



Research and
Development Center

9 月是快牛和慢牛的分水岭

——策略周观点

2025 年 9 月 14 日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
邮箱: fanjituo@cindasc.com

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

9 月是快牛和慢牛的分水岭

2025 年 9 月 14 日

核心结论: 投资者对牛市的分歧较小, 但对慢牛和快牛的分歧依然较大, 从全球股市来看, 美股是最典型的慢牛走势, 美股 1 年内涨幅超过 40% 是很少的, 而且一旦达到后, 后续年度涨幅会明显下降, 过去 1 年上涨综指的涨幅已经达到了这一水平。2016-2021 年, A 股也有慢牛的迹象, 每次年度滚动涨幅达到 30% 后, 股市往往均会出现剧烈震荡, 2017 年上半年、2020 年 7-12 月、2021 年 2-8 月, 上证综指均出现了半年内指数没有创新高的震荡。所以如果现在的牛市是慢牛, 则按照 2016-21 年上证综指和 1995 年以来标普 500 的波动规律, 指数半年内很难有较大的涨幅。但如果是快牛, 则牛市中的震荡和休整一般会比较短暂, 比较常见的是 1-2 个月 (2014 年 12 月-2015 年 1 月、2006 年 6-8 月、2007 年 1-2 月、2007 年 6-7 月), 10 月后就有可能再次开启连续上涨。当下的牛市, 有政策的催化, 有较大概率发展成大级别牛市。

- (1) 过去 1 年涨幅已经达到慢牛年度涨幅的上限。从全球股市来看, 美股是最典型的慢牛走势, 从标普 500 的 1 年滚动涨幅能够看到, 美股 1 年内涨幅超过 40% 是很少的, 而且一旦达到后, 后续年度涨幅会大幅下降, 过去 1 年上涨综指的涨幅已经达到了这一水平。上证综指历史上年度涨幅波动比标普 500 更大, 1996-97 年、2000 年、2006-2007 年、2009 年、2014-2015 年, 上证综指滚动 1 年涨幅均大幅超越 40%。2016-21 年, A 股的牛市均较慢, 年度涨幅均没有超过 40%。
- 而且 2016-2021 年每次年度滚动涨幅达到 30% 后, 股市往往均会出现剧烈震荡, 2017 年上半年、2020 年 7-12 月、2021 年 2-8 月, 上证综指均出现了半年内指数没有创新高的震荡。
- (2) 如果是快牛, 则窄幅震荡后, Q4 指数还会创新高。但如果按照快牛的经验, 则指数的震荡时间往往会非常短暂, 2014 年 12 月-2015 年 1 月、2006 年 6-8 月、2007 年 1-2 月、2007 年 6-7 月, 指数震荡的时间均比较短。
- 所以如果现在的牛市是慢牛, 则按照 2016-21 年上证综指和 1995 年以来标普 500 的波动规律, 指数半年内很难有较大的涨幅。但如果是快牛, 则牛市中的震荡和休整一般会比较短暂, 比较常见的是 1-2 个月, 10 月后就有可能再次开启连续上涨。
- (3) 当下的牛市, 有政策的催化, 有较大概率发展成大级别牛市。我们认为, 股市在政策和微观流动性 (股市层面的流动性) 的共振下, 往往较易产生较大的牛市。
- **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：9月是快牛和慢牛的分水岭.....	4
二、本周市场变化.....	9
风险因素.....	12

