



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

牛市中缩量震荡通常有多久？

——策略周观点

2025 年 10 月 26 日

证券研究报告

策略研究

策略周报

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
邮箱: lichang@cindasc.com

徐国铨 策略研究助理
执业编号: S1500123070016
邮箱: xuguoquan@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

牛市中缩量震荡通常有多久？

2025 年 10 月 26 日

核心结论：历史上每一轮牛市中，当换手率接近某个数值偏差不大的高点后，市场容易出现震荡，同时伴随着换手率从高点快速下降。历史上牛市中后期的缩量震荡有以下几个特征：（1）如果是快牛中期到后期的缩量震荡，持续时间大多在 1-2 个月。慢牛中期到后期的缩量震荡持续时间可能更长，可能达到 2-4 个月。（2）缩量震荡过程通常分为三个阶段，第一阶段是快速调整期（快牛 1 周，慢牛 3-4 周），第二阶段是强势震荡期（3-4 周），市场慢速上涨接近前期高点，第三阶段是二次调整期（快牛 1-3 周，慢牛 3-4 周），调整低点与第一阶段差距不大。（3）缩量震荡期间上证指数调整幅度大多情况下在 5%-10% 之间，最多在 15% 以内，换手率大多缩减到高点的 1/3-1/2。从时间上来看 9-10 月的震荡可能已经接近尾声。本轮震荡指数整体偏强，并未出现明显下跌。当前单日换手率缩减到 8 月底高点的 1/2 左右，缩量幅度也已经接近历史中牛市震荡期平均水平。

- **（1）2005-2007 年牛市中的缩量震荡：**牛市中期到牛市后期，换手率高点后 3 次缩量震荡，持续时间 1-3 个月，换手率缩减到前期高点的 1/2，最多缩减到 1/5。2005-2007 年牛市中，2006 年 5 月中旬、2007 年 1 月下旬和 2007 年 6 月中旬 3 次换手率高点过后，股市均出现缩量震荡。震荡整体持续时间在 1-2 个月，最多不超过 3 个月。指数整体调整幅度 7%-15%。在缩量震荡期，换手率大多缩减到高点的 1/2，最多可以缩减到 1/5。
- **（2）2013-2015 年牛市中的缩量震荡：**牛市后期，两次换手率高点后缩量震荡，持续时间较短（最短 1 周，最长 1 个月），换手率缩减到前期高点的 1/3-1/2。2013-2015 年牛市中，2015 年 1 月初和 2015 年 4 月底两次换手率高点过后股市均出现缩量震荡。两次缩量震荡均伴随着监管政策降温信号（2015 年 1 月初证监会处罚两融业务违规券商，2015 年 4 月中旬证监会开始整顿场外配资和两融业务检查），但由于前期对两融监管并未改变两融规模快速增长，指数调整幅度均未超过 10%。在缩量震荡期，换手率大多缩减到高点的 1/3-1/2 水平。
- **2019-2021 年牛市中的缩量震荡：**牛市中期到牛市后期，4 次换手率高点后缩量震荡，持续时间 2-4 个月，换手率缩减到前期高点的 1/3-1/2。2019-2021 年牛市中，2019 年 4 月中旬、2020 年 3 月初、2020 年 7 月初和 2021 年 9 月中旬 4 次换手率高点过后，股市均出现缩量震荡。由于指数慢牛，缩量震荡整体持续时间较长，时间在 2-4 个月，指数整体调整幅度 6%-15%。在缩量震荡期，换手率大多缩减到高点的 1/3-1/2 水平。
- **风险因素：**房地产超预期下行，美股剧烈波动，历史规律可能会失效。

目 录

一、策略观点：牛市中缩量震荡通常有多久？	4
二、本周市场变化	8
风险因素	11

表 目 录

表 1：历次牛市中后期缩量震荡期市场特征统计	6
表 2：配置建议表	7

图 目 录

图 1：2005-2007 年牛市中 3 次缩量震荡（单位：点数，%）	4
图 2：2013-2015 牛市中 2 次缩量震荡（单位：点数，%）	5
图 3：2019-2021 年牛市中 4 次缩量震荡（单位：点数，%）	5
图 4：下半年可能都是牛市主升浪（单位：点数）	6
图 5：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 6：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	8
图 7：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	8
图 8：概念类指数周涨跌幅（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：港股通累计净买入（单位：亿元）	9
图 13：融资余额（单位：亿元）	9
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：%）	10
图 19：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	10

