



Research and
Development Center

牛市不同阶段的风格特征

2025 年 8 月 15 日

证券研究报告

策略研究

策略专题报告

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

牛市不同阶段风格特征

2025 年 8 月 15 日

核心观点:

- **牛市不同阶段市场表现与资金结构特征:** 牛市初期特征: 指数一波短暂快速上涨(时间 1-3 个月)后持续震荡(时间半年-1 年), 盈利尚在下滑或小幅改善, 机构资金和存量个人投资者回流, 结构性牛市特征明显。牛市中期特征: 指数持续大幅上涨(时间半年-1 年), 除了流动性牛市以外, 盈利兑现较强, 居民资金密集流入, 大部分板块都有表现。牛市后期特征: 指数继续上涨或慢速上涨, 除了流动性牛市之外, 仍然有盈利兑现但兑现强度通常减弱, 居民资金持续流入, 板块分化再次出现。
- **牛市中期大小盘往往会大幅波动, 牛市中期前半段和后半段风格大多不同。** 05-07 年: 牛初小盘, 牛中先大盘后小盘, 牛末大盘。13-15 年: 牛初小盘, 牛中先小盘后大盘, 牛末小盘。19-21 年: 牛初大盘, 牛中先小盘后大盘, 牛末小盘。
- **牛市初期风格和牛市后期风格类似, 牛市中期风格容易扩散。牛市中整体最强的风格和行业, 牛市中期反而通常不强。** 2005-2007 年牛市中最强风格是金融, 次之是周期, 但牛市中期, 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, 而牛市中期最强是消费, 次之是周期, 成长排第三。
- **05-07 年牛市中整体超额收益最强的 4 个行业是非银、有色金属、房地产、机械设备。** 牛市初期和后期, 这些行业大多情况下较强, 但牛市中期的前半段, 这些行业均偏弱, 大概有半年的时间跑输市场。
- **13-15 年牛市中整体超额收益最强的 4 个行业是计算机、传媒、军工、通信。** 牛市初期和后期, 这些行业大多情况下较强, 但牛市中期尤其是 2014 年下半年, 这些行业大多表现偏弱。除了牛市初期涨幅小的军工还有不错的表现, 牛市初期最强的传媒、计算机, 在牛市中期整体表现跑输市场。
- **19-21 年牛市中整体超额收益最强的 4 个行业是电力设备、食品饮料、有色金属、电子。** 牛市初期电子和食品饮料强, 牛市后期电力设备和有色强。牛市中期上述行业表现分化, 前期最强的电子开始走弱, 前期较弱的电力设备开始走强, 而食品饮料超额收益始终较强。
- **风险因素: 宏观经济下行风险; 全球经济受超预期冲击恶化风险; 稳增长政策不及预期风险; 历史数据不代表未来。**



目录

一、牛市不同阶段的市场表现和资金结构特征	4
二、牛市初期和后期风格稳定，牛市中后期风格易波动	6
三、牛市中整体最强风格反而在牛市中后期不强	9
风险因素	14

图目录

图 1：2005 - 2007 年牛市三阶段市场表现和资金活跃度变化（单位：点，倍数）	4
图 2：2013 - 2015 年牛市三阶段市场表现和资金活跃度变化（单位：点，倍数）	5
图 3：2019 - 2021 年牛市三阶段市场表现和资金活跃度变化（单位：点，倍数）	5
图 4：05-07 年：牛初小盘，牛中先大盘后小盘，牛末大盘（单位：点，倍数）	6
图 5：13-15 年：牛初小盘，牛中先小盘后大盘，牛末小盘（单位：点，倍数）	6
图 6：19-21 年：牛初大盘，牛中先小盘后大盘，牛末小盘（单位：点，倍数）	6
图 7：05-07 年：牛初金融，中期偏差不大，后期金融和周期（单位：点）	7
图 8：13-15 年：牛初成长+消费领涨，牛市中后期风格扩散，牛末成长+周期领涨（单位：点）	7
图 9：19-21 年：牛市初期和牛市后期风格类似，但领涨行业有不同（单位：倍数）	8
图 10：05-07 年牛市中整体超额收益最强的行业在牛市中后期前半段偏弱（单位：倍数）	10
图 11：05-07 年牛市中整体超额收益最弱的行业在 07 年上半年阶段性偏强（单位：倍数） .	11
图 12：13-15 年牛市初期表现偏强的计算机、传媒在牛市中后期表现偏弱（单位：倍数）	11
图 13：13-15 年牛市中表现偏弱的行业仅在牛初和牛中普涨时存在超额收益（单位：倍数）	12
图 14：19 - 21 年牛市中后期，整体超额收益最强的行业表现出现分化（单位：倍数）	12
图 15：19 - 21 年牛市最弱板块除了第一波上涨中有 2 个月超额收益，直到牛市末期才有阶段性表现（单位：倍数）	13

