

策略深度

这是一轮混合牛

本轮牛市仍有望实现慢牛、长牛，结构上类似 2013-2014 年叠加 2016-2017 年，组成先结构牛、后全面牛的混合牛。

- **A 股历史牛市回顾。**2001 至 2025 年，A 股历史上典型意义上的牛市共计六轮，前五轮牛市类型各不相同，有全面牛亦有结构牛，驱动逻辑上估值扩张是共性要素，但盈利驱动方面并不一致，第一轮和第二轮牛市的宏观背景是经济及全 A 盈利显著提升，而第三轮牛市背后的宏观经济及 A 股盈利则处于承压状态，第四、五轮牛市更多呈现结构性景气。
- **从资金视角对比前五轮牛市。**从增量资金的入市节奏视角，每一轮牛市都有显著的增量资金，使得牛市的启动可以脱离基本面、流动性等不同条件的约束。第一、二轮牛市以居民直接开户为主，第三轮牛市依靠杠杆资金渠道、第四轮牛市陆股通为主要渠道，第五轮牛市公募基金为主要渠道。从 2025 年上半年情况来看，保险资金或发挥了主要增量作用。行情进入 8 月后，融资余额，保险，主动偏股型基金发行，被动 ETF 发行等各项资金数据并未出现大幅提升现象，如居民开户并未出现明显异动，融资余额虽上行并创历史新高，但占流通市值比指标仍处于合意区间，当前主动偏股型基金发行较 2022-2024 年均值数据仅略显回暖。整体而言，当前阶段主力渠道并未显现，参考此前五轮牛市的经验，这种显著的增量资金数据或更多体现在牛中和牛顶阶段。
- **当前“结构牛”的成因。**当前科技结构牛背后是市场部分资金对于 AI 硬件方向“结构性景气”和“强产业趋势”的正向积极反馈，但资金抱团部分大市值 AI 科技股的背后，需要考虑“一组矛盾”和“两个问题”，即“抱团资金增量多不多”与“抱团板块容量大不大”之间的矛盾。一是青睐参与抱团板块资金的增量性，二是可被抱团方向的股票容量（数量），对比 2019-2021 年的“新半军”结构牛，市场的结构性景气方向相对较多，如白酒、电新、电子、军工等，而本轮结构性景气方向相对更少，仅集中在海外算力方向，国产算力方向更多受溢出效应和预期所带动。在一个长牛市的假设下，当前演绎的科技结构性牛市，在增量资金涌入容量较小的板块背景下，强度或好于历史可比阶段，但时间长度占比取决于后续主动偏股型基金的发行增量情况。
- **未来将转入“全面牛”。**对比类似的“2012-2015-2017”年完整的宏观经济“U”型修复背景下的市场轮动结构，从科技结构牛转向顺周期蓝筹牛，从小盘转向龙头大盘风格是可参考的经验。
- **结论。**类似【2013-2014】+【2016-2017】行情，先结构牛后全面牛，我们预计本轮牛市的扩散行情分为三步。1、科技缩圈结构牛(类似 2013 年)：优先是结构性景气明显，具有业绩抓手的 AI 硬科技方向，如 AI 算力、端侧等。2、泛科技成长结构牛（类似 2014 年）：中报后，科技行情将扩散至泛成长，如机器人、军工、创新药等。3、全面牛（类似 2016-2017 年）：宏观经济改善线索出现后，将进一步扩散至“全面牛”属性的“反内卷”、“消费”等方向。当前仍处于第一阶段，继续建议优先关注科技核心方向。
- **风险提示：**1) 历史牛市驱动逻辑各异，盈利驱动并非必然前提，当前行情若缺乏基本面支撑，估值扩张的持续性存疑。2) 当前增量资金数据尚未显著异动，主力渠道不明，若后续增量资金不及预期或渠道不畅，牛市进程或受阻。3) 本轮科技结构牛依赖抱团少数板块，增量资金与板块容量矛盾突出，若抱团资金增量不足或板块内轮动失速，结构性行情持续性及强度或受限。4) 由结构牛转向全面牛依赖于宏观经济“U”型修复的兑现，若经济复苏不及预期，风格切换至顺周期蓝筹或难以实现。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐亚
(8621) 20328506
ya.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

目录

1 A 股历史牛市回顾	4
第一轮牛市(2005-2007 年): 宏观景气牛.....	5
第二轮牛市(2009-2010 年): 强力修复牛.....	7
第三轮牛市(2013-2015 年): 弱复苏结构杠杆牛.....	8
第四轮牛市(2016-2018 年): 外资蓝筹牛.....	10
第五轮牛市(2019-2021 年): 公募结构牛.....	11
2 从资金视角对比前五轮牛市	13
3 本轮牛市节奏展望	16
3.1 当前“结构牛”的成因.....	16
3.2 当前为什么类似 2013-2014 年	19
3.3 未来将转入“全面牛”	21
4 结论	23
风险提示	24

图表目录

图表 1. 历史上的六轮牛市	4
图表 2. 全 A 及全 A 非金融盈利增速	5
图表 3. 2005-2007 年居民新增开户情况	6
图表 4. 2007 年是 A 股新增开户高峰	6
图表 5. 2005-2007 年主动偏股型基金持股比例较高	6
图表 6. 2005-2007 年基金发行情况	6
图表 7. 2008-2010 年新增开户情况	7
图表 8. 2008-2010 年基金发行情况	7
图表 9. 2013-2015 年融资余额大幅上行	8
图表 10. 2013-2015 年科技盈利增速呈现结构性景气	8
图表 11. 2013-2015 年主动偏股型基金持股市值扩张偏弱	9
图表 12. 本轮牛市前期主动偏股型基金低配创业板	9
图表 13. 2016-2018 年陆股通持续买入贡献边际力量	10
图表 14. 2019-2021 年公募基金发行进入密集阶段	11
图表 15. 前五轮牛市背后主要数据概览表	12
图表 16. 2013-2025 年 Q2 机构持仓市值比例	13
图表 17. 2013-2025 年 Q2 机构持仓年环比变化	13
图表 18. 当前居民新开户情况	14
图表 19. 当前股票型、混合型基金发行情况	14
图表 20. 当前融资余额情况	14
图表 21. 当前融资余额占 A 股流通市值比例仍不高	14
图表 22. “固收+”基金股票持仓占比或将重复 2019-2021 年的提升过程	15
图表 23. 主动偏股型基金持股集中度或重复 2016-2021 年进程	16
图表 24. 2025 年 8 月全 A 个股跑赢创业板指和科创 50 指数的数量占比较低	17
图表 25. 2024 年 9 月后大类行业绝对收益走势	17
图表 26. 2024 年 9 月后大类行业相对全 A 收益走势	17
图表 27. 主动偏股型基金对于 TMT 科技行业的标配比例	18
图表 28. 主动偏股型基金对于 TMT 科技行业的超配比例	18
图表 29. 2013-2015 年牛市：结构牛转向全面牛	19
图表 30. 2013 年创业板 50 指数跑赢创业板综指	20
图表 31. 风格轮动变盘点仍是重要政策信号	20
图表 32. 2013 年牛市启动后，PPI 转正出现在 2016 年 9 月	21
图表 33. 本轮全面牛的展开方式	21
图表 34. 宏观经济企稳后，或由“结构牛”转向“全面牛”	22

1 A 股历史牛市回顾

2001 至 2025 年，A 股历史上典型意义上的牛市共计六轮，分别是 1) 2005 年 7 月-2007 年 10 月。2) 2008 年 11 月-2010 年 11 月。3) 2012 年 12 月-2015 年 6 月。4) 2016 年 1 月-2018 年 5 月。5) 2018 年 12 月至 2021 年 12 月。以及 6) 2024 年 9 月开启的本轮上行阶段。

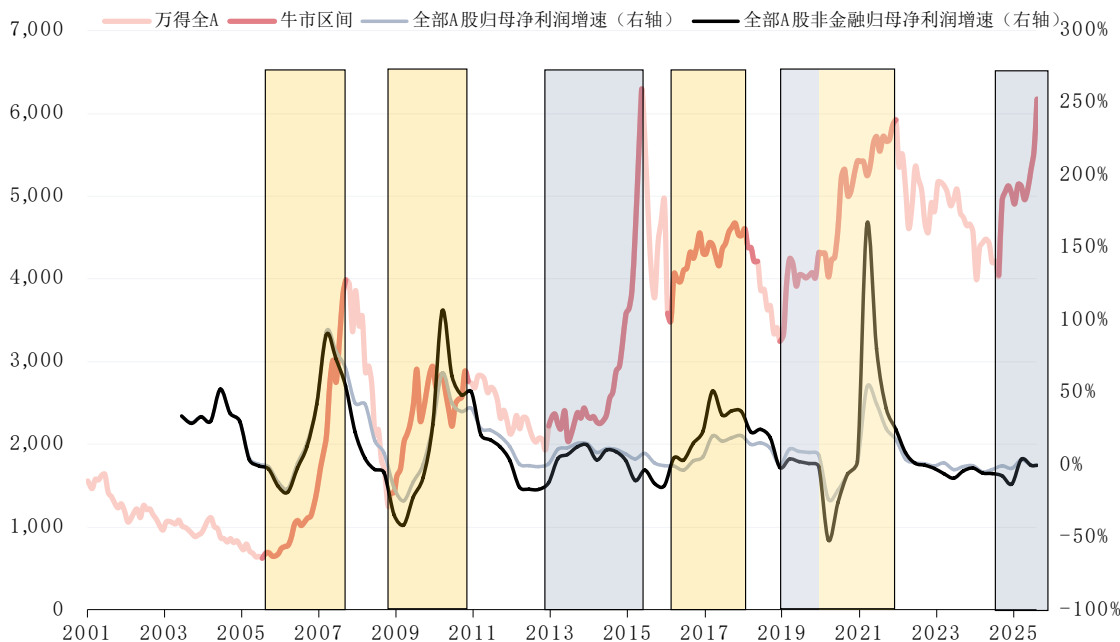
图表 1. 历史上的六轮牛市



资料来源：万得，中银证券。注：20010101 全 A 指数定基为 1

A 股历史上的前五轮牛市类型各不相同，有全面牛亦有结构牛，驱动逻辑上估值扩张是共性要素，但盈利驱动方面并不一致，第一轮和第二轮牛市的宏观背景是经济及全 A 盈利显著提升，而第三轮牛市背后的宏观经济及 A 股盈利则处于承压状态，第四、五轮牛市更多呈现结构性景气。