一、策略观点：牛市中缩量震荡通常有多久？

我们在 8 月 31 日发布的报告《用换手率判断牛市节奏》中指出，截至 8 月底虽然单日换手率（A 股总成交额/总流通市值）仍然低于 2024 年 10 月 8 日 4.2% 的高点，但是从换手率 5 日均值来看，已经接近 2024 年 10 月 8 日高点。历史上每一轮牛市中，当换手率接近某个数值偏差不大的高点后，市场容易出现震荡，同时伴随着换手率从高点快速下降。历史上牛市中后期的缩量震荡有以下几个特征：（1）如果是快牛中期到后期的缩量震荡，持续时间大多在 1-2 个月。慢牛中期到后期的缩量震荡持续时间可能更长，可能达到 2-4 个月。（2）缩量震荡过程通常分为三个阶段，第一阶段是快速调整期（快牛 1 周，慢牛 3-4 周），第二阶段是强势震荡期（3-4 周），市场慢速上涨接近前期高点，第三阶段是二次调整期（快牛 1-3 周，慢牛 3-4 周），调整低点与第一阶段差距不大。（3）缩量震荡期间上证指数调整幅度大多情况下在 5%-10% 之间，最多在 15% 以内，换手率大多缩减到高点的 1/3-1/2。从时间上来看 9-10 月的震荡可能已经接近尾声。本轮震荡指数整体偏强，并未出现明显下跌。当前单日换手率缩减到 8 月底高点的 1/2 左右，缩量幅度也已经接近历史中牛市震荡期平均水平。

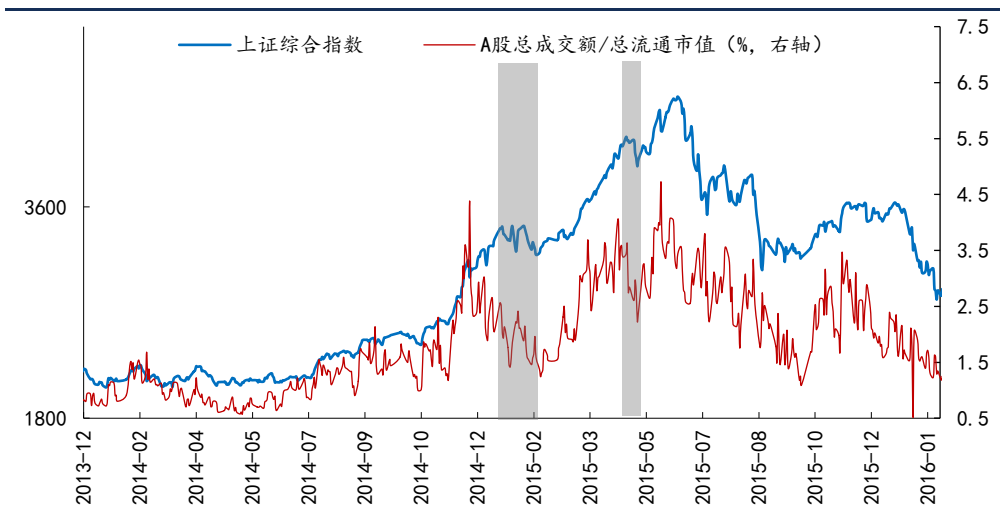
（1）2005-2007 牛市中的缩量震荡：牛市中后期到牛市后期，换手率高点后 3 次缩量震荡，持续时间 1-3 个月，换手率缩减到前期高点的 1/2，最多缩减到 1/5。2005-2007 年牛市中，2006 年 5 月中旬、2007 年 1 月下旬和 2007 年 6 月中旬 3 次换手率高点过后，股市均出现缩量震荡。震荡整体持续时间在 1-2 个月，最多不超过 3 个月。指数整体调整幅度 7%-15%。震荡的过程通常分为三步，第一步是快速调整期，时间多为 1 周。第二步是强势震荡期，指数在 3-4 周时间内可能慢速上涨接近前期高点。第三步是二次调整期，时间约为 1-3 周，二次调整低点与第一阶段差距不大。在缩量震荡期，换手率大多缩减到高点的 1/2，最多可以缩减到 1/5。

