

# 基于系统动力学模型的牛市正反馈切换点识别 与当前市场研判

## 摘要

- **系统动力学模型识别正反馈切换点：**市场的本质是多主体交互的复杂适应性系统，其宏观行为由内部反馈环路的结构与强度决定。牛市的启动与加速，其核心是市场主导逻辑从“价值回归”（负反馈）向“趋势追逐”（正反馈）的切换。

负反馈（Negative Feedback）：该机制使系统具有自我修正和稳定能力。在金融市场中，其核心逻辑是价值回归。当价格（P）远高于内在价值（V）时，价值投资者会认为资产被高估而卖出，从而对价格产生向下的压力，反之亦然。

正反馈（Positive Feedback）：该机制使系统具有自我加强和放大初始扰动的能力。在金融市场中，其核心逻辑是趋势追逐或动量效应。价格上涨本身会吸引更多追随趋势的投资者买入，进一步推高价格，形成“上涨导致更多上涨”的循环。这种机制是市场泡沫和极端情绪形成的主要推手。

- **模型设计与原理：**我们构建了一个量化模型。模型的核心思想是将市场的整体收益率分解为负反馈贡献和正反馈贡献两部分，其权重由一个动态演化的“正反馈比例”变量 $\alpha_t$ 决定。

尽管每轮牛市的具体驱动因素不同，通过对 2006-2007 年、2014-2015 年及 2019-2021 年三轮典型牛市的历史数据进行模型参数拟合，我们获得了表征牛市启动的共性参数特征。

- **本轮市场环境已经进入正反馈阶段：**我们将计算出的三轮历史牛市的平均参数作为一组“标准牛市启动模板”，应用到从 2023 年 11 月 1 日到 2025 年 8 月 28 日的市场数据中，模拟出在“标准”驱动模式下，当前市场的 $\alpha_t$ 应该演化到了什么水平。

结果显示，2025 年 8 月 21 日 $\alpha_t$ 录得 0.512，成功突破 0.5 的临界点，这表明市场已经进入正反馈阶段，市场的赚钱效应累积效应强于估值引力的束缚，牛市情绪大概率得到确认。

- **后续行业选择：**复盘历史三轮牛市 $\alpha_t$ 突破 0.5 之后的行业表现，通常呈现强者恒强的特征。参考当下，通信、电子、有色金属延续强势，强者恒强有望延续；同时，回顾此前三轮正反馈启动后非银金融均有表现，建议后续持续跟踪。

- **风险提示：**模拟拟合效果不稳健的风险；历史复盘经验不稳健的风险。

## 西南证券研究院

分析师：程睿智  
执业证号：S1250524050004  
电话：18301668853  
邮箱：chengzuoz@swsc.com.cn

分析师：李历  
执业证号：S1250524120003  
电话：13246286636  
邮箱：llyf@swsc.com.cn

## 相关研究

1. 美国财政主导阶段的行为扭曲与潜在通胀风险 (2025-08-25)
2. 己日革之，待时而动——2025 年中期策略展望 (2025-07-09)
3. 论 Fed put 交易的终结：财政风险与逆全球化的双重压力 (2025-05-27)
4. 机器人和低空经济何时进行内部高低切换？——基于分析师盈利预期斜率捕捉产业投资内部切换的信号 (2025-03-14)
5. 论黄金定价框架的迭代——债务发散的宏大叙事与黄金重估账户 GRA 的轱辘 (2025-02-23)
6. 周期的再校准——2025 年市场策略展望 (2025-01-03)

## 目 录

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| 1 系统动力学模型识别正反馈切换点 .....           | 1 |
| 2 模型设计与原理 .....                   | 2 |
| 2.1 市场收益率分解 .....                 | 2 |
| 2.2 正反馈比例 $\alpha t$ 的动力学方程 ..... | 2 |
| 3 参数估计与历史牛市复盘 .....               | 3 |
| 4 当前市场是否已经切入正反馈阶段及后续行业判断 .....    | 6 |
| 4.1 本轮市场环境已经进入正反馈阶段 .....         | 6 |
| 4.2 市场进入正反馈阶段后行业表现特征 .....        | 8 |

## 图 目 录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 图 1：2006-2007 牛市期间参数和模型结果 ..... | 4 |
| 图 2：2014-2015 牛市期间参数和模型结果 ..... | 5 |
| 图 3：2019-2021 牛市期间参数和模型结果 ..... | 6 |
| 图 4：2024-2025 行情参数和模型结果 .....   | 7 |

## 表 目 录

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 表 1：历史牛市模型参数拟合与诊断 .....                        | 3  |
| 表 2：2025 年行情模型输出结果 .....                       | 7  |
| 表 3：2006 年 9 月市场进入正反馈前后行业表现 .....              | 8  |
| 表 4：2014 年 11 月市场进入正反馈前后行业表现 .....             | 9  |
| 表 5：2020 年 7 月市场进入正反馈前后行业表现 .....              | 10 |
| 表 6：2025 年 8 月市场进入正反馈前后行业表现（截止 8 月 29 日） ..... | 11 |

## 1 系统动力学模型识别正反馈切换点

传统金融理论常将市场参与者假设为完全理性的，认为价格始终围绕其内在价值波动。然而，现实市场充满了情绪、羊群效应和非理性行为。系统动力学（System Dynamics）为我们提供了一个更贴近现实的分析框架，它将市场视为一个由多个相互作用的反馈环路构成的复杂系统。

市场的价格行为主要由两种性质相反的反馈机制共同驱动：

**负反馈（Negative Feedback）：**该机制使系统具有自我修正和稳定能力。在金融市场中，其核心逻辑是价值回归。当价格（P）远高于内在价值（V）时，价值投资者会认为资产被高估而卖出，从而对价格产生向下的压力；反之，当价格远低于价值时，他们会买入，推动价格回升。这种力量抑制了价格的极端偏离，使市场呈现均值回归的特性。

**正反馈（Positive Feedback）：**该机制使系统具有自我加强和放大初始扰动的能力。在金融市场中，其核心逻辑是趋势追逐或动量效应。价格上涨本身会吸引更多追随趋势的投资者买入，进一步推高价格，形成“上涨导致更多上涨”的循环。这种机制是市场泡沫和极端情绪形成的主要推手。

牛市的本质，就是市场主导力量从负反馈向正反馈的切换。在熊市末期和牛市初期，市场由谨慎的价值投资者主导，以负反馈为主要特征。随着价格逐渐回暖，“赚钱效应”开始显现，越来越多的趋势投资者和投机力量进入市场，正反馈环路逐渐被激活并增强。当正反馈的力量压倒负反馈时，市场便进入了自我强化的加速上涨阶段，即主升浪。我们研究的核心，就是使用系统动力学的原理建模，定量化识别这一关键的“切换点”。

