



Research and
Development Center

当下或是牛市主升浪的前期

——策略周观点

2025 年 8 月 17 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

当下或是牛市主升浪的前期

2025 年 8 月 17 日

核心结论: 我们认为当下可能是牛市主升浪的前期, 主要有三点理由:

(1) 牛市主升浪, 市场换手率(总成交额/总流动市值)往往会再次达到牛初高点。而今年 4 月以来上涨, 虽然交易量有所回升, 但换手率比牛市初期的高点(出现在 2024 年 10 月 8 日)依然低很多。(2) 牛市主升浪前期和后期风格往往会有较大的变化。2025 年 4 月以来, 一直是小盘风格占优, 这说明如果当下是牛市主升浪, 那很有可能是主升浪前期, 而一旦进入主升浪后期, 风格可能会快速转向大盘股领涨。(3) 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, 2005-2007 年和 2013-2015 年牛市, 股权融资规模均是在牛市主升浪期间快速回升, 目前依然不高。

- (1) 牛市主升浪, 市场换手率(总成交额/总流动市值)往往会再次达到牛初高点。近期市场的成交额有所回升, 但与历史上的牛市主升浪比, 回升幅度并不算大。2006 年 8 月-2007 年 5 月牛市主升浪期间, 市场换手率由 1.5% 左右快速上涨到 6% 以上, 略突破牛市初期的换手率高点(出现在 2006 年 5 月)。2014 年 7 月-2014 年 12 月牛市主升浪期间, 市场换手率从 1% 以下快速增长到 4% 以上, 大幅高于牛市初期(2013-2014 年中)。2019-2021 年牛市期间, 换手率出现过多次高点, 2019 年 3 月、2020 年 3 月、2020 年 7 月、2021 年 9 月, 数值较为接近。2020 年 7 月牛市中期换手率高点略高于 2019 年 3 月和 2020 年 3 月换手率高点。
- (2) 牛市主升浪前期和后期风格往往会有较大的变化。牛市中期, 因为资金明显流入, 所以往往会呈现出普涨的状态, 而牛市主升浪前期和后期领涨的风格往往会有差异。2006 年 8 月-2007 年 5 月牛市主升浪前期大盘风格, 后期小盘风格。2014 年 7 月-2014 年 12 月牛市主升浪前期小盘风格, 后期大盘风格。2020 年 4 月-2020 年 1 月牛市主升浪前期小盘风格, 后期大盘风格。
- (3) 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, 目前依然不高。我们之前一直提示, 股权融资规模的变化是牛熊市拐点的重要指标, 熊市后期, 由于政策对股市的呵护, 往往会出现股权融资规模的下降, 而一旦进入牛市股权融资规模往往开始企稳回升。牛市结束的重要前提是, 股权融资规模恢复到较高的水平。2005-2007 年和 2013-2015 年牛市, 股权融资规模均是在牛市主升浪期间快速回升。
- **风险因素:** 房地产超预期下行, 美股波动较大, 历史规律可能会失效。