图 1：2005-2007 年牛市中 3 次缩量震荡（单位：点数，%）



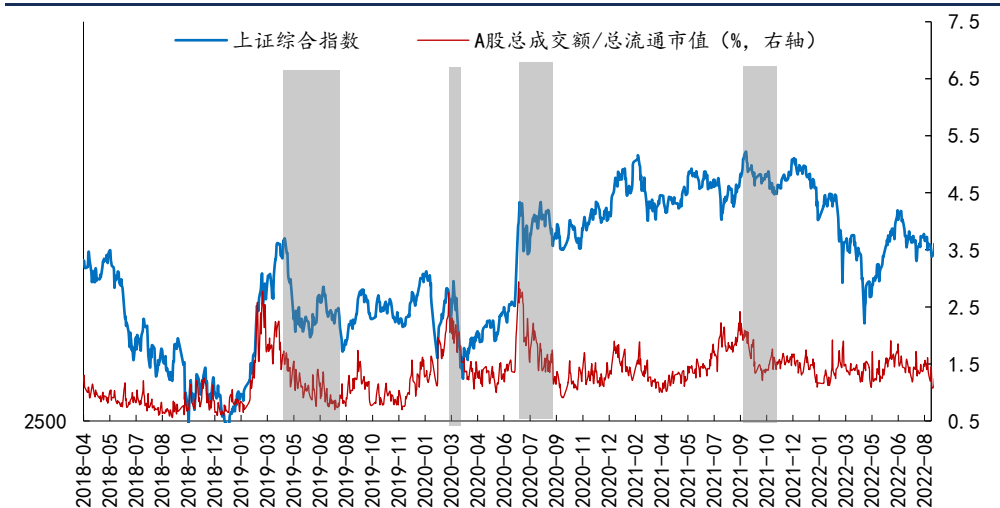
资料来源：万得，信达证券研发中心

（2）2013-2015 年牛市中的缩量震荡：牛市后期，两次换手率高点后缩量震荡，持续时间较短（最短 1 周，最长 1 个月），换手率缩减到前期高点的 1/3-1/2。2013-2015 年牛市中，在 2015 年牛市后期也出现过 3 次换手率高点，2015 年 1 月初和 2015 年 4 月底两次换手率高点过后股市均出现缩量震荡，2015 年 1 月初-2 月初市场缩量震荡 1 个月，2015 年 4 月底-5 月初震荡调整仅 1 周。两次缩量震荡均伴随着监管政策降温信号（2015 年 1 月初证监会处罚两融业务违规券商，2015 年 4 月中旬证监会开始整顿场外配资和两融业务检查），但由于前期对两融监管并未改变两融规模快速增长，指数调整幅度均未超过 10%。2015 年 5 月底换手率再次接近高点，2015 年 6 月牛市结束。在缩量震荡期，换手率大多缩减到高点的 1/3-1/2 水平。

图 2：2013-2015 牛市中 2 次缩量震荡（单位：点数，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

（3）2019-2021 年牛市中的缩量震荡：牛市主升浪到牛市后期，4 次换手率高点后缩量震荡，持续时间 2-4 个月，换手率缩减到前期高点的 1/3-1/2。2019-2021 年牛市中，2019 年 4 月中旬、2020 年 3 月初、2020 年 7 月初和 2021 年 9 月中旬 4 次换手率高点过后，股市均出现缩量震荡。由于指数慢牛，除了 2020 年 3 月初疫情冲击下短期一波调整外，缩量震荡整体持续时间较长，时间在 2-4 个月，指数整体调整幅度 6%-15%。缩量震荡过程通常分为 3-4 周快速调整、1 个月左右强势震荡以及 4-5 周二次调整。在缩量震荡期，换手率大多缩减到高点的 1/3-1/2 水平。

图 3：2019-2021 年牛市中 4 次缩量震荡（单位：点数，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

