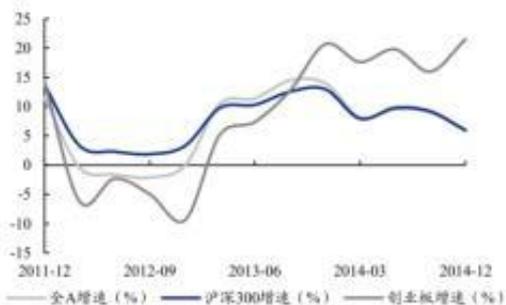
年末市场内外承压，
大盘蓝筹杀跌，而创业板走出独立行情。

2013年国内经济进入弱复苏阶段，货币政策偏稳，但监管层清理“非标”、“影子银行”、“多层嵌套”等在6月造成“钱荒”，对市场产生剧烈影响，而进入12月，国内临近年末资金紧张再度加剧，银行间利率大幅上行，年内“钱荒”再次出现。此外，12月美联储宣布将提前退出QE，市场内外承压，恐慌情绪蔓延，权重股大幅杀跌，而创业板延续上涨。2014年1月，暂停一年多的IPO重启，创业板大幅扩容，市场流动性进一步稀释，但是创业板行情优势不减，究其原因则是创业板业绩向好预期在产业周期与政策导向的共振下持续强化，支撑了板块上涨：随着政府关注的重点由“总量”逐渐转向“结构”，创业板中的战略新兴产业和新经济成分成为了市场关注的热点，长线资金也开始加速布局，而创业板业绩增速自2013年以来持续上升，四季度超越全A与沪深300，业绩比较优势尽显，受到市场青睐，创业板也在年末大盘蓝筹普跌的情况下走出了一轮优势独立行情。

宏观经济偏弱而货币流动性
预期趋紧，市场开始回调。

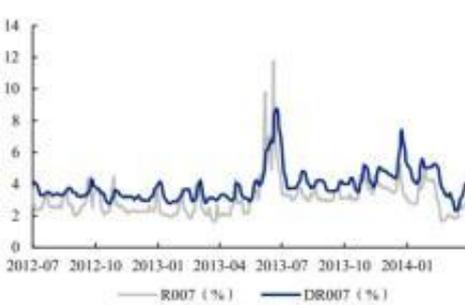
2月后，央行重启正回购回笼市场流动性，叠加IPO核准暂告段落并将于3月重启发审，均使得市场流动性预期趋紧。此外，2013年四季度以来房地产市场显著降温，房价下跌叠加银行收紧房贷让经济增长预期继续弱化，而市场畏高和获利了结情绪也较为浓厚，在多重因素拖累下，创业板自2014年2月开始回调，年末行情结束。

图表 33: 创业板业绩增速持续攀升



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 34: 2013 年两度“钱荒”



