



宏观研究

【粤开宏观】牛市的成因是什么？牛市还能否延续？

2025 年 09 月 24 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：原野

执业编号：S0300523070001
电话：15810120201
邮箱：yuanye_zb@y kzq.com

分析师：孟之绪

执业编号：S0300524080001
电话：
邮箱：mengzhixu@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】迈向中等发达国家：“十四五”经济回顾与“十五五”经济增长目标测算》2025-09-21

《【粤开宏观】大国财政的担当：“十四五”时期我国财政治理成效回顾》2025-09-18

《【粤开宏观】美联储重启降息周期：回顾、展望及影响》2025-09-18

《【粤开宏观】如何看待当前经济？如何理解股市与经济的背离？》2025-09-15

《【粤开宏观】本轮反内卷与供给侧改革有何不同》2025-08-31

导读：

2025 年以来，以中国科技叙事反转为起点，A 股开启了一波强劲的牛市行情。进入 9 月，主要指数上涨势头趋缓，市场波动加剧，关于牛市回调的担心升温。从历史看，牛市并不意味着股价单边上涨，市场全力奔跑后需要休整，为下一轮上涨积蓄能量。牛市不乏大级别回调，回调幅度可能在 10% 以上，而这恰恰为投资者进入市场、把握牛市机遇提供了最佳窗口。**本轮牛市的成因是什么？牛市是否还会延续？** 本文是资本市场系列报告中的一篇，主要回答上述问题；下一篇报告将从历史复盘历次牛市回调的原因，并总结相应特征基投资者应对的建议，详见《牛市回调的原因和特征是什么？如何应对？》。

经过研究，我们的核心判断是：

1、本轮牛市的成因是什么？

本轮 A 股牛市的形成有深刻的时代背景和制度背景，百年变局下全球资本重新布局以及中国科技创新突破的新叙事引发了牛市行情，当然**资本市场制度的持续完善以及资金的持续流入也是重要基础**。虽然经济基本面并未发生根本性改变，但是资本市场反映的不是当下基本面而是未来预期；伴随去年 926 政治局会议大力度刺激经济以及今年人工智能科技创新的重大突破，投资者的风险偏好发生重大变化，成为本轮牛市的导火索，因此本轮牛市也可称之为“科技重估牛”。

具体而言，本轮牛市的形成主要有以下三个方面原因：一是从预期看，去年 926 以来宏观调控逻辑的改变和今年以来人工智能科技叙事的改变提振了风险偏好和市场预期。二是从制度看，资本市场基础制度不断完善，优质公司持续进入市场，市场吸引力不断提高。三是从资金面看，中长期资金持续入市，居民资产有序向权益市场转移。

2、牛市是否还会延续？牛市行情尚在持续、远未终结，回调即是买入良机

展望后市，上述三大因素的基础仍然牢固：其一，中国科创产业正在多个领域从“跟跑”转变为“领跑”。新旧动能接续在宏观经济数据尚未体现，但一系列具有想象力的优质公司持续喷涌，新质生产力需要强大的资本市场，也能够为资本市场行稳致远提供微观基础。其二，资本市场改革仍在继续。其三，国内中长期资金仍在持续入市，海外资本在全球变局下有配置中国资产的需求。由此，本轮 A 股“长牛”的基础更为坚实，在持续性上有望超过历史上的多数行情。

综上，站在目前的时间节点，我们倾向于认为牛市仍未结束，行情还将延续；但是持续上涨后波动将明显加大，波动中前行是基本规律，短期回调即是买入良机。

风险提示：历史规律不代表未来、基本面持续不及预期



一、本轮牛市的成因是什么？

牛市的形成一般需要四个要素：一是微观企业盈利尤其是上市公司质量的改善是牛市的基础；二是良好的资本市场制度是孕育合理估值的土壤，决定了企业质量能被市场清晰定价和优胜劣汰，优化上市、完善退市、鼓励分红、打击欺诈发行、保护投资者才能增强市场信心与吸引力；三是中长期资金和短期流动性是牛市的源头活水；四是牛市的起点或延续还需要投资者风险偏好的提高以及预期的改善。从长期看，牛市的的核心在于公司质量和市场制度，即股市不能脱离基本面，是为盈利驱动或基本面驱动；但是从短期看流动性充裕或者预期改善也可能推动牛市，甚至成为牛市开启的导火索和引擎，是为估值驱动。