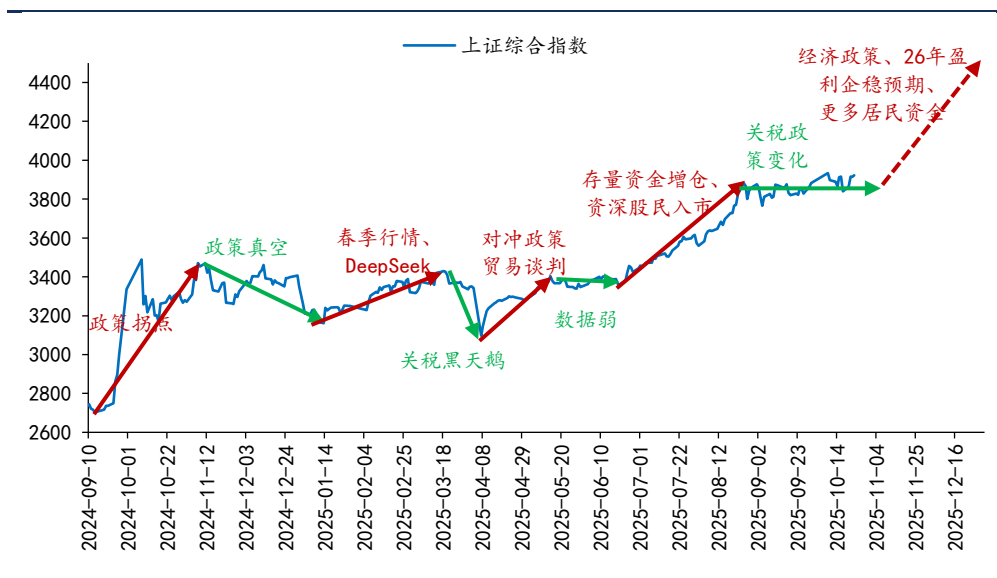
9 月以来市场进入缩量震荡阶段，从时间上来看 9-10 月的震荡可能已经接近尾声。本轮缩量震荡指数整体偏强，并未出现明显下跌，也从侧面反映出本轮牛市的核心基础（股市监管政策、居民资产荒逻辑、部分行业逐渐走出房地产市场下行的负面影响等）依然稳固。当前单日换手率缩减到 8 月底高点的 1/2 左右，缩量幅度也已经接近历史平均水平。

表 1：历次牛市中后期缩量震荡期市场特征统计

	开始时间	结束时间	震荡时间（周）	换手率高点（%）	换手率低点（%）	区间上证指数涨跌幅
2005-2007 年牛市	2006/5/16	2006/8/7	12	6.0	1.3	-7.0%
	2007/1/24	2007/3/5	6	6.2	2.8	-5.6%
	2007/5/29	2007/7/5	5	7.0	2.1	-15.4%
2013-2015 年牛市	2015/1/7	2015/2/6	4	2.4	1.4	-8.2%
	2015/4/27	2015/5/7	1	3.6	2.2	-6.4%
2019-2021 年牛市	2019/4/19	2019/8/9	16	1.7	0.7	-14.6%
	2020/3/5	2020/3/23	3	2.3	1.5	-11.7%
	2020/7/9	2020/9/28	12	2.8	0.9	-5.5%
	2021/9/13	2021/11/10	8	2.1	1.2	-5.7%
本轮震荡	2025/9/1	2025/10/24	8	3.2	1.7	2.4%

资料来源：万得，信达证券研发中心

（4）当下的判断：9-10 月的震荡可能已经接近尾声，11-12 月指数在增量政策催化下大概率进入主要上涨阶段。随着下半年政策预期增多，股市逐渐对当期盈利脱敏，股市结构性赚钱效应已经接近 1 年，后续居民资金大概率会逐渐增加，股市大概率已经进入主升浪。9-10 月的震荡背后主要原因是换手率过快回升到接近 2024 年 10 月 8 日的高点以及 AI 算力等部分板块交易拥挤，历史经验显示此类状态下会出现 1-2 个月的缩量震荡，从震荡时间和缩量幅度来看可能已经接近尾声。我们认为本轮牛市的核心基础在于股市监管政策改变供需格局以及居民资产重配逻辑，这两个逻辑的重要性远超关税政策、产业趋势及短期盈利变化，在牛市核心基础尚未出现明显动摇背景下，牛市大方向不会改变。10 月 20 日-23 日四中全会召开并系统部署“十五五”规划的战略目标和重点任务，从政策内容来看强调建设现代化产业体系优先性，科技创新和新质生产力是重点发展方向，国产替代、扩大内需、国防安全等方向政策预期进一步提升，可能成为指数结束震荡进入上涨期的催化。若后续中美贸易冲突没有进一步升级，11-12 月指数有望在政策催化、盈利企稳预期、增量资金流入等因素的驱动下继续上行。

图 4：下半年可能都是牛市主升浪（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。

（5）近期配置观点：风格切换可能会越来越强，关注低位价值板块，银行可能受益于风格切换有所反弹，非银金融弹性逐渐增加，成长中关注低位的电力设备、AI 应用端，周期股半年内也有望存在弹性表现。

配置风格展望：Q4 风格往往容易发生变化。10 月份之后到明年初，季报数据和经济数据对股票市场的影

响逐渐弱化，政策预期和估值的重要性提升。一方面 10 月之后政策密集期往往会有新的政策催化，另一方面市场开始展望明年的盈利，大部分行业的盈利展望回到同一起跑线，低位的板块优势会更明显，容易出现估值切换行情。