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

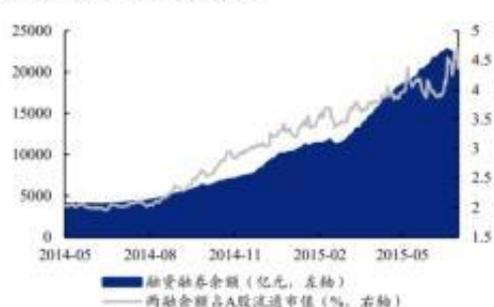


7、2014年年末：蓝筹暴动，成长接力，年末开启牛市行情

流动性环境超预期宽松，年末大盘蓝筹大幅上涨。

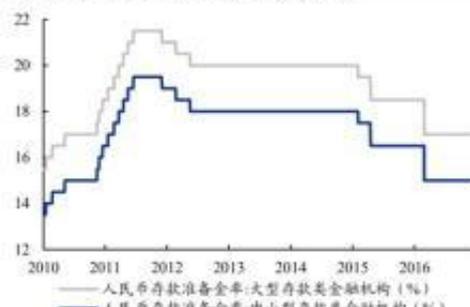
2014年宏观经济乏善可陈，经济增速继续向下换挡，三季度跌至7.1%，CPI降至1%区间。7月政治局会议明确“扩大有效投资”和“扩大消费需求”，宏观调控政策开始加码：流动性方面，年内两次定向降准，11月21日央行更是自2012年7月以来首度实施降息，宣告货币政策转向宽松，信贷投放力度也明显加大。增量资金也在持续入场，2014年11月两融余额为0.75万亿，2015年1月已突破万亿达到1.2万亿，场外配资超过万亿规模，而金融创新也打通了银行理财入市渠道。此外，市场改革氛围浓厚，资本市场制度改革措施频出增强了市场信心，“国企改革”与“一带一路”等主题投资热也支撑了蓝筹股阶段性上涨。

图表 39: 杠杆资金持续攀升



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 40: 2015 年初时隔三年首度降息



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

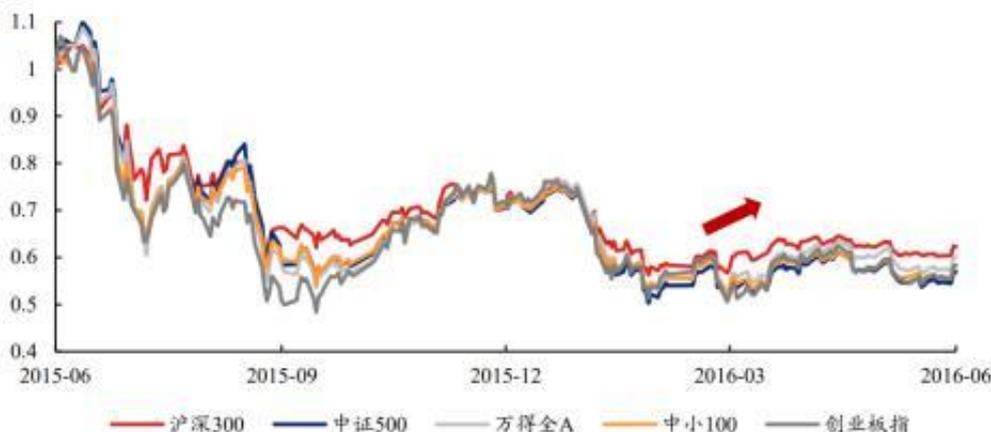
金融周期领涨突破

，成长消费接力上行，新一轮牛市正式开启。

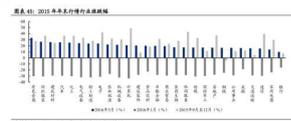
年末央行超预期降息，彻底引燃市场乐观情绪，大金融、沪港通和“一带一路”等热门投资行业与主题率先受到增量资金追捧，市场优势风格由此前的成长切换至金融地产和周期行业，权重板块持续发力并最终带领指数迅速突破2013年高点。2015年初，监管层检查券商两融违规操作引发市场担忧情绪升温，金融地产偃旗息鼓，拖累指数阶段性回调。而随后官方表态继续呵护市场，杠杆资金重新大举入市，

市场风格则由蓝筹股又切换回了中小创，科技成长与消费再度占优。这主要受益于当时的互联网产业处于上行周期、产业政策利好频出，盈利预期持续强化，同时资本市场并购重组也不断放松，创业板公司通过外延式并购实现业绩边际改善，为上涨注入了内在动力，A股新一轮牛市也自此开始加速。

图表 42: 2015 年下半年至 2016 年上半年市场走势 (2015 年 5 月 31 日=1)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理



