

2026 年 05 月 18 日

策略专题研究

研究所:

证券分析师:

赵阳 S0350525100003

zhaoy05@ghzq.com.cn

港股与美股有哪些日历效应？

最近一年走势



相关报告

《行业景气度观察周报 5 月第 1 期: 锂盐价格明显上涨, DRAM 价格结构性上行*赵阳》——2026-05-14

《海外周报 5 月第 2 期: 强劲非农难改货币政策预期*赵阳》——2026-05-11

《流动性周报 5 月第 2 期: 资金面冷热不均加剧, ETF 继续净流出, 两融创新高*赵阳》——2026-05-11

《新高的微盘股, 风格全面扩散和轮动加速的 5 月*赵阳, 李历》——2026-05-09

《流动性周报 5 月第 1 期: 股票 ETF 连续 8 周净流出, 基金发行显著回暖*赵阳》——2026-05-05

本篇报告解决了以下核心问题: 1、美股与港股年内维度的季节性表现特征与强弱转换规律; 2、各类日历效应的内在驱动因素与触发逻辑分析; 3、日历效应对美港股市场行业轮动路径及配置节奏的指引作用。

投资要点:

- **美股宽基指数月度日历效应:** 标普 500 指数在不同月份间存在明显的强弱分化。其中, 2 月、5 月及 9 月表现相对疲弱, 对指数全年表现构成一定拖累。而在 1 月、4 月、7 月及 12 月均展现出较强的上涨特征。
- **美股政治周期规律:** 大选年先抑后扬, 第二年稳健上涨, 中期选举年震荡承压, 第四年涨幅扩大。
- **美股行业轮动的日历效应相对有限:** 盈利预期占优的行业表现出较强的趋势延续性, 信息技术相关的软件服务、硬件设备及半导体板块在年内多数月份持续跑赢大盘。年内的行业轮动斜率较为平缓, 且主要集中于岁末年初: 11-12 月汽车及耐用消费品板块具备较强的向上弹性; 在 11 月至次年 1 月的窗口期, 能源(煤炭)、材料(有色)及工业制造等顺周期板块通常能取得显著的超额收益。
- **港股春季躁动行情:** 行情主要集中于 12 月末至次年 2 月中旬, 2017 年至 2026 年间平均持续时长为 57.5 天, 恒生科技指数在春季躁动窗口期表现出极强的向上弹性, 高股息率指数表现则相对滞后。
- **港股红利资产的日历效应:** 与港股派息机制及资金配置偏好高度相关, 红利资产在 4 月具备显著的超额收益, 随后在 6-10 月期间走势显著趋弱, 并于 11-12 月迎来回升。
- **港股行业轮动的日历效应:** 11 月至次年 2 月, 有色、石化等顺周期板块受红利配置需求及春季躁动提振, 易获超额收益; 2 月市场风险偏好提升, 新能源、电子、计算机等高景气赛道受益于主题投资活跃, 估值弹性较强; 4-5 月受技术峰会映射 TMT 板块走势转强; 11 月传统消费旺季带动家电、食品饮料等消费行业走强。

- **风险提示：**历史比较法的局限性；部分数据发布更新频率较慢难以反映最新现状；美国货币政策超预期紧缩；通胀显著超预期；产业进展不及预期；全球宏观不确定性加剧。

内容目录

1、 美股日历效应研究	5
1.1、 美股宽基指数月度日历效应	5
1.2、 美股宽基指数政治周期日历效应	9
1.3、 美股行业轮动日历效应相对有限	11
2、 港股日历效应研究	13
2.1、 港股春季躁动行情	14
2.2、 港股红利资产的日历效应	15
2.3、 港股行业轮动的日历效应	16
3、 风险提示	17

图表目录

图 1: 标普 500 月度平均涨跌幅	5
图 2: 纳斯达克指数月度平均涨跌幅	6
图 3: 根据月度日历效应优化后的策略表现优于买入持有策略	6
图 4: 1 月美国长期共同基金转为资金流入	7
图 5: 标普 500 自 7 月起下半年波动率中枢显著抬升	8
图 6: 季末美国税收集中征收	8
图 7: 7-8 月标普 500 成交量显著降低	8
图 8: 标普 500 圣诞行情涨跌幅表现	9
图 9: 美联储量化宽松抑制回购市场资金面波动	9
图 10: 标普 500 政治周期平均涨跌幅	10
图 11: 纳斯达克政治周期平均涨跌幅	10
图 12: 标普 500 政治周期下月度涨跌幅	10
图 13: 纳斯达克指数政治周期下月度涨跌幅	11
图 14: 美股行业轮动的日历效应表现	12
图 15: 标普 500 科技行业盈利和市值占比同步提升	12
图 16: 美国 GDP 结构变化	12
图 17: 自 2020 年南向资金加速流入且成交占比提升	13
图 18: 港股上市中资股规模和成交额占比增加	13
图 19: 港股与 A 股在 2020 年后高度相关	13
图 20: 港股与美股在 2020 年前高度相关	13
图 21: 春季躁动港股科技显著跑赢高股息指数	14
图 22: 港股春季躁动各行业表现	14
图 23: 港股红利股的日历效应	15
图 24: 港股上市公司 3 月集中披露分红计划	16
图 25: 港股上市公司在 5-9 月除净数量显著增加	16
图 26: 港股行业轮动的日历效应表现	17

本篇报告解决了以下核心问题：

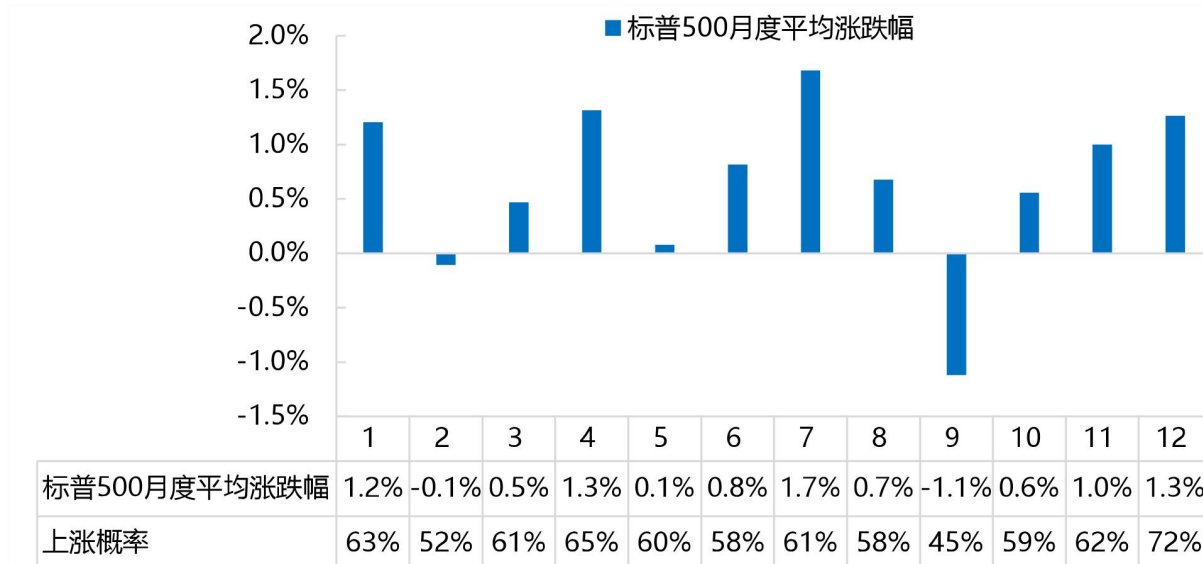
1、美股与港股年内维度的季节性表现特征与强弱转换规律；2、各类日历效应的内在驱动因素与触发逻辑分析；3、日历效应对美港股市场行业轮动路径及配置节奏的指引作用。