表目录

表 1：配置建议表.....	8
----------------	---

图目录

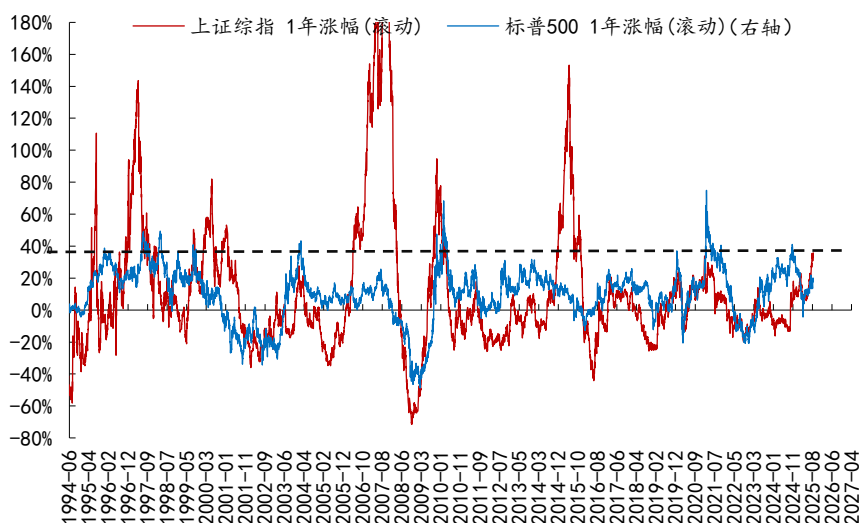
图 1：上证之前 1 年涨幅，已达到美股和 19-21 年 A 股慢牛上涨的上限（单位：%）.....	4
图 2：2016-17、19-21 年慢牛期间，出现过多次长达半年的震荡（单位：点数，%）.....	5
图 3：2014-2015 年快牛，股市震荡期很短（单位：点数）.....	5
图 4：2005-2007 年快牛，股市震荡期很短（单位：点数）.....	5
图 5：历史上股权融资规模低于上市公司分红后，牛市级别都较大（单位：亿元）.....	6
图 6：政策积极促进股市发展容易带来较大的牛市（单位：点数）.....	6
图 7：下半年可能都是牛市主升浪（单位：点数）.....	7
图 8：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 9：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 10：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）.....	9
图 11：概念类指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 12：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）.....	10
图 13：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）.....	10
图 14：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）.....	10
图 15：港股通累计净买入（单位：亿元）.....	10
图 16：融资余额（单位：亿元）.....	10
图 17：新发行基金份额（单位：亿份）.....	11
图 18：基金仓位估算（单位：%）.....	11
图 19：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）.....	11
图 20：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）.....	11
图 21：长期国债利率走势（单位：%）.....	11
图 22：各类债券与同期限债券利差（单位：%）.....	11

一、策略观点：9月是快牛和慢牛的分水岭

投资者对牛市的分歧较小，但对慢牛和快牛的分歧依然较大，从全球股市来看，美股是最典型的慢牛走势，美股1年内涨幅超过40%是很少的，而且一旦达到后，后续年度涨幅会明显下降，过去1年上涨综指的涨幅已经达到了这一水平。2016-2021年，A股也有慢牛的迹象，每次年度滚动涨幅达到30%后，股市往往均会出现剧烈震荡，2017年上半年、2020年7-12月、2021年2-8月，上证综指均出现了半年内指数没有创新高的震荡。所以如果现在的牛市是慢牛，则按照2016-21年上证综指和1995年以来标普500的波动规律，指数半年内很难有较大的涨幅。但如果是快牛，则牛市中的震荡和休整一般会比较短暂，比较常见的是1-2个月（2014年12月-2015年1月、2006年6-8月、2007年1-2月、2007年6-7月），10月后就有可能再次开启连续上涨。当下的牛市，有政策的催化，有较大概率发展成大级别牛市。

（1）过去1年涨幅已经达到慢牛年度涨幅的上限。从全球股市来看，美股是最典型的慢牛走势，从标普500的1年滚动涨幅能够看到，美股1年内涨幅超过40%是很少的，而且一旦达到后，后续年度涨幅会大幅下降，过去1年上涨综指的涨幅已经达到了这一水平。上证综指历史上年度涨幅波动比标普500更大，1996-97年、2000年、2006-2007年、2009年、2014-2015年，上证综指滚动1年涨幅均大幅超越40%。2016-21年，A股的牛市均较慢，年度涨幅均没有超过40%。

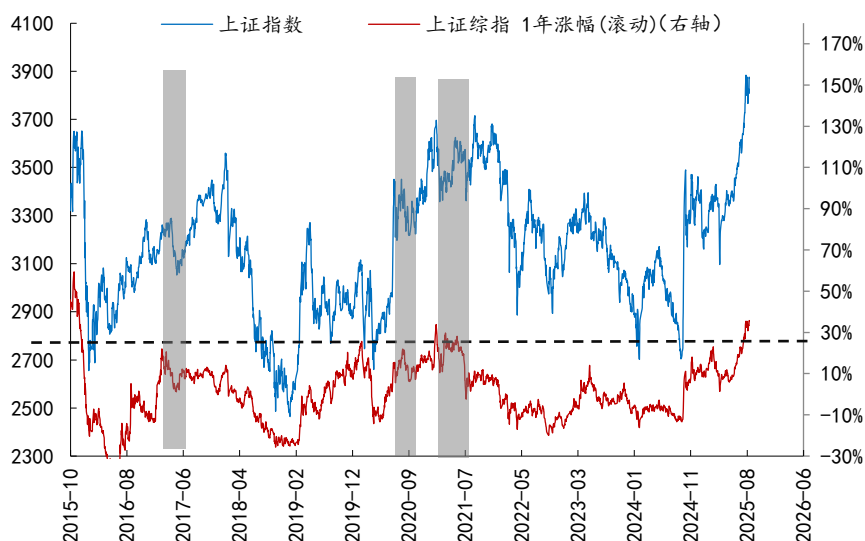
图1：上证之前1年涨幅，已达到美股和19-21年A股慢牛上涨的上限（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