目录

一、策略观点：当下或是牛市主升浪的前期.....	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

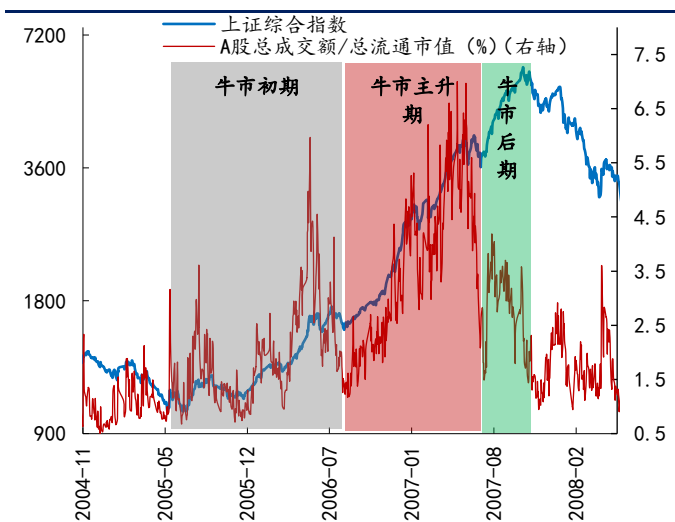
图 1：2005-07 年牛市的成交额/流通市值（单位：点数，%）.....	4
图 2：2013-15 年牛市的成交额/流通市值（单位：点数，%）.....	4
图 3：2019-21 年牛市的成交额/流通市值（单位：点数，%）.....	5
图 4：2024 年以来的成交额/流通市值（单位：点数，%）.....	5
图 5：2006 年 8 月-2007 年 5 月牛市主升浪前期大盘，后期小盘（点数，倍）.....	5
图 6：2014 年 7 月-2014 年 12 月牛市主升浪前期小盘，后期大盘（点数，倍）.....	5
图 7：2020 年 4 月-2020 年 1 月牛市主升浪前期小盘，后期大盘（点数，倍）.....	6
图 8：2025 年 4 月小盘风格占优，后续有可能扩散到大盘（点数，倍）.....	6
图 9：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）.....	6
图 10：下半年可能都是牛市主升浪（单位：点数）.....	7
图 11：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 12：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 13：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）.....	9
图 14：概念类指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 15：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）.....	10
图 16：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）.....	10
图 17：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）.....	10
图 18：港股通累计净买入（单位：亿元）.....	10
图 19：融资余额（单位：亿元）.....	10
图 20：新发行基金份额（单位：亿份）.....	11
图 21：基金仓位估算（单位：%）.....	11
图 22：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）.....	11
图 23：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）.....	11
图 23：长期国债利率走势（单位：%）.....	11
图 24：各类债券与同期限债券利差（单位：%）.....	11

一、策略观点：当下或是牛市主升浪的前期

我们认为当下可能是牛市主升浪的前期，主要有三点理由：（1）牛市主升浪，市场换手率（总成交额/总流动市值）往往会再次达到牛初高点。而今年4月以来上涨，虽然交易量有所回升，但换手率比牛市初期的高点（出现在2024年10月8日）依然低很多。（2）牛市主升浪前期和后期风格往往会有较大的变化。2025年4月以来，一直是小盘风格占优，这说明如果当下是牛市主升浪，那很有可能是主升浪前期，而一旦进入主升浪后期，风格可能会快速转向大盘股领涨。（3）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，2005-2007年和2013-2015年牛市，股权融资规模均是在牛市主升浪期间快速回升，目前依然不高。

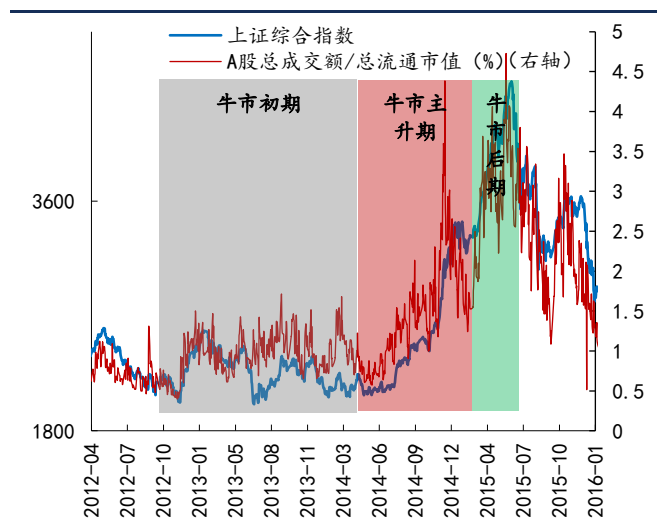
（1）牛市主升浪，市场换手率（总成交额/总流动市值）往往会再次达到牛初高点。近期市场的成交额有所回升，但与历史上的牛市主升浪比，回升幅度并不算大。2006年8月-2007年5月牛市主升浪期间，市场换手率由1.5%左右快速上涨到6%以上，略突破牛市初期的换手率高点（出现在2006年5月）。2014年7月-2014年12月牛市主升浪期间，市场换手率从1%以下快速增长到4%以上，大幅高于牛市初期（2013-2014年中）。

