



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

牛市后期会有共识性宏大叙事

——策略周观点

2025 年 8 月 24 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

牛市后期会有共识性宏大叙事

2025 年 8 月 24 日

核心结论：目前市场已经形成的共识是流动性牛市，但在经济逻辑层面，预期依然偏谨慎，投资者并没有把牛市和中国经济发展的阶段特点结合起来，我们认为，这是指数之前一直没加速的原因之一，也是牛市尚未进入后期的特征。如果以 2014-2015 年的牛市为例，能够看到，宏观的叙事形成过程较为缓慢。2014 年 7-10 月，宏观预期依然很弱，大部分行业的机会是自下而上的。2014 年 11 月降息后，指数上涨加速，虽然当期经济偏弱，但对经济的未来展望逐渐乐观，金融周期类板块也能阶段性领涨市场。2015 年上半年，随着股市融资回升，投资者把牛市、移动互联网产业机会、中国经济转型结合起来，逐渐认识到股市牛市（甚至是阶段性快速上涨）是有利于经济发展的。整体来看，目前市场对牛市的解释，还未上升到认为股市对经济举足轻重的地位，板块机会也尚未在更大范围扩散，股市大概率还在牛市中后期。

- **（1）为什么一直没有加速：**因为流动性虽然充裕，但宏观经济的逻辑并没有形成共识，所以还有犹豫的存量资金。如果以 2014-2015 年的牛市为例，能够看到，宏观的叙事形成过程较为缓慢。2014 年 7-10 月，指数已经开启了连续 4 个月的连续上涨，但期间宏观预期依然很弱，大部分行业的机会是自下而上的，只是强度上受到了居民资金不断流入的强化。不过 2014 年 11 月降息后，指数上涨加速，因为降息和房地产政策持续宽松后，虽然当期经济偏弱，但对经济的未来展望逐渐乐观，金融周期类板块也能阶段性领涨市场。2015 年上半年，随着股市融资回升，投资者把牛市、移动互联网产业机会、中国经济转型结合起来，逐渐认识到股市牛市（甚至是阶段性快速上涨）是有利于经济发展的。
- **（2）参考之前牛市中宏大叙事的形成过程，我们现在还处在第二步到第三步过渡期。**我们可以把宏大叙事产生的过程分成三步。第一步，对之前熊市错误逻辑的修正，2024 年 924 后的上涨属于第一步。第二步：部分产业走牛，热点较多，但投资者的共识还是结构性的机会，并没有对中国经济长期预期很乐观，例如创新药的 BD 进展、DeepSeek 的突破、AI 算力的利润改善。第三步（牛市中后期）：随着更多行业发展的变化，投资者把产业改善的原因上升到宏观层面，从劳动力素质、教育、制度优势等角度，认为不只是少部分行业，可能大部分行业都可以借用宏观的优势，转型互联网+、新能源+、AI+，或复制之前很多行业在全球产业链地位上升的逻辑。整体来看，我们认为现在的叙事尚未上升到很高的层级，板块机会尚未在更大范围扩散，我们现在可能处在第二步到第三步过渡期。
- **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：牛市后期会有共识性宏大叙事.....	4
二、本周市场变化.....	7
风险因素.....	10