1、美股日历效应研究

1.1、美股宽基指数月度日历效应

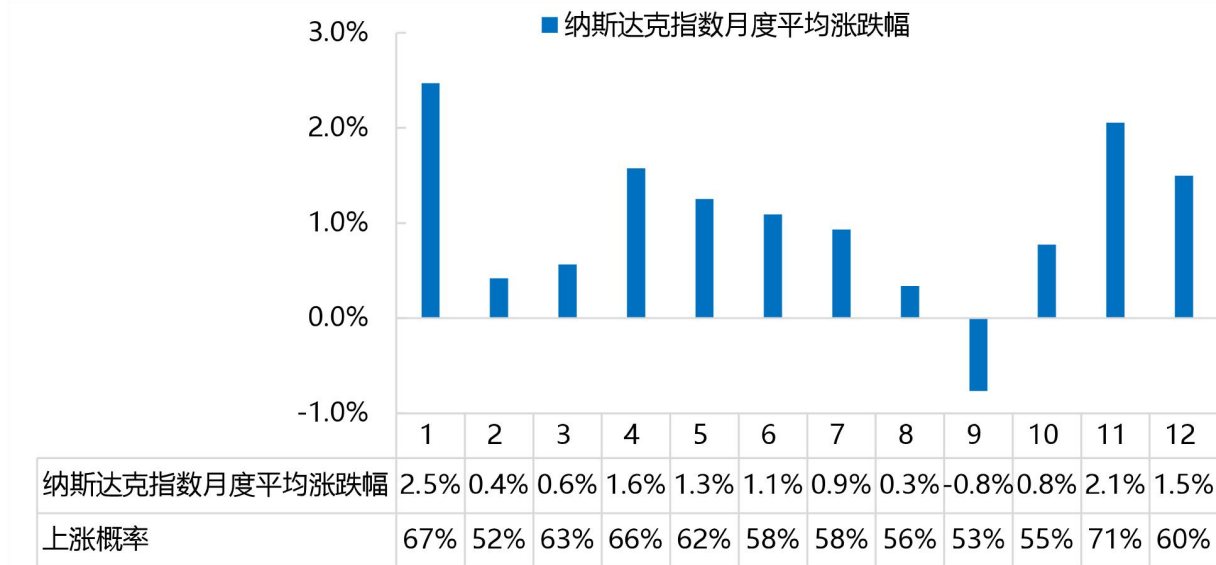
以标普 500 指数为例，美股指数在年内呈现出较为显著的日历效应。历史统计显示，美股各月度上涨概率均值约 60%，月均涨跌幅均值为 0.7%，但在不同月份间存在明显的强弱分化。其中，**2 月、5 月及 9 月表现相对疲弱**，尤其是 9 月，平均涨跌幅为 -1.1%，上涨概率仅为 45%；2 月平均涨幅为 -0.1%，上涨概率为 52%，对指数全年表现构成一定拖累。与之形成对比的是，**1 月、4 月、7 月及 12 月均展现出较强的上涨特征**，月均涨幅均超过 1%，其中 12 月的上涨概率达 72%。此外，上述统计规律在纳斯达克指数中也有类似体现。

图 1：标普 500 月度平均涨跌幅



资料来源：Wind，国海证券研究所（注：统计区间为 1928.1-2026.4）

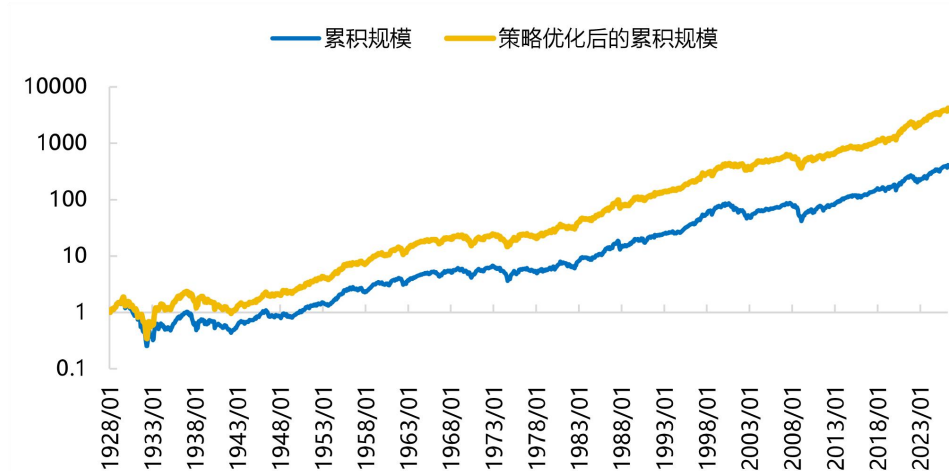
图 2：纳斯达克指数月度平均涨跌幅



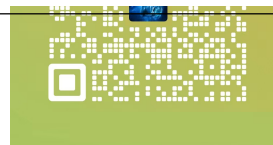
资料来源：Wind，国海证券研究所（注：统计区间为 1971.2-2026.4）

基于上述统计结果，我们将优化后的择时策略与基准策略（买入持有）进行对比。回测显示，尽管部分月份的日历效应并未改变美股长期上行趋势，但基于日历效应的策略优化确实表现出改善累积收益率的潜力。具体策略逻辑如下：在收益率表现相对滞后的 2 月和 9 月采取空仓避险，而在 12 月、1 月、4 月和 7 月等高胜率窗口将头寸权重提升至 1.2 倍。模拟计算显示，优化策略的长期累积收益率显著提升，自 1928 年以来的净值曲线与基准策略相比表现出明显的超额收益。因此，本报告旨在深入挖掘美股日历效应的内在触发因素与跟踪维度，以期为全年的交易节奏及投资决策提供参考。

图 3：根据月度日历效应优化后的策略表现优于买入持有策略



资料来源：Wind，国海证券研究所

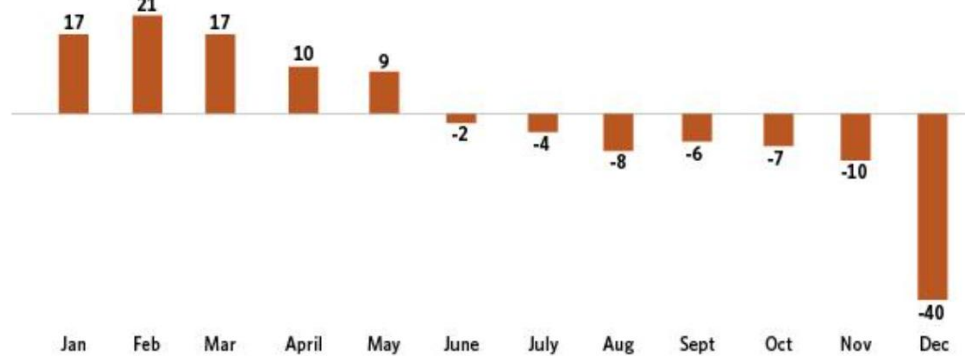


1月效应：历史数据表明，美股在1月份呈现出较为显著的季节性上行特征，这也是美股统计特征最为显著的日历效应之一。自1928年1月至2026年4月，标普500指数在1月的平均涨跌幅达1.2%，上涨概率为63%，其收益水平与胜率均处于年内高位。

1月效应稳定存在的理由主要有以下三个：1、税损收割后的流动性回补：投资者通常在年底处置浮亏头寸以抵扣当年度税款，随着计税期结束，投资者在年初重新构建仓位导致买入动能集中释放，驱动股市走强；2、机构投资者粉饰配置能力和选股能力，为优化年度持仓披露表现，机构倾向于在年末减持表现滞后的品种，并于次年初重新进行资产配置；3、年终奖金与退休金计划的配置需求：岁末年初相关增量资金集中流入，为市场提供了持续的资金流动性支撑。上述逻辑共同导致了前期表现偏弱的标普成分股在11-12月面临季节性抛压，而1月的资金集中流入则进一步推动了市场的估值修复与行情走强。

图 4：1 月美国长期共同基金转为资金流入

Figure 2: Seasonal Factors for Monthly Long-Term Mutual Fund Flows*
Billions of dollars