9、2016年年末：经济修复预期强化，市场展开春季攻势

经济修复预期强化带动下，年初市场迎来反弹。

2016年年末，险资和产业资本相继掀起“举牌”潮，引发证监会多次表态并升级监管措施；年底的中央经济工作会议正式提出要“把防控金融风险放到更加重要的位置”，金融监管开始趋严；同月美联储宣布加息，市场情绪降温，股指经历回调。在宏观经济方面，2016年供给侧结构性改革已经初见成效，去产能后上游企业利润得到修复，PPI开始上行，国内经济逐步企稳，同时全球经济在下半年也经历了共振复苏；2017年初固定资产投资增速继续上行，市场对于经济基本面修复预期开始强化。虽然2016年货币环境整体趋紧，但央行在2017年初通过临时流动性便利（TLF）向市场补充了流动性，缓解了节前流动性压力，且定增新规也从严约束了定增业务，稳定了市场情绪。经济修复叠加流动性平稳，指数自1月下旬至4月企稳回升，展开春季攻势。

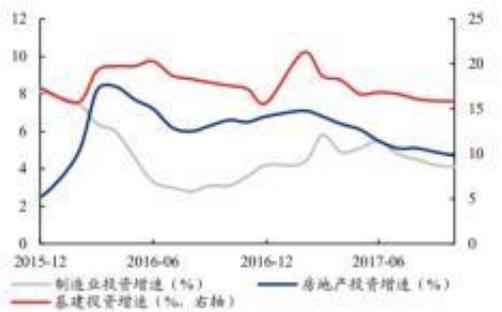
金融监管政策频出，市场风险偏好下降，春季攻势结束。

2017年4月开始，金融监管形势开始进一步趋严，政治局会议明确将维护金融安全作为治国理政的一件大事，证监会、银监会、保监会监管政策密集出台，弥补制度补短板，市场风险偏好显著下降，成为年末行情结束、市场回调的重要原因。

图表 47: 全球经济开始复苏



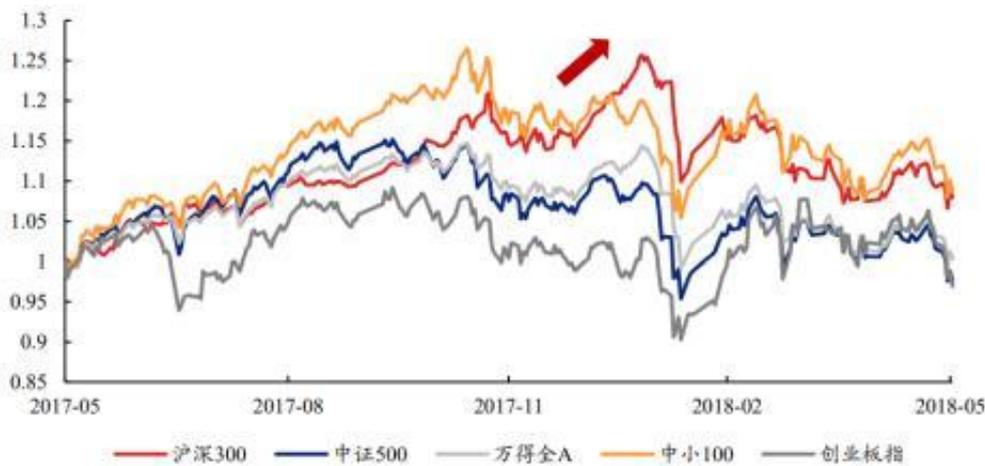
图表 48: 基建投资增速回升



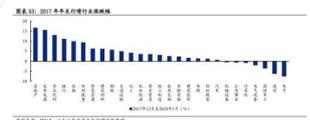
大消费与周期股涨幅居前，价值强于成长。

随着外资入场、监管层引导，叠加行情维持弱势，投资者开始倾向于寻找防御性强的个股，具备高股息、低估值的价值股开始成为市场投资主线，家电、食品饮料等大消费行业白马蓝筹股崛起。此外，去库存叠加国际大宗商品价格上行带动周期行业利润改善，周期股在年末表现相对较好，而基建投资的发力也让建筑建材行业涨幅明显，科技成长类行业表现总体偏弱。

图表 50: 2017 年下半年至 2018 年上半年市场走势 (2017 年 5 月 31 日=1)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理