表目录

表 1：配置建议表.....	6
----------------	---

图目录

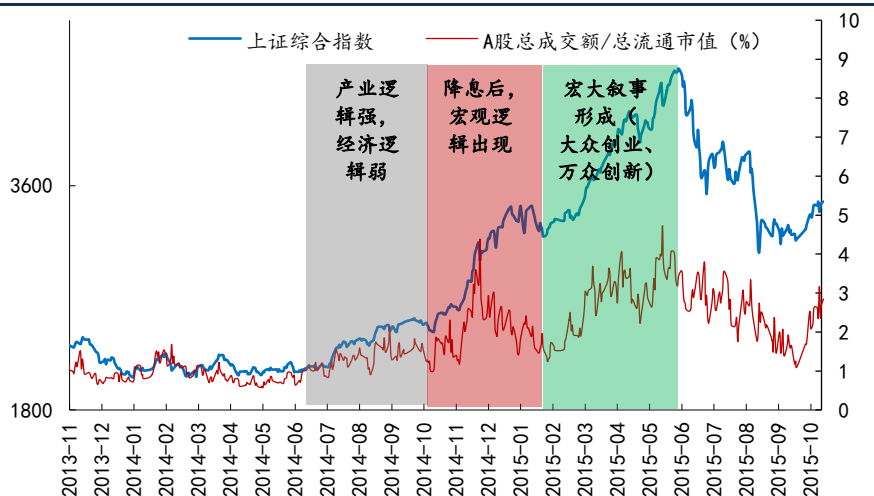
图 1：牛市主升浪期间股权融资规模大多会快速放量到历史高位（单位：%、点数）.....	4
图 2：13-15 年：牛初成长消费领跑，牛市中后期风格扩散，牛末成长+周期较强（单位：倍）.....	5
图 3：下半年可能都是牛市主升浪（单位：点数）.....	5
图 4：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）.....	7
图 5：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）.....	7
图 6：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）.....	7
图 7：概念类指数周涨跌幅（单位：%）.....	7
图 8：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 9：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 10：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）.....	8
图 11：港股通累计净买入（单位：亿元）与上证综合指数（单位：点）.....	8
图 12：融资余额（单位：亿元）与上证综合指数（单位：点）.....	8
图 13：新发行基金份额（单位：亿份）与上证综合指数（单位：点）.....	9
图 14：基金仓位估算（单位：%）与上证综合指数（单位：点）.....	9
图 15：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）.....	9
图 16：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）.....	9
图 17：长期国债利率走势（单位：%）.....	9
图 18：各类债券与同期限债券利差（单位：%）.....	9

一、策略观点：牛市后期会有共识性宏大叙事

目前市场已经形成的共识是流动性牛市，但在经济逻辑层面，预期依然偏谨慎，投资者并没有把牛市和中国经济发展的阶段特点结合起来，我们认为，这是指数之前一直没加速的原因之一，也是牛市尚未进入后期的特征。如果以 2014-2015 年的牛市为例，能够看到，宏观的叙事形成过程较为缓慢。2014 年 7-10 月，宏观预期依然很弱，大部分行业的机会是自下而上的。2014 年 11 月降息后，指数上涨加速，虽然当期经济偏弱，但对经济的未来展望逐渐乐观，金融周期类板块也能阶段性领涨市场。2015 年上半年，随着股市融资回升，投资者把牛市、移动互联网产业机会、中国经济转型结合起来，逐渐认识到股市牛市（甚至是阶段性快速上涨）是有利于经济发展的。整体来看，目前市场对牛市的解释，还未上升到认为股市对经济举足轻重的地位，板块机会也尚未在更大范围扩散，股市大概率还在牛市中期。

（1）为什么一直没有加速：因为流动性虽然充裕，但宏观经济的逻辑并没有形成共识，所以还有犹豫的存量资金。今年 4 月 9 日以来，股市已经连续上涨了 4 个多月了，自上而下来看，目前已经形成的共识是流动性牛市。但是在宏观经济层面，预期依然偏谨慎，投资者并没有把牛市和中国经济发展的阶段特点结合起来。我们认为，这是指数之前一直没加速的原因之一，也是牛市尚未进入后期的特征。如果以 2014-2015 年的牛市为例，能够看到，宏观的叙事形成过程较为缓慢。2014 年 7-10 月，指数已经开启了连续 4 个月的连续上涨，但期间宏观预期依然很弱，大部分行业的机会是自下而上的，只是强度上受到了居民资金不断流入的强化。不过 2014 年 11 月降息后，指数上涨加速，因为降息和房地产政策持续宽松后，虽然当期经济偏弱，但对经济的未来展望逐渐乐观，金融周期类板块也能阶段性领涨市场。2015 年上半年，随着股市融资回升，投资者把牛市、移动互联网产业机会、中国经济转型结合起来，逐渐认识到股市牛市（甚至是阶段性快速上涨）是有利于经济发展的。