图 1：2005-07 年牛市的成交额/流通市值（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

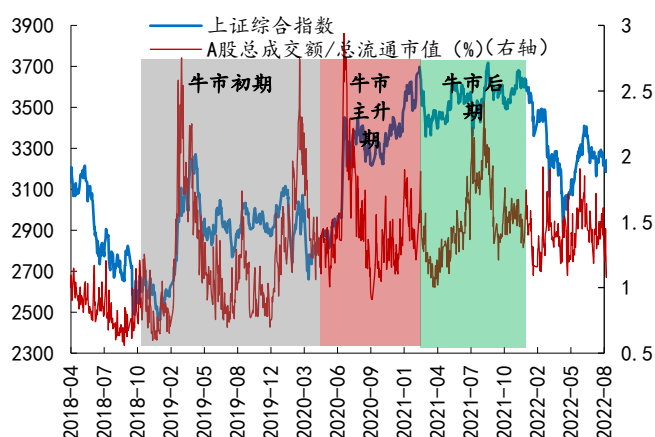
图 2：2013-15 年牛市的成交额/流通市值（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

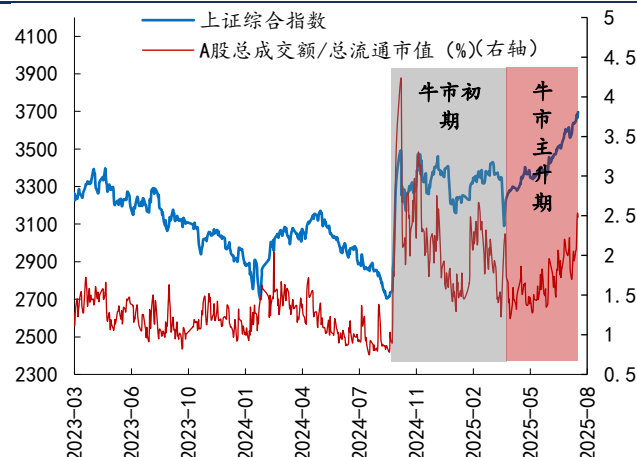
2019-2021 年牛市期间，换手率出现过多次高点，2019 年 3 月、2020 年 3 月、2020 年 7 月、2021 年 9 月，数值较为接近。2020 年 7 月牛市中期换手率高点略高于 2019 年 3 月和 2020 年 3 月换手率高点。所以从之前牛市的经验来看，牛市中期主升浪期间，换手率均能达到或超越牛市初期。而今年 4 月以来上涨，虽然交易量有所回升，但换手率比牛市初期的高点（出现在 2024 年 10 月 8 日）依然低很多。

图 3：2019-21 年牛市的成交额/流通市值（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

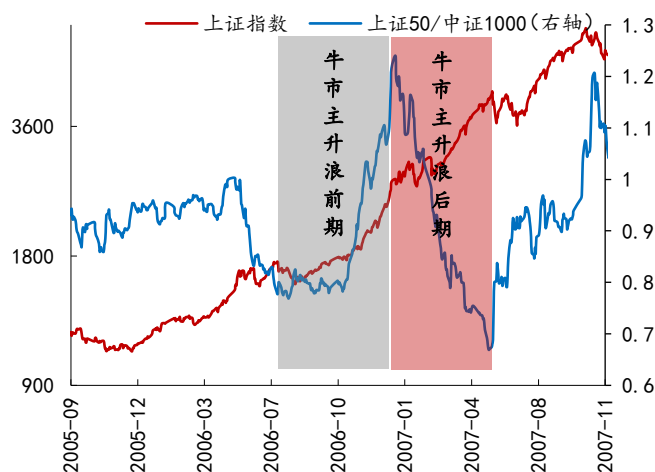
图 4：2024 年以来的成交额/流通市值（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