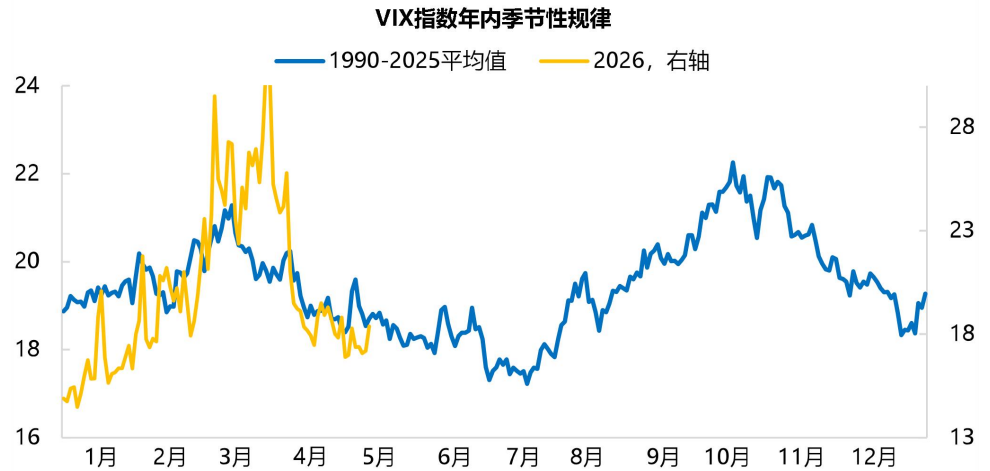
*Each bar represents the average of the month's seasonal factors estimated over the period from January 2009 to December 2018 using the X-13 ARIMA statistical technique

Source: ICI calculations

资料来源：ICI（注：统计区间为 2009.1-2018.12）

5月离场效应：需要明确的是该策略并非指5月单月表现显著承压，而是指在5月调降头寸并于11月重新增加配置。历史统计显示，5-10月的平均涨跌幅在统计学意义上弱于11月至次年4月，这主要受暑期交易活跃度下降及9月季节性回调的拖累。从资金面看，6-12月长期共同基金的净流入规模明显低于年内其他时段；从波动率看，下半年市场的波动中枢通常高于上半年，交易难度有所上升。因此，投资者在下半年应对美股市场的波动性及潜在风险保持审慎。

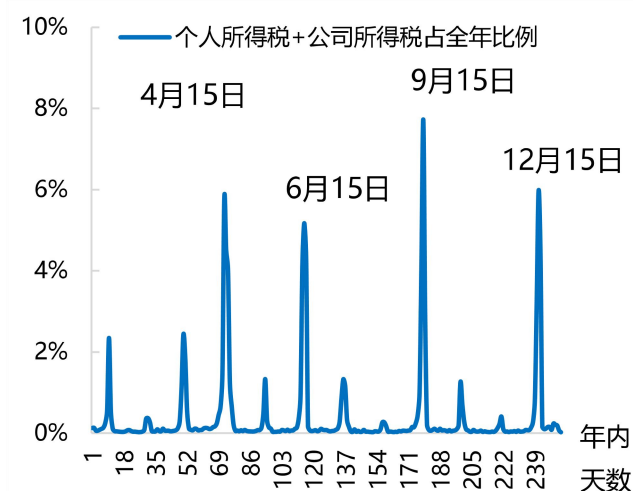
图 5：标普 500 自 7 月起下半年波动率中枢显著抬升



资料来源：iFind，国海证券研究所（注：统计区间为 1990.1.1-2025.12.31）

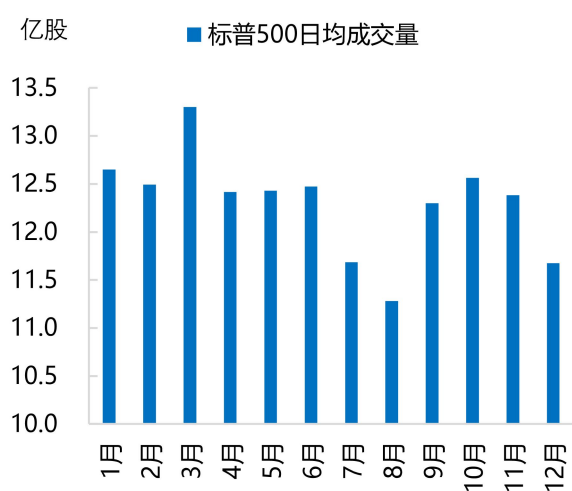
9 月效应：历史统计显示，美股在 9 月的收益水平及上涨概率均显著弱于年内其他月份，其背后的逻辑驱动主要源于以下两个维度：1、**季节性头寸再平衡与流动性约束：**随着夏季交易淡季结束，市场活跃度回升，机构投资者开始进行季节性仓位再平衡；同时，受美国税期影响，流动性阶段性收紧对股市估值形成边际压力，导致 9 月市场表现出明显的季节性疲弱特征；2、**新财年开启前的流动性虹吸：**10 月为美国新财年的起始点，财政开支需求的扩大促使美国财政部通常在 9 月加大短期国债发行力度，以补充 TGA 账户余额，进一步加剧了市场资金面的偏紧态势。

图 6：季末美国税收集中征收



资料来源：美国财政部，国海证券研究所
（注：统计日期为 2006.1.-2022.12.30）

图 7：7-8 月标普 500 成交量显著降低

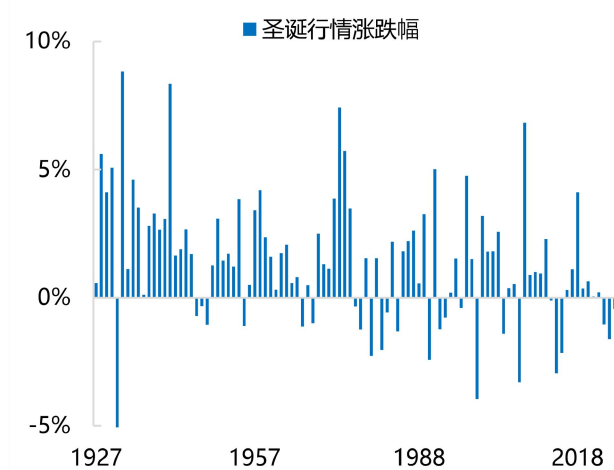


资料来源：Wind，国海证券研究所
（注：统计日期为 1950.1-2025.12）

12月圣诞行情：历史统计显示，美股在每年最后5个交易日及次年前2个交易日通常呈现较强的上行态势。逻辑上年底节假日窗口及零售消费旺季的景气表现，有效提振了市场的风险偏好，1927年至2025年间，圣诞行情期间的平均涨幅达1.37%，折算的年化收益率显著高于标普500指数的长期均值，上涨胜率高达73%。

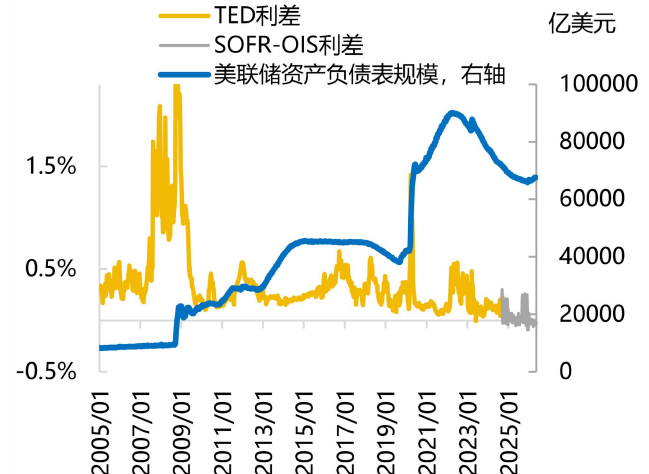
然而，2010年以后，美股圣诞行情的季节性溢价出现明显收窄。主要原因在于美联储实施量化宽松后，市场流动性长期维持充裕，波动率趋于平滑，导致季节性博弈动能减弱。值得注意的是，圣诞行情对次年风险偏好的指引在近三年也出现背离：自2022年以来，尽管圣诞行情表现相对疲弱，但在科技进步及AI产业周期的强力驱动下，美股仍维持了强势表现，这表明在强劲的产业叙事背景下，日历效应对中长期风险偏好的边际影响有可能会降低。