图表 2. 全 A 及全 A 非金融盈利增速



资料来源：万得，中银证券

一轮牛市最直接的指标的共性指标，都是增量资金，核心是资金供给超过股票供给。即无论哪种类型的牛市，背后都有明显的增量资金介入。这种增量资金背后：源头皆为资金搬家。

源头形式上，可分为债市资金“搬家”向 A 股，理财资金“搬家”向 A 股，楼市资金“搬家”向 A 股、境外资金“搬家”向 A 股等等。

直接载体上又可分为通过融资账户渠道、公募基金、陆股通等不同载体工具入场。

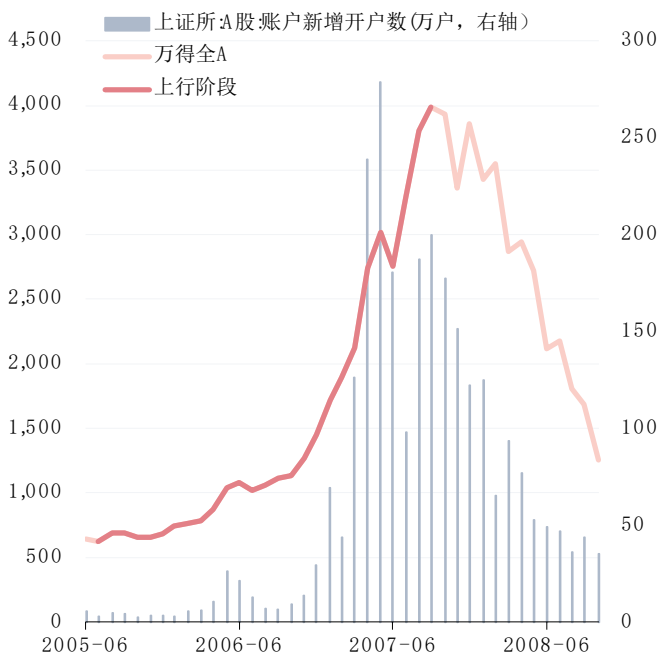
第一轮牛市(2005-2007 年)：宏观景气牛

2005 年 4 月 29 日，证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，营造了同股同权的良好制度环境。叠加 2005-2007 年较为强劲的 GDP 增速及全 A 盈利，为牛市的启动提供了良好的土壤。本轮牛市发生于传统投资驱动的经济增长模式背景下，期间，工业增加值和产出缺口大幅上行，企业和 A 股盈利高增，结构方面演绎了较为典型的“全面牛、周期牛”。

增量资金方面，赚钱效应吸引资金搬家，居民通过直接开户和买入公募基金这两种主要渠道工具入场。2003 至 2005 年，A 股年新增开户数平均数为 143 万户，2006 年提升至 446 万户，2007 年陡增至 4892 万户。公募基金发行同步迎来高峰，2005 年股票型及混合型基金合计发行 420 亿份，2006 年发行 3123 亿份，2007 年发行份额攀升至 4258 亿份，主动偏股型基金整体持股市值占全 A 流通市值的比重同步提升，显示公募定价权增强。与之对应的是资金搬家的源头，社会资金和居民储蓄资金流入证券市场的速度在 2007 年进一步加快，出现了从间接融资渠道向直接融资渠道的“搬家”现象，居民新增人民币存款在 2007 年出现了持续的同比少增现象。

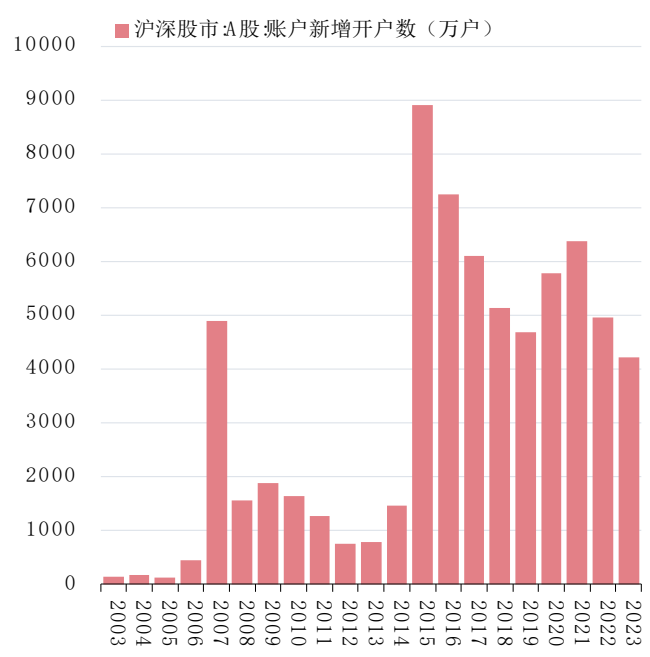
整体节奏而言，2005 年牛市初期增量资金并不明显，2006 年有明显升温，2007 年相关增量资金的数据出现大幅攀升。

图表 3. 2005-2007 年居民新增开户情况



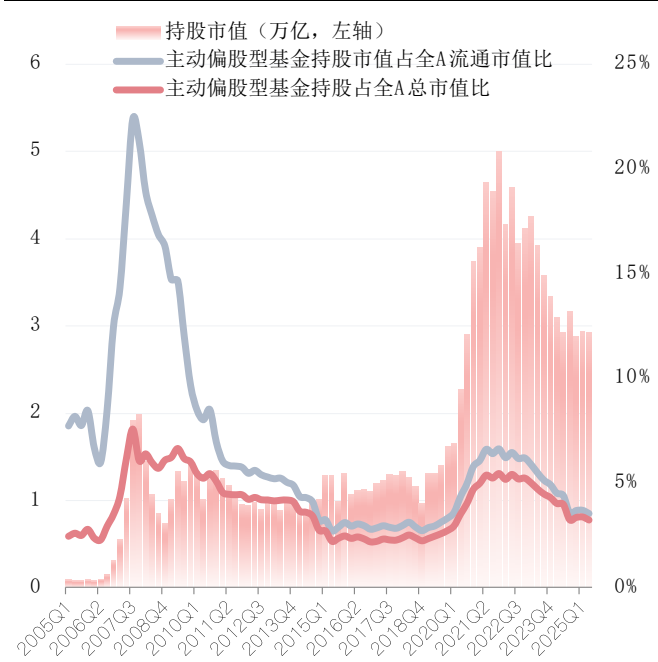
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 2007 年是 A 股新增开户高峰



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2005-2007 年主动偏股型基金持股比例较高



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2005-2007 年基金发行情况



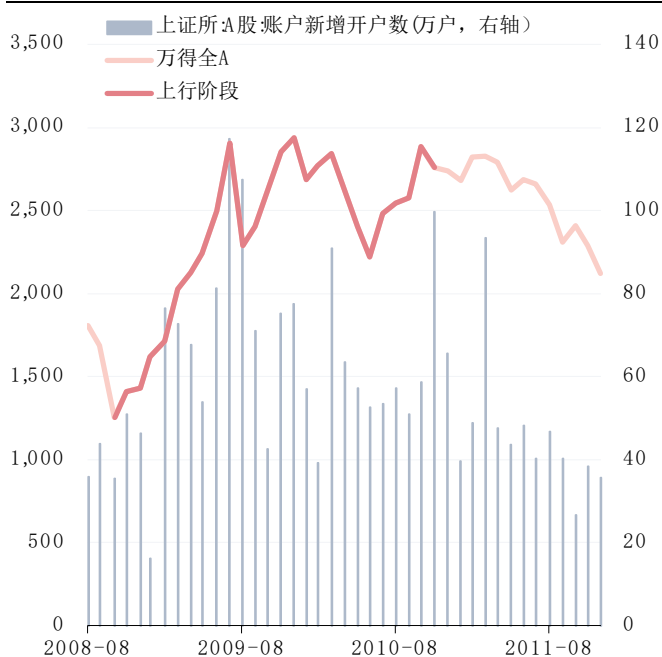
资料来源：万得，中银证券

第二轮牛市(2009-2010 年): 强力修复牛

2008 年 11 月 5 日, 为应对国际金融危机带来的冲击, 国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议, 部署了后称“四万亿”的经济刺激计划, 货币政策于 2008 年下半年开始放松。产业层面又相继推出地产政策放松, “汽车、家电下乡”及“十大产业振兴规划”。外需方面, 美联储同期展开 QE, 经济 V 型修复, 经济增长指数修复至历史高点, 工业增加值产出缺口大幅反弹, 工业企业利润和 A 股盈利大幅修复。本轮牛市的特点是以“信贷规模”衡量的流动性指标呈现非常明显的宽松。