本轮 A 股牛市的形成有深刻的时代背景和制度背景，百年变局下全球资本重新布局以及中国科技创新突破的新叙事引发了牛市行情，当然资本市场制度的持续完善以及资金的持续流入也是重要基础。虽然经济基本面并未发生根本性改变，但是资本市场反映的不是当下基本面而是未来预期；伴随去年 926 政治局会议大力度刺激经济以及今年人工智能科技创新的重大突破，投资者的风险偏好发生重大变化，成为本轮牛市的导火索，因此本轮牛市也可称之为“科技重估牛”。

具体而言，本轮牛市的形成主要有以下三个方面原因：

一是从预期看，去年 926 以来宏观调控逻辑的改变和今年以来人工智能科技叙事的改变提振了风险偏好和市场预期。“反内卷”政策有望缓解企业间无需竞争，使供给更合理，提高通胀预期，推动企业盈利逐步企稳。人工智能等领域的产业政策指引带来产业链的想象空间。

二是从制度看，资本市场基础制度不断完善，优质公司持续进入市场，市场吸引力不断提高。一方面，决策层对资本市场的定调持续积极，从“稳定活跃”到“巩固回稳向好势头”，层层递进，传达出决策层对资本市场的高度重视。回溯历史，当资本市场的战略地位在政策顶层设计中愈发凸显时，往往预示着制度红利与资金共识的汇聚，从而更有望开启一轮长期牛市。2005 年资本市场承担着国企改革的重任，股权分置改革纵深推进，随后开启了“浩浩汤汤”的全面牛市；2014-2015 年，“大众创业、万众创新”背景下，需要资本市场去挖掘创新标的，随后开启了一轮“互联网金融”领涨、中小票行情为主的牛市。当前，新质生产力的发展需要资本市场提供融资、并购重组等全链条服务，需要资本市场对关键要素和资产定价，激发企业家精神和人才创新创造活力。反过来资本市场发展壮大又能反哺新质生产力发展，最终形成“科技—产业—金融”的良性循环。另一方面，顶层支持下，资本市场制度持续完善。科创板改革等提高了资本市场对科技创新的包容度，市场上更多的优质科创标的涌现；投资端改革纵深推进，分红、回购持续优化，市场吸引力不断提高。

三是从资金面看，中长期资金持续入市，居民资产有序向权益市场转移。险资权益投资比例上限从 30%提升至 35%，社保基金权益投资比例从 20%提升至 25%；且在房价低迷和存款利率下行的背景下，股市的财富效应对居民资产配置产生了巨大吸引力，引发“存款搬家”，进一步推高了股价。

二、牛市是否还会延续？牛市行情尚在持续、远未终结，回调即是买入良机

展望后市，上述三大因素的基础仍然牢固：其一，中国科创产业正在多个领域从“跟跑”转变为“领跑”。新旧动能接续在宏观经济数据尚未体现，但一系列具有想象



力的优质公司持续喷涌，新质生产力需要强大的资本市场，也能够为资本市场行稳致远提供微观基础。**其二**，资本市场改革仍在继续。**其三**，国内中长期资金仍在持续入市，海外资本在全球变局下有配置中国资产的需求。**由此，本轮 A 股“长牛”的基础更为坚实，在持续性上有望超过历史上的多数行情。**

但需注意到，今年以来，无论是 4 月 7 日对等关税砸下的“黄金坑”，还是 9 月 3 日阅兵前的获利止盈，市场都是短暂下蹲后快速起跳，调整幅度小、持续时间短，尚未经历真正意义上的回调。如果宏观调控政策不及预期以及科创喷涌的势头有所受阻，则年内或大概率出现回调。

综上，站在目前的时间节点，我们倾向于认为牛市仍未结束，行情还将延续；但是持续上涨后波动将明显加大，波动中前行是基本规律，短期回调即是买入良机。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

原野，对外经济贸易大学学士、硕士，北京大学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席金融分析师，证书编号：S0300523070001。

孟之绪，华北电力大学学士、硕士，2022 年 8 月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300524080001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。在任何情况下，本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

投资者应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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com