牛市震荡期之后风格也容易发生变化。牛市中震荡之后，大小盘风格有很大的概率会变化，成长价值风格转变概率没有明确的规律，即使成长价值风格不变，领涨板块往往也会出现些变化。当前小盘风格转向大盘风格比较确定，成长价值风格切换正在逐渐走出混沌，后续如果有政策催化或者居民资金流入，低位价值可能会有较强表现。

配置行业展望：(1) **金融（银行，非银金融）：**金融整体估值偏低，银行在牛市加速期表现最弱，四季度受益于风格切换可能有反弹机会。后续可能非银的弹性会逐渐增加，牛市概率上升，非银的业绩弹性大概率存在；(2) **电力设备：**成长中少数估值分位相对较低的板块，2026 年基本面逐渐触底企稳概率高，可能受益于“十五五”规划政策预期催化；(3) **机械设备：**工程机械出口景气持续，机器人板块催化事件较多，可能受益于成长风格内部高低切；(4) **周期（钢铁、煤炭、建材）：**当前环境下，稳供给政策或将出台，年底可能还会有需求稳定政策。

表 2：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	行业组合	非银金融、电力设备、机械设备、钢铁
行业配置观点	消费	地产链相关消费依然偏弱，但受益于新渠道新产品的消费逐渐走出独立行情。后续关注消费的投资机会可能会主要集中在两个方向：(1) 新的消费模式；(2) 部分行业可能会有较强的高分红属性。
	成长	长期来看，AI 和机器人的产业趋势较强，鉴于技术进步的过程还在，相关资本开支带来的机会较多。短期估值和交易拥挤度达到高位后可能季度滞涨：(1) A 股历史上，几乎不依赖业绩的成长股牛市阶段有 2014-2015 年、2019 年，这两个阶段成长股有 2 个季度超额收益后，往往会有季度相对收益的回撤。(2) 美股科技股表现，也会影响全球 AI 产业链的估值。
	金融地产	金融的估值依然存在较高性价比，内在上涨逻辑主要是两点：(1) 房地产下滑虽然没有结束，但金融体系冲击或已结束，由此导致银行等行业的估值有望迎来修复。(2) 监管机构鼓励 ETF 发展、鼓励上市公司市值管理、鼓励长期资金入市，这天然有利于银行等板块。可能会是这一轮牛市很重要的暗线。
	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。黄金涨是商品长期牛市还在的重要证据。周期主题性机会有望集中在有色金属，全面性机会建议关注国内政策。

资料来源：信达证券研发中心

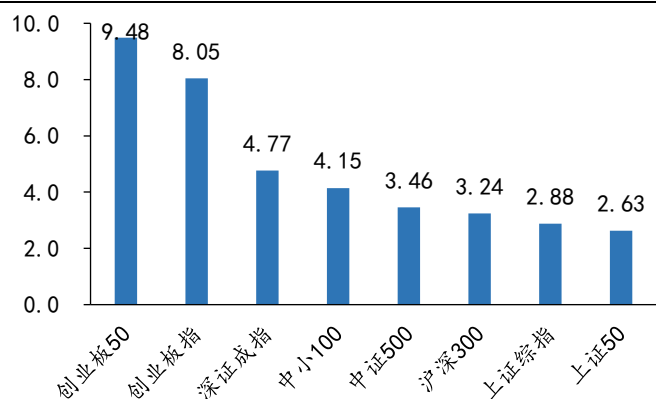
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数全部上涨，其中创业板 50 (+9.48%)、创业板指 (+8.05%)、深证成指 (+4.77%) 涨幅靠前。申万一级行业中，通信 (+11.55%)、电子 (+8.49%)、电气设备 (+4.90%)、机械设备 (+4.71%) 领涨，农林牧渔 (-1.36%) 领跌。概念股中，可燃冰 (+12.04%)、培育钻石 (+9.57%)、激光雷达 (+9.28%) 领涨，氢能 (-6.89%)、黄金概念 (-3.11%)、金属铅 (-1.97%) 领跌。

本周全球股市重要指数大多上涨，其中恒生指数 (+3.62%)、日经 225 (+3.61%)、富时 100 (+3.11%) 表现靠前。本周商品市场重要指数中，NYMEX 原油 (+6.78%)、LME 铜 (+3.23%)、LME 锌 (+2.93%) 表现靠前，玻璃 (-2.03%)、国际黄金 (-1.86%)、铁矿石 (-0.08%) 表现靠后。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金 (+56.26%)、日经 225 (+23.57%)、富时新兴市场指数 (+23.32%) 排名较高，而布伦特原油 (-11.99%)、美元指数 (-8.79%)、南华工业品指数 (-5.70%) 排名靠后。