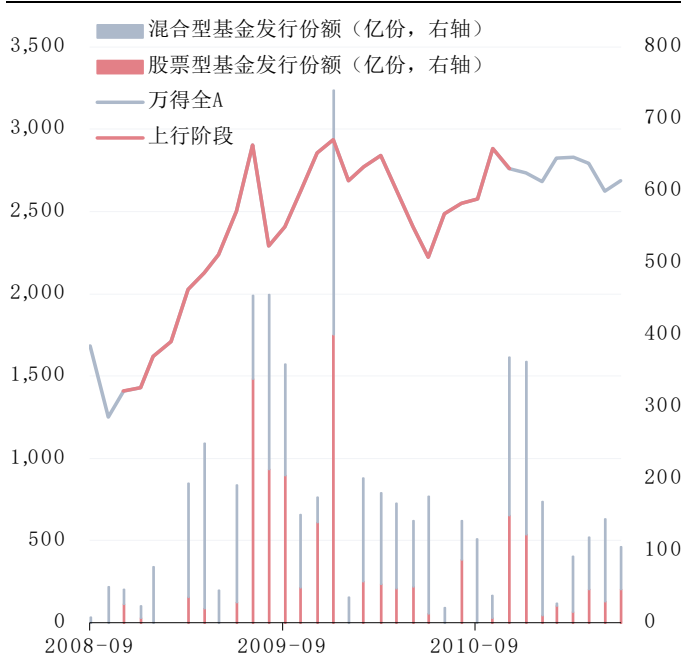
增量资金方面, 同样以散户直接开户入市为主, 同时公募基金(尤其是股票型基金)也吸引了一部分资金。虽然公募基金是重要渠道, 但此轮行情的直接参与特征非常明显, 大量新增个人投资者开户涌入市场。2009 年股票型和混合型基金发行合计仅为 3097 亿份。

图表 7. 2008-2010 年新增开户情况



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2008-2010 年基金发行情况



资料来源：万得，中银证券

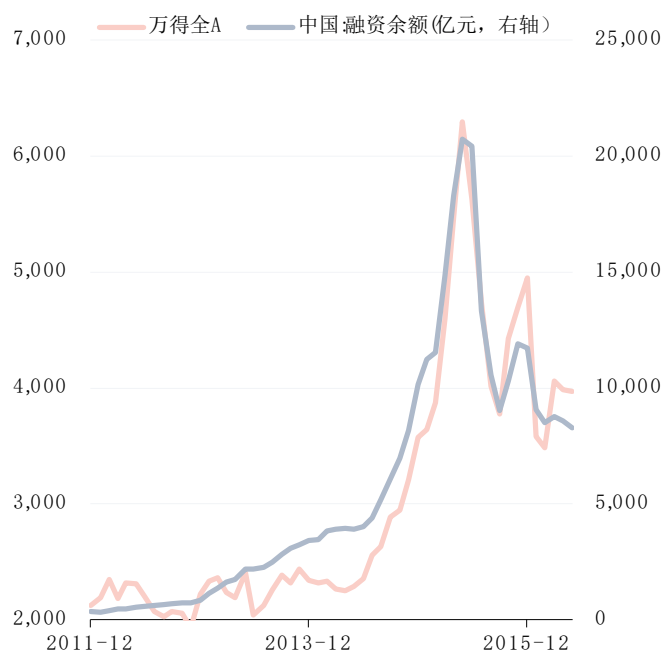
第三轮牛市(2013-2015 年): 弱复苏结构杠杆牛

2010 年宏观经济和企业盈利高点出现后, 开启漫长下行, 14 年-15 年更是承压加剧, 从主要经济指标来看, 经济整体呈现回落趋势, 2014 年 GDP 较上年下降 0.34% 至 7.43%, 2015 年 GDP 较上年再下降 0.38% 至 7.04%, 连续两年主要经济指标持续下滑, 经济降档明显, 但股市表现却与经济表现出大幅背离, 这背后的原因是市场逐渐把“三期叠加”、“深化改革”、“调结构”、“经济降档-新常态”, 作为主要关注焦点, 投资者开始对经济发展的质量而非速度、对经济的结构而非总量, 赋予了更高的权重, 改革预期叠加杠杆资金推动整体大牛市展开, 结构上产业层面, 互联网+热潮推动科技成长风格大幅占优, 盈利层面并购浪潮助推科技成长盈利大幅上行, 而传统行业则受制于经济下行, 其股价相对收益明显承压。改革预期和 TMT 科技结构性景气构成了本轮牛市初期结构牛行情发起的注脚。TMT 板块的盈利增速表现上确实明显强于全 A 及全 A 非金融。

本轮牛市节奏上, 呈现了非常特殊的结构牛转全面牛特征。2013 年创业板指表现大幅领先上证指数, 2014 年后转向同步上涨的全面牛。

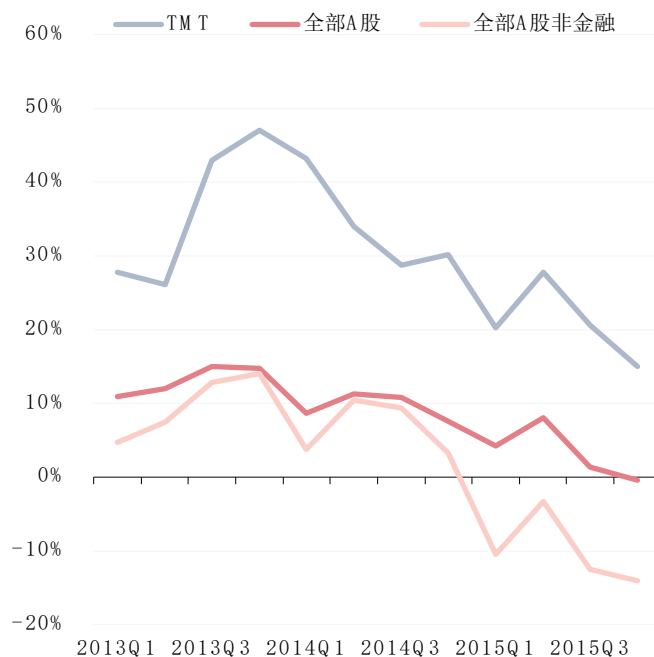
第三轮牛市公募基金为何缺位? 本轮牛市中由于公募基金整体持仓结构未能有效契合主线结构, 赚钱效应并不突出, 因此和前两轮牛市不同的是, 未被选为资金搬家的主要渠道, 与之对应的是居民开户特别是融资账户成为主要渠道。这或与主动偏股型基金在牛市初期配置创业板的头寸偏低有关, 在 2013-2014 年并未展现出明显的赚钱效应。从发行角度看, 股票型和混合型基金在 2013 年和 2014 年分别只发行了 1022、2061 亿份。与之对应的是 A 股融资余额由 2013 年年初的 857 亿元升至年底的 3435 亿元, 并在 2014 年年底升至 10172 亿元。

图表 9. 2013-2015 年融资余额大幅上行



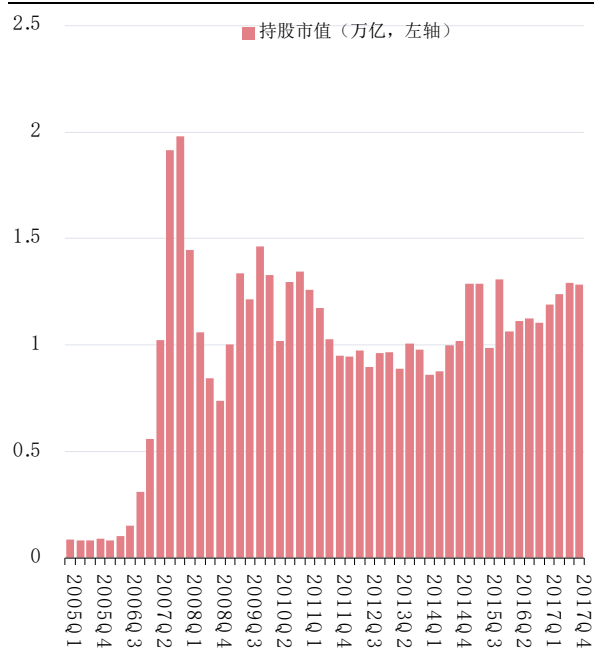
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 2013-2015 年科技盈利增速呈现结构性景气



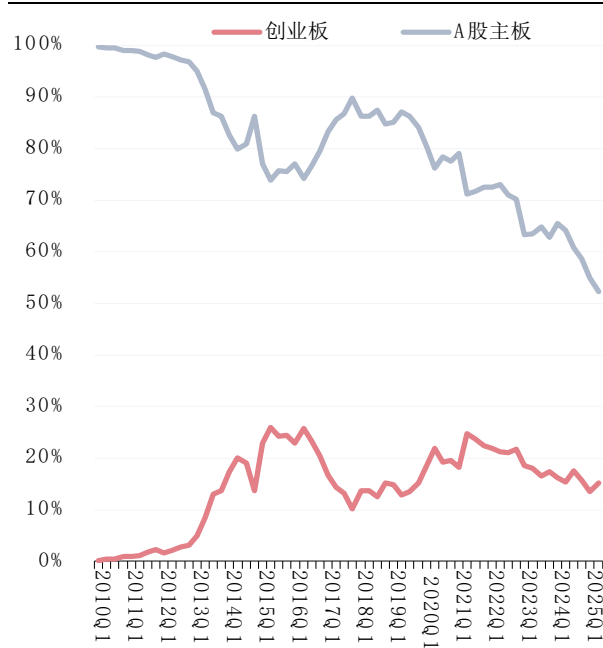
资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 2013-2015 年主动偏股型基金持股市值扩张偏弱