图 8：标普 500 圣诞行情涨跌幅表现



资料来源：iFind，国海证券研究所

图 9：美联储量化宽松平抑制回购市场资金面波动

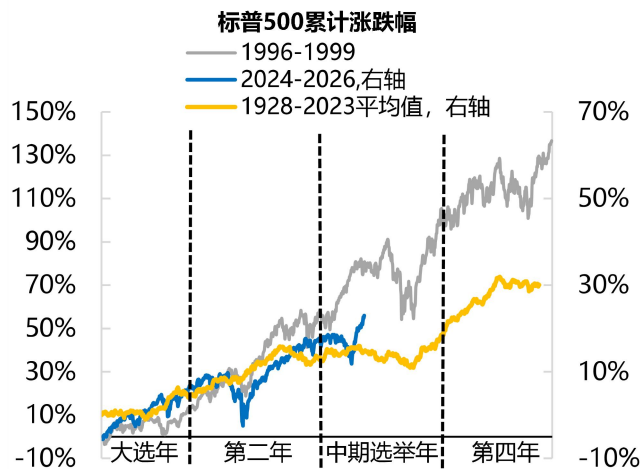


资料来源：iFind，国海证券研究所

1.2、美股宽基指数政治周期日历效应

除月度日历效应外，美股还呈现出显著的政治周期规律，核心驱动力源于四年一度的美国大选及中期选举。在完整的总统任期内，大选年通常表现出先抑后扬的风险偏好特征：上半年受选举结果不确定性压制，政治溢价走高，11月大选落定后，随着政策落地预期明朗，确定性溢价释放推动年末股市走强。任期第二年，新任政府集中兑现竞选承诺，市场多维持稳健上行。进入中期选举年，政治不确定性再度抬升，市场往往显著转弱并陷入震荡，若执政党在中期选举后失去议会控制权形成分裂政府，则未来立法及政策推行难度加大，市场预期趋于审慎。任期第四年，在政治周期的再选诉求驱动下，执政当局通常会加大扩张性财政政策及民生刺激力度以提振就业与经济，标普500指数的平均涨幅及上涨概率均会出现明显抬升。

图 10：标普 500 政治周期平均涨跌幅



资料来源：iFind，国海证券研究所

图 11：纳斯达克政治周期平均涨跌幅



资料来源：iFind，国海证券研究所

除年度层面的波动外，中期选举年美股宽基指数的月度日历效应较非选举年也出现显著变化。标普 500 指数在此时期的月度表现系统性低于非选举年同期水平，其中 6 月、8 月及 9 月的平均回报均在 -1% 左右，6 月的上涨胜率进一步压缩至 33%。纳斯达克综合指数的这一季节性修正特征更为显著，在中期选举年的 3-9 月期间，月度回报均值普遍转负；即便是在 1998 年科网泡沫加速扩张的强趋势行情中，受亚洲金融危机等宏观扰动与政治周期不确定性的共振影响，该阶段的最大回撤超过 10%。

图 12：标普 500 政治周期下月度涨跌幅

标普500					
	特定月份涨跌幅		1998中期选举年 月度涨跌幅	特定月份上涨概率	
	中期选举年	非选举年		中期选举年	非选举年
1月	0.39%	1.67%	4.38%	54.17%	70.83%
2月	-0.20%	0.48%	7.35%	45.83%	58.33%
3月	0.14%	0.68%	4.22%	54.17%	60.42%
4月	-0.23%	2.55%	0.09%	54.17%	66.67%
5月	-0.31%	0.73%	-0.35%	45.83%	62.50%
6月	-0.97%	1.77%	4.37%	33.33%	62.50%
7月	1.00%	1.16%	-1.17%	54.17%	58.33%
8月	-1.25%	0.10%	-7.34%	58.33%	47.92%
9月	-1.09%	-1.31%	0.59%	50.00%	47.92%
10月	2.94%	-0.36%	1.59%	83.33%	56.25%
11月	0.43%	4.69%	-2.58%	58.33%	64.58%
12月	1.68%	2.56%	8.43%	54.17%	64.58%

资料来源：iFind，国海证券研究所

图 13：纳斯达克指数政治周期下月度涨跌幅

纳斯达克综合指数					
	特定月份涨跌幅		1998中期选举年	特定月份上涨概率	
	中期选举年	非选举年	月度涨跌幅	中期选举年	非选举年
1月	-1.27%	4.42%	6.58%	46.15%	76.92%
2月	2.27%	-0.27%	9.91%	53.85%	50.00%
3月	-0.06%	1.98%	2.72%	53.85%	69.23%
4月	-0.55%	3.12%	1.81%	46.15%	80.77%
5月	-0.84%	2.51%	-3.93%	46.15%	73.08%
6月	-2.63%	1.90%	6.31%	30.77%	69.23%
7月	-0.35%	1.57%	-0.51%	38.46%	65.38%
8月	-0.63%	0.24%	-10.37%	61.54%	57.69%
9月	-2.85%	-0.40%	3.13%	30.77%	57.69%
10月	4.05%	0.07%	-1.24%	69.23%	57.69%
11月	2.68%	2.54%	15.58%	76.92%	73.08%
12月	-0.39%	1.68%	9.83%	53.85%	65.38%

资料来源：iFind，国海证券研究所

1.3、美股行业轮动日历效应相对有限

从行业配置维度观察，美股行业轮动的日历效应相对有限。我们认为这主要源于美股市场显著的头部化特征，盈利预期占优的行业表现出较强的趋势延续性，且权益市场表现与基本面高度相关，自 1995 年以来，信息技术板块在标普 500 指数中的市值权重与利润贡献同步趋势性上行。随着技术进步驱动美国经济结构转型，信息技术相关的软件服务、硬件设备及半导体板块在年内多数月份持续跑赢大盘，导致市场集中度不断抬升。

美股市场集中度的演变实质上反映了美国经济结构的长期变迁——即便在制造业回流的政策导向下，制造业增加值占比缩减的趋势亦未发生根本性逆转；与之相对，金融、医疗保健、信息技术及专业商业服务在 GDP 中的占比整体呈攀升趋势。其中信息科技、金融和医疗保健具备稳健的盈利能力及基本面相对优势，使得美股的行业轮动特征呈现出相对缓和、由长期趋势主导的态势。

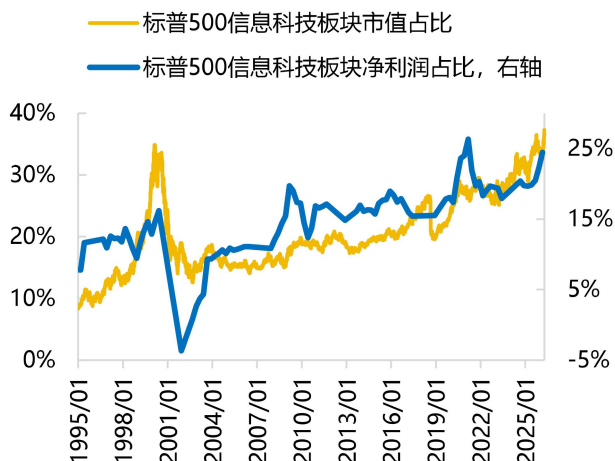
在这一背景下，年内的行业轮动斜率较为平缓，且主要集中于岁末年初：11-12 月，受益于圣诞及感恩节购物季带动的消费动能释放，汽车及耐用消费品板块具备较强的向上弹性；同时，在 11 月至次年 1 月的窗口期，顺周期策略亦展现出一定优势，能源（煤炭）、材料（有色）及工业制造板块通常能取得显著的超额收益。