而且2016-2021年每次年度滚动涨幅达到30%后，股市往往均会出现剧烈震荡，2017年上半年、2020年7-12月、2021年2-8月，上证综指均出现了半年内指数没有创新高的震荡。

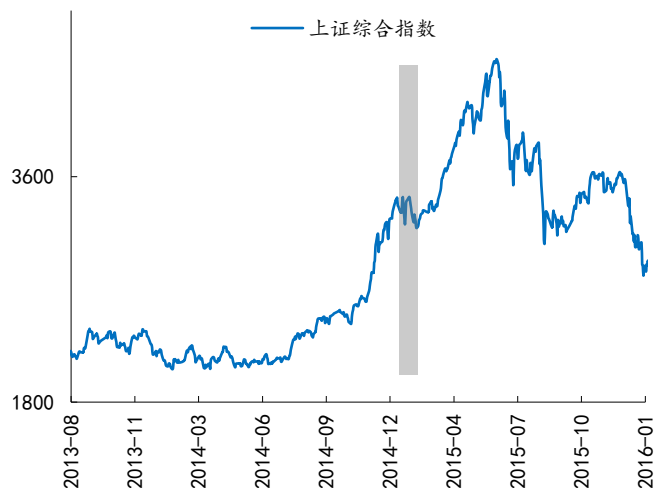
图 2：2016-17、19-21 年慢牛期间，出现过多次长达半年的震荡（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

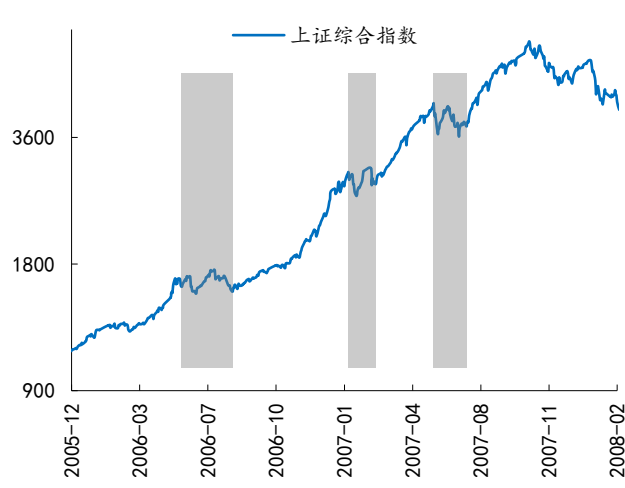
(2) 如果是快牛，则窄幅震荡后，Q4 指数还会创新高。但如果按照快牛的经验，则指数的震荡时间往往会非常短暂，2014 年 12 月-2015 年 1 月、2006 年 6-8 月、2007 年 1-2 月、2007 年 6-7 月，指数震荡的时间均比较短。

图 3：2014-2015 年快牛，股市震荡期很短（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：2005-2007 年快牛，股市震荡期很短（单位：点数）