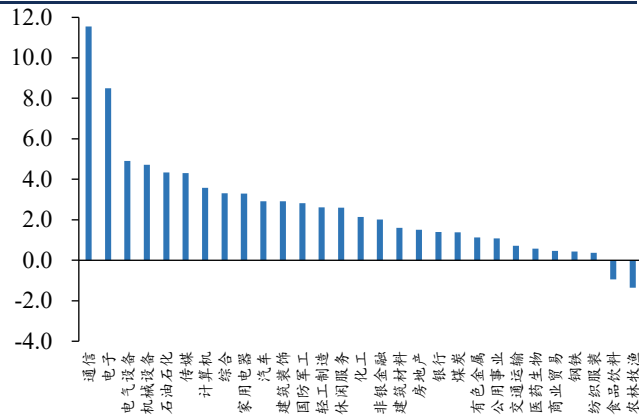
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计 414.24 亿元（前值净流入 24.27 亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行 8672 亿元，累计净投放量 781 亿元。截至 2025 年 10 月 24 日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所上升。普通股票型基金本周仓位均值相比前期下降，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期下降。

图 5：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）



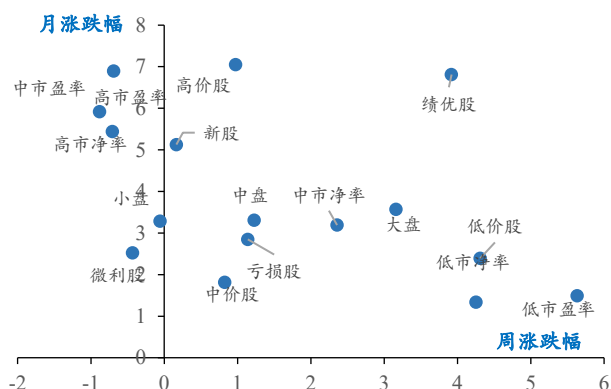
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 6：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



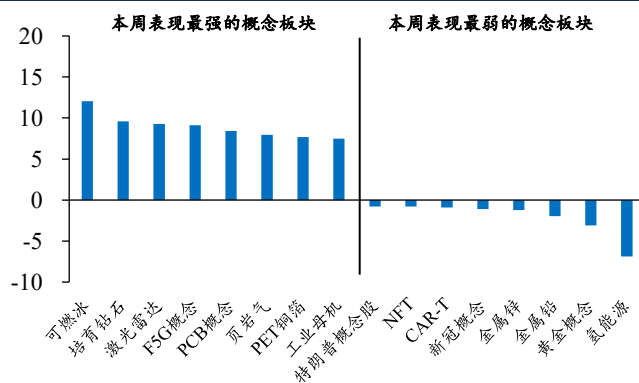
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 7：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）

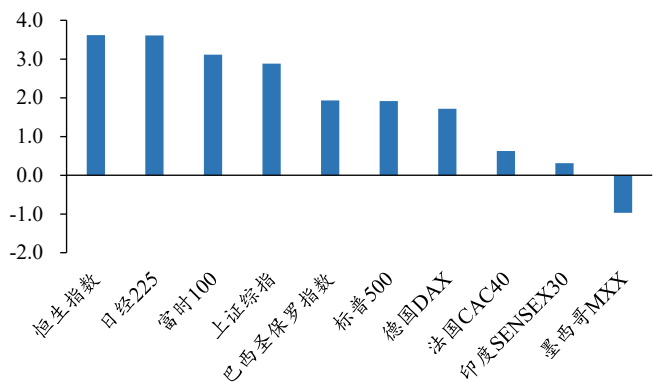


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

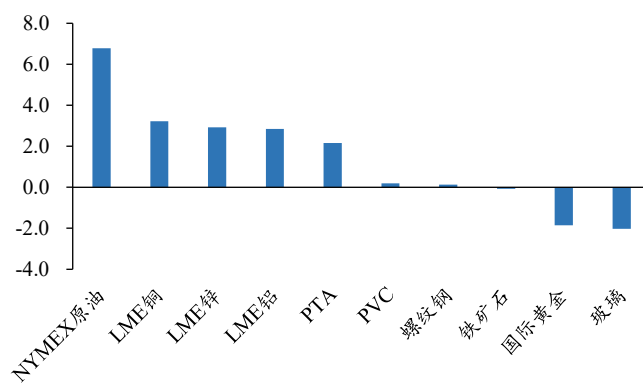
图 8：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