图 14：美股行业轮动的日历效应表现

美股二级行业超额均值	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
Wind美国石油石化	0.81%	1.16%	0.19%	0.44%	-0.73%	0.12%	-2.14%	-1.29%	0.31%	1.48%	-1.82%	-0.78%
Wind美国化工	0.57%	1.78%	-0.47%	-0.23%	-1.03%	-1.31%	-0.85%	-1.17%	-1.60%	-1.15%	-0.08%	0.84%
Wind美国国防军工	0.51%	0.85%	-0.19%	-0.45%	-0.37%	-0.77%	-0.06%	-0.52%	0.51%	-0.42%	0.86%	0.52%
Wind美国企业服务	-0.22%	-0.23%	0.41%	-0.38%	0.12%	0.09%	-0.08%	-0.27%	-0.54%	-0.93%	-0.17%	0.12%
Wind美国交通运输	-0.60%	1.14%	-0.57%	-0.64%	-0.78%	-0.59%	0.87%	-3.63%	1.80%	0.38%	2.22%	0.39%
Wind美国汽车与零配件	0.18%	-1.26%	-1.60%	2.50%	-0.87%	-0.54%	0.87%	-0.12%	1.44%	-1.64%	1.88%	0.53%
Wind美国耐用消费品	0.39%	0.37%	-0.89%	-0.55%	-1.47%	-0.71%	0.39%	-0.08%	0.54%	-1.36%	1.09%	-0.74%
Wind美国消费者服务	0.19%	0.68%	-1.42%	0.66%	-1.24%	-1.34%	-1.34%	0.38%	0.93%	-0.22%	0.67%	0.77%
Wind美国传媒	1.16%	-1.23%	-1.93%	0.70%	0.38%	-0.17%	-0.66%	-0.34%	-0.22%	-0.04%	0.59%	1.02%
Wind美国可选消费零售	1.99%	-0.62%	0.48%	0.08%	-0.75%	0.44%	-0.66%	1.30%	0.43%	-0.52%	-0.46%	-1.10%
Wind美国日常消费零售	0.36%	0.03%	0.78%	-0.77%	-0.52%	-0.28%	-0.53%	0.63%	1.00%	0.04%	1.29%	-0.59%
Wind美国食品饮料	-0.19%	1.20%	0.63%	0.35%	-0.22%	0.16%	-0.66%	0.39%	0.27%	-0.16%	-0.47%	0.71%
Wind美国家庭用品	-1.21%	0.37%	-0.58%	-0.98%	-1.61%	-0.31%	-0.26%	0.93%	0.19%	-0.85%	0.21%	-0.06%
Wind美国医疗设备与服务	0.80%	-0.41%	-0.40%	-1.25%	-0.04%	0.55%	-0.89%	0.26%	0.00%	-1.09%	-0.08%	0.19%
Wind美国医药生物	0.42%	-0.26%	-0.28%	-1.16%	-0.44%	0.66%	-0.17%	0.35%	-0.01%	-1.30%	0.07%	0.02%
Wind美国银行	0.15%	-0.50%	-0.98%	1.57%	-1.20%	-1.95%	1.37%	-0.37%	0.93%	-0.35%	-1.30%	0.59%
Wind美国非银金融	0.18%	-1.19%	0.73%	1.27%	-0.64%	-1.26%	0.38%	2.52%	-0.28%	-0.53%	-0.71%	-0.22%
Wind美国软件服务	0.79%	0.07%	-0.64%	0.14%	0.96%	0.72%	-0.07%	0.28%	0.42%	0.59%	-0.89%	-0.05%
Wind美国硬件设备	-0.45%	0.98%	0.87%	0.02%	0.34%	-0.54%	1.48%	1.76%	-0.08%	-0.04%	-0.44%	0.07%
Wind美国半导体	0.92%	1.84%	0.51%	0.02%	2.26%	0.82%	0.56%	-0.13%	0.53%	-0.28%	0.73%	1.96%
Wind美国电信服务	0.02%	0.10%	0.02%	-0.52%	-1.71%	-0.12%	-0.07%	0.96%	0.54%	-1.08%	-1.00%	-0.80%
Wind美国公用事业II	0.33%	-0.92%	0.17%	0.35%	-0.38%	-0.81%	-0.60%	-0.65%	-0.36%	0.13%	-0.96%	0.57%
Wind美国房地产投资信托	0.23%	2.09%	1.92%	-2.63%	0.17%	0.20%	-1.87%	0.11%	-1.42%	-0.07%	0.08%	0.62%
Wind美国煤炭II	2.49%	0.21%	-2.08%	3.14%	2.10%	-2.72%	-1.57%	-1.30%	-0.38%	0.88%	-1.35%	0.73%
Wind美国建材II	0.59%	0.16%	-0.51%	0.47%	-0.98%	-1.27%	-3.50%	0.38%	-1.55%	-1.88%	2.32%	2.36%
Wind美国钢铁II	1.43%	1.13%	0.64%	0.13%	-2.73%	-0.84%	0.64%	-4.04%	-1.59%	0.95%	0.09%	2.71%
Wind美国有色金属	2.03%	1.67%	0.73%	0.14%	-1.30%	-0.26%	-0.87%	-2.14%	-0.50%	-0.33%	-1.17%	1.27%
Wind美国造纸与包装	-0.26%	0.88%	-0.14%	-0.60%	-1.60%	-1.35%	-0.37%	0.05%	-1.24%	-0.58%	0.79%	1.01%
Wind美国建筑	0.33%	1.03%	0.16%	0.99%	0.90%	0.19%	-1.25%	-0.12%	-1.12%	-0.39%	2.06%	0.29%
Wind美国电气设备	-0.04%	1.63%	-1.42%	0.35%	0.14%	0.26%	0.40%	-1.09%	0.07%	0.67%	2.30%	-1.77%
Wind美国机械	0.76%	1.33%	-0.38%	0.58%	-1.25%	-0.50%	-0.10%	-0.76%	-0.06%	0.18%	1.99%	-0.27%
Wind美国工业贸易与综合	-0.11%	0.26%	0.51%	-0.60%	-0.93%	-1.14%	0.16%	-1.02%	0.92%	-0.37%	1.05%	0.42%
Wind美国环保II	0.30%	0.65%	0.60%	-0.12%	0.52%	0.31%	-0.87%	0.32%	-0.24%	-0.31%	-0.15%	-0.38%
Wind美国家电II	0.65%	1.29%	0.12%	-1.49%	0.61%	-0.51%	0.72%	-1.75%	0.15%	-1.06%	-0.11%	0.52%
Wind美国纺织服装II	-0.91%	1.31%	-1.49%	-1.60%	-1.30%	-0.40%	-0.75%	0.26%	2.08%	-0.91%	1.79%	-0.24%
Wind美国房地产II	1.02%	1.04%	-2.56%	-0.69%	-0.96%	-1.41%	0.67%	-0.45%	0.26%	-1.85%	-0.98%	0.56%

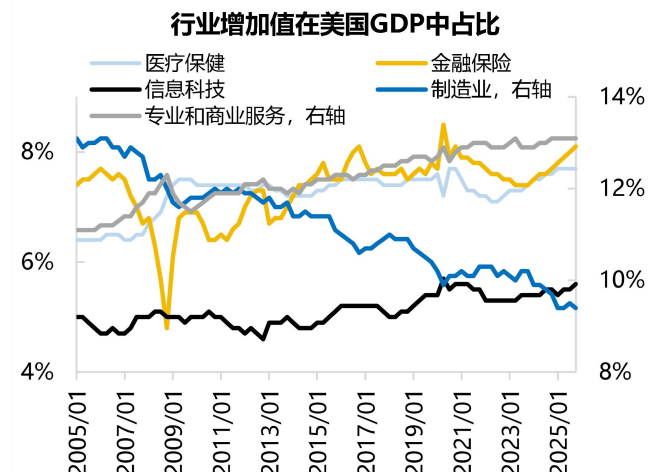
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 15：标普 500 科技行业盈利和市值占比同步提升