图 1：牛市主升浪期间股权融资规模大多会快速放量到历史高位（单位：%、点数）



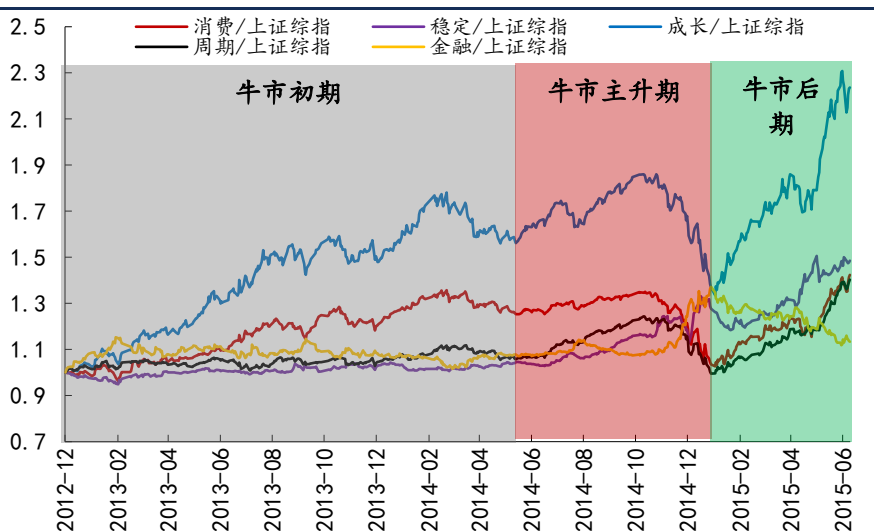
资料来源：万得，信达证券研发中心

（2）参考之前牛市中宏大叙事的形成过程，我们现在还处在第二步到第三步过渡期。每一轮牛市，最终都会有宏大的乐观叙事，事后来看，从基本面的角度，随着某些产业快速发展，叠加经济周期的波动，行业机会往往会由部分行业扩散到更多行业，投资者会把过去 2-3 年各产业景气度改善的逻辑上升到制度、教育等宏观维度，并线性外推，形成宏大的长期逻辑。整体来看，按照过程，我们可以把宏大叙事产生的过程分成三步。第一步，对之前熊市错误逻辑的修正，2024 年 924 后的上涨属于第一步。第二步：部分产业走牛，热点较多，但投资者的共识还是结构性的机会，并没有对中国经济长期预期很乐观，例如创新药的 BD 进展、DeepSeek 的突破、AI 算力的利润改善。第三步（牛市中后期）：随着更多行业发展的变化，投资者把产业改善的原因上升到宏观层面，从劳动力素质、教育、制度优势等角度，认为不只是少部分行业，可能大部分行业都可以借用宏观的优势，转型互联网+、新能源+、AI+，或复制之前很多行业在全球产业链地位上升的逻辑。整体来看，我们认

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 4

为现在的叙事尚未上升到很高的层级，板块机会尚未在更大范围扩散，我们现在可能处在第二步到第三步过渡期。

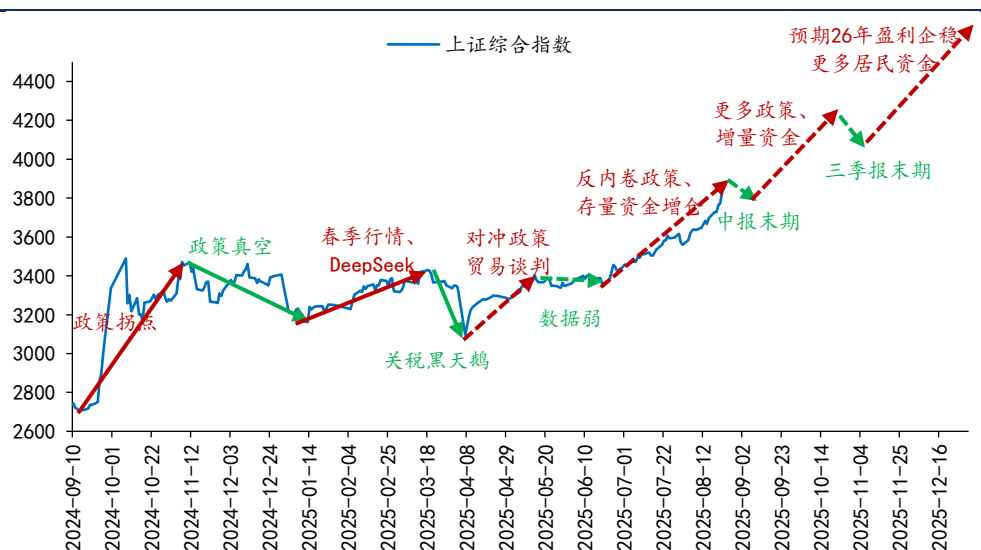
图 2：13-15 年：牛初成长消费领跑，牛市中后期风格扩散，牛末成长+周期较强（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 当下的判断：下半年可能都是牛市主升浪。24 年 10 月-25 年 6 月，市场宽幅震荡期间，上市公司盈利偏弱、政策基调积极、各类主题机会活跃，这些特征较为像 2013 年-2014 年中和 2019 年，最终的结局大概率是全面的牛市。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。主升浪期间，出现利空（比如之前的地产数据走弱）股市往往反应得会比较快，而大部分利多情况（雅鲁藏布江下游水电工程、反内卷政策等），股市都会积极反应。8 月下旬中报披露密集期存在小幅波动，但我们预计较难改变牛市主升浪的趋势，后续的十五五规划、年底对 2026 年政策展望都可能会带来市场的积极变化。