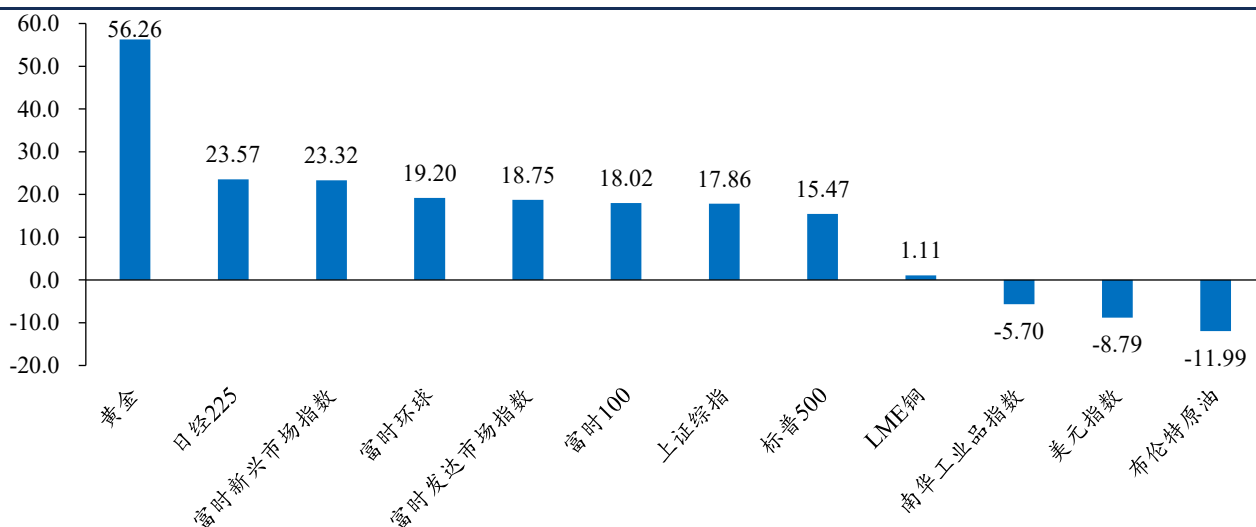
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

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

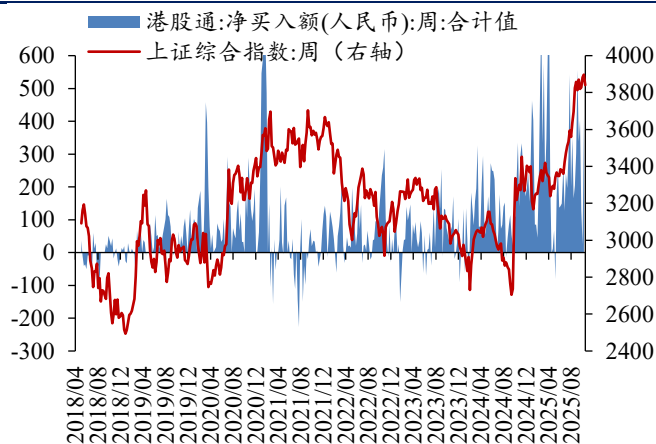
图 10：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）