表目录

表 1：05 - 07 年牛市：整体金融最强，但牛市中后期周期最强	9
表 2：13 - 15 年牛市：整体成长最强，但牛市中后期金融最强	9
表 3：19 - 21 年牛市：整体成长与消费最强，牛市中后期偏消费	10

一、牛市不同阶段的市场表现和资金结构特征

我们总结得到牛市不同阶段的市场表现和资金结构特征存在以下规律：

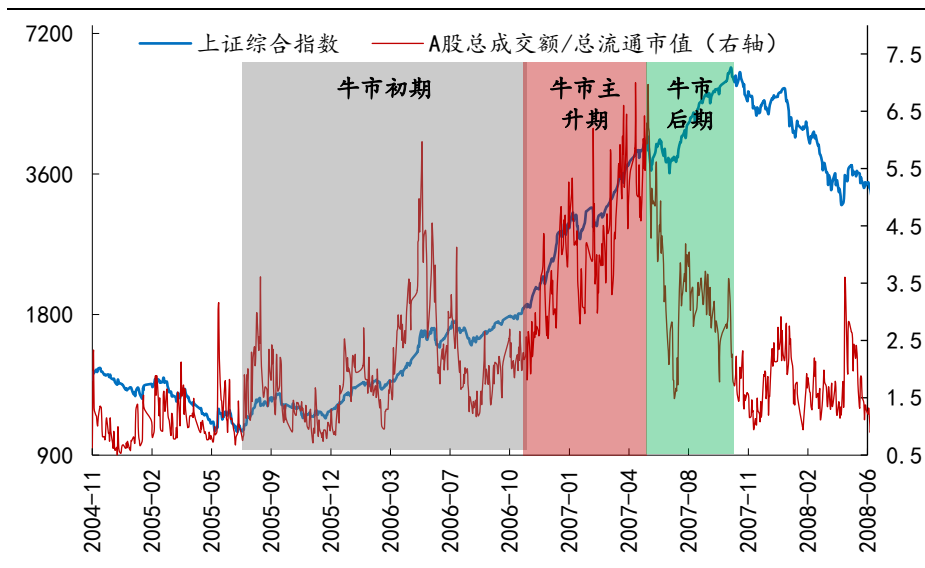
牛市初期特征：指数一波短暂快速上涨（时间 1-3 个月）后持续震荡（时间半年-1 年），盈利尚在下滑或小幅改善，机构资金和存量个人投资者回流，结构性牛市特征明显。

牛市中后期特征：指数持续大幅上涨（时间半年-1 年），除了流动性牛市以外，盈利兑现较强，居民资金密集流入，大部分板块都有表现。

牛市后期特征：指数继续上涨或慢速上涨，除了流动性牛市之外，仍然有盈利兑现但兑现强度通常减弱，居民资金持续流入，板块分化再次出现。

2005-2007 年的牛市中，牛市初期（2005 年 7 月-2006 年 10 月），上证指数涨幅 76%，资金活跃度提高，但波动较大。牛市中后期（2006 年 10 月-2007 年 5 月），上证指数涨幅 142.8%，资金活跃度持续稳定提升。牛市后期（2007 年 5 月-2007 年 10 月），上证指数涨幅 43%，资金活跃度从高位开始明显下降。