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

图 16：美国 GDP 结构变化

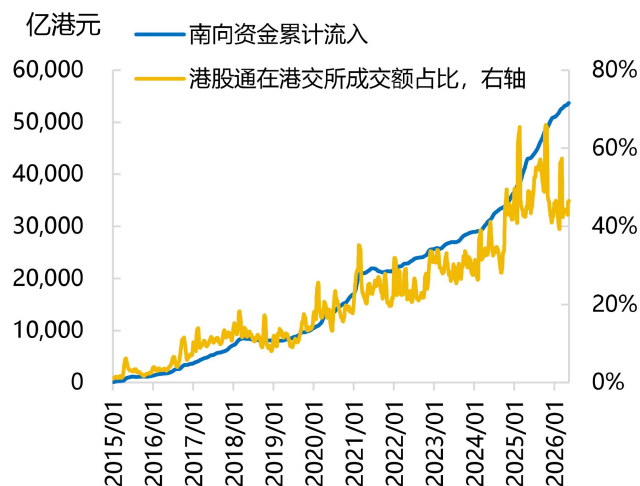


资料来源：Fred，国海证券研究所

2、港股日历效应研究

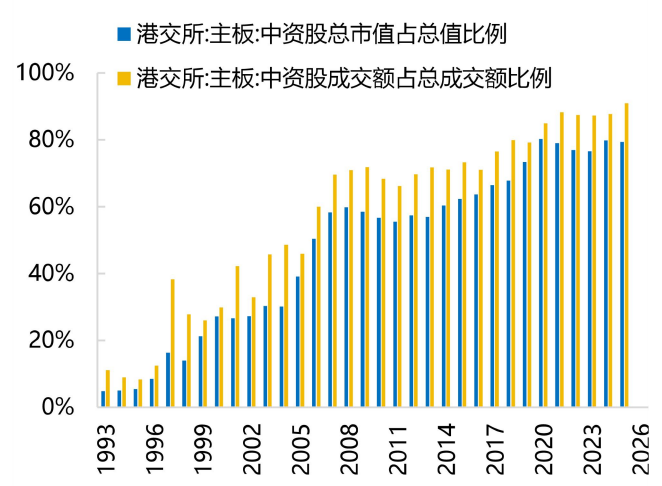
自 2020 年以来，港股与 A 股的相关性显著抬升，其日历效应亦表现出向境内市场趋同的特征。基于此，我们重点考察了港股市场的春季躁动效应、红利资产的季节性规律以及年内行业轮动的特征。随着南向资金持续大规模流入，其在港股市场成交额中的占比已提升至 40% 以上。内资规模的趋势性扩张重塑了港股市场的定价权结构，使其风险偏好与行为逻辑日益映射境内资金特征，估值体系呈现向 A 股趋同的态势。另一方面，截至 2025 年，港股主板市场中资股市值占比达到 79%，这决定了其基本面与 A 股市场的高度共振。2020 年以前，港股与美股表现出高度同步性；而 2020 年之后，港股与美股走势显著背离，转而与 A 股呈现出更强的联动特征。

图 17：自 2020 年南向资金加速流入且成交占比提升



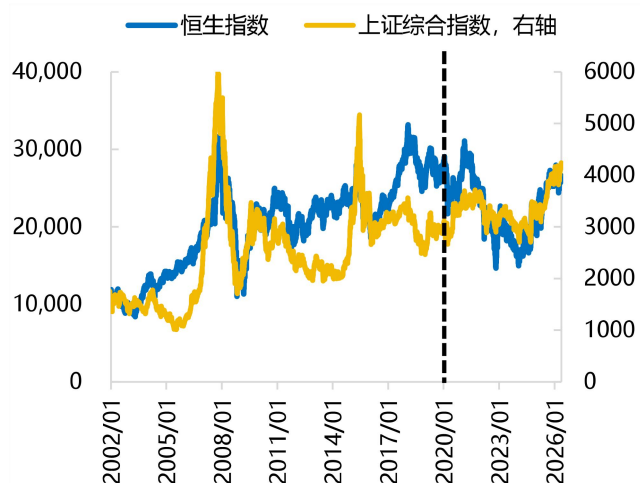
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 18：港股上市中资股规模和成交额占比增加



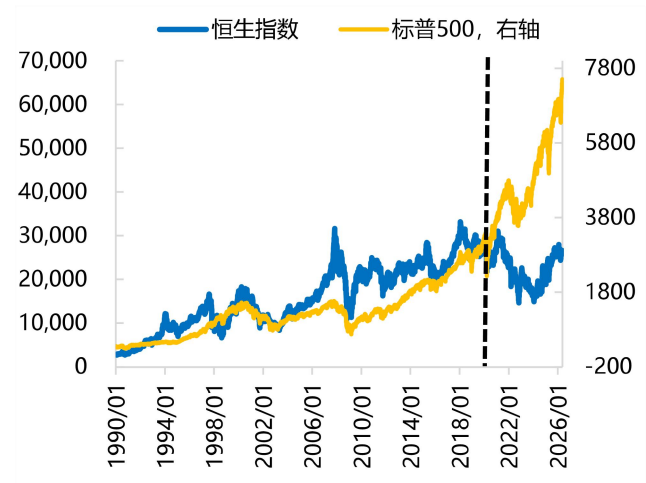
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 19：港股与 A 股在 2020 年后高度相关



资料来源：iFind，国海证券研究所

图 20：港股与美股在 2020 年前高度相关



资料来源：iFind，国海证券研究所

2.1、港股春季躁动行情

港股具备显著的春季躁动季节性特征。2017 年至 2026 年间的相关行情中，行情主要集中于 12 月末至次年 2 月中旬，平均持续时长为 57.5 天，期间港股主要指数及行业上涨胜率均显著提升。从指数弹性来看，恒生科技指数在春季躁动窗口期表现出极强的向上弹性，2017 年至 2026 年间平均涨幅达 21%，超额收益显著领先于其他宽基指数。与之相对，高股息率指数表现则相对滞后。这反映出在春季躁动期间，市场风险偏好通常处于高位，资产配置逻辑向成长属性较强的科技板块倾斜，导致其表现显著跑赢红利指数。