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 本轮牛市前期主动偏股型基金低配创业板



资料来源：万得，中银证券

第四轮牛市(2016-2018 年)：外资蓝筹牛

伴随着前两年经济周期的走弱，15 年底中央首次提出“供给侧改革”，“三去一降一补”带动宏观经济大幅修复，促进工业企业利润和全 A 盈利同步大幅改善，但这一盈利改善主要由传统行业景气所带动，这一阶段传统低估值价值股大幅占优，科技成长指数相对收益大幅下滑。本轮牛市的主线是蓝筹股和白马股，如食品饮料、家电等板块，价值投资氛围浓厚，形成了“核心资产”的概念。

增量资金方面，2016 年后，受“金融去杠杆”及市场转跌影响，融资余额从 2015 年峰值 2.1 万亿降至 2018 年年末的 0.7 万亿，融资资金对市场的影响减弱。2016 年保险资金是主力，全年险资频繁举牌低估值金融地产股，推动大盘价值风格。沪港通（2014 年底开通）和深港通（2016 年底开通）共同构成了“陆股通”机制，极大便利了国际投资者直接投资 A 股，为这轮外资驱动的牛市提供了基础设施。同时 MSCI 指数纳入 A 股的议程也在有效推进。数据来看，陆股通累计买入金额由 2016 年年初的 871 亿元提升至 2018 年底的 6417 亿元。

图表 13. 2016-2018 年陆股通持续买入贡献边际力量



资料来源：万得，中银证券

第五轮牛市(2019-2021 年): 公募结构牛

2019 年, 面对此前的经济增长压力, 中美两国国债利率同步下行, 国内信贷数据年初即开始发力, 19 年全 A 盈利增速由 18 年的-2.2%修复至 19 年的 5.5%, 工业企业利润累计同比由 19 年年初的-14.0%修复至年底的-3.3%, 结构上产业层面, 5G 发牌及中美科技摩擦促进科技成长风格在这一阶段明显占优。2020 年, 随着年初新冠疫情发生, 经济迅速进入衰退状态, 但随后海外央行同步扩表, 国内货币和财政刺激政策也迅速出台, 结构上, 电新行业迎来产业起点, 开启为期两年的大幅上行。2021 年, 在上年 Q1 低基数背景下, 当年工业企业利润录得 34.3% 增长, 全 A 盈利增速 18.0%, 但同比增速逐季下滑, 四季度地产数据显示地产项进一步拖累整体经济增长, 电新行业的结构性景气延续占优。

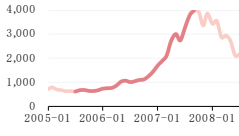
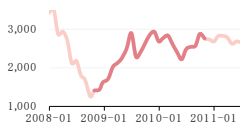
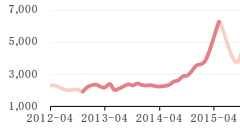
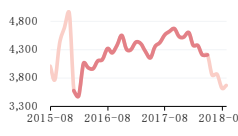
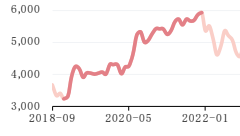
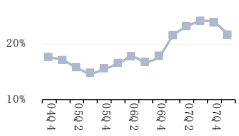
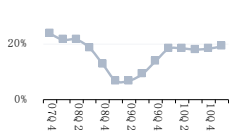
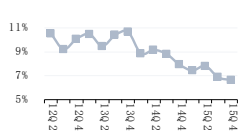
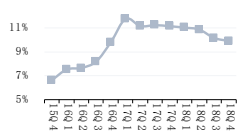
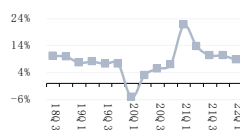
增量资金方面, 在利率下行、银行理财打破刚兑、信托风险暴露以及房地产市场强调控的背景下, 居民存量财富需要新的投资渠道。与此同时, A 股市场结构分化加剧, 结构性赚钱效应增加普通居民直接入市投资的难度。2019-2020 年公募基金(尤其是头部基金经理)业绩普遍亮眼, 形成了一定的赚钱效应。政策方面, 监管层同期也在大力鼓励发展机构投资者, 倡导长期投资、价值投资。本轮牛市期间主动偏股型基金的持股市值由 2019 年 Q1 的 1.3 万亿提升至 2021 年 Q4 的 5.0 万亿元, 占全 A 流通市值的比重相应由 2.9%提升至 6.6%。

图表 14. 2019-2021 年公募基金发行进入密集阶段



资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 前五轮牛市背后主要数据概览表

轮次	第一轮牛市	第二轮牛市	第三轮牛市	第四轮牛市	第五轮牛市
开始	2005.7	2008.11	2012.12	2016.1	2018.12
结束	2007.10	2010.11	2015.6	2018.5	2021.12
牛市类型	全面牛	全面牛	结构牛转全面牛	结构牛	结构牛
股指走势					
经济 业绩	强修复 股权分置改革启动。宏观经济高速发展。人民币汇改启动	强修复 “四万亿”推出，财政货币双宽，危机后强修复	偏衰退 宏观经济偏弱，科技呈现结构景气，改革牛和科技产业趋势助力，杠杆资金助推下转为全面牛	弱修复 供给侧改革、棚改货币化推动宏观经济修复	弱修复 走出第一轮中美贸易摩擦阶段，疫后强修复，新能源结构景气
名义GDP					
流动性	偏紧 2004年10月开始加息，至2007年底共计加息9次，剩余流动性明显收紧	放松 09年9月开始央行五次降息四次降准，剩余流动性上行，十年期国债利率大幅走低	放松 13年流动性偏紧，钱荒发生。14-15年，经济下行压力加大，14年年初央行开始定向降准，年底央行时隔两年首次降息，流动性宽松信号明确，15年更是进行了4次降准5次降息	先松后紧 2016年国内流动性是前松后紧节奏，17-18年伴随着供给侧改革带动的宏观经济上行，货币政策开始转紧，同时美联储在2015年底正式开始QE退出后的加息进程	偏松 19年年初国内央行宣布降准，年初信贷高增，政策明显转向宽货币宽信用，海外美联储亦同步转鸽进入降息周期，20年新冠疫情又加速了这一进程，美联储大幅QE，国内较海外略显克制，但仍是明显宽松趋势
增量资金	资金搬家 公募基金渠道+居民开户 开户数量大幅提升	资金搬家 公募基金渠道+居民开户	资金搬家 两融渠道 融资余额大幅提升	外资资金搬家 陆股通渠道 北上持股金额持续上升	资金搬家 公募基金渠道 主动偏股型基金发型大幅提升

资料来源：万得，中银证券

2 从资金视角对比前五轮牛市

从增量资金的入市节奏视角，每一轮牛市都有显著的增量资金，使得牛市的启动可以脱离基本面、流动性等不同条件的约束。第一、二轮牛市以居民直接开户为主，第三轮牛市依靠杠杆资金渠道、第四轮牛市陆股通为主要渠道，第五轮牛市公募基金为主要渠道。

前五轮牛市的经验来看，可以将前五轮牛市划分为：牛初、牛中、牛顶三个阶段。

- 1) 牛初阶段是孕育阶段，从牛市真正形成的角度，这一阶段的主要任务是打开股市的赚钱效应，主要目的是引起潜在增量资金的关注。在这一阶段，主力增量资金介入信号并不明显。
- 2) 牛中阶段是增量资金开始入场的阶段，在前期“台子搭好”的基础上，主力增量资金开始建仓其青睐的结构和方向，这些结构方向也对应成为这轮牛市的主线。
- 3) 牛顶阶段是各路资金通过牛中增量资金的渠道，“借道”增量资金渠道，纷纷涌入的阶段，也是股指斜率最高、指数接近见顶的阶段。

图表 16. 2013-2025 年 Q2 机构持仓市值比例

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q2
一般法人	82.1%	82.1%	82.5%	82.8%	82.1%	82.7%	78.4%	74.0%	72.8%	73.6%	76.0%	76.6%	76.5%
基金	7.6%	7.6%	7.6%	6.7%	6.2%	6.3%	7.9%	12.2%	14.3%	13.7%	12.7%	12.4%	12.3%
陆股通	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	1.6%	2.6%	4.5%	5.8%	6.0%	5.5%	4.8%	4.6%	4.6%
保险公司	5.4%	5.4%	4.8%	4.8%	4.8%	4.3%	5.0%	4.1%	3.0%	3.5%	2.8%	3.2%	3.1%
非金融类上市公司	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	1.6%	1.7%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%
阳光私募	0.4%	0.4%	0.5%	0.8%	1.5%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%
社保基金	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%
QFII	0.5%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%
银行	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
券商	0.2%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
信托公司	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
集合理财	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
企业年金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务公司	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
基金管理公司	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：万得，中银证券