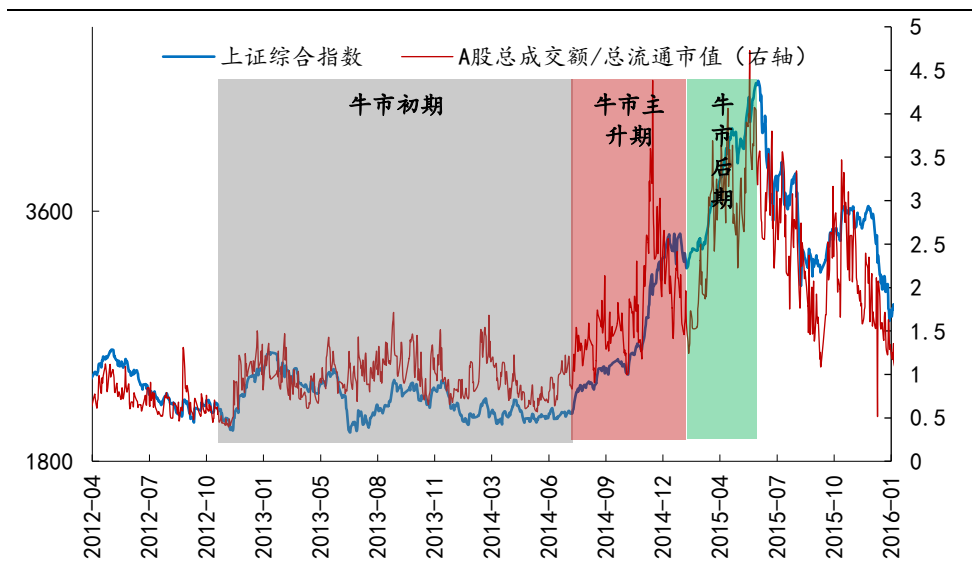
图 1：2005 - 2007 年牛市三阶段市场表现和资金活跃度变化（单位：点，倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2013-2015 年的牛市中，牛市初期（2012 年 12 月-2014 年 7 月），上证指数涨幅仅 5.3%，资金活跃度低位震荡。牛市中后期（2014 年 7 月-2015 年 1 月），上证指数涨幅 63.8%，资金活跃度持续稳定提升。牛市后期（2015 年 1 月-2015 年 6 月），上证指数涨幅 54%，资金活跃度继续提升到高位。

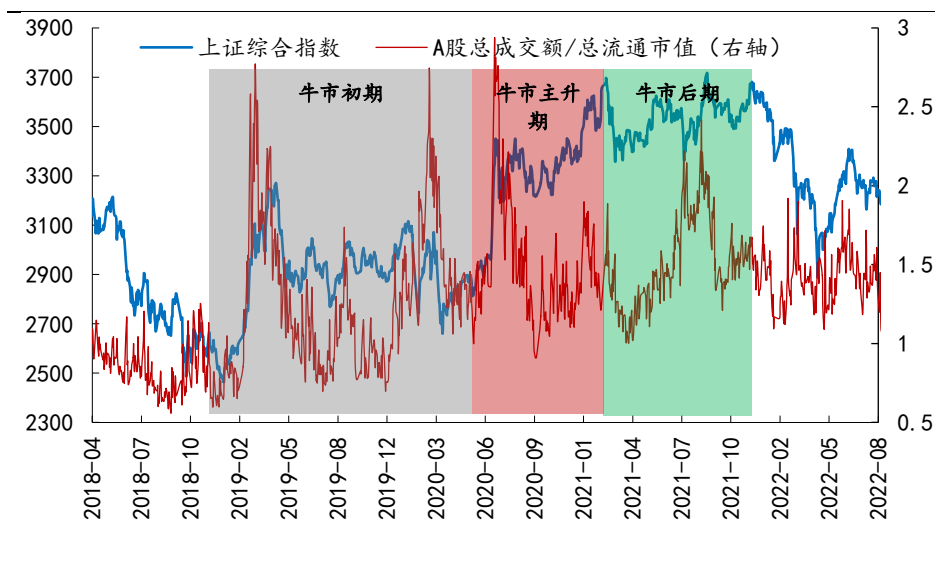
图 2：2013–2015 年牛市三阶段市场表现和资金活跃度变化（单位：点，倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2019–2021 年的牛市中，牛市初期（2019 年 1 月–2020 年 5 月），上证指数涨幅 16%，资金活跃度较 2018 年明显提升，但波动较大。牛市中期（2020 年 5 月–2021 年 2 月），上证指数涨幅 27%，资金活跃度中枢有小幅提升。牛市后期（2021 年 2 月–2021 年 12 月），上证指数高位震荡，资金活跃度继续在较高中枢水平震荡。