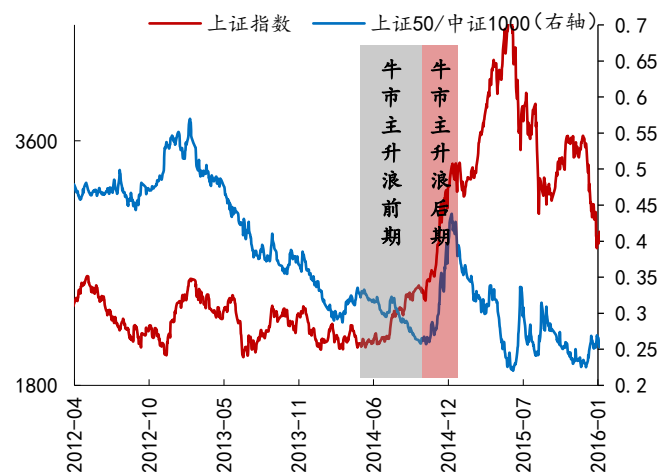
(2) 牛市主升浪前期和后期风格往往会有较大的变化。牛市中后期，因为资金明显流入，所以往往会呈现出普涨的状态，而牛市主升浪前期和后期领涨的风格往往会有差异。2006 年 8 月-2007 年 5 月牛市主升浪前期大盘风格，后期小盘风格。2014 年 7 月-2014 年 12 月牛市主升浪前期小盘风格，后期大盘风格。2020 年 4 月-2020 年 1 月牛市主升浪前期小盘风格，后期大盘风格。

图 5：2006 年 8 月-2007 年 5 月牛市主升浪前期大盘风格，后期小盘风格（点数，倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

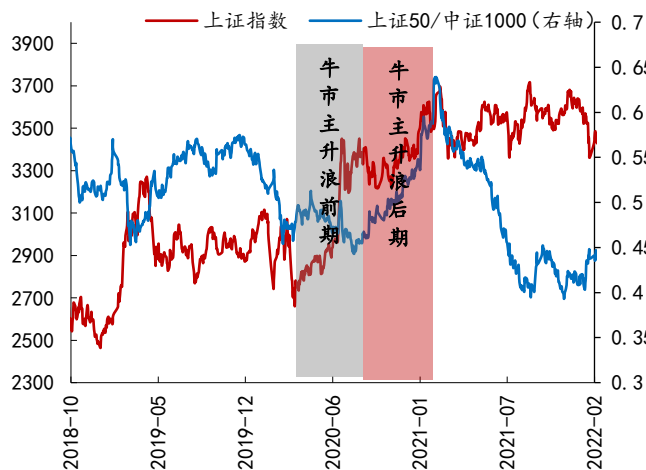
图 6：2014 年 7 月-2014 年 12 月牛市主升浪前期小盘风格，后期大盘风格（点数，倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

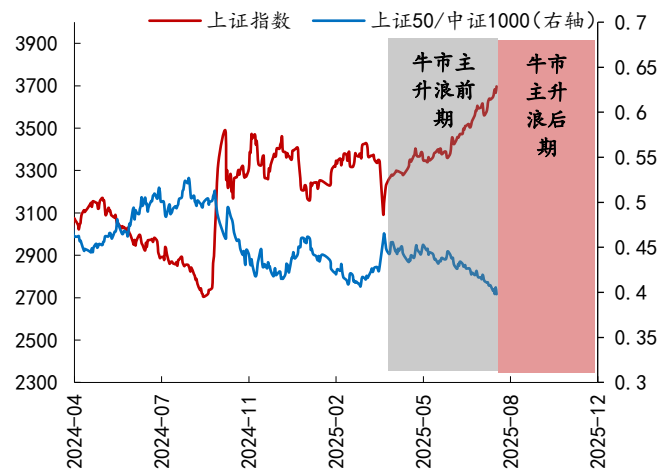
背后的原因是，牛市主升浪期间资金会较为充沛，而不同风格的基本面逻辑差异较大，不同资金流入的速度也会有差异，所以导致风格往往多变。2025 年 4 月以来，一直是小盘风格占优，这说明如果当下是牛市主升浪，那很有可能是主升浪前期，而一旦进入主升浪后期，风格可能会快速转向大盘股领涨。

图 7：2020 年 4 月-2020 年 1 月牛市主升浪前期小盘风格，后期大盘风格（点数，倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：2025 年 4 月小盘风格占优，后续有可能扩散到大盘风格（点数，倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 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，目前依然不高。我们之前一直提示，股权融资规模的变化是牛熊市拐点的重要指标，熊市后期，由于政策对股市的呵护，往往会出现股权融资规模的下降，而一旦进入牛市股权融资规模往往开始企稳回升。牛市结束的重要前提是，股权融资规模恢复到较高的水平。2005-2007 年和 2013-2015 年牛市，股权融资规模均是在牛市主升浪期间快速回升。2025 年以来，股权融资规模正在恢复，但速度依然较慢，7 月股权融资规模刚恢复到 661 亿，2025 年 6 月较高的股权融资规模是异常值，其中有 5000 亿是财政部参与的对四家银行的定增。