图表 17. 2013-2025 年 Q2 机构持仓年环比变化

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q2
一般法人	1.2%	0.8%	0.4%	0.3%	-0.8%	0.6%	-4.2%	-4.4%	-1.2%	0.8%	2.4%	0.6%	-0.1%
基金	-0.9%	-2.7%	-0.1%	-0.8%	-0.6%	0.2%	1.6%	4.3%	2.0%	-0.6%	-1.0%	-0.3%	-0.1%
陆股通			0.1%	0.2%	1.0%	1.0%	1.9%	1.3%	0.2%	-0.6%	-0.7%	-0.2%	0.0%
保险公司	-1.1%	1.5%	-0.5%	0.0%	0.1%	-0.6%	0.7%	-0.9%	-1.1%	0.5%	-0.7%	0.4%	0.0%
阳光私募	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	-0.6%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.0%
QFII	0.3%	-0.2%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
非金融类上市公司	0.2%	0.2%	-0.1%	0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%
券商	-0.1%	0.1%	0.2%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%
社保基金	0.1%	0.0%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%
集合理财	0.1%	-0.1%	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
银行	-0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
信托公司	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
企业年金	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
基金管理公司		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务公司	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：万得，中银证券。注：数值为当年较上年持股市值比例的环比变动

从 2025 年上半年情况来看，保险资金或发挥了主要增量作用。行情进入 8 月后，融资余额，保险，主动偏股型基金发行，被动 ETF 发行等各项资金数据并未出现大幅提升现象，如居民开户并未出现明显异动，融资余额虽上行并创历史新高，但占流通市值比指标仍处于合意区间，当前主动偏股型基金发行较 2022-2024 年均值数据仅略显回暖。整体而言，当前阶段主力渠道并未显现，参考此前五轮牛市的经验，这种显著的增量资金数据或更多体现在牛中和牛顶阶段。

图表 18. 当前居民新开户情况



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 当前股票型、混合型基金发行情况



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 当前融资余额情况



资料来源：万得，中银证券

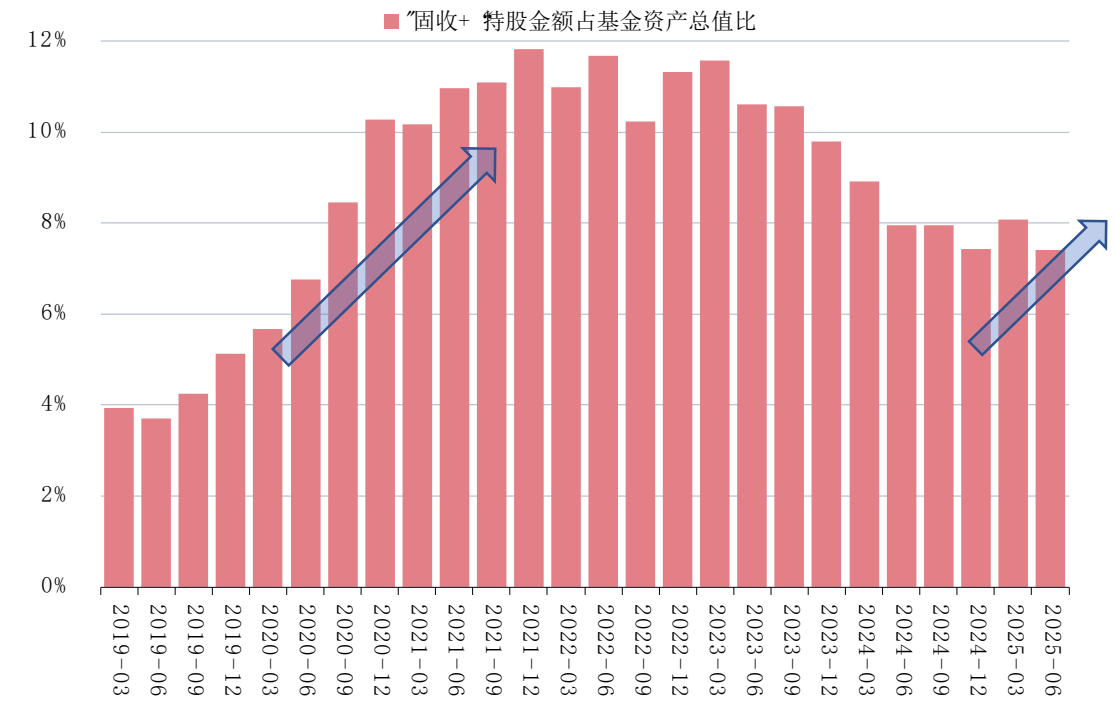
图表 21. 当前融资余额占 A 股流通市值比例仍不高



资料来源：万得，中银证券

从本轮牛市节奏来看，我们认为保险资金的增量已完成了本轮“牛初”阶段，通过红利和金融板块完成了市场企稳的任务。而主动偏股型基金和类“固收+”基金完成了本轮“牛初”和“牛中”阶段，赚钱效应打开的任务。

图表 22. “固收+”基金股票持仓占比或将重复 2019-2021 年的提升过程



资料来源：万得，中银证券

3 本轮牛市节奏展望

我们认为本轮牛市或不同于历史上所有的牛市，在好的宏观调控预期下，本轮牛市成为慢牛、长牛的基础仍在，有望成为【2013-2014】+【2016-2017】牛市的混合版本。宏观弱复苏背景下的科技流动性牛市，转宏观修复后的大市值蓝筹牛。对应的可能是从结构牛转化为全面牛。

3.1 当前“结构牛”的成因

对于未来增量资金的渠道和青睐方向来看，我们认为这首先取决于本轮行情可能的结构演绎方向。不同牛市类型背后的驱动逻辑将对不同类型资金入市的时间产生斜率影响。

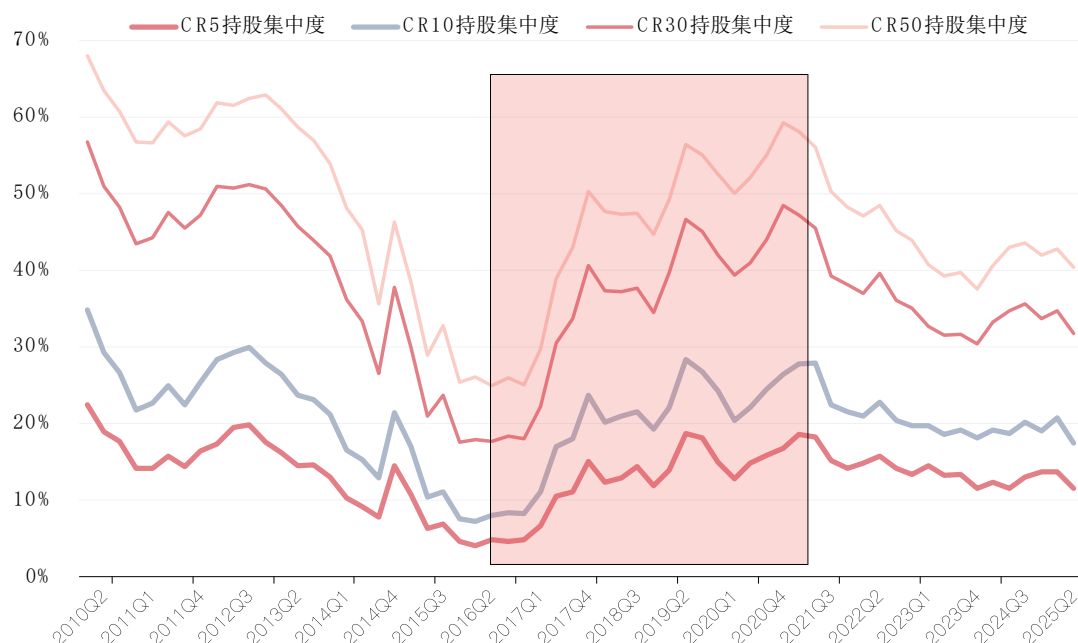
结构性行情的背后，不仅仅是景气的结构性，也反映了助力投资者投资偏好的结构性。这种偏好结构性的背后是由不同投资者秉持迥然相异的投资理念与决策框架所致。外资、险资或更青睐于“宏观经济驱动”信号，散户、活跃资金及部分主动偏股型基金更多青睐“政策驱动”信号。这种内核上的显著差异，为一种看似矛盾的现象提供了注脚，当经济现实不能拉动顺周期板块的同时，科技板块却仍可实现高斜率的上行。

当前科技结构牛背后是市场部分资金对于 AI 硬件方向“结构性景气”和“强产业趋势”的正向积极反馈，但资金抱团部分大市值 AI 科技股的背后，需要考虑“一组矛盾”和“两个问题”，即“抱团资金增量多不多”与“抱团板块容量大不大”之间的矛盾。

一是青睐参与抱团板块资金的增量性，二是可被抱团方向的股票容量（数量），对比 2019-2021 年的“新半军”结构牛，市场的结构性景气方向相对较多，如白酒、电新、电子、军工等，而本轮结构性景气方向相对更少，仅集中在海外算力方向，国产算力方向更多受溢出效应和预期所带动。