图 3：2019–2021 年牛市三阶段市场表现和资金活跃度变化（单位：点，倍数）

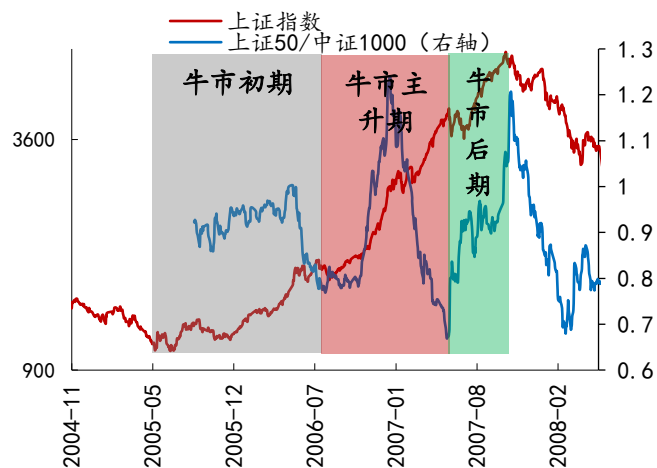


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、牛市初期和后期风格稳定，牛市中后期风格易波动

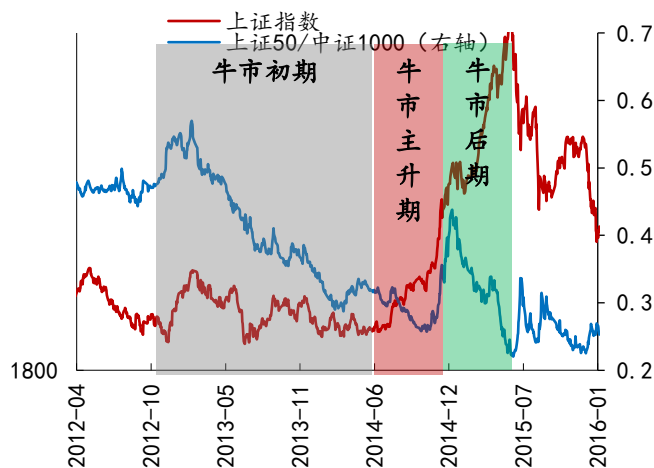
牛市初期和后期大小盘风格可能不同，但比较稳定，牛市中后期大小盘风格不稳定。牛市中后期大小盘风格往往会发生较大波动，前半段和后半段风格大多不同。例如，05-07年的大小盘风格波动规律是：牛初小盘，牛中先大盘后小盘，牛末大盘。13-15年的大小盘风格波动规律是：牛初小盘，牛中先小盘后大盘，牛末小盘。19-21年的大小盘风格波动规律是：牛初大盘，牛中先小盘后大盘，牛末小盘。

图 4：05-07 年：牛初小盘，牛中先大盘后小盘，牛末大盘（单位：点，倍数）



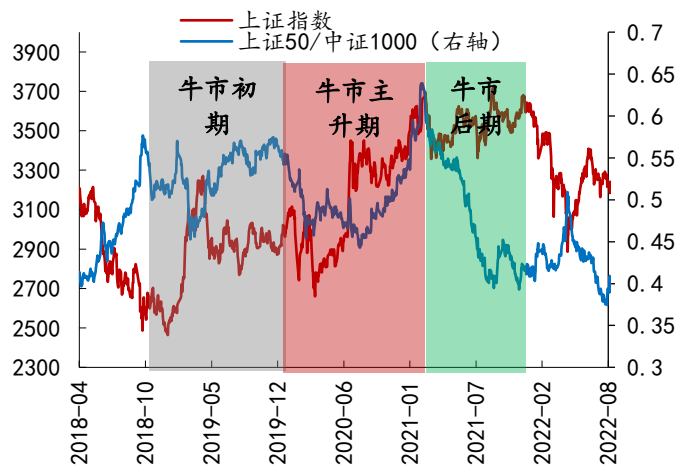
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：13-15 年：牛初小盘，牛中先小盘后大盘，牛末小盘（单位：点，倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