图 9：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）

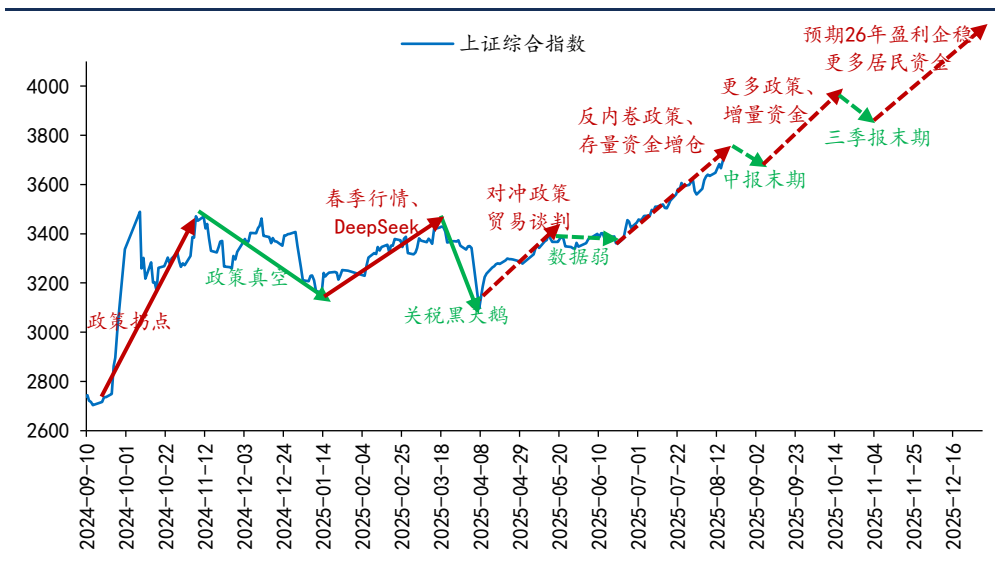


资料来源：万得，信达证券研发中心

(4) 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 10：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：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。牛市涨幅最大行业风格，牛市中后期反而不强。2005-2007 年牛市中涨幅最大风格是金融，次之是周期，但牛市中后期，涨幅最大风格是周期，金融略跑输市场。2013-2015 年牛市中涨幅最大风格是成长，但牛市中后期涨幅最大是金融，成长最弱。2019-2021 年牛市中涨幅最大风格是成长和消费，而牛市中后期涨幅最大是消费，次之是周期，成长排第三。

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

配置行业展望：**（1）金融：**由银行转配非银。金融整体估值较好，之前涨幅最大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 和机器人可能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，这些举措有利于银行等板块。可能会是这一轮牛市很重要的推动因素之一。
	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理由。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

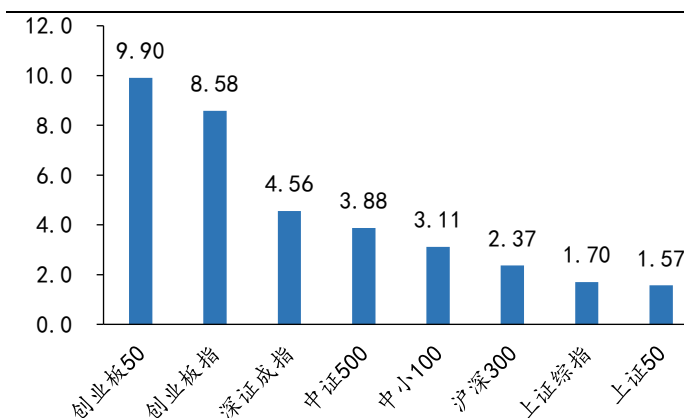
二、本周市场变化

本周A股主要指数大多上涨，其中创业板50（9.90%）、创业板指（8.58%）、深证成指（4.56%）涨幅靠前，上证50（1.57%）、上证综指（1.70%）、沪深300（2.37%）涨幅靠后。申万一级行业中，通信（7.66%）、电子（7.02%）、非银金融（6.48%）领涨，银行（-3.19%）、钢铁（-2.04%）、纺织服装（-1.37%）跌幅居前。概念股中，氢能源（17.51%）、阿尔茨海默（9.20%）、充电桩（8.40%）领涨，太阳能（-6.49%）、激光雷达（-5.95%）、OLED（-3.72%）领跌。