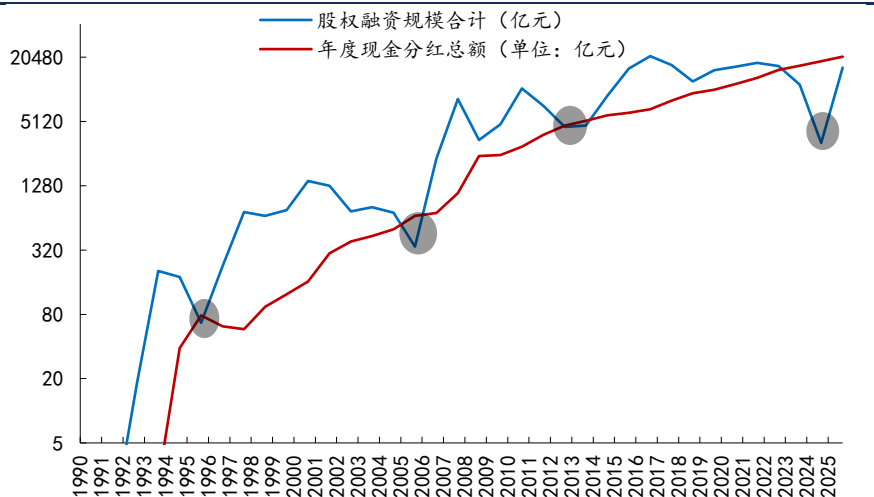
资料来源：万得，信达证券研发中心

所以如果现在的牛市是慢牛，则按照 2016-21 年上证综指和 1995 年以来标普 500 的波动规律，指数半年内很难有较大的涨幅。但如果是快牛，则牛市中的震荡和休整一般会比较短暂，比较常见的是 1-2 个月，10 月后就有可能再次开启连续上涨。

(3) 当下的牛市，有政策的催化，有较大概率发展成大级别牛市。我们认为，股市在政策和微观流动性（股市层面的流动性）的共振下，往往较易产生较大的牛市。我们在此提供两个侧面证据：第一，历史上股权融资规模低于上市公司分红后，牛市级别都较大。股权融资是企业从股市融资的重要渠道，有利于实体经济的

发展，但如果规模过大，会影响股市的供需。而一旦股权融资规模低于分红，则说明上市公司给股市注入了流动性，后续往往较易产生较大的牛市。1995 年、2005 年、2013 年均出现了股权融资规模低于分红，随后的 1996-1997、2006-2007、2014-2015 年，股市均出现了较大的牛市。这一次股权融资规模低于分红出现在 2024 年，未来 2 年内有出现较大牛市的可能。

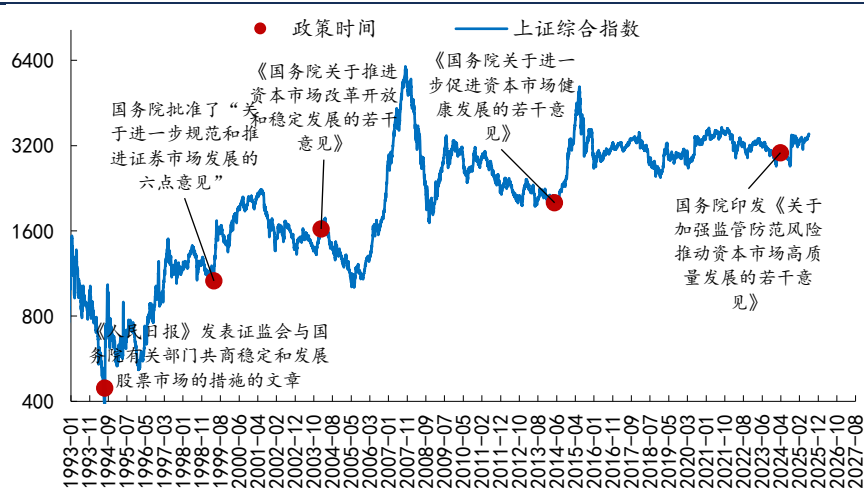
图 5：历史上股权融资规模低于上市公司分红后，牛市级别都较大（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心（注：2025 年为预测值）

另一个侧面证据是，历史上推出较高级别的指导股市发展的政策，往往容易驱动较大级别的牛市。1994、1999、2004、2014 年均较为积极的政策，随后 1 年内，股市均进入了级别可观的牛市。