资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

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 10 月 25 日

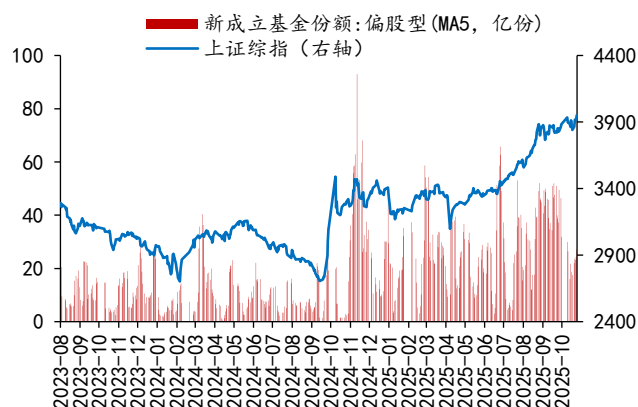
图 12：港股通累计净买入（单位：亿元）


资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 13：融资余额（单位：亿元）

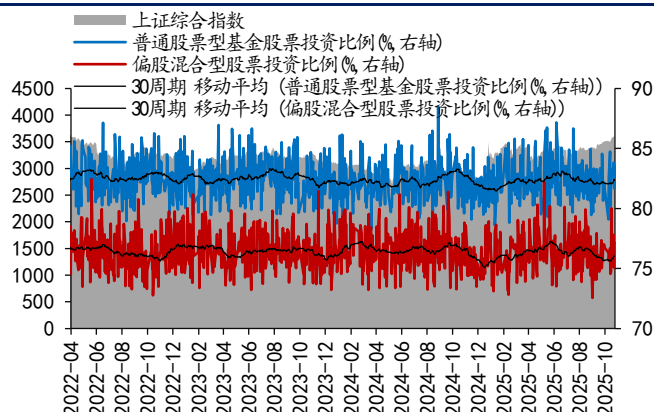

资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 14：新发行基金份额（单位：亿份）



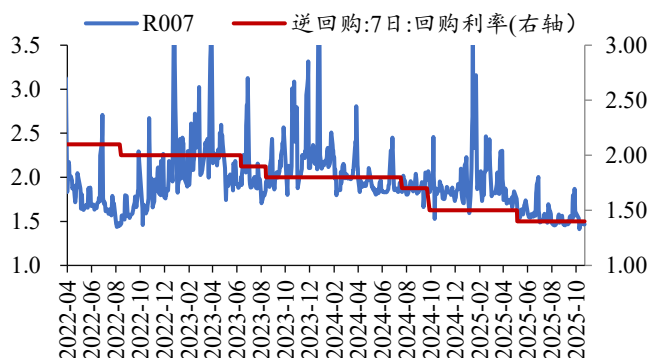
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 15：基金仓位估算（单位：%）



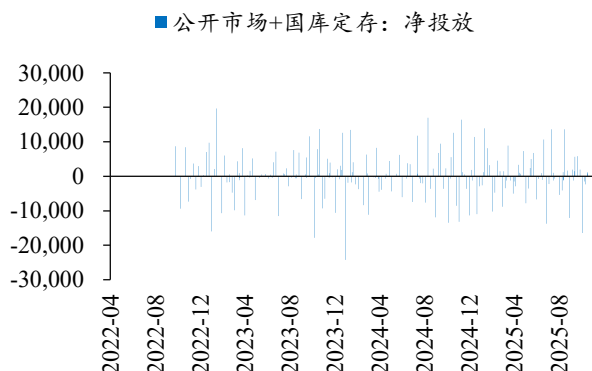
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 16：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）



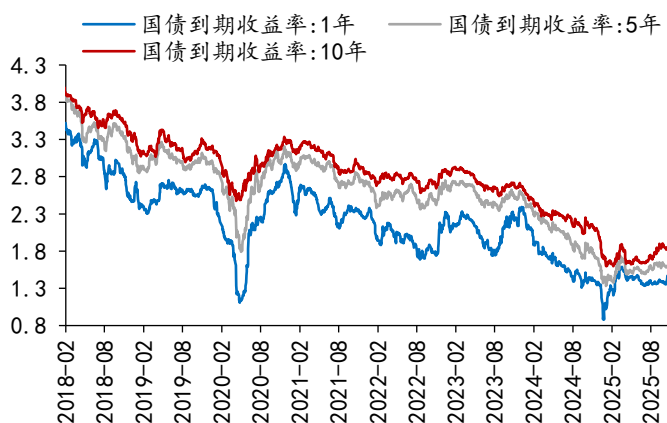
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 17：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）



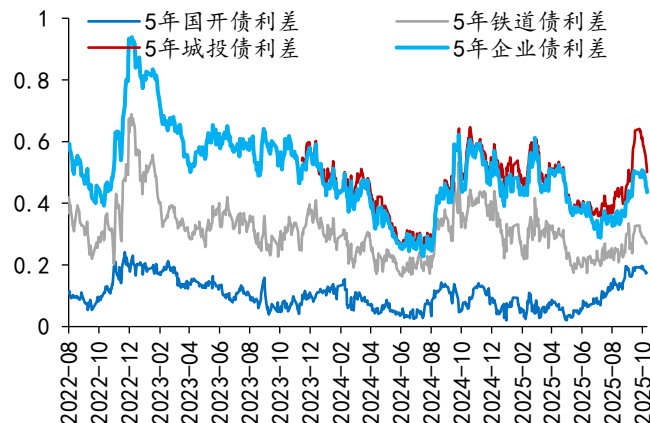
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

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，历史规律可能会失效。

研究团队简介

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。

徐国铨，中国社会科学院大学应用经济学硕士，2023 年 7 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了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所指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。