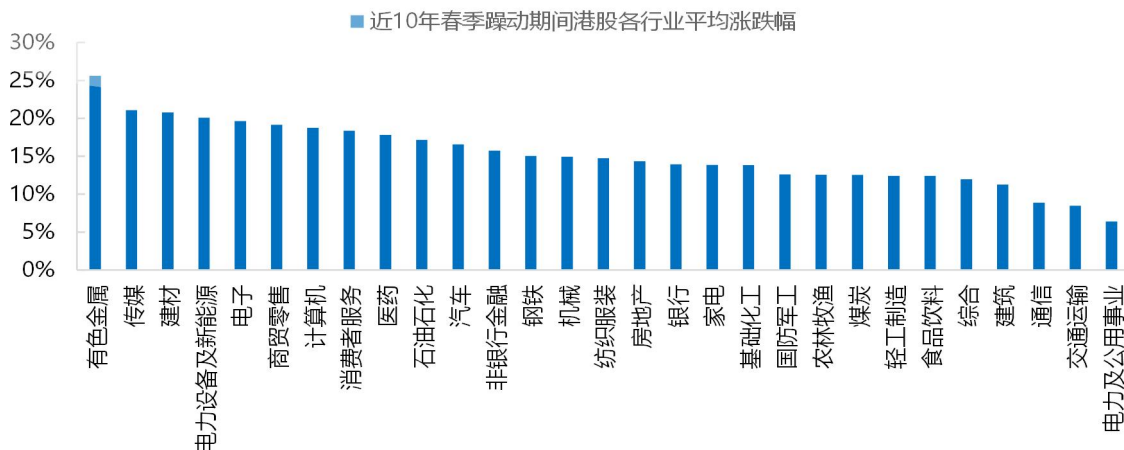
图 21：春季躁动港股科技显著跑赢高股息指数

年份	开始时间	结束时间	持续时间	恒生指数	恒生科技	恒生高股息率指数	恒生综合大型股指数	恒生综合中型股指数	恒生综合小型股指数
2026	2025/12/16	2026/1/29	44	9.1%	6.2%	7.2%	9.3%	9.9%	8.7%
2025	2025/1/13	2025/3/19	65	29.9%	41.8%	15.1%	31.3%	19.2%	23.7%
2024	2024/1/22	2024/3/12	50	11.7%	16.4%	10.0%	11.3%	11.1%	7.3%
2023	2022/12/20	2023/1/27	38	17.2%	16.7%	12.7%	18.0%	15.4%	16.5%
2022	2022/1/5	2022/2/17	43	6.5%	1.4%	5.0%	6.1%	0.5%	-0.5%
2021	2020/12/22	2021/2/17	57	18.2%	34.1%	12.6%	20.3%	21.8%	31.0%
2020	2019/12/4	2020/1/17	44	10.1%	23.5%	9.2%	10.6%	11.4%	11.2%
2019	2019/1/3	2019/4/9	96	20.0%	31.2%	17.3%	20.0%	25.1%	19.5%
2018	2017/12/7	2018/1/26	50	17.5%	9.4%	22.8%	18.1%	17.2%	20.2%
2017	2016/12/23	2017/3/21	88	13.7%	28.6%	18.0%	14.1%	18.0%	13.0%
平均值			57.5	15.4%	21.0%	13.0%	15.9%	15.0%	15.1%

资料来源：Wind，国海证券研究所

从行业维度观察，成长与周期板块在春季躁动期间均呈现出较强的向上弹性。其中，成长风格中的传媒、电力设备及新能源、电子及计算机行业涨幅居前，历史平均回报分别达 21.1%、20.1%、19.6%和 18.8%；周期板块中，有色金属与石油石化的平均涨幅亦分别达到 25.6%和 17.2%。基于历史复盘与统计特征，上述具备强进攻属性的行业可作为参与春季躁动行情的核心配置建议。

图 22：港股春季躁动各行业表现

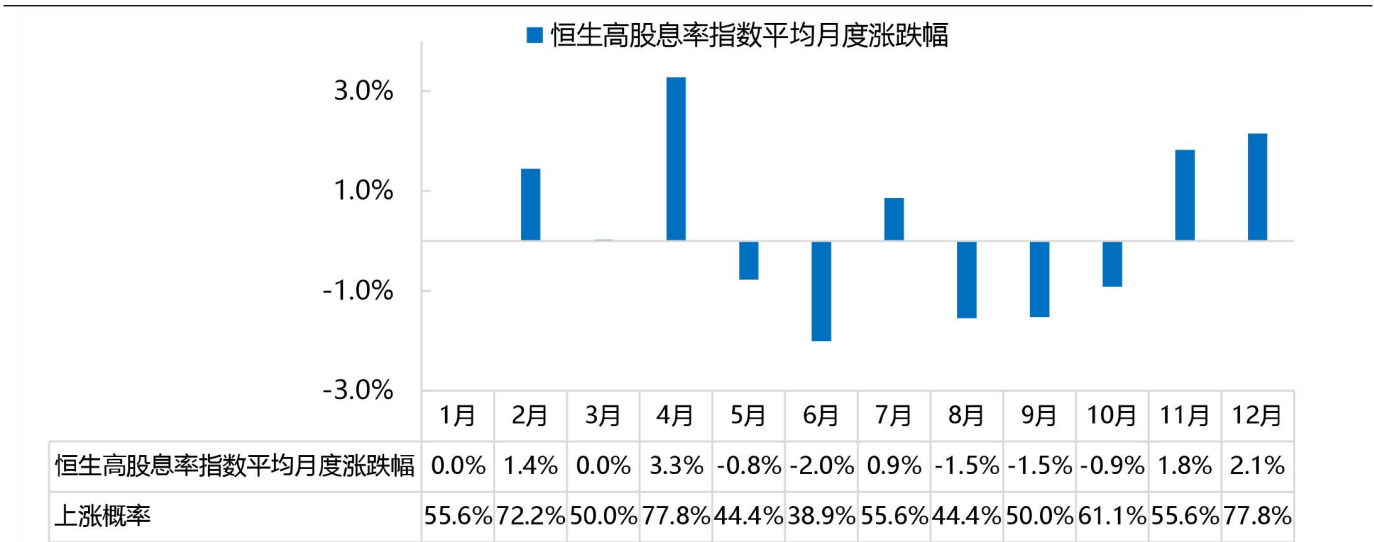


资料来源：Wind，国海证券研究所

2.2、港股红利资产的日历效应

港股红利资产的日历效应与港股派息机制及资金配置偏好高度相关。历史统计显示，红利资产在4月具备显著的超额收益，上涨胜率高达77.8%，平均涨幅为3.3%；随后在6-10月期间走势显著趋弱，并于11-12月迎来回升。

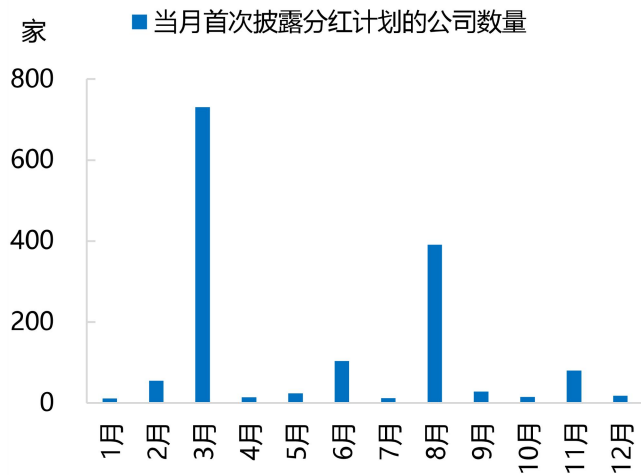
图 23：港股红利股的日历效应



资料来源：Wind，国海证券研究所

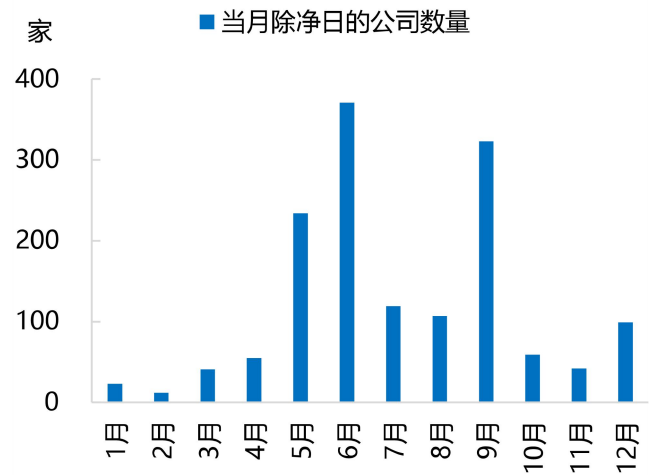
其内在驱动逻辑如下：**4月的“抢权”行情**：每年3月为港股年报及分红计划的密集披露期，追求股息收益的确定性资金通常在除净日前提前布局，引发含权溢价博弈，驱动4月红利板块走强。**5-9月的派息除净压力**：进入集中除净期后，前期捕获股息的资金已获得分红资格，部分绝对收益导向的资金倾向于在此时点获利了结以兑现资本利得；加之5-9月为港股上市公司的集中除净窗口，红利资产在此阶段表现相对疲软。**年末的资产配置再平衡**：岁末年初市场进入配置再平衡阶段。一方面，公募基金为锁定年度收益，存量资金倾向于流向安全边际较高的红利板块，另一方面，险资等长线资金的年度配置需求释放，进一步加速了红利资产的资金流入。

图 24：港股上市公司 3 月集中披露分红计划



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 25：港股上市公司在 5-9 月除净数量显著增加



资料来源：Wind，国海证券研究所

2.3、港股行业轮动的日历效应

由于港股市场对定期报告的披露要求相对精简，仅强制披露年报与中报，且披露窗口集中于每年 3 月及 8 月。这一制度特征导致港股市场存在较长的财报空窗期，为主题投资与概念逻辑的演绎提供了流动性窗口。