## 2 模型设计与原理

为了刻画上述反馈机制的动态博弈过程，我们构建了一个量化模型。模型的核心思想是将市场的整体收益率分解为负反馈贡献和正反馈贡献两部分，其权重由一个动态演化的“正反馈比例”变量 $\alpha_t$ 决定。

### 2.1 市场收益率分解

我们将市场在 $t$ 时刻的预测收益率 $R_t$ 表达为：

$$R_t = -K_{negative} \cdot (P_t - V_t) \cdot (1 - \alpha_t) + K_{positive} \cdot (P_t - P_{t-1}) \cdot \alpha_t$$

负反馈部分：由价格 $P_t$ 对其内在价值 $V_t$ 的偏离驱动。当价格高于价值时，此项为负，产生下拉作用。其强度由参数 $K_{negative}$ （负反馈强度）决定。

正反馈部分：由前一期的价格变化（动量）驱动。当价格上涨时，此项为正，产生助推作用。其强度由参数 $K_{positive}$ （正反馈强度）决定。

正反馈比例 $\alpha_t$ ：核心变量，取值范围为 $[0, 1]$ 。它代表了当前市场中，由正反馈（趋势追逐）逻辑主导的交易行为的占比。当 $\alpha_t$ 接近0时，市场由负反馈（价值回归）主导；当 $\alpha_t$ 接近1时，市场由正反馈（趋势追逐）主导。我们定义 $\alpha_t=0.5$ 为正、负反馈力量的均衡点，即“切换点”。

在模型实现中，我们使用100日移动平均线作为市场内在价值 $V_t$ 的代理变量。

### 2.2 正反馈比例 $\alpha_t$ 的动力学方程

$\alpha_t$ 不是一个固定不变的参数，它会根据市场环境动态演化。我们借鉴种群竞争模型（Logistic模型），为其设定了如下的动力学方程：

$$d\alpha_t/dt = a \cdot \alpha_t(1 - \alpha_t) \cdot (\text{Profit\_Effect}_t - c \cdot \text{Price\_Deviation}_t)$$

这个方程的含义是：

增长引擎： $\alpha_t$ 的增长（即市场情绪的乐观化和趋势行为的扩散）由括号内的“净驱动力”决定。

S型增长： $\alpha_t(1 - \alpha_t)$ 项是Logistic模型的经典形式，确保了 $\alpha_t$ 的增长在接近0或1时会自然放缓，符合现实中情绪扩散的规律。参数 $a$ 代表了 $\alpha_t$ 自身的增长和扩散速率。

驱动力(Profit Effect)：我们使用过去20个交易日中上涨天数的比例来量化“赚钱效应”。当赚钱效应显著（例如，超过50%的时间在上涨）时，该项为正，会强力推动 $\alpha_t$ 上升，吸引更多加入趋势。

抑制力(Price Deviation)：我们使用 $(P_t - V_t)/V_t$ 来量化价格相对价值的偏离度。当价格过高，市场“恐高”情绪会抑制正反馈的进一步蔓延。参数 $c$ （价格偏离权重）衡量了市场对估值泡沫的敏感度或警惕性。

### 3 参数估计与历史牛市复盘

为了让模型能够应用于当前市场，我们首先需要确定模型的五个关键参数： $K_{negative}$ ， $K_{positive}$ ， $a$ ， $c$ ，初始  $\alpha$ （初始正反馈比例）。我们选取了 A 股历史上三段典型的牛市作为样本进行模型拟合：

2006-2007 年牛市(数据区间:2005-01-01 至 2007-10-16)

2014-2015 年牛市(数据区间:2013-06-30 至 2015-06-12)

2019-2021 年牛市(数据区间:2019-05-06 至 2021-02-18)

我们使用 L-BFGS-B 优化算法，以最小化模型预测上证指数收益率与实际收益率的均方误差为目标，来求解每个历史时期的最优参数。

通过历史拟合结果分析，下图展示了三轮历史牛市的拟合参数及模型识别结果。

表 1：历史牛市模型参数拟合与诊断

| 周期        | 负反馈强度<br>$K_{negative}$ | 正反馈强度<br>$K_{positive}$ | 增长率<br>$a$ | 价格偏离权重<br>$c$ | 初始 $\alpha$ | 平均正反馈比例 | 转换日期      | 转换点价格   | 转换点 $\alpha$ |
|-----------|-------------------------|-------------------------|------------|---------------|-------------|---------|-----------|---------|--------------|
| 2006-2007 | 0.02                    | 0.1                     | 0.2449     | 0.8           | 0.1         | 0.4355  | 2006/9/19 | 1735.24 | 0.5          |
| 2014-2015 | 0.02                    | 0.1                     | 0.741      | 0.5896        | 0.1         | 0.3016  | 2014/11/4 | 2373.67 | 0.506        |
| 2019-2021 | 0.02                    | 0.1                     | 0.2836     | 0.8           | 0.0998      | 0.3838  | 2020/7/1  | 3332.88 | 0.5          |