11、2018年年末：货币信用双宽，市场迎来估值修复行情

宏观经济呈现修复迹象

，流动性宽松下市场估值快速修复。

2018年全年被经济增速持续下滑和中美贸易摩擦的阴影所笼罩，市场表现低迷，估值水平也降至底部区域。年末宏观经济出现企稳回升，投资、出口、工业生产多项数据显示经济呈现修复态势，中美经贸谈判也取得了积极进展，市场情绪逐渐好转。2019年年初，国家领导人表态要加大逆周期调节力度，宏观调控开始加码宽松，1月4日央行宣布全面降准1%，市场情绪得到大幅提振，上涨行情开始启动。期间

资金利率显著回落，1月天量社融也大超市场预期，货币信用双宽持续验证，叠加MSCI纳入A股，外资大举入场。宏观与微观流动性宽松的共同驱动下，市场在经历近一年熊市后，走出了一段估值修复行情。

政策

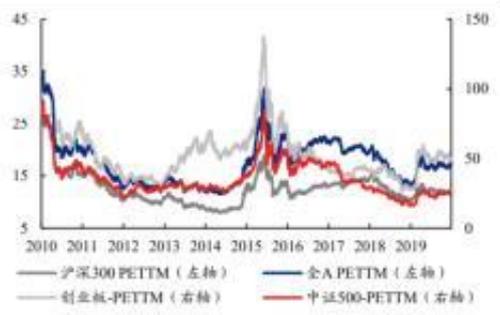
收紧预期

开始强化，叠加贸

易摩擦再起，风险偏好回落，市场加速下跌。

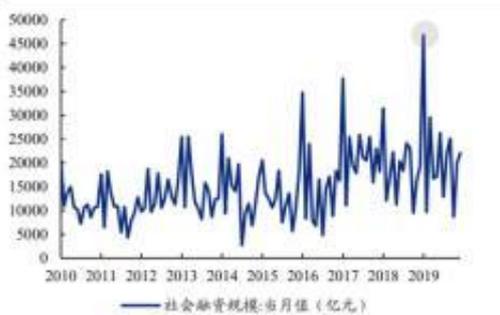
一季度GDP同比与2018年四季度持平，经济企稳预期得到验证，而政治局会议明确提出“一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好”，进一步强化货币政策收紧预期，引发市场回落调整。此外，中美贸易摩擦也再起波澜，美国政府宣布将对价值2000亿美元的中国商品关税税率进行调整，从原先的10%增加至25%，风险偏好回落，市场开始加速下跌，年末行情结束。

图表 55: 市场估值处于低位



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 56: 2019年1月新增社融规模大超预期



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理



12、2019年年末：经济企稳与流动性宽松合力推升年末行情

内外环境边际回暖，市场上行动力充足。

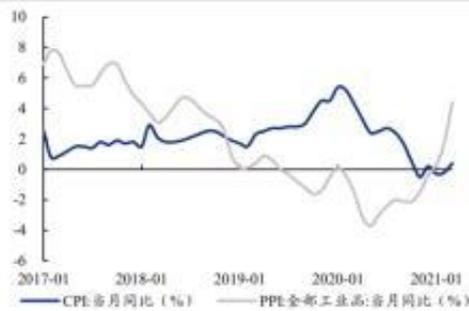
国内经济逐步企稳，12月CPI同比增速低于市场预期，一定程度上缓解了通胀压力，且PPI降幅也持续收窄并在1月转正。国常会在12月释放了积极的货币信号，次年1月6日央行就宣布了全面降准0.5%，年初市场利率中枢也明显下移，而1月信贷社融再超预期也宣告了信用宽松。此外，年内财政前移、减税降费政策落地、中美第一阶段贸易协议签署等均显著提振市场情绪。12月市场启动年末上涨行情。