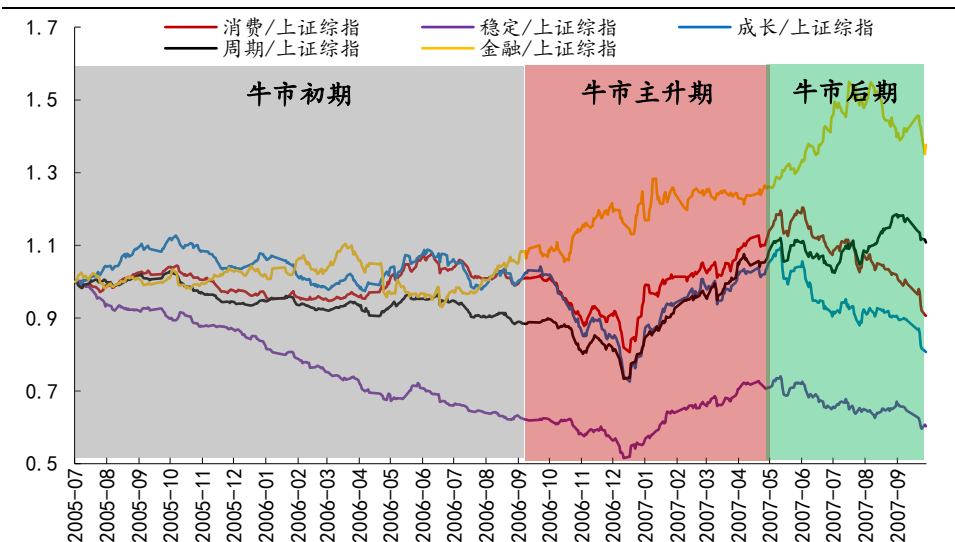
图 6：19-21 年：牛初大盘，牛中先小盘后大盘，牛末小盘（单位：点，倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

牛市中后期领涨行业易扩散，牛初和牛末风格类似。2005-2007 年大类风格轮动规律：牛初金融风格领涨；牛中前半段金融，后半段周期、成长风格领涨（整体偏差不大）；牛市后期金融和周期风格领涨。牛市初期风格和牛市后期风格类似，金融风格均表现较强。

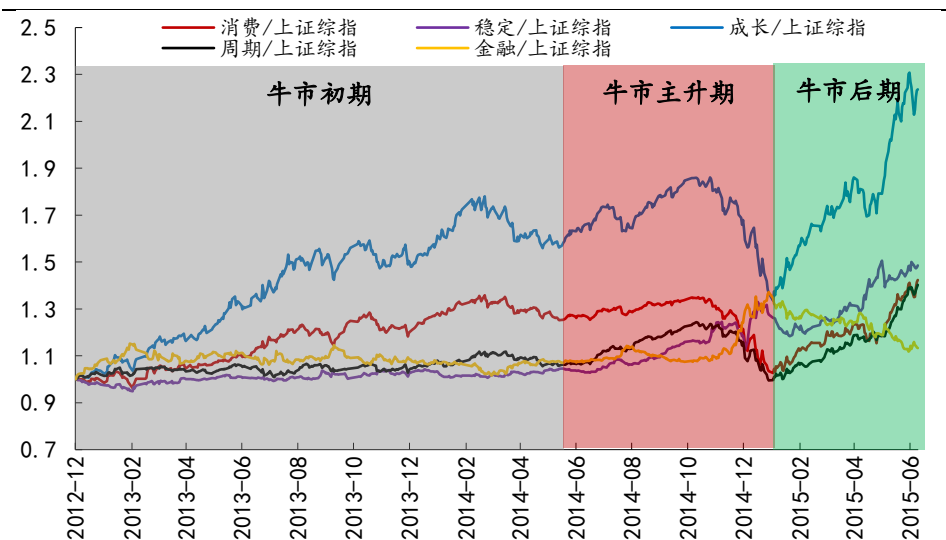
图 7：05-07 年：牛初金融，中期偏差不大，后期金融和周期（单位：点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2013-2015 年大类风格轮动规律：牛初成长和消费领涨；牛市中前期前半段成长和周期领涨，后半段金融和稳定类行业领涨；牛市后期成长和周期领涨；牛市初期风格和牛市后期风格类似，以 TMT 为代表的成长风格表现均较强。