数据来源：Wind、西南证券整理

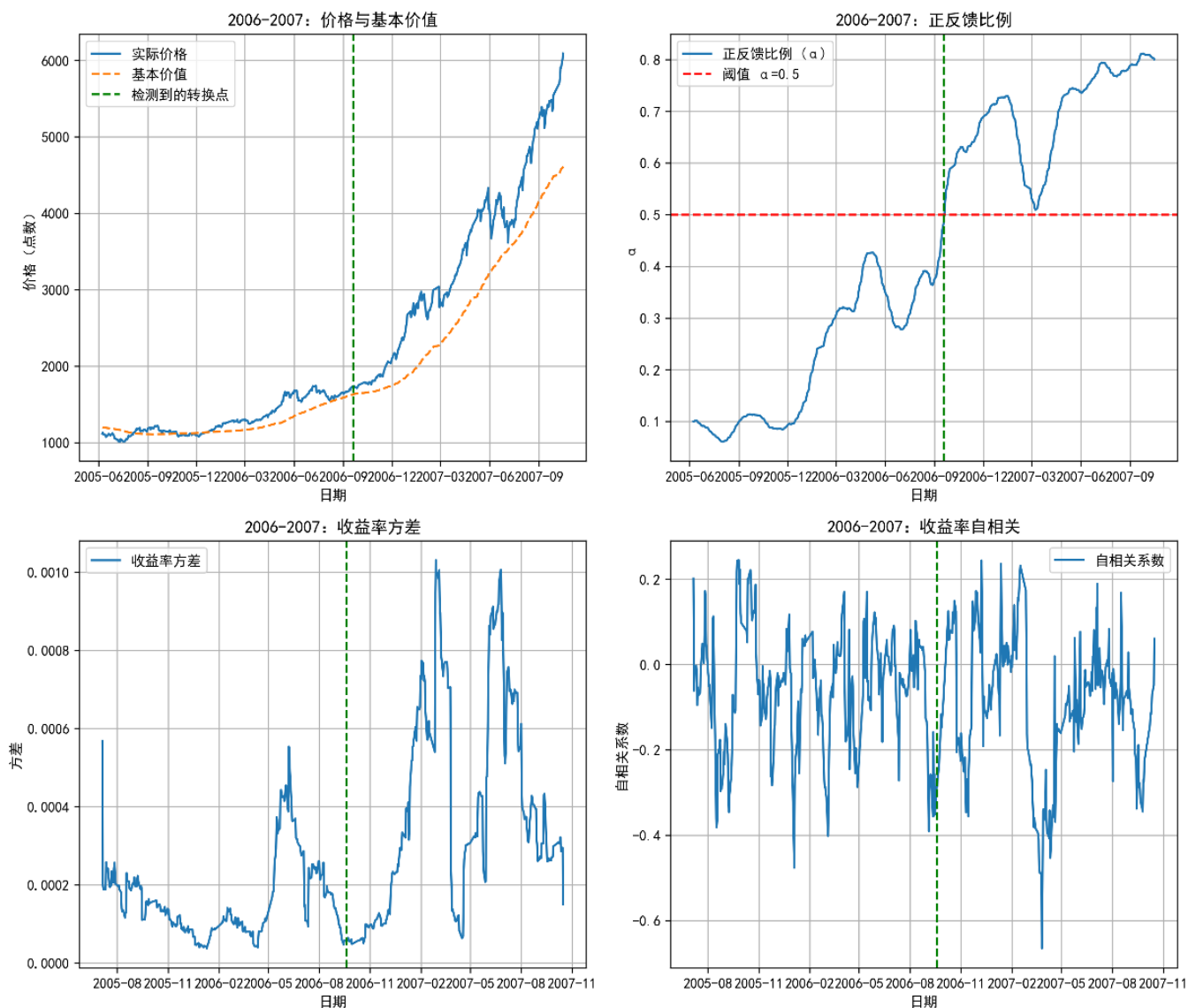
从历史回测中我们可以看到：

尽管每轮牛市的具体驱动因素不同，但模型拟合出的关键参数在数量级上具有一定的一致性，证明该模型框架具有较好的普适性。

模型成功识别出了与历史认知基本吻合的牛市主升浪起点。例如，2006 年 9 月、2014 年 10 月和 2020 年 7 月，都是市场情绪发生质变、行情开始加速的关键时间窗口。

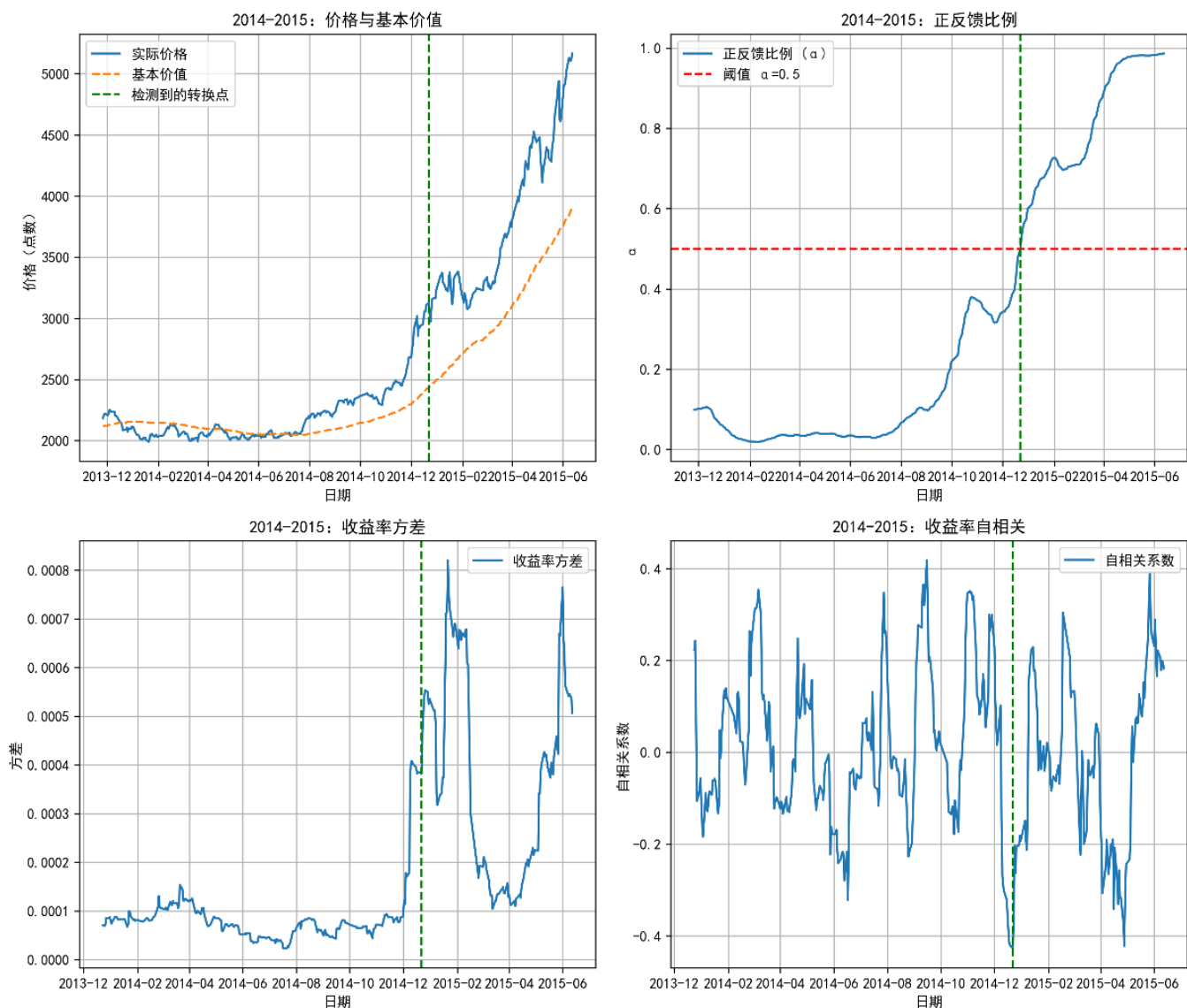
从三轮牛市行情中可以看出，在切换点（绿色虚线）之前， $\alpha_t$  长期在 0.5 以下徘徊；一旦突破，便迅速上升，同时伴随着价格的加速上涨以及市场波动（过去一段时间上证指数收益率方差）和趋势性（自相关系数）的显著增强。