疫情爆发，市场巨震，年末行情戛然而止。

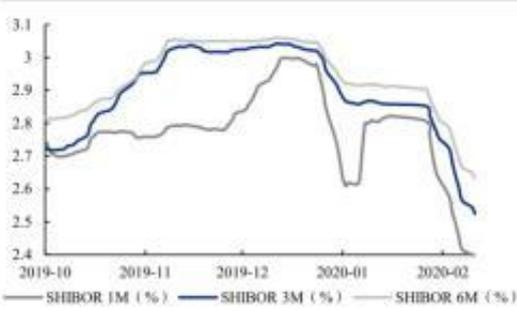
国内新冠疫情自1月20日开始全面爆发，市场在节前开始明显转向回落。春节期间，随着疫情的不断发酵，避险情绪显著升温。节后首个交易日，恐慌情绪集中释放，市场暴跌，上证综指、沪深300和创业板指跌幅分别达7.72%、7.88%和6.85%

，沪深两市共计3209只股票跌停，年末上涨行情也最终因疫情戛然而止。

图表 61: CPI 同比增速开始高位回落



图表 62: 年初资金利率回落

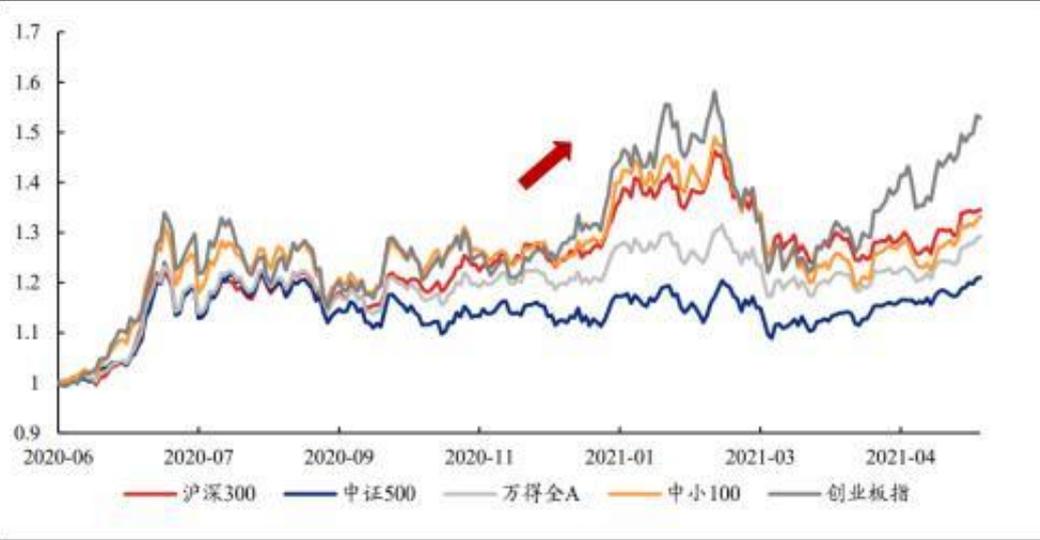


年末行情科技成长与周期共舞。

2019年资本市场改革开放持续深化，从推出科创板并试点注册制、修订《证券法》到启动沪伦通、推出“深改十二条”等，政策红利持续释放，大力扶持高新技术产业让科技成长行业在2019年下半年表现不俗。电子、计算机、电气设备等行业在年末行情中优势延续，涨幅居前，而随着经济企稳，滞涨的周期行业也迎来估值修复。

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 64: 2020 年下半年至 2021 年上半年市场走势 (2020 年 5 月 31 日=1)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理



顺周期与消费领涨市场。

随着国内经济持续复苏，顺周期板块兼具业绩与估值性价比，自2020年三季度开始已有所表现，有色金属、化工、钢铁等行业在年末行情中延续优势，领涨市场；而随着国内经济复苏由上半场步入中场，不确定性增加，市场对业绩增长确定性的要求开始提升，也使得龙头抱团极致演绎，休闲服务、食品饮料、新能源等板块的核心资产在资金的集中涌入下估值溢价显著提升并逐渐走向泡沫化。