本周全球股市重要指数大多上涨，其中日经225（3.73%）、法国CAC40（2.33%）、上证综指（1.70%）表现靠前，巴西圣保罗指数（0.31%）、墨西哥MXX（0.43%）、富时100（0.47%）表现靠后。本周商品市场重要指数中，玻璃（3.02%）、LME铜（0.78%）、PTA（0.02%）表现靠前，国际黄金（-2.99%）、NYMEX原油（-1.16%）、螺纹钢（-0.59%）、LME锌（-0.59%）表现靠后。另外在2025年全球大类资产年收益率指标中，黄金（28.05%）、富时新兴市场指数（14.99%）、富时环球（13.39%）排名较高，而布伦特原油（-11.40%）、美元指数（-9.80%）、南华工业品指数（-3.16%）排名靠后。

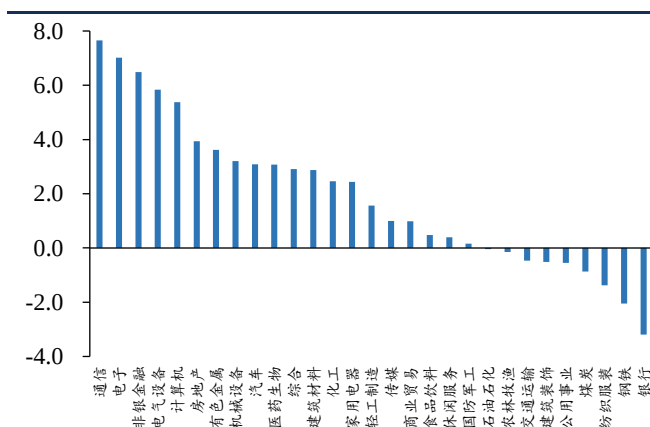
A股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计350.72亿元（前值净流入199.80亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行7118亿元，累计净回笼4149亿元。截至2025年8月16日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所上升。普通股票型基金本周仓位均值相比前期上升，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期下降。

图 11：A股主要指数周涨跌幅（单位：%）



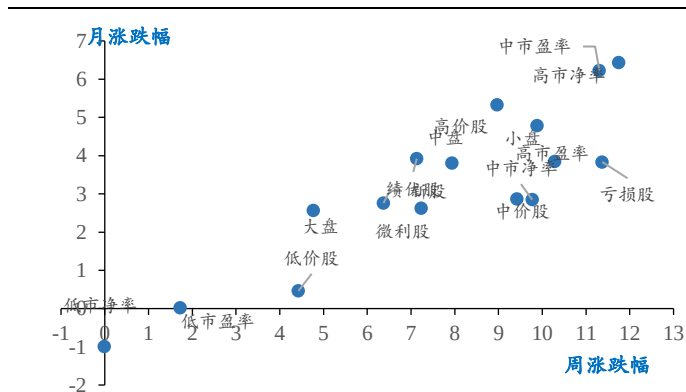
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 12：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



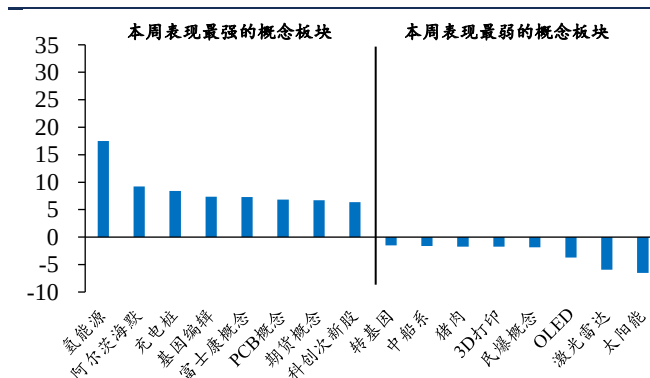
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 13：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