图 6：政策积极促进股市发展容易带来较大的牛市（单位：点数）

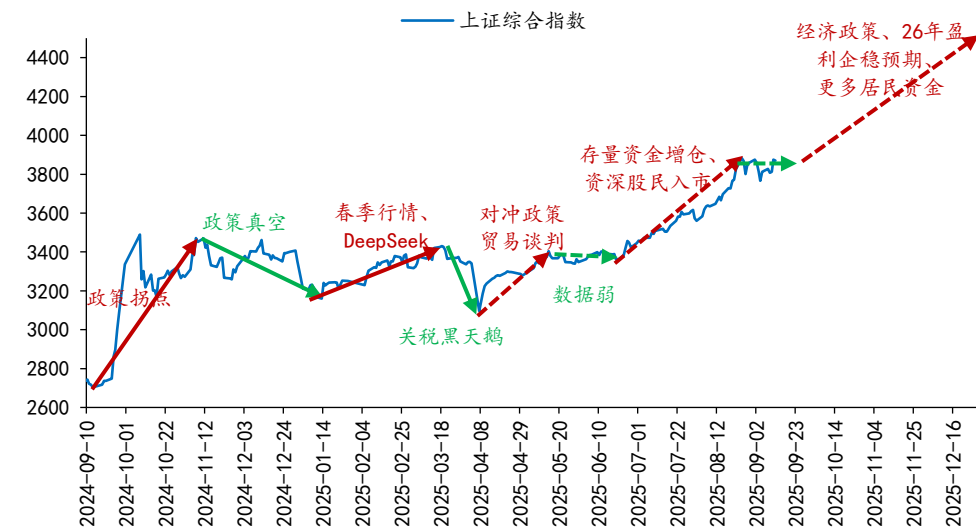


资料来源：万得，中国证券网，证券时报，中国政府网，信达证券研发中心

（4）当下的判断：9 月窄幅震荡后，Q4 指数大概率还会继续上行。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。上周市场波动加大，背后主要原因是：（1）换手率过快回升：每一轮牛市都会有多次换手率比较接近的高点，换手率较高后，市场容易出现震荡或休整。上周换手率 5 日均值已经接近去年 10 月 8 日高点；（2）部分板块交易拥挤：8 月市场交易量和涨幅过度集中在算力，历史上即使是牛市还没结束，部分赛道加速涨 1 个月也会休整。鉴于并没有观察到实质性利空，我们认为调整的空间大概率已经完成，后续还会有一定的震荡，但不

改牛市主升浪的判断。

图 7：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：高低切也要保持仓位弹性，金融内部增配非银，AI 内部增加应用端配置，周期股半年内也有望存在弹性表现。

配置风格展望：牛市中期的风格和牛市初期往往会有些变化。牛市初期风格和牛市后期风格类似，牛市中后期风格容易扩散。牛市最强行业风格，牛市中后期反而不强。2005-2007 年牛市中最强风格是金融，次之是周期，但牛市中后期，最强风格是周期，金融略跑输市场。2013-2015 年牛市中最强风格是成长，但牛市中后期最强是金融，成长最弱。2019-2021 年牛市中最强风格是成长和消费，而牛市中后期最强是消费，次之是周期，成长排第三。

牛市中后期大小盘往往会剧烈波动，前半段和后半段风格大多不同。2005-07 年：牛初小盘，牛中先大后小，牛末大盘。2013-15 年：牛初小盘，牛中先小后大，牛末小盘。2019-21 年：牛初大盘，牛中先小后大，牛末小盘。

配置行业展望：(1) **金融：由银行转配非银。**金融整体估值较好，之前最强的是有高股息特征的银行，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) **有色金属：**产能格局强，若经济偏弱，则受影响较小，若经济偏强或政策支持，则受益较多；内部黄金稀土等受益于地缘格局的细分行业可能有所表现。(3) **电力设备：**成长中少数处在低位的板块，2026 年基本面逐渐触底企稳概率高；(4) **周期（钢铁、建材、化工）：**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 1：配置建议表

配置类型		配置建议
配置建议	行业组合	非银、电力设备、有色金属、化工
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。短期来看，AI 和机器人处在季度回撤的尾声：（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）美股科技股反弹，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

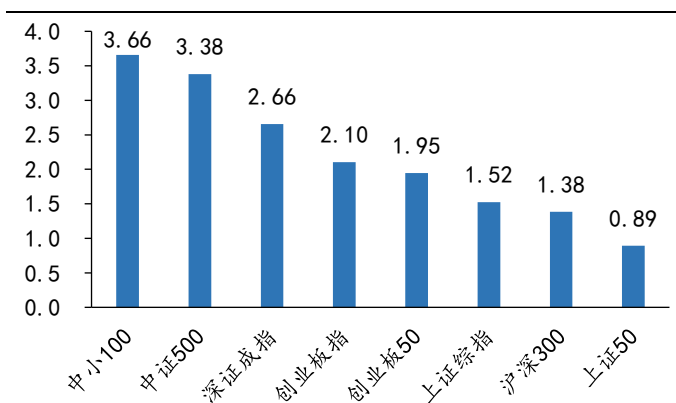
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数全部上涨，其中中小 100 (3.66%)、中证 500 (3.38%)、深证成指 (2.66%) 涨幅靠前，上证 50 (0.89%)、沪深 300 (1.38%)、上证综指 (1.52%) 涨幅靠后。申万一级行业中，电子 (6.15%)、房地产 (5.98%)、农林牧渔 (4.81%) 领涨，综合 (-1.43%)、银行 (-0.66%)、石油石化 (-0.41%) 领跌。概念股中，固态电池 (13.58%)、氢能源 (13.01%)、充电桩 (10.73%) 领涨，卫星概念 (-5.86%)、网络安全 (-3.92%)、邮轮 (-1.95%) 领跌。