图 1：2006-2007 牛市期间参数和模型结果



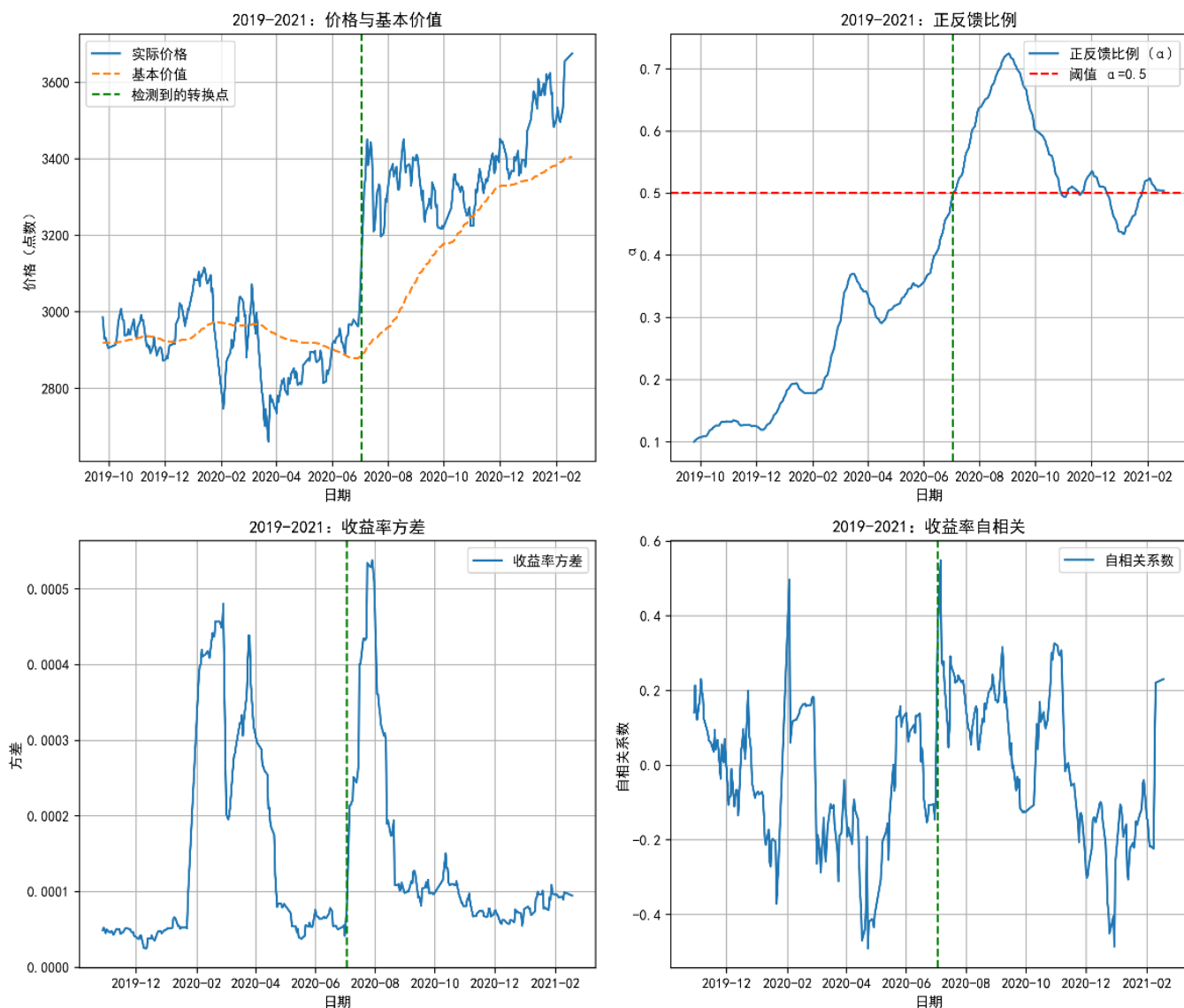
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 2：2014-2015 牛市期间参数和模型结果



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 3：2019-2021 牛市期间参数和模型结果



数据来源：Wind，西南证券整理

## 4 当前市场是否已经切入正反馈阶段及后续行业判断

### 4.1 本轮市场环境已经进入正反馈阶段

我们的核心任务是判断当前市场所处的阶段。为此，我们采用前瞻性模拟的方法，而非对当前市场进行参数拟合（因为当前过程尚未走完，拟合会产生巨大偏差）。

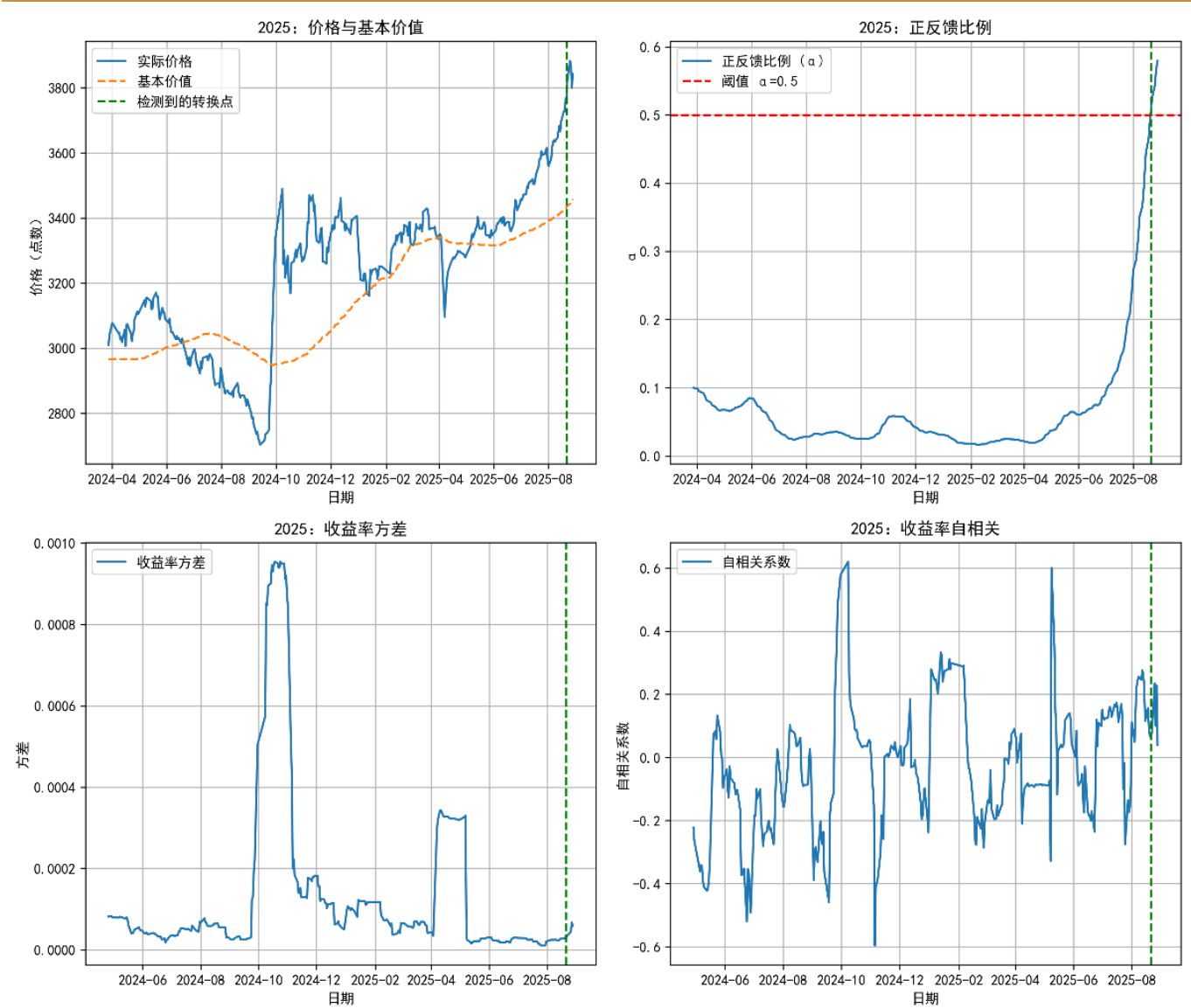
具体步骤是：我们将上一节中计算出的三轮历史牛市的平均参数作为一组“标准牛市启动模板”，应用到从 2023 年 11 月 1 日到 2025 年 8 月 28 日的市场数据中，模拟出在“标准”驱动模式下，当前市场的  $\alpha_t$  应该演化到了什么水平。