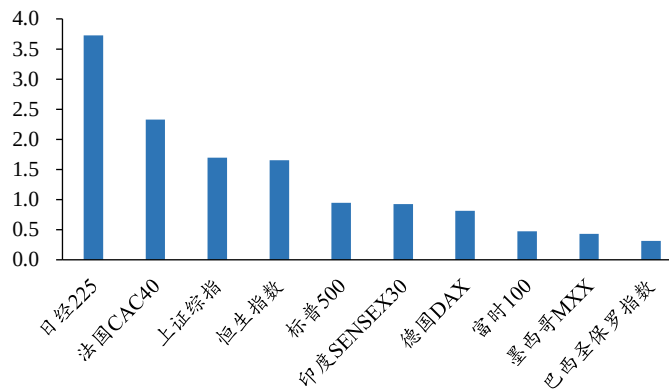
图 14：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

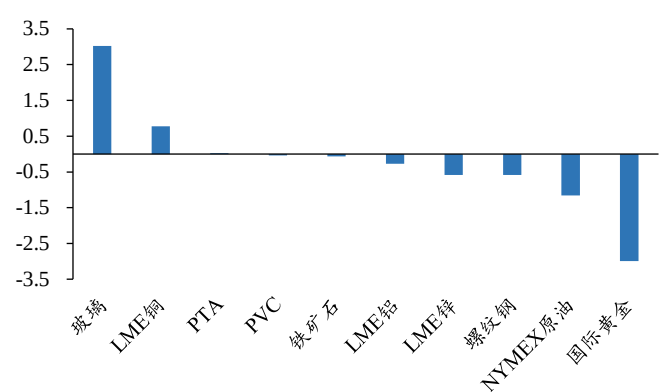


图 15: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)



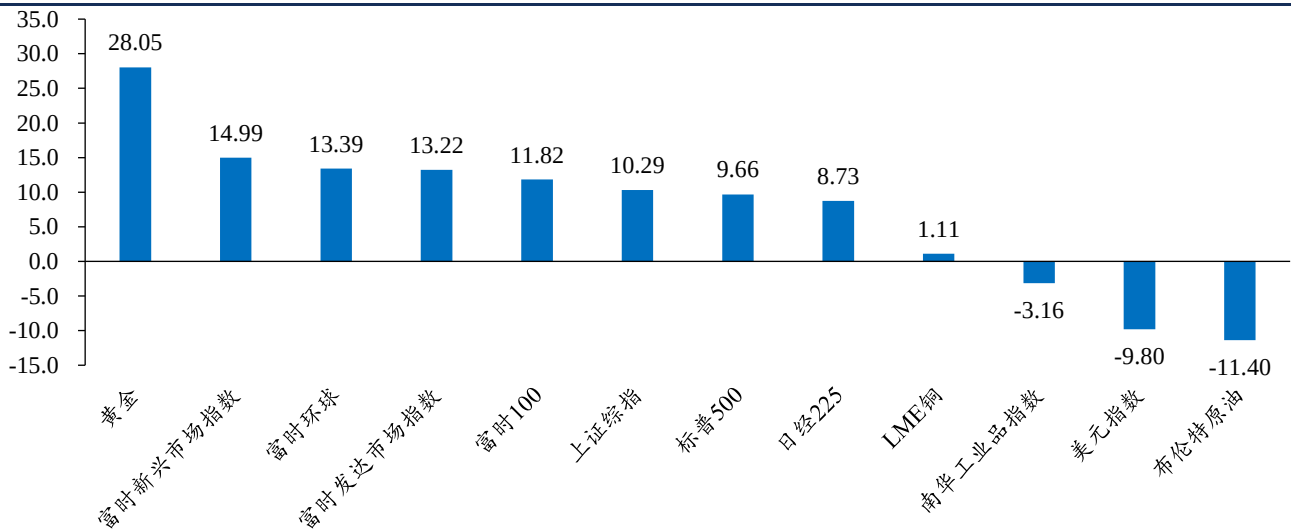
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 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