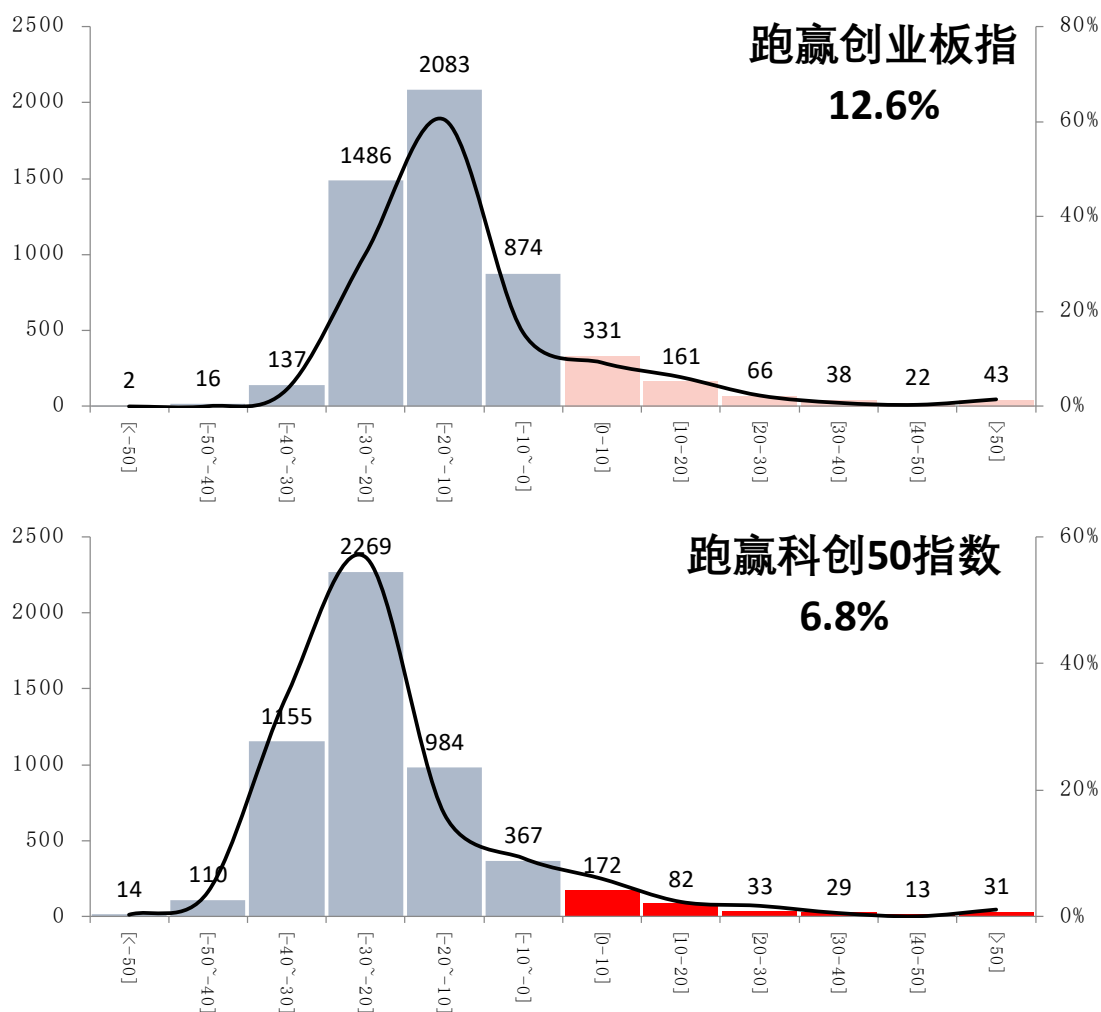
在一个长牛市的假设下，当前演绎的科技结构性牛市，在增量资金涌入容量较小的板块背景下，“强度”或好于历史可比阶段，但时间长度占比取决于后续主动偏股型基金的发行增量情况。

图表 23. 主动偏股型基金持股集中度或重复 2016-2021 年进程



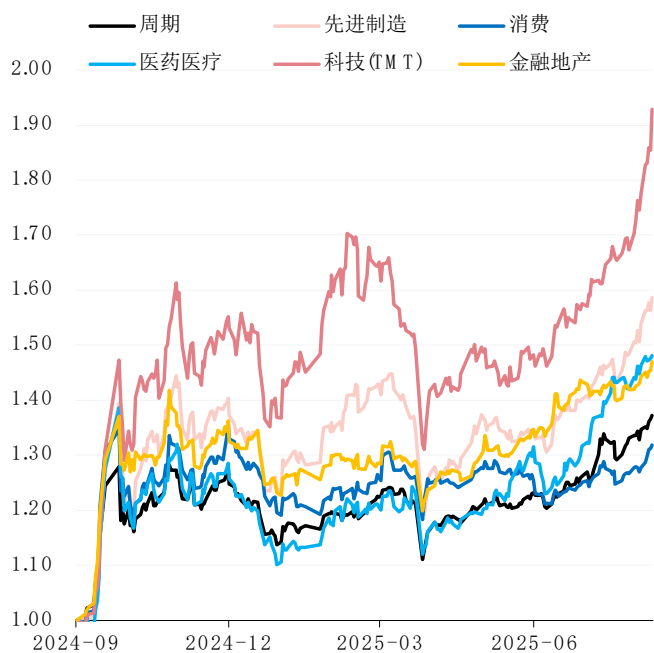
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 2025 年 8 月全 A 个股跑赢创业板指和科创 50 指数的数量占比较低



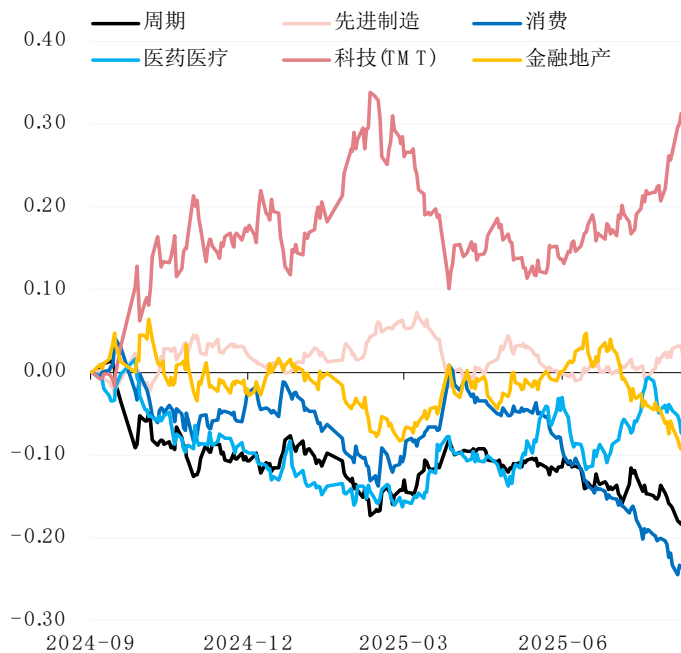
资料来源：万得，中银证券。注：横轴单位为%，左轴单位为家数，右轴为公司家数占比，全市场公司总数选取 2024 年前上市公司数据