本周全球股市重要指数大多上涨，其中日经 225 (4.07%)、恒生指数 (3.82%)、墨西哥 MXX (2.18%) 表现靠前，巴西圣保罗指数 (-0.26%)、德国 DAX (0.43%)、富时 100 (0.82%) 表现靠后。本周商品市场重要指数中，LME 铝 (4.23%)、LME 锌 (3.96%)、LME 铜 (1.71%) 表现靠前，PVC (-0.24%)、PTA (-0.11%)、螺纹钢 (0.16%) 表现靠后。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金 (39.37%)、富时新兴市场指数 (19.60%)、富时环球 (15.78%) 排名较高，而布伦特原油 (-10.40%)、美元指数 (-10.01%)、南华工业品指数 (-4.80%) 排名靠后。

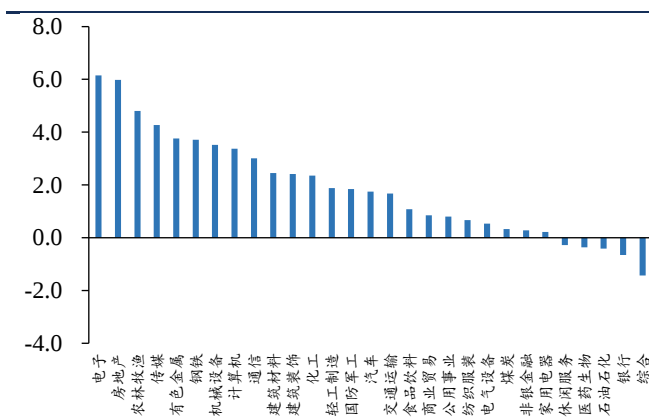
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计 556.44 亿元（前值净流入 302.69 亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行 12645 亿元，累计净投放量 1961 亿元。截至 2025 年 9 月 13 日，银行间拆借利率本周均值相比前期上升，十年期国债收益率本周均值相比前期有所上升。普通股票型基金本周仓位均值相比前期下降，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期下降。

图 8: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



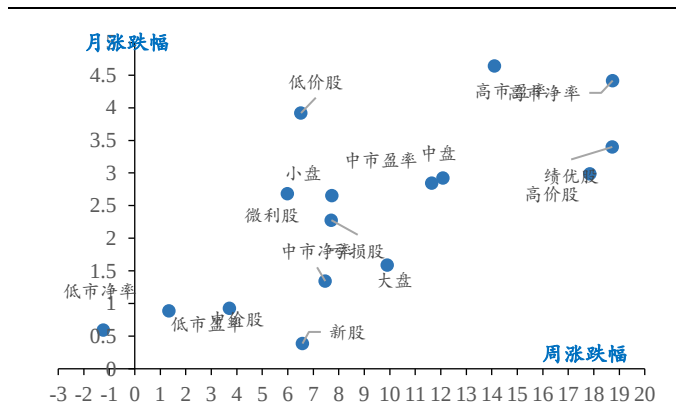
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 9: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)

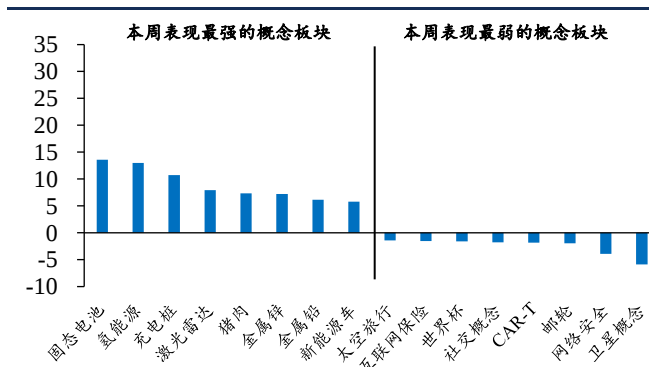


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 10: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)