表 2：2025 年行情模型输出结果

| 周期   | 负反馈强度<br>$K_{negative}$ | 正反馈强度<br>$K_{positive}$ | 增长率<br>$\alpha$ | 价格偏离权重<br>$\sigma$ | 初始 $\alpha$ | 平均正反馈比例 | 转换日期      | 转换点价格  | 转换点 $\alpha$ |
|------|-------------------------|-------------------------|-----------------|--------------------|-------------|---------|-----------|--------|--------------|
| 2025 | 0.02                    | 0.1                     | 0.4232          | 0.7299             | 0.0999      | 0.0729  | 2025/8/21 | 3771.1 | 0.512        |

数据来源：Wind、西南证券整理

图 4：2024-2025 行情参数和模型结果



数据来源：Wind、西南证券整理

结果显示，上证指数在 25 年 6 月开始大幅偏离其 100 日均线，短期动量效应较强。

正反馈比例 $\alpha_t$ ：右上图显示， $\alpha_t$ （蓝线）从底部缓慢抬升，期间随市场短期波动而起伏。截至最新数据点，其值于 2025 年 8 月 21 日录得 0.512，成功突破 0.5 的临界点，这表明市场内部共识正在快速朝着多方凝聚。

市场特征指标：从收益率方差和自相关系数来看，两者均相较前期有底部抬升的迹象，后续有可能出现牛市主升浪期间波动率和趋势性急剧放大的典型特征。

目前市场已经进入正反馈阶段，市场的赚钱效应累积效应强于估值引力的束缚，牛市情绪大概率得到确认。 $\alpha_t = 0.5$  是我们模型定义下牛市加速点（当前已经超过该阈值），因此未来一段时间市场有可能出现持续性的、范围更广的上涨行情，赚钱效应放大。

## 4.2 市场进入正反馈阶段后行业表现特征

我们复盘了历史上三次当 $\alpha_t$ 突破 0.5 前后的行业表现，整体而言，市场延续了强者恒强的特征，即在负反馈区间末期（切换点前）已经表现强势的行业，在市场确认进入正反馈后，有极大概率继续显著跑赢。

2006 年 9 月，模型识别 A 股进入正反馈环境。正反馈前，申万一级行业中表现前三分别为社会服务、银行、非银；市场进入正反馈状态后，银行和非银继续领涨，在 6 个月的维度上，金融板块确立了主线地位，展现出强大的持续性。