图表 25. 2024 年 9 月后大类行业绝对收益走势



资料来源：万得，中银证券

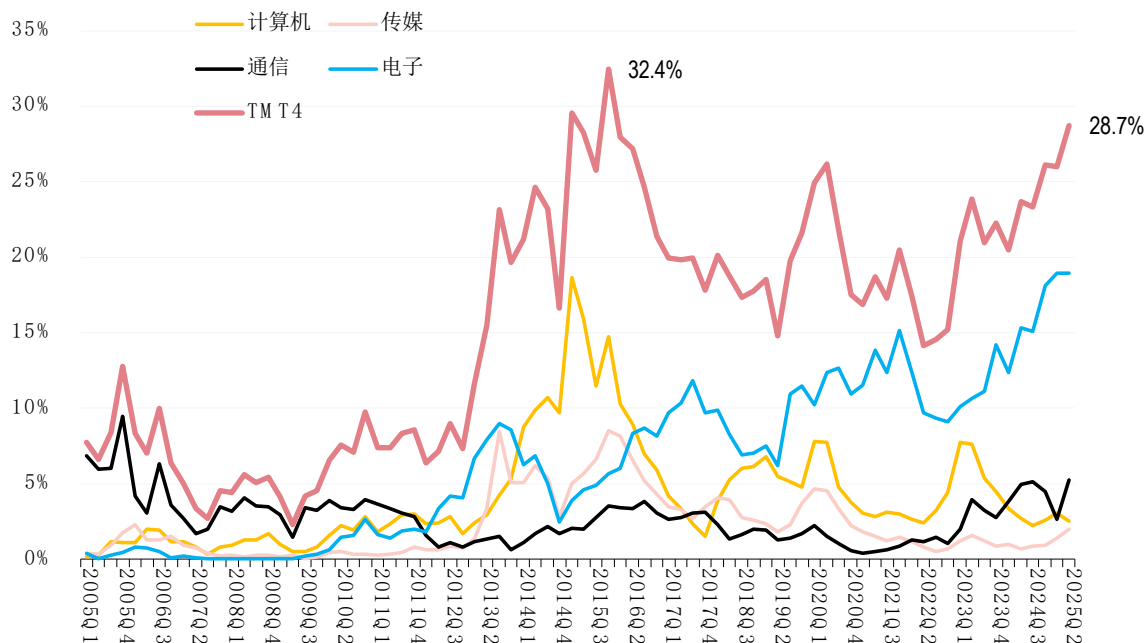
图表 26. 2024 年 9 月后大类行业相对全 A 收益走势



资料来源：万得，中银证券

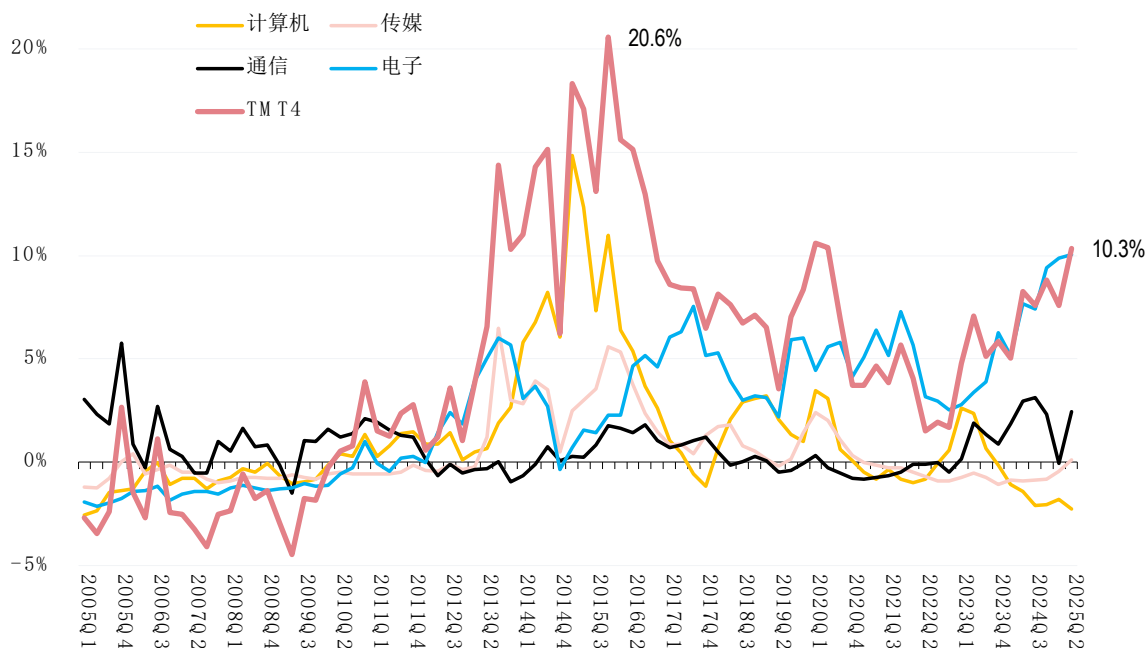
我们认为对于新增量资金的关注，对于科技行情强度的持续性非常重要。当前科技行业持续性背后存在脆弱性风险。这种脆弱性风险体现在主动偏股型基金对于科技方向，特别是电子、通信、计算机、传媒的超配比例在 2025 年 Q2 已达 10%，而 2014 年 Q2 这一比例在 14% 左右。因此后续维持强势科技股高位震荡或高位再突破，对于算力结构性相对景气优势和主动偏股型基金发行(增量资金)的要求，存在被动角度显著提高的约束。

图表 27. 主动偏股型基金对于 TMT 科技行业的标配比例



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 主动偏股型基金对于 TMT 科技行业的超配比例



资料来源：万得，中银证券

3.2 当前为什么类似 2013-2014 年

当前行业与 2013-2014 年对比而言，有如下几点可以关注：

- 1) 宏观环境较为类似，2013 年也是典型的低通胀加弱复苏环境。2013 年 GDP 数据属于下台阶后的震荡阶段，与当前的实际 GDP 目标年内围绕 5% 的设定较为类似。2014 年整体经济压力较 2013 年进一步承压，与当前类似。
- 2) 结构性景气，2013-2014 年景气行业的稀缺，使得当期具备宏大产业蓄势的移动互联网方向成为关注焦点，同样也被视为“改革牛”的“出口”所在。
- 3) 行情分化性，2013 年是极致分化年份，全年创业板指上涨 83%，而上证指数则小幅收跌。
- 4) 2013 年虽然全市场小盘跑赢大盘，但单就科技市值分化来看，创业板 50 较创业板综指的超额仍然较为明显。
- 5) 不同点在于国内和国际流动性环境，2013 年担忧美联储 Taper，以及国内银行间在 6 月出现“钱荒”，当前市场流动性环境明显好于 2013 年，但 2014 年流动性则明显宽松。
- 6) 2013 年强景气方向是手游和影视方面，类似于当前的算力，但从业绩扎实度来将，本轮的盈利内生性和反脆弱性或好于手游和影视。
- 7) 区别点在于供需政策的拐点，2016 年后，随着“供给侧改革”和“棚改货币化”的推出，消费和周期风格开始占优。本轮牛市，虽然“反内卷”政策在 2025 年得以强调，但从演绎节奏和路径来看，尚未到切换拐点。另一个角度，市场或有理由将科技创新也作为“反内卷”的一种尝试路径。

节奏方面：

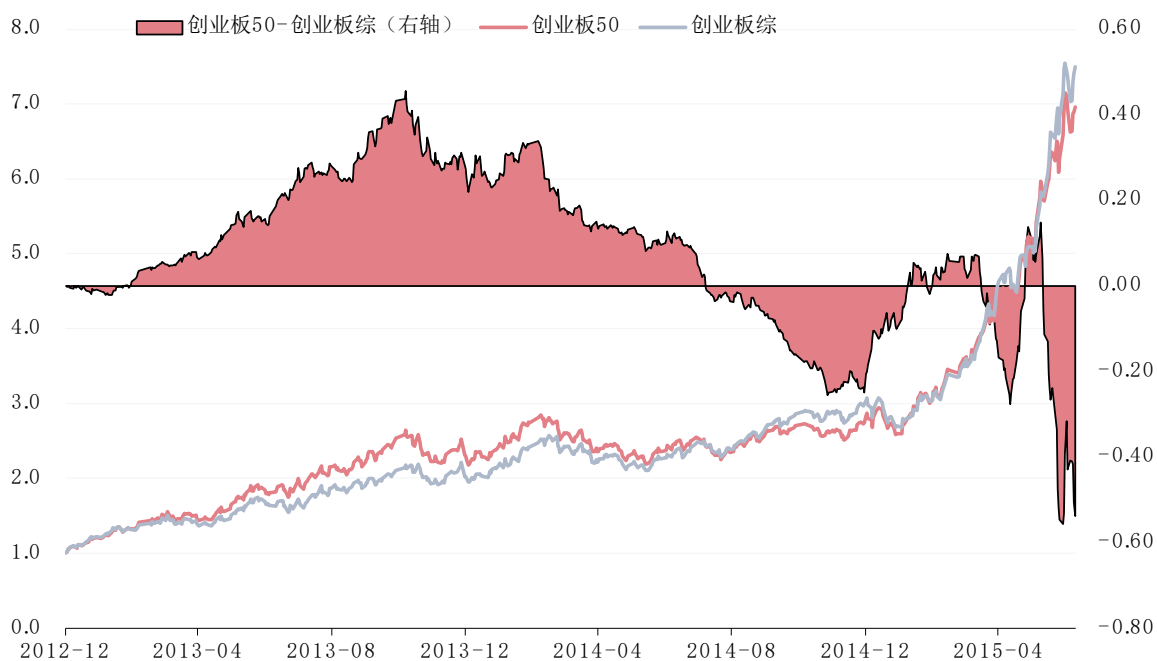
- 1) 启动之前也出现了较为类似的银行搭台现象，2012 年 12 月，银行股大涨，形成了后续所谓“权重搭台，科技唱戏”的现象。
- 2) 2012 年 12 月初至 2013 年 1 月底，上证指数上涨 20%，创业板指上涨 28%，这与 2024 年 9 月 24 日至 2025 年 4 月上证指数、创业板指同涨的过程有一定相似度。
- 3) 2013 年 2 月初至 2014 年 2 月上旬，创业板指大幅上涨 100%，上证指数下跌 13%，这为 2025 年 7 月迄今的分化行情提供了一定相似参照。
- 4) 2014 年 5 月到 2015 年 6 月底，上证指数上涨 111%，创业板指上涨 123%，属于普涨全面牛阶段。