图 3：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。

(4) 近期配置观点：增加弹性配置，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) **传媒：**AI 季度休整尾声，传媒估值性价比较好，AI 下一波关注应用变化；(4) **军工：**独立的需求周期，内外部特殊环境下，军工可能会有持续的主题事件催化。(5) **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、军工、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

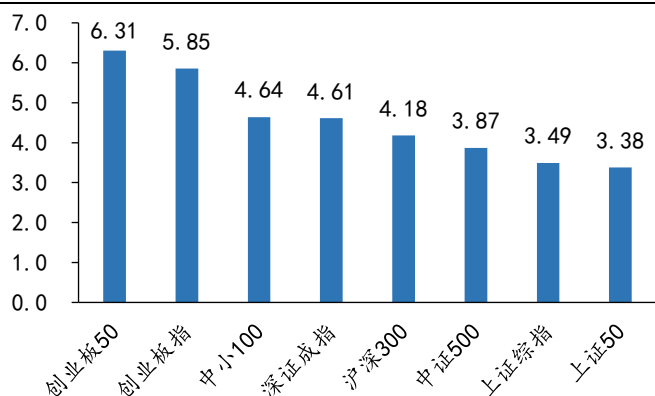
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数大多上涨，其中创业板 50 (+6.31%)、创业板指 (+5.85%)、中小 100 (+4.64%) 涨幅靠前，上证 50 (+3.38%)、上证综指 (+3.49%)、中证 500 (+3.87%) 涨幅靠后。申万一级行业中，通信 (+10.84%)、电子 (+8.95%)、综合 (+8.25%) 领涨，房地产 (+0.50%)、煤炭 (+0.92%)、医药生物 (+1.50%) 涨幅靠后。概念股中，智能音箱 (+9.55%)、华为海思概念股 (+9.55%)、MCU 芯片 (+7.96%) 领涨，基因编辑 (-7.60%)、激光雷达 (-7.48%)、固态电池 (-4.78%) 领跌。

本周全球股市重要指数大多上涨，其中上证综指(+3.49%)、富时 100(+2.00%)、墨西哥 MXX(+1.55%) 表现靠前，日经 225(-1.72%)、德国 DAX(+0.05%)、标普 500(+0.27%) 表现靠后。本周商品市场重要指数中，PTA(+3.62%)、NYMEX 原油(+1.54%)、国际黄金(+1.23%) 表现靠前，玻璃(-2.49%)、螺旋钢(-1.90%)、LME 锌(-1.51%)、PVC(-1.36%) 表现靠后。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金(+29.39%)、富时新兴市场指数(+15.01%)、上证综指(+14.14%) 排名较高，而美元指数(-9.92%)、布伦特原油(-9.18%)、南华工业品指数(-3.88%) 排名靠后。