表 3：2006 年 9 月市场进入正反馈前后行业表现

| 市场进入正反馈前1个月表现<br>2006-08-19<br>2006-09-19 |         | 正反馈后1个月表现<br>2006-09-19<br>2006-10-19 |         | 正反馈后3个月表现<br>2006-09-19<br>2006-12-19 |         | 正反馈后6个月表现<br>2006-09-19<br>2007-03-19 |         |
|-------------------------------------------|---------|---------------------------------------|---------|---------------------------------------|---------|---------------------------------------|---------|
| 行业                                        | 涨跌幅 (%) | 行业                                    | 涨跌幅 (%) | 行业                                    | 涨跌幅 (%) | 行业                                    | 涨跌幅 (%) |
| 社会服务                                      | 17.3    | 银行                                    | 13.3    | 非银金融                                  | 66.7    | 非银金融                                  | 143.4   |
| 银行                                        | 15.8    | 机械设备                                  | 10.5    | 银行                                    | 64.6    | 钢铁                                    | 113.4   |
| 非银金融                                      | 15.0    | 医药生物                                  | 9.6     | 钢铁                                    | 49.0    | 建筑材料                                  | 108.7   |
| 综合                                        | 11.7    | 电力设备                                  | 8.9     | 通信                                    | 46.8    | 银行                                    | 106.1   |
| 房地产                                       | 11.7    | 农林牧渔                                  | 8.6     | 房地产                                   | 44.9    | 汽车                                    | 104.5   |
| 国防军工                                      | 11.5    | 传媒                                    | 8.3     | 食品饮料                                  | 42.4    | 家用电器                                  | 96.6    |
| 环保                                        | 11.2    | 通信                                    | 7.6     | 石油石化                                  | 34.3    | 机械设备                                  | 95.4    |
| 建筑材料                                      | 10.7    | 非银金融                                  | 6.3     | 机械设备                                  | 32.3    | 综合                                    | 89.8    |
| 通信                                        | 9.3     | 建筑材料                                  | 6.2     | 建筑材料                                  | 29.4    | 计算机                                   | 89.7    |
| 有色金属                                      | 9.3     | 国防军工                                  | 5.8     | 汽车                                    | 28.9    | 房地产                                   | 89.2    |
| 电子                                        | 9.1     | 美容护理                                  | 5.4     | 社会服务                                  | 28.6    | 商贸零售                                  | 88.5    |
| 建筑装饰                                      | 9.1     | 石油石化                                  | 5.3     | 传媒                                    | 27.6    | 有色金属                                  | 87.2    |
| 商贸零售                                      | 9.0     | 汽车                                    | 5.3     | 交通运输                                  | 24.5    | 纺织服饰                                  | 87.0    |
| 传媒                                        | 9.0     | 食品饮料                                  | 5.3     | 商贸零售                                  | 20.9    | 通信                                    | 86.8    |
| 交通运输                                      | 8.9     | 轻工制造                                  | 4.7     | 有色金属                                  | 20.6    | 轻工制造                                  | 82.1    |
| 农林牧渔                                      | 8.8     | 基础化工                                  | 4.7     | 家用电器                                  | 20.5    | 公用事业                                  | 80.2    |
| 石油石化                                      | 8.3     | 家用电器                                  | 4.7     | 基础化工                                  | 20.4    | 基础化工                                  | 79.5    |
| 电力设备                                      | 8.1     | 钢铁                                    | 4.4     | 轻工制造                                  | 18.4    | 交通运输                                  | 78.0    |
| 基础化工                                      | 7.8     | 有色金属                                  | 4.3     | 建筑装饰                                  | 18.0    | 农林牧渔                                  | 77.8    |
| 计算机                                       | 7.6     | 建筑装饰                                  | 3.9     | 计算机                                   | 18.0    | 医药生物                                  | 76.8    |
| 轻工制造                                      | 7.3     | 计算机                                   | 3.6     | 公用事业                                  | 16.5    | 食品饮料                                  | 75.1    |
| 公用事业                                      | 7.1     | 商贸零售                                  | 3.5     | 农林牧渔                                  | 15.2    | 建筑装饰                                  | 73.2    |
| 机械设备                                      | 7.1     | 电子                                    | 3.4     | 煤炭                                    | 14.5    | 电力设备                                  | 71.9    |
| 汽车                                        | 7.0     | 纺织服饰                                  | 2.7     | 医药生物                                  | 12.9    | 环保                                    | 69.6    |
| 食品饮料                                      | 6.6     | 综合                                    | 2.1     | 电力设备                                  | 12.4    | 传媒                                    | 65.6    |
| 纺织服饰                                      | 6.5     | 社会服务                                  | 1.8     | 美容护理                                  | 11.9    | 石油石化                                  | 65.3    |
| 美容护理                                      | 6.5     | 环保                                    | 1.5     | 纺织服饰                                  | 10.6    | 美容护理                                  | 63.4    |
| 钢铁                                        | 6.3     | 交通运输                                  | 1.1     | 电子                                    | 4.1     | 国防军工                                  | 62.1    |
| 家用电器                                      | 6.0     | 房地产                                   | 0.9     | 国防军工                                  | 4.0     | 煤炭                                    | 61.3    |
| 医药生物                                      | 5.9     | 公用事业                                  | 0.8     | 环保                                    | 4.0     | 社会服务                                  | 59.1    |
| 煤炭                                        | 4.5     | 煤炭                                    | 0.6     | 综合                                    | 3.1     | 电子                                    | 55.7    |

数据来源：Wind、西南证券整理

2014 年 11 月，模型识别 A 股进入正反馈环境：此前申万一级行业领涨前三为建筑装饰、交通运输、钢铁；进入正反馈后，建筑装饰与钢铁延续强势，非银金融则接棒引领行情。

表 4：2014 年 11 月市场进入正反馈前后行业表现

| 市场进入正反馈前1个月表现            |         | 正反馈后1个月表现                |         | 正反馈后3个月表现                |         | 正反馈后6个月表现                |         |
|--------------------------|---------|--------------------------|---------|--------------------------|---------|--------------------------|---------|
| 2014-10-04<br>2014-11-04 |         | 2014-11-04<br>2014-12-04 |         | 2014-11-04<br>2015-02-04 |         | 2014-11-04<br>2015-05-04 |         |
| 行业                       | 涨跌幅 (%) | 行业                       | 涨跌幅 (%) | 行业                       | 涨跌幅 (%) | 行业                       | 涨跌幅 (%) |
| 建筑装饰                     | 11.6    | 非银金融                     | 57.2    | 非银金融                     | 79.3    | 建筑装饰                     | 161.8   |
| 交通运输                     | 10.7    | 银行                       | 30.1    | 建筑装饰                     | 41.4    | 非银金融                     | 135.8   |
| 钢铁                       | 9.2     | 煤炭                       | 22.3    | 钢铁                       | 35.9    | 钢铁                       | 107.5   |
| 机械设备                     | 5.6     | 房地产                      | 20.0    | 银行                       | 34.9    | 计算机                      | 101.5   |
| 非银金融                     | 4.6     | 钢铁                       | 18.7    | 房地产                      | 31.2    | 传媒                       | 96.9    |
| 家用电器                     | 3.9     | 建筑装饰                     | 14.8    | 计算机                      | 24.0    | 交通运输                     | 96.7    |
| 公用事业                     | 3.4     | 有色金属                     | 14.6    | 家用电器                     | 21.9    | 房地产                      | 88.6    |
| 房地产                      | 3.1     | 公用事业                     | 13.1    | 公用事业                     | 21.6    | 公用事业                     | 85.8    |
| 银行                       | 3.1     | 交通运输                     | 12.7    | 传媒                       | 21.5    | 机械设备                     | 80.0    |
| 纺织服饰                     | 2.6     | 家用电器                     | 12.4    | 交通运输                     | 21.3    | 商贸零售                     | 78.9    |
| 建筑材料                     | 2.5     | 计算机                      | 11.5    | 商贸零售                     | 18.2    | 通信                       | 78.0    |
| 煤炭                       | 2.0     | 食品饮料                     | 10.6    | 环保                       | 13.7    | 家用电器                     | 76.6    |
| 国防军工                     | 2.0     | 商贸零售                     | 10.4    | 煤炭                       | 13.5    | 纺织服饰                     | 76.1    |
| 轻工制造                     | 1.8     | 建筑材料                     | 10.3    | 有色金属                     | 13.0    | 国防军工                     | 76.0    |
| 医药生物                     | 1.5     | 传媒                       | 10.1    | 机械设备                     | 12.8    | 环保                       | 72.3    |
| 基础化工                     | 1.5     | 综合                       | 9.9     | 国防军工                     | 12.7    | 银行                       | 70.4    |
| 汽车                       | 1.4     | 环保                       | 9.6     | 食品饮料                     | 12.7    | 电力设备                     | 69.5    |
| 商贸零售                     | 1.4     | 石油石化                     | 8.2     | 建筑材料                     | 12.6    | 轻工制造                     | 66.9    |
| 环保                       | 0.9     | 农林牧渔                     | 8.1     | 通信                       | 12.0    | 建筑材料                     | 62.5    |
| 综合                       | 0.9     | 通信                       | 7.3     | 石油石化                     | 11.1    | 基础化工                     | 61.0    |
| 计算机                      | 0.6     | 机械设备                     | 7.0     | 纺织服饰                     | 11.1    | 社会服务                     | 60.1    |
| 美容护理                     | 0.1     | 汽车                       | 6.5     | 汽车                       | 11.0    | 石油石化                     | 58.2    |
| 有色金属                     | 0.1     | 基础化工                     | 6.5     | 基础化工                     | 10.2    | 有色金属                     | 58.2    |
| 农林牧渔                     | -0.3    | 纺织服饰                     | 6.4     | 社会服务                     | 8.8     | 综合                       | 56.8    |
| 电力设备                     | -0.3    | 社会服务                     | 5.8     | 农林牧渔                     | 7.5     | 汽车                       | 56.5    |
| 通信                       | -0.6    | 轻工制造                     | 5.5     | 电力设备                     | 7.3     | 煤炭                       | 55.9    |
| 电子                       | -0.8    | 电力设备                     | 4.8     | 综合                       | 6.9     | 农林牧渔                     | 55.8    |
| 传媒                       | -1.7    | 医药生物                     | 2.6     | 轻工制造                     | 6.3     | 食品饮料                     | 53.7    |
| 社会服务                     | -2.1    | 美容护理                     | 2.3     | 医药生物                     | 2.8     | 医药生物                     | 51.4    |
| 石油石化                     | -2.8    | 电子                       | 1.5     | 美容护理                     | 2.4     | 电子                       | 45.7    |
| 食品饮料                     | -4.6    | 国防军工                     | -0.6    | 电子                       | 0.7     | 美容护理                     | 39.0    |