从行业轮动规律来看，周期与成长板块依然展现出较高的配置价值：

顺周期与红利逻辑：在 11 月、12 月及次年 2 月，有色金属、石油石化等顺周期板块通常能取得显著超额收益，11-12 月与红利资产配置节奏相吻合，而在 2 月受春季躁动情绪提振。

春季躁动的成长属性：在 2 月春季躁动期间，新能源、国防军工、电子及计算机等高景气赛道往往表现出更强的估值弹性，体现了该阶段成长风格与主题投资活跃的特征。

海外事件映射：4-5 月期间 TMT 板块往往走势转强，主要受 3-6 月间海外英伟达（GTC）、谷歌（I/O）及苹果开发者大会（WWDC）等重要技术节点的行业映射提振。

季节性消费动能：11 月作为传统消费旺季，相关资金流向带动家电、纺织服装及食品饮料等大消费行业表现显著优于年内其他时段。

图 26：港股行业轮动的日历效应表现

港股行业超额均值	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
石油石化	0.58%	1.89%	1.93%	1.84%	1.64%	1.10%	-2.13%	2.59%	0.56%	0.20%	-0.74%	0.41%
煤炭	0.28%	0.19%	2.13%	0.46%	2.95%	0.26%	0.97%	1.22%	1.68%	0.11%	0.30%	1.54%
有色金属	-0.56%	4.32%	1.38%	2.07%	0.57%	-1.29%	1.57%	-0.07%	-0.92%	-0.10%	1.57%	1.86%
电力及公用事业	-1.68%	0.74%	0.72%	-1.06%	2.00%	0.46%	-0.29%	0.16%	-0.28%	-1.31%	0.82%	0.51%
钢铁	-0.65%	-0.20%	-2.83%	0.65%	-0.68%	-0.28%	5.29%	-0.63%	-3.42%	-0.22%	5.12%	3.21%
基础化工	1.63%	3.53%	1.07%	-0.72%	1.19%	-0.23%	-1.89%	0.21%	-0.64%	-1.73%	2.07%	0.84%
建筑	-0.27%	2.31%	0.94%	0.99%	-0.02%	-2.62%	1.51%	-0.69%	-1.28%	2.14%	1.44%	-0.09%
建材	-0.58%	3.85%	4.17%	3.73%	0.68%	-3.51%	1.63%	0.02%	1.71%	-0.09%	3.83%	-0.24%
轻工制造	-2.00%	2.14%	-1.87%	0.74%	3.80%	-2.07%	0.96%	1.12%	1.03%	-1.17%	5.29%	0.09%
机械	-0.48%	1.18%	2.23%	-0.58%	1.02%	-2.70%	0.24%	-0.50%	-0.04%	-0.63%	1.19%	3.25%
电力设备及新能源	-0.19%	1.35%	-1.48%	-1.55%	1.79%	-2.17%	1.07%	-2.67%	2.49%	0.66%	0.52%	1.23%
国防军工	2.91%	5.86%	0.44%	1.42%	5.94%	-2.56%	4.16%	-1.80%	-2.77%	2.10%	3.12%	0.55%
汽车	-1.17%	3.19%	-0.72%	-0.81%	1.81%	0.26%	1.29%	0.57%	3.50%	1.02%	1.54%	-0.91%
商贸零售	-0.80%	2.17%	0.09%	-0.53%	-2.18%	0.04%	-0.75%	0.01%	2.04%	-0.27%	-0.81%	-0.13%
消费者服务	2.46%	0.47%	1.48%	1.35%	2.27%	-2.43%	0.09%	0.60%	1.18%	1.59%	1.22%	-0.39%
家电	0.61%	-0.91%	1.06%	-0.43%	2.86%	-1.03%	-1.22%	2.04%	1.00%	-0.75%	1.56%	2.13%
纺织服装	-0.90%	-0.29%	0.97%	0.09%	0.03%	0.70%	-0.60%	4.76%	0.29%	-1.65%	0.84%	0.05%
医药	-1.47%	2.89%	1.40%	0.03%	4.36%	0.03%	-1.21%	0.45%	-0.39%	-0.68%	1.97%	-1.33%
食品饮料	-1.79%	-0.08%	1.27%	-0.36%	1.99%	0.57%	-1.94%	1.40%	2.18%	-1.17%	0.98%	1.56%
农林牧渔	-0.20%	2.03%	0.67%	1.37%	0.47%	-2.50%	-1.22%	-0.20%	1.02%	-0.25%	1.01%	1.84%
银行	-0.09%	0.49%	1.16%	0.08%	1.76%	0.44%	-0.17%	-0.88%	-0.47%	1.62%	0.24%	0.73%
非银行金融	-1.26%	1.67%	1.24%	2.38%	0.99%	1.04%	1.79%	0.09%	2.05%	0.98%	1.52%	2.64%
房地产	-0.74%	-0.18%	1.39%	0.34%	0.08%	-0.16%	0.87%	-1.10%	-0.06%	-1.17%	1.18%	0.05%
交通运输	-0.32%	0.80%	0.73%	-0.17%	1.73%	-1.13%	0.58%	-0.24%	-0.50%	-0.37%	0.54%	1.28%
电子	-0.41%	2.07%	1.14%	0.38%	2.10%	0.00%	-0.64%	1.56%	-0.10%	0.94%	0.18%	3.00%
通信	1.18%	0.34%	0.19%	0.47%	-0.36%	1.30%	1.04%	3.16%	0.26%	-0.85%	-0.75%	-0.80%
计算机	1.96%	0.62%	0.82%	2.13%	4.31%	1.70%	1.74%	1.84%	1.68%	2.43%	-0.26%	2.37%
传媒	-0.13%	1.64%	2.00%	2.85%	4.82%	-1.02%	-3.67%	-2.29%	-0.48%	-2.41%	1.30%	-1.13%
综合	-0.27%	-0.13%	-1.32%	-0.48%	4.21%	-0.50%	0.39%	-0.21%	-1.28%	-1.54%	-0.84%	-0.73%
综合金融	-0.02%	-1.42%	0.09%	1.89%	0.60%	-0.59%	2.85%	-0.47%	-3.32%	2.66%	-0.82%	1.83%

资料来源：Wind，国海证券研究所

3、风险提示

历史比较法的局限性：历史环境与当前环境存在差异，过往经验对比可能存在局限性风险，历史情形仅供研究参考，不能代表未来；

部分数据发布更新频率较慢难以反映最新现状：历史数据仅供参考，部分数据更新频率较低，早期历史数据存在个别缺失值等，可能较难反映最新现状；

美国货币政策超预期紧缩：美国关税、货币等政策仍存在较大的不确定性，可能导致相关假设及结论存在偏差；

通胀显著超预期：通胀超预期波动可能对政策节奏以及经济活动等形成扰动；

产业进展不及预期：若产业进展不及预期，相关公司投资计划可能发生改变带来风险；

全球宏观不确定性加剧：地缘政治波动风险、政策不及预期风险、宏观经济波动风险。

【策略研究小组介绍】

赵阳，国海证券研究所策略组首席分析师，9 年策略研究经验，伯明翰大学货币银行金融硕士，南开大学金融学与行政管理双学士，2023-2024 年新财富最佳分析师第 1 名、2022 年新财富最佳分析师第 3 名、2021 年新财富最佳分析师第 2 名团队核心成员。先后在广发证券、天风证券研究所从事策略研究。擅长行业轮动与市场情绪研究，在大势研判、风格和行业比较、组合构建等方面有独创研究。

李畅，策略分析师，华东师范大学世界经济硕士，侧重 A 股策略、大类风格、行业比较等研究。

袁野，策略分析师，香港大学硕士，侧重美股、美债、港股等海外市场研究。

李历，策略分析师，华南师范大学硕士，侧重 A 股数据挖掘、大类资产量化等研究。

【分析师承诺】

赵阳，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。