图表 29. 2013-2015 年牛市：结构牛转向全面牛

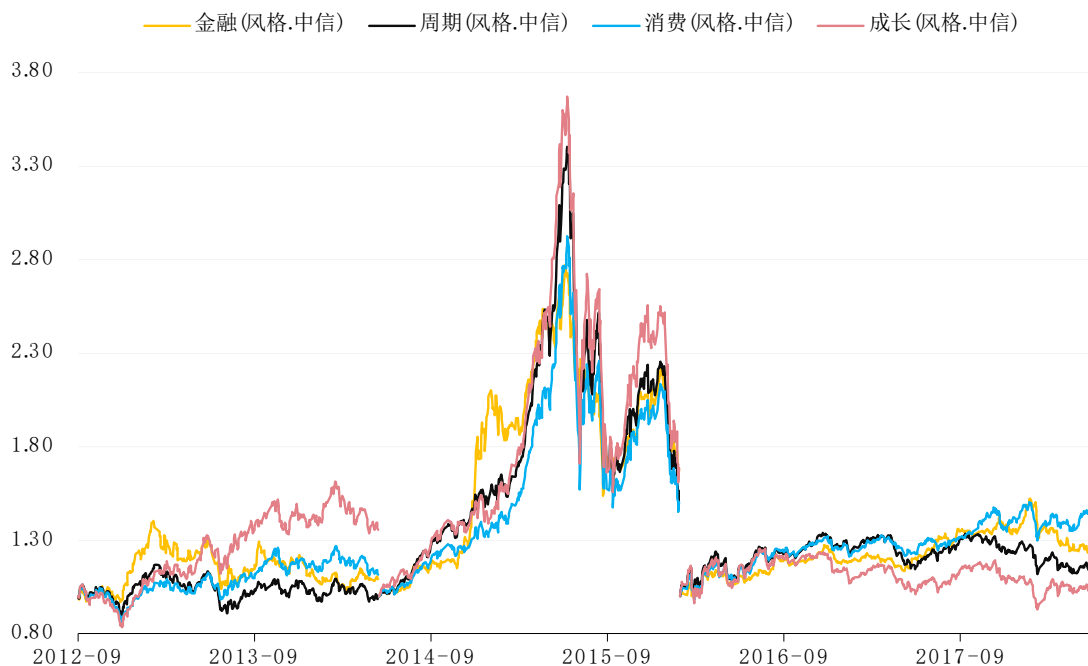


资料来源：万得，中银证券

图表 30. 2013 年创业板 50 指数跑赢创业板综指

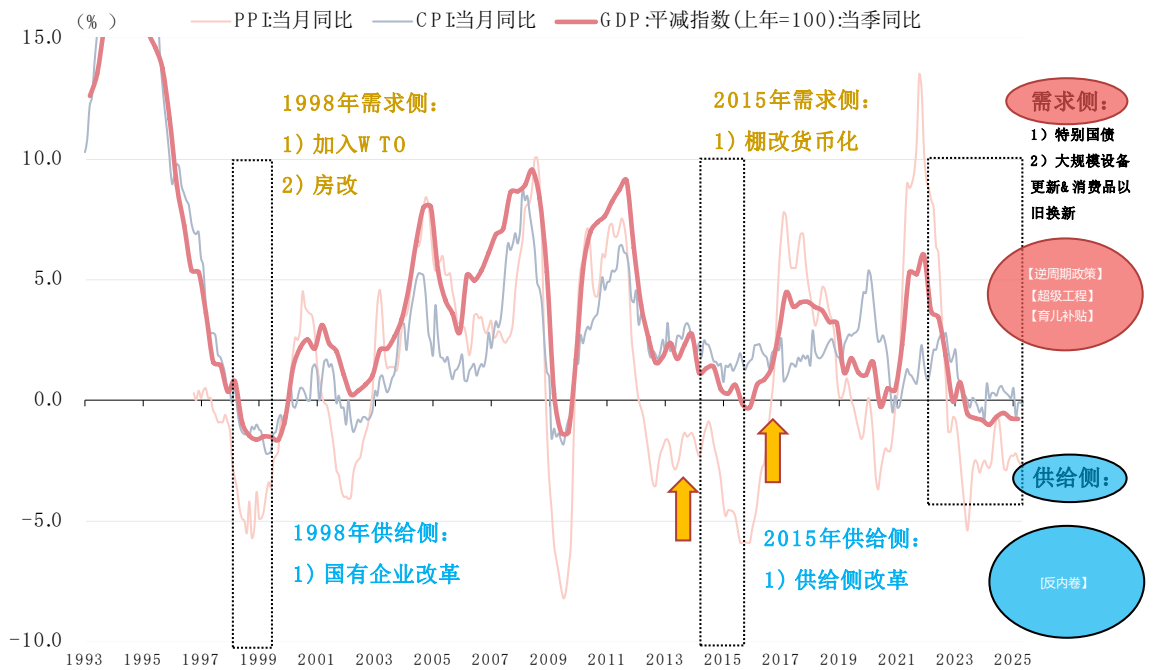


图表 31. 风格轮动变盘点仍是重要政策信号



参考历史，2013-2014 年的经验或对当前行情更具参考性，同样是宏观经济增速承压阶段，与 2013 年兴起的科技产业趋势+改革预期相比，本轮牛市在科技产业趋势外，更多叠加的是科技突围成功的预期（这种预期由年内多个所谓“Deepseek 时刻”所标识）。从价格因素来看，低价格区间的改善一直到 2016 年后方才出现。

图表 32. 2013 年牛市启动后，PPI 转正出现在 2016 年 9 月



资料来源：万得，中银证券。注：加入 WTO 时间为 2001 年

3.3 未来将转入“全面牛”

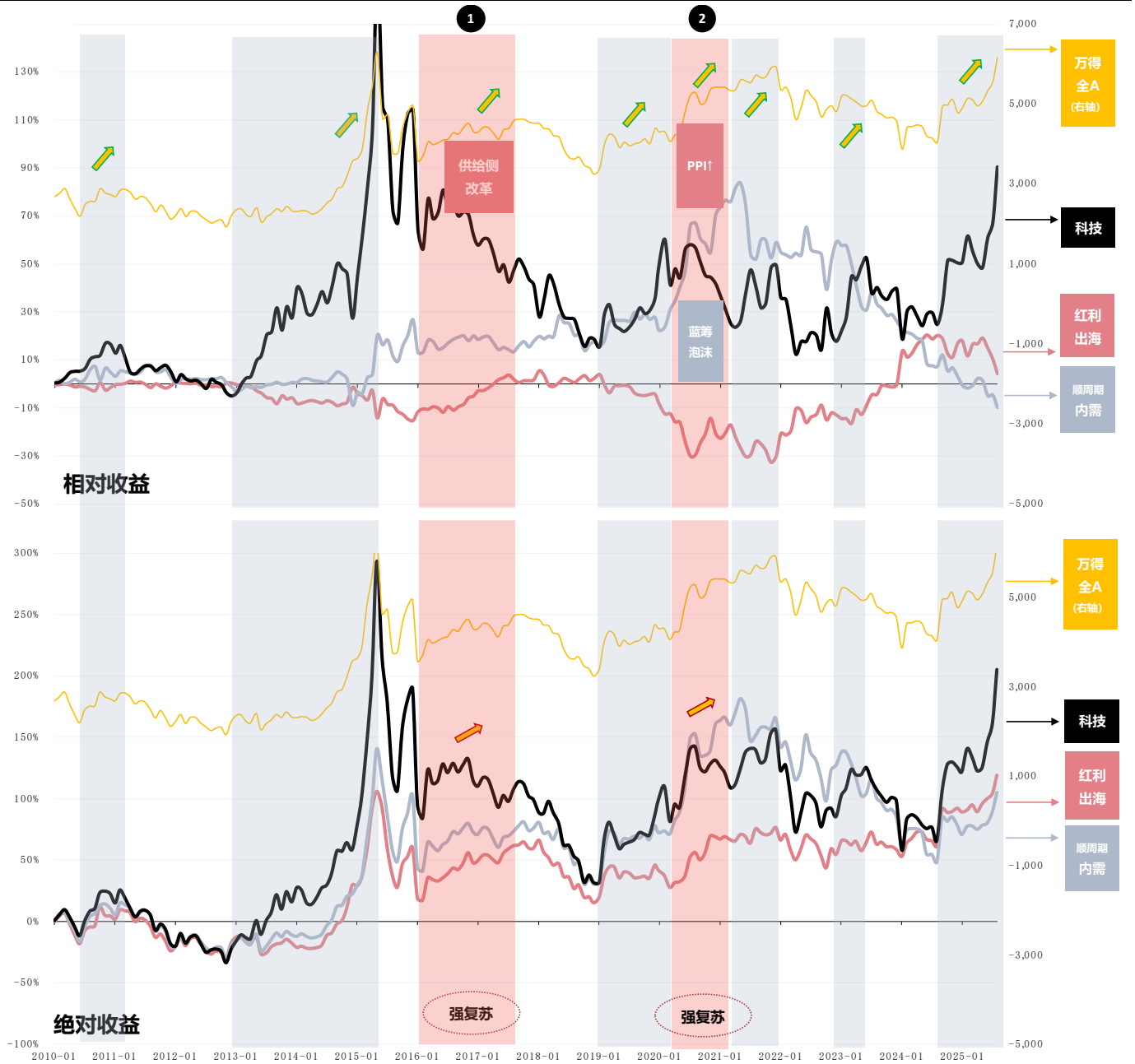
对比类似的“2012-2015-2017”年完整的宏观经济“U”型修复背景下的市场轮动结构，从科技结构牛转向顺周期蓝筹牛，从小盘转向龙头大盘风格是可参考的经验。

图表 33. 本轮全面牛的展开方式



资料来源：中银证券

图表 34. 宏观经济企稳后，或由“结构牛”转向“全面牛”



资料来源：万得，中银证券

4 结论

类似【2013-2014】 + 【2016-2017】行情，先结构牛后全面牛，我们预计本轮牛市的扩散行情分为三步。

- 1、科技缩圈结构牛(类似 2013 年): 优先是结构性景气明显，具有业绩抓手的 AI 硬科技方向，如 AI 算力、端侧等。
- 2、泛科技成长结构牛（类似 2014 年）：中报后，科技行情将扩散至泛成长，如机器人、军工、创新药等。
- 3、全面牛（类似 2016-2017 年）：宏观经济改善线索出现后，将进一步扩散至“全面牛”属性的“反内卷”、“消费”等方向。当前仍处于第一阶段，继续建议优先关注科技核心方向。

风险提示

- 1) 历史牛市驱动逻辑各异，盈利驱动并非必然前提，当前行情若缺乏基本面支撑，估值扩张的持续性存疑。
- 2) 当前增量资金数据尚未显著异动，主力渠道不明，若后续增量资金不及预期或渠道不畅，牛市进程或受阻。
- 3) 本轮科技结构牛依赖抱团少数板块，增量资金与板块容量矛盾突出，若抱团资金增量不足或板块内轮动失速，结构性行情持续性及强度或受限。
- 4) 由结构牛转向全面牛依赖于宏观经济“U”型修复的兑现，若经济复苏不及预期，风格切换至顺周期蓝筹或难以实现。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark15 楼
NY10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371