数据来源：Wind、西南证券整理

2020 年 7 月，模型识别 A 股进入正反馈环境：此前申万一级行业领涨前三为社会服务、电子、传媒；市场进入正反馈后社会服务继续领涨，随后三个月电力设备（新能源）与汽车（新能源车）强势崛起，至六个月维度电力设备稳居领涨并与食品饮料共同成为“核心资产”叙事下的最强主线。

表 5：2020 年 7 月市场进入正反馈前后行业表现

| 市场进入正反馈前1个月表现            |         | 正反馈后1个月表现                |         | 正反馈后3个月表现                |         | 正反馈后6个月表现                |         |
|--------------------------|---------|--------------------------|---------|--------------------------|---------|--------------------------|---------|
| 2020-06-01<br>2020-07-01 |         | 2020-07-01<br>2020-08-01 |         | 2020-07-01<br>2020-10-01 |         | 2020-07-01<br>2021-01-01 |         |
| 行业                       | 涨跌幅 (%) | 行业                       | 涨跌幅 (%) | 行业                       | 涨跌幅 (%) | 行业                       | 涨跌幅 (%) |
| 社会服务                     | 32.6    | 社会服务                     | 41.4    | 社会服务                     | 33.0    | 电力设备                     | 63.5    |
| 电子                       | 20.0    | 国防军工                     | 27.8    | 国防军工                     | 30.1    | 社会服务                     | 53.3    |
| 传媒                       | 16.7    | 建筑材料                     | 23.9    | 电力设备                     | 26.0    | 食品饮料                     | 50.0    |
| 医药生物                     | 15.4    | 电力设备                     | 21.2    | 汽车                       | 21.2    | 国防军工                     | 49.3    |
| 食品饮料                     | 12.3    | 有色金属                     | 20.3    | 食品饮料                     | 19.3    | 汽车                       | 45.5    |
| 美容护理                     | 11.5    | 基础化工                     | 18.2    | 基础化工                     | 15.7    | 有色金属                     | 40.2    |
| 计算机                      | 11.2    | 食品饮料                     | 17.3    | 建筑材料                     | 14.6    | 家用电器                     | 33.2    |
| 电力设备                     | 11.1    | 农林牧渔                     | 16.2    | 非银金融                     | 14.5    | 基础化工                     | 31.2    |
| 房地产                      | 10.0    | 非银金融                     | 15.8    | 机械设备                     | 13.2    | 石油石化                     | 29.9    |
| 商贸零售                     | 9.9     | 医药生物                     | 15.6    | 石油石化                     | 11.2    | 煤炭                       | 26.6    |
| 综合                       | 8.1     | 轻工制造                     | 15.3    | 轻工制造                     | 10.6    | 机械设备                     | 24.8    |
| 非银金融                     | 8.0     | 汽车                       | 14.2    | 家用电器                     | 9.5     | 非银金融                     | 20.2    |
| 农林牧渔                     | 7.7     | 石油石化                     | 12.8    | 煤炭                       | 9.4     | 钢铁                       | 16.6    |
| 汽车                       | 7.4     | 煤炭                       | 12.7    | 有色金属                     | 7.6     | 建筑材料                     | 15.4    |
| 通信                       | 7.3     | 机械设备                     | 12.6    | 交通运输                     | 7.4     | 轻工制造                     | 13.3    |
| 机械设备                     | 7.2     | 综合                       | 12.0    | 环保                       | 6.9     | 银行                       | 12.5    |
| 基础化工                     | 7.1     | 环保                       | 11.1    | 建筑装饰                     | 6.3     | 交通运输                     | 11.6    |
| 有色金属                     | 6.3     | 商贸零售                     | 10.9    | 公用事业                     | 5.8     | 电子                       | 9.3     |
| 轻工制造                     | 5.4     | 家用电器                     | 10.8    | 房地产                      | 4.2     | 医药生物                     | 7.7     |
| 家用电器                     | 4.8     | 电子                       | 10.8    | 钢铁                       | 4.0     | 公用事业                     | 7.0     |
| 纺织服饰                     | 3.6     | 建筑装饰                     | 10.8    | 医药生物                     | 2.9     | 综合                       | 5.1     |
| 公用事业                     | 3.6     | 公用事业                     | 9.2     | 电子                       | 2.7     | 美容护理                     | 4.6     |
| 国防军工                     | 3.3     | 交通运输                     | 8.3     | 综合                       | 2.2     | 农林牧渔                     | 1.1     |
| 交通运输                     | 2.4     | 美容护理                     | 7.6     | 纺织服饰                     | 2.1     | 建筑装饰                     | -0.2    |
| 环保                       | 2.1     | 房地产                      | 7.5     | 传媒                       | 1.7     | 纺织服饰                     | -1.2    |
| 建筑材料                     | 2.1     | 传媒                       | 7.4     | 银行                       | 1.7     | 房地产                      | -1.8    |
| 石油石化                     | 1.8     | 计算机                      | 6.4     | 农林牧渔                     | 1.0     | 环保                       | -2.4    |
| 钢铁                       | 1.2     | 纺织服饰                     | 5.8     | 计算机                      | -3.2    | 传媒                       | -8.0    |
| 银行                       | 1.0     | 钢铁                       | 5.7     | 商贸零售                     | -3.4    | 计算机                      | -9.9    |
| 煤炭                       | 0.9     | 通信                       | 3.3     | 美容护理                     | -3.9    | 商贸零售                     | -13.6   |
| 建筑装饰                     | 0.7     | 银行                       | 1.0     | 通信                       | -8.1    | 通信                       | -14.5   |