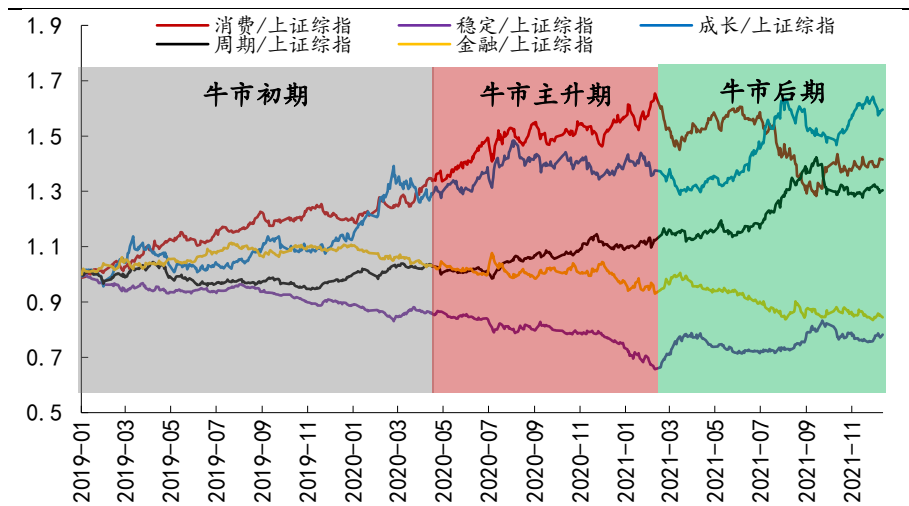
图 8：13-15 年：牛初成长+消费领涨，牛市中前期风格扩散，牛末成长+周期领涨（单位：点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2019-2021 年大类风格轮动规律：牛初消费和成长领涨；牛市中后期消费和周期领涨；牛市后期周期和成长风格领涨；牛市初期风格和牛市后期风格类似，成长风格均表现较强，不过领涨的行业有所不同，牛市初期是电子和计算机领涨、牛市后期是新能源和军工领涨。

图 9：19-21 年：牛市初期和牛市后期风格类似，但领涨行业有不同（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

三、牛市中整体最强风格反而在牛市中期不强

受益于宏观经济增速上行，2005-2007 年牛市中整体最强风格是金融，相对于沪深 300 的超额收益达到 129%，次之是周期风格。但从牛市不同阶段表现来看，牛市初期和牛市后期金融风格均表现最强，但牛市中期，最强风格是周期，金融风格反而小幅跑输市场。

表 1：05-07 年牛市：整体金融最强，但牛市中后期周期最强

2005-2007 年牛市				
	初期	中期	后期	整体
起始时间	2005/7/19	2006/10/10	2007/5/29	2005/7/19
结束时间	2006/10/10	2007/5/29	2007/10/16	2007/10/16
持续时间(月)	15	8	5	27
沪深300, %	72.54	190.26	44.31	605.55
风格超额收益				
价值风格	-2.80%	46.77%	-12.97%	26.03%
成长风格	5.18%	-8.19%	6.17%	28.92%
大盘风格	-12.54%	6.83%	-6.14%	-62.28%
小盘风格	29.29%	-50.06%	-42.37%	-220.00%
板块超额收益				
金融板块	19.50%	-5.96%	8.76%	129.07%
周期板块	-15.45%	16.19%	-2.66%	-37.13%
消费板块	7.35%	-4.25%	-35.17%	-159.23%
成长板块	11.78%	-32.48%	-38.57%	-218.08%

资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为 2013-2015 年是流动性牛市，整体最强风格是成长，相对于沪深 300 的超额收益达到 341%。本轮牛市中整体最弱的风格是金融。但从牛市不同阶段表现来看，牛市初期和牛市后期成长风格均表现最强，但牛市中后期超额收益最强是金融，成长反而超额收益最弱。