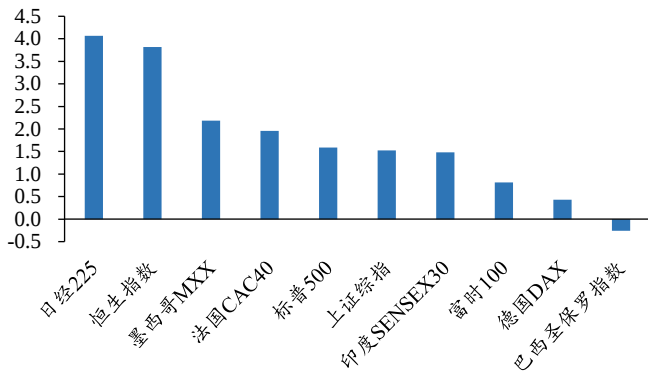
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 11: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

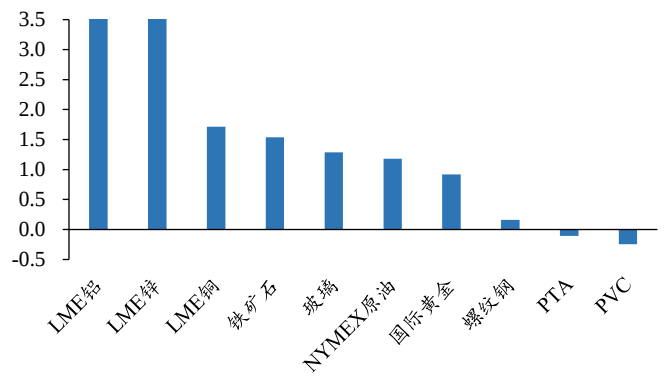


图 12：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



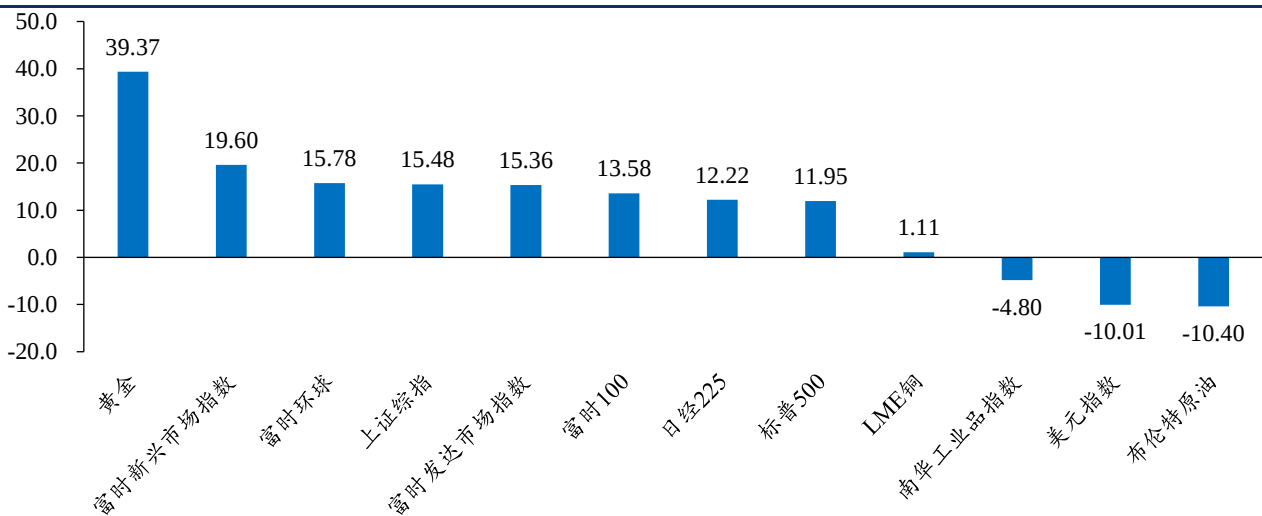
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 13：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

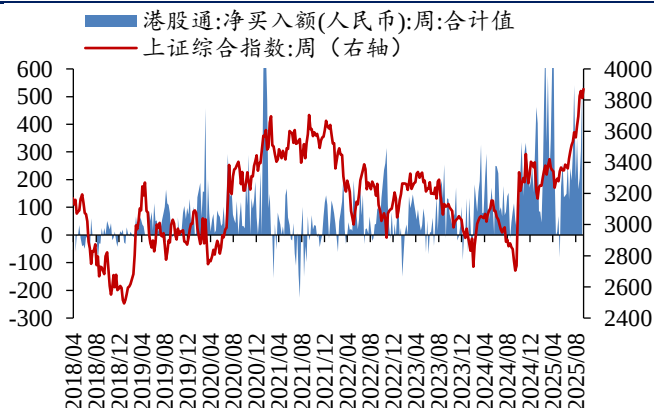
图 14：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）