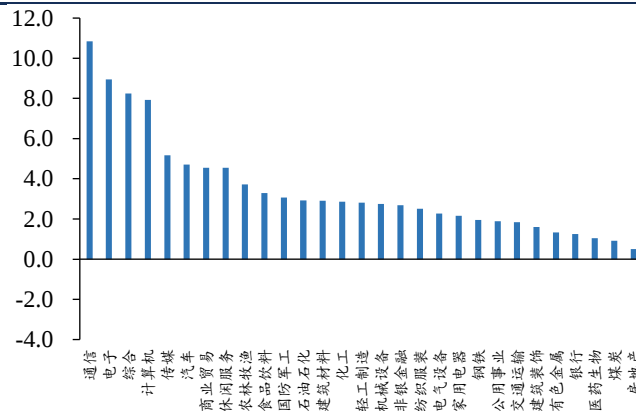
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计 165.13 亿元（前值净流入 350.72 亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行 20770 亿元，累计净投放量 13652 亿元。截至 2025 年 8 月 23 日，银行间拆借利率本周均值相比前期上升，十年期国债收益率本周均值相比前期有所上升。普通股票型基金本周仓位均值相比前期下降，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期下降。

图 4: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



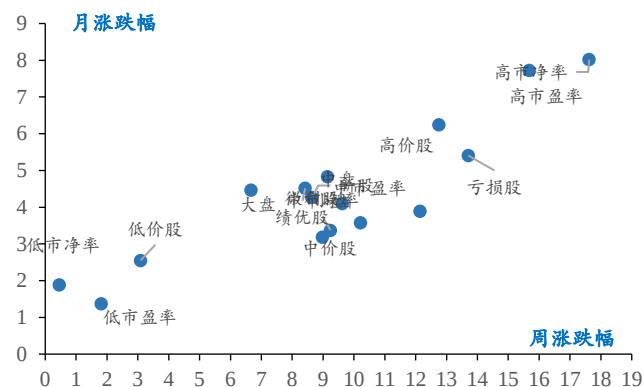
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 5: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



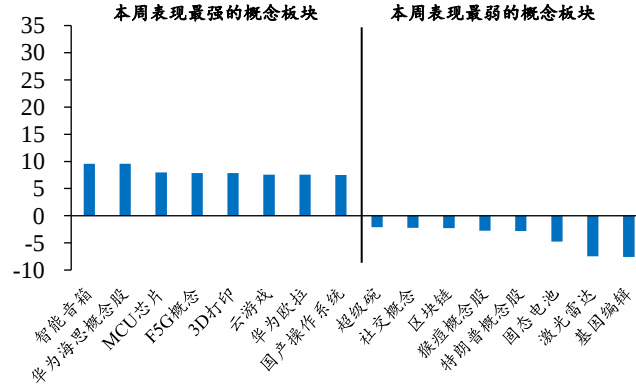
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 6: 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

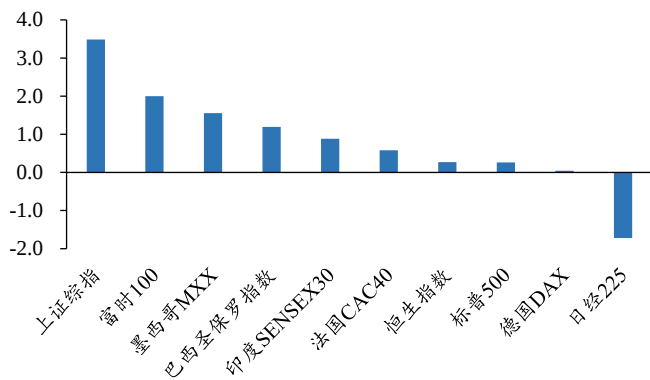
图 7: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