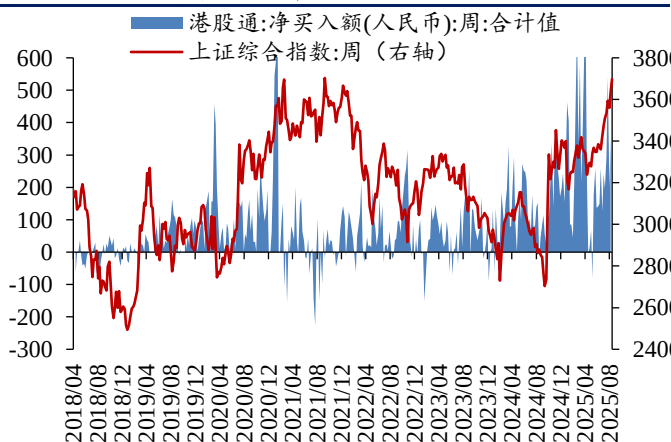
图 17: 2025 年至今全球大类资产收益率 (单位: %)



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 9 日

图 18: 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

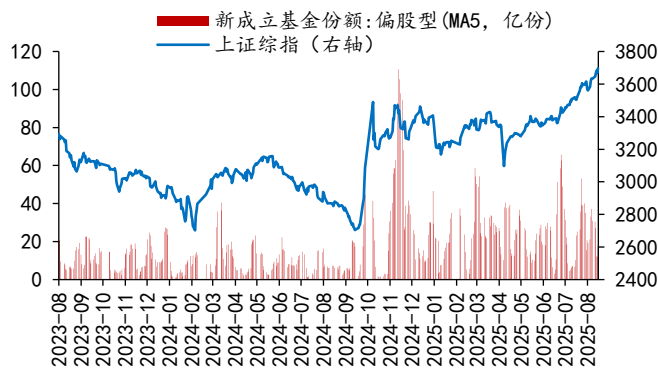
图 19: 融资余额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

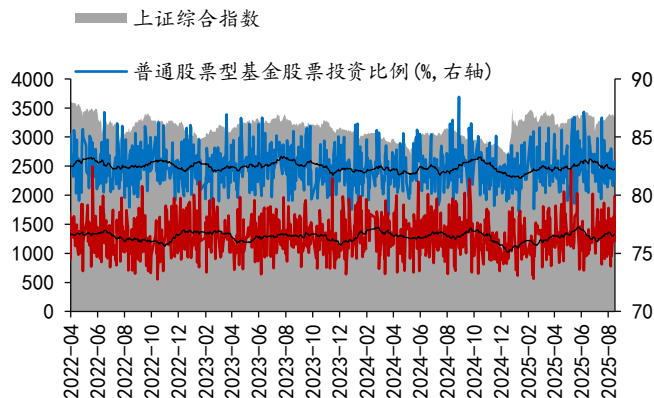


图 20：新发行基金份额（单位：亿份）



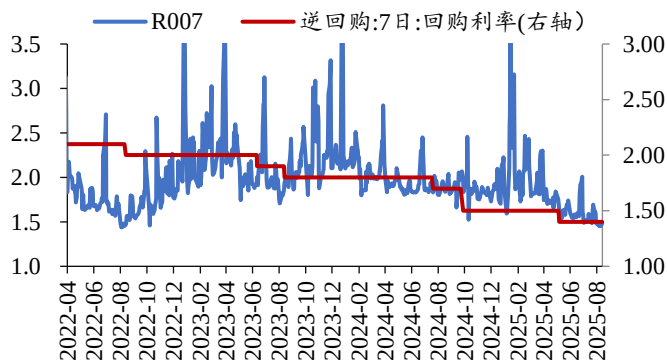
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 21：基金仓位估算（单位：%）



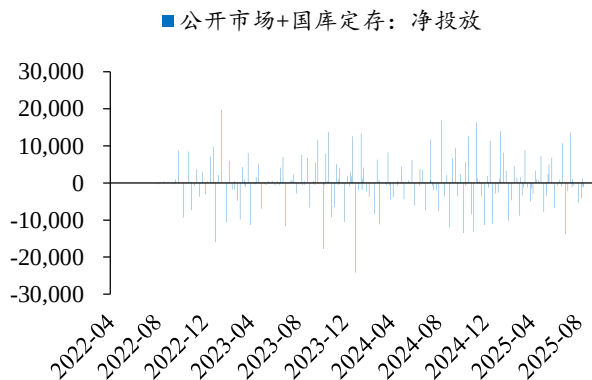
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 22：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 23：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 24：长期国债利率走势（单位：%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 25：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，10 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。