资料来源：万得，iFinD, 信达证券研发中心

注：统计日期截至 2025 年 9 月 12 日

图 15：港股通累计净买入（单位：亿元）



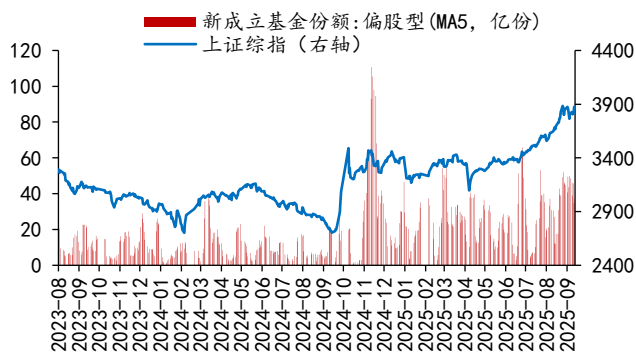
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 16：融资余额（单位：亿元）



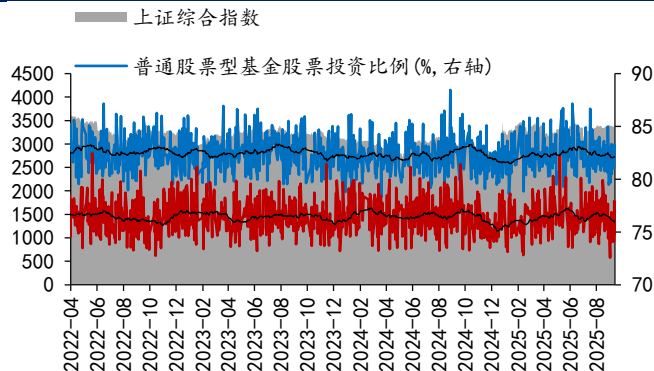
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 17：新发行基金份额（单位：亿份）



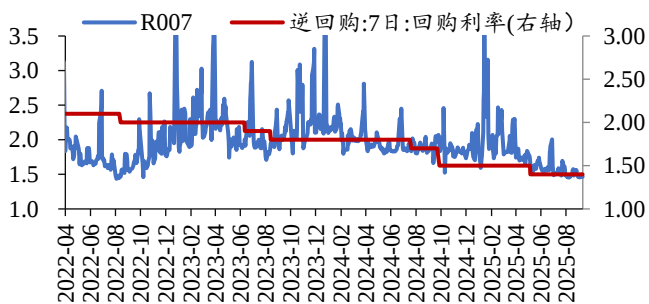
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 18：基金仓位估算（单位：%）



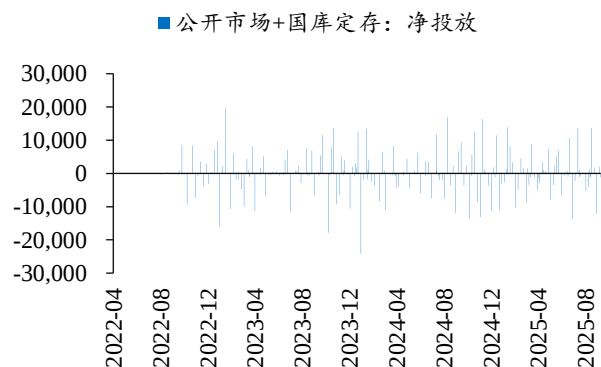
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 19：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 20：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）



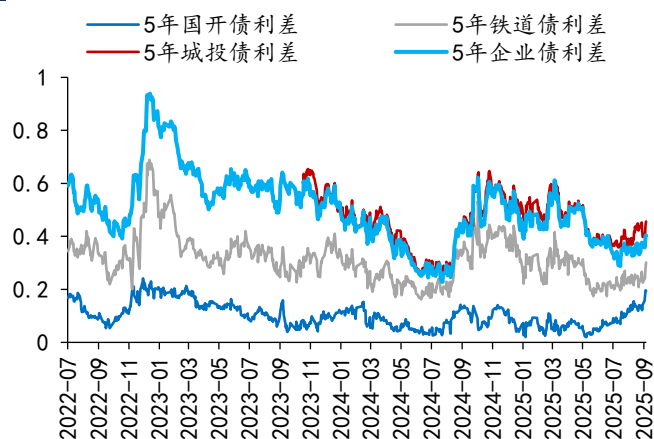
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 21：长期国债利率走势（单位：%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 22：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

樊继拓，信达证券策略首席分析师，12 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

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。

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都不曾与，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地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述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。