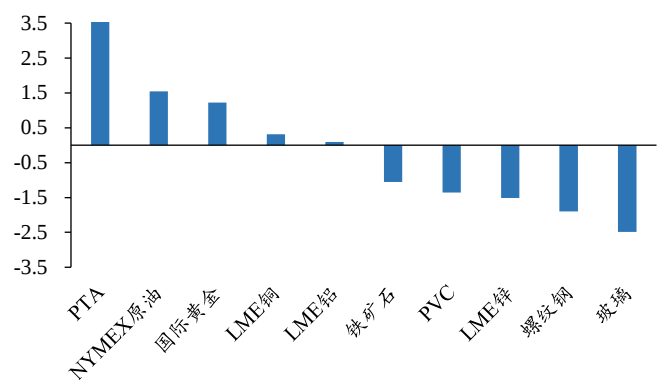


图 8：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



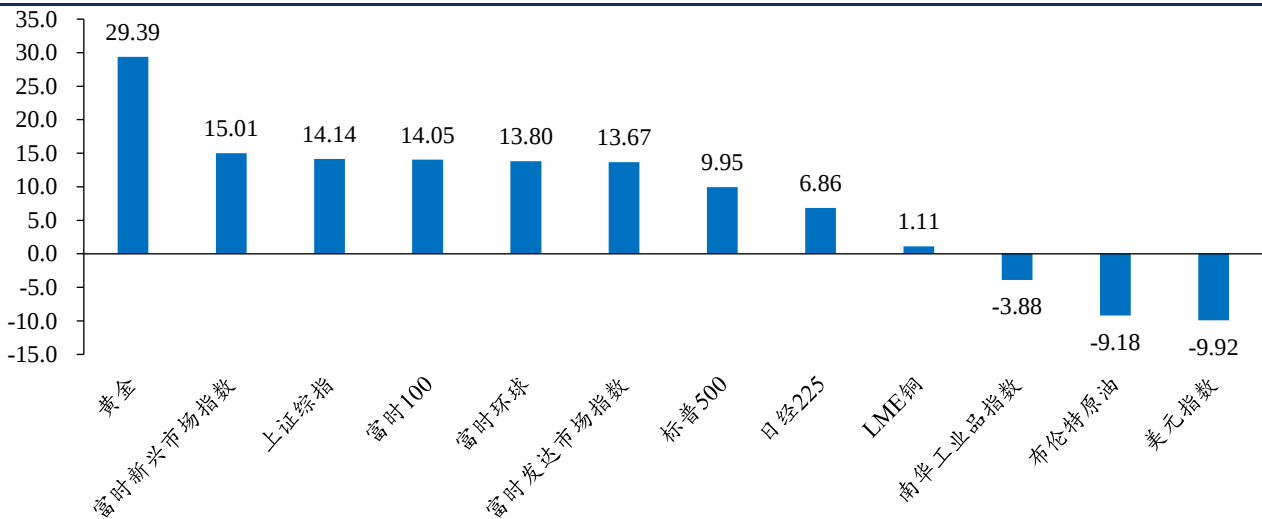
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 9：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

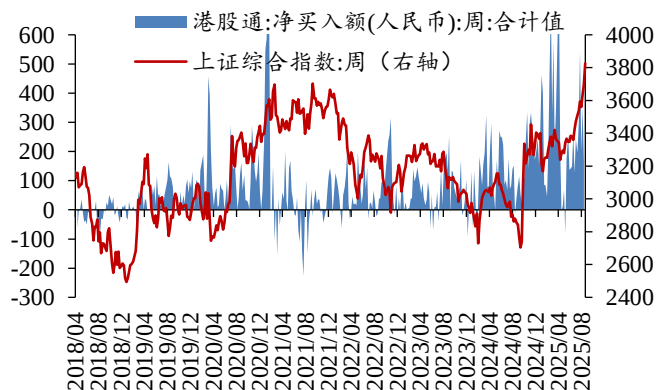
图 10：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）



资料来源：万得，iFinD, 信达证券研发中心

注：统计日期截至 2025 年 8 月 23 日

图 11：港股通累计净买入（单位：亿元）与上证综合指数（单位：点）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

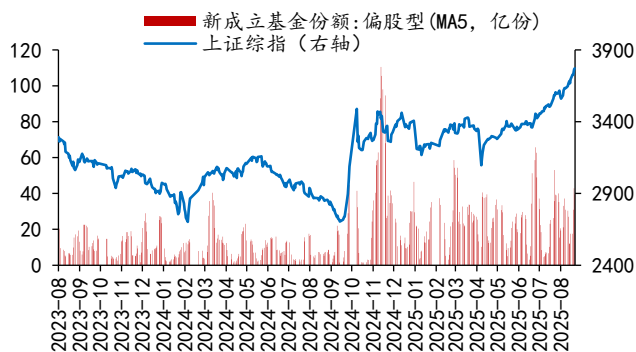
图 12：融资余额（单位：亿元）与上证综合指数（单位：点）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