数据来源：Wind、西南证券整理

观察历史三次样本，我们发现信号确认 ( $\alpha_t > 0.5$ ) 后非银金融板块大概率表现强劲，紧抓情绪反转的爆发力；随后一到三个月密切观察并验证历轮牛市的“时代主线”，逐步将仓位由早期 Beta 板块切换至主线 Alpha；三到六个月乃至更长维度内，牢牢坐稳主线龙头，享受戴维斯双击，切忌过早离场而错失最肥美的中后段行情。

为什么会呈现出“强者恒强”的特征？这背后是牛市启动阶段的资金行为和心理逻辑：

(1) 在市场由负反馈主导的末期，一些嗅觉敏锐的机构投资者或“聪明钱”，已经基于对宏观、产业趋势的判断，开始提前布局未来的主线行业。这导致了这些行业在市场整体尚在犹豫时，就开始率先上涨。

(2) 当赚钱效应扩散，市场由负反馈切换至正反馈时，意味着大众资金开始认可前期已经走出的趋势。市场的“共识”开始在这些领涨的行业上凝聚。

(3) 一旦进入正反馈，海量的趋势跟随型资金（包括散户、趋势型基金等）会涌入市场。他们最自然的选择，就是去追逐那些已经被市场证明是正确的、正在上涨的、逻辑最清晰的板块。这些后续资金的涌入，为前期已经上涨的行业提供了更强的动能，从而形成了主升浪。

在这个过程中，前期滞涨的板块因为缺乏上涨的“示范效应”和吸引眼球的“叙事逻辑”，难以获得新增资金的青睐，从而继续跑输。

参考当下，2025年8月21日模型确认A股进入正反馈环境，动量效应显著，通信、电子、有色金属延续强势，均为切换前领跑行业，强者恒强有望延续；同时，回顾此前三轮正反馈启动后非银金融均有表现，建议后续持续跟踪。

**表 6：2025 年 8 月市场进入正反馈前后行业表现（截止 8 月 29 日）**

| 市场进入正反馈前1个月表现 |         | 正反馈后最近表现   |         |
|---------------|---------|------------|---------|
| 2025-07-21    |         | 2025-08-21 |         |
| 2025-08-21    |         | 2025-08-29 |         |
| 行业            | 涨跌幅 (%) | 行业         | 涨跌幅 (%) |
| 通信            | 18.5    | 通信         | 16.4    |
| 电子            | 16.6    | 电子         | 10.7    |
| 综合            | 14.2    | 有色金属       | 7.6     |
| 机械设备          | 12.4    | 综合         | 6.4     |
| 有色金属          | 12.0    | 计算机        | 5.1     |
| 建筑材料          | 11.4    | 电力设备       | 4.7     |
| 计算机           | 11.1    | 商贸零售       | 3.8     |
| 传媒            | 10.2    | 传媒         | 3.7     |
| 基础化工          | 10.0    | 国防军工       | 3.6     |
| 电力设备          | 8.9     | 农林牧渔       | 3.5     |
| 美容护理          | 8.7     | 食品饮料       | 2.4     |
| 国防军工          | 8.4     | 基础化工       | 2.4     |
| 非银金融          | 8.1     | 建筑材料       | 2.0     |
| 医药生物          | 8.0     | 非银金融       | 1.5     |
| 汽车            | 7.9     | 社会服务       | 1.2     |
| 钢铁            | 7.9     | 汽车         | 1.1     |
| 轻工制造          | 7.1     | 机械设备       | 1.1     |
| 煤炭            | 6.9     | 美容护理       | 1.0     |
| 农林牧渔          | 6.8     | 石油石化       | 0.7     |
| 房地产           | 6.8     | 公用事业       | 0.3     |
| 社会服务          | 5.8     | 建筑装饰       | 0.1     |
| 建筑装饰          | 5.4     | 钢铁         | 0.1     |
| 商贸零售          | 5.2     | 房地产        | 0.1     |
| 环保            | 5.0     | 医药生物       | -0.1    |
| 纺织服饰          | 4.8     | 家用电器       | -0.5    |
| 家用电器          | 4.5     | 轻工制造       | -1.0    |
| 石油石化          | 3.5     | 环保         | -1.2    |
| 交通运输          | 3.0     | 交通运输       | -1.2    |
| 食品饮料          | 2.4     | 银行         | -1.8    |
| 公用事业          | 0.7     | 煤炭         | -2.2    |
| 银行            | -3.1    | 纺织服饰       | -2.4    |

数据来源：Wind、西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |                                                  |
|------|--------------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务                      | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-------------------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 院长助理、研究销售部经理、<br>上海销售主管 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售岗                     | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 销售岗                     | 18801732511  | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn   |
|    | 汪艺  | 销售岗                     | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 戴剑箫 | 销售岗                     | 13524484975  | 13524484975 | daijx@swsc.com.cn    |
|    | 李嘉隆 | 销售岗                     | 15800507223  | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn   |
|    | 欧若诗 | 销售岗                     | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 蒋宇洁 | 销售岗                     | 15905851569  | 15905851569 | jjj@swsc.com.c       |
|    | 贾文婷 | 销售岗                     | 13621609568  | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn  |
|    | 张嘉诚 | 销售岗                     | 18656199319  | 18656199319 | zhangjc@swsc.com.cn  |
|    | 毛玮琳 | 销售岗                     | 18721786793  | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn      |
| 北京 | 李杨  | 北京销售主管                  | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售岗                     | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 销售岗                     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 销售岗                     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 张鑫  | 销售岗                     | 15981953220  | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 销售岗                     | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |

|    |     |     |             |             |                    |
|----|-----|-----|-------------|-------------|--------------------|
|    | 王宇飞 | 销售岗 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com   |
|    | 马冰竹 | 销售岗 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn    |
|    | 龚之涵 | 销售岗 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
|    | 杨举  | 销售岗 | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn |
| 广深 | 唐茜露 | 销售岗 | 18680348593 | 18680348593 | tdl@swsc.com.cn    |
|    | 文柳茜 | 销售岗 | 13750028702 | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn    |
|    | 林哲睿 | 销售岗 | 15602268757 | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn    |