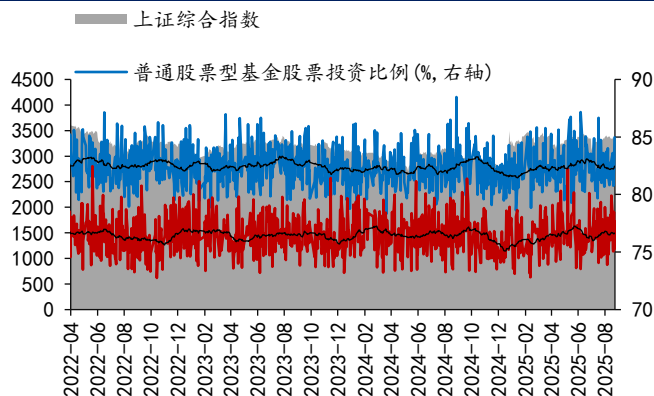


图 13：新发行基金份额（单位：亿份）与上证综合指数（单位：点）



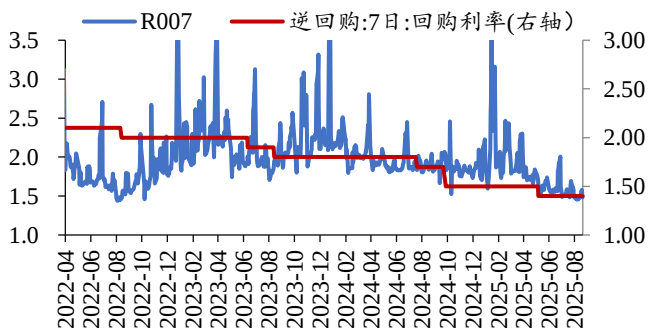
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 14：基金仓位估算（单位：%）与上证综合指数（单位：点）



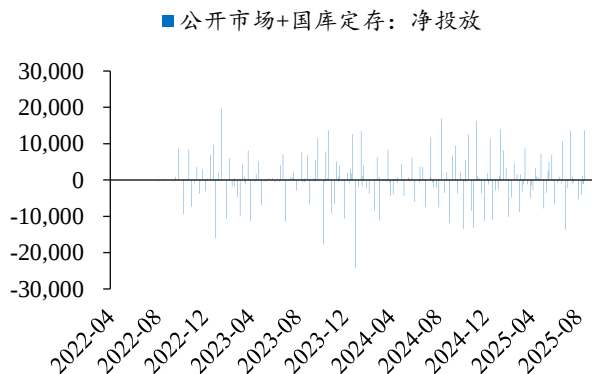
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 15：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）



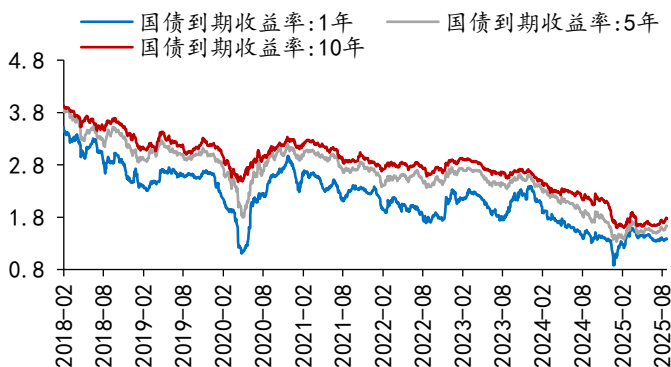
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 16：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）



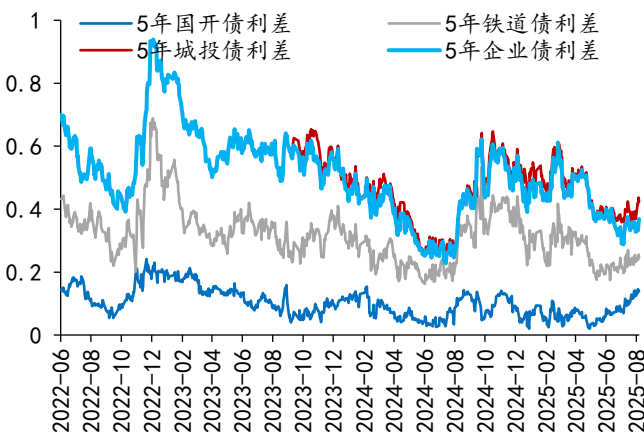
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 17：长期国债利率走势（单位：%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 18：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。