表 2：13-15 年牛市：整体成长最强，但牛市中后期金融最强

2013-2015 年牛市				
	初期	中期	后期	整体
起始时间	2012/12/4	2014/7/8	2015/1/7	2012/12/4
结束时间	2014/7/8	2015/1/7	2015/6/12	2015/6/12
持续时间(月)	19	6	5	31
沪深300, %	3.40	67.43	46.53	152.99
风格超额收益				
价值风格	10.68%	5.57%	-0.01%	35.25%
成长风格	12.11%	-25.93%	20.52%	20.82%
大盘风格	-1.96%	1.07%	-5.63%	-13.09%
小盘风格	54.08%	-37.11%	84.07%	216.50%
板块超额收益				
金融板块	12.16%	29.97%	-14.26%	47.54%
周期板块	15.42%	-19.82%	67.49%	118.04%
消费板块	33.09%	-36.80%	63.46%	121.81%
成长板块	81.63%	-39.11%	104.39%	341.02%

资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为 2019-2021 年是核心资产牛市，整体最强风格是成长和消费，成长风格相对于沪深 300 的超额收益达到 69%，次之是消费。但从牛市不同阶段表现来看，牛市初期和牛市后期成长风格均为表现居于前二的风格，但牛市中后期最强是消费，次之是周期，成长超额收益仅排在第三位。

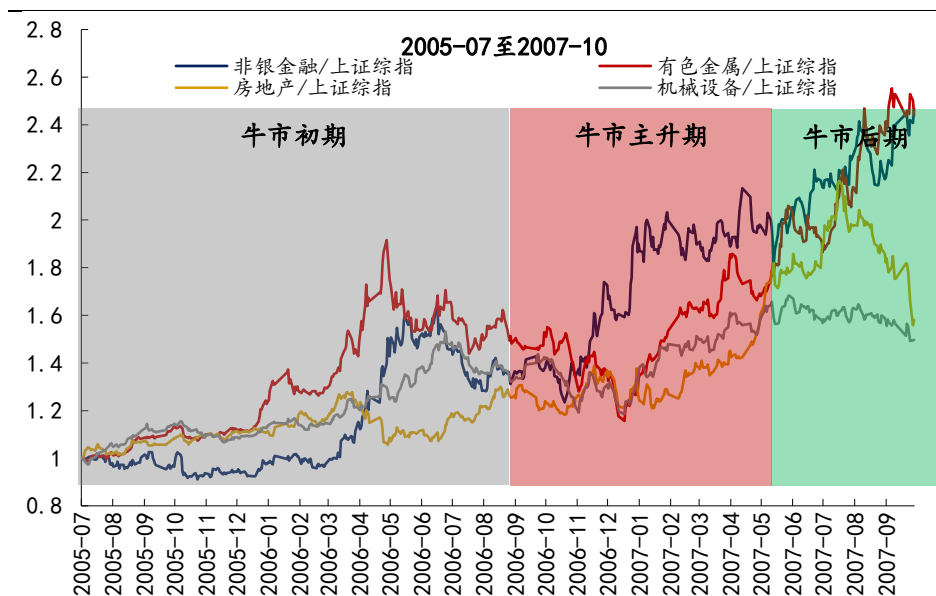
表 3：19-21 年牛市：整体成长与消费最强，牛市中后期偏消费

2019-2021 年牛市				
	初期	中期	后期	整体
起始时间	2019/1/1	2020/5/13	2021/2/18	2019/1/1
结束时间	2020/5/13	2021/2/18	2021/12/13	2021/12/13
持续时间(月)	17	9	10	36
沪深300, %	31.81	45.66	-12.46	68.86
风格超额收益				
价值风格	-20.08%	-23.01%	7.31%	-40.90%
成长风格	21.69%	16.45%	5.75%	66.86%
大盘风格	3.47%	4.91%	-0.21%	10.65%
小盘风格	-0.35%	-33.54%	40.36%	14.72%
板块超额收益				
金融板块	-13.25%	-28.52%	3.82%	-44.42%
周期板块	-13.83%	-2.71%	29.50%	23.72%
消费板块	28.17%	3.01%	-1.38%	39.68%
成长板块	24.30%	-14.60%	29.28%	68.81%

资料来源：万得，信达证券研发中心

从一级行业来看，2005-2007 年牛市中整体超额收益最强的 4 个行业是非银金融、有色金属、房地产、机械设备。牛市初期和后期，这些行业市场表现大多时候较强，但牛市中期的前半段（2006 年 Q3-Q4），这些行业市场表现均偏弱，大概有半年的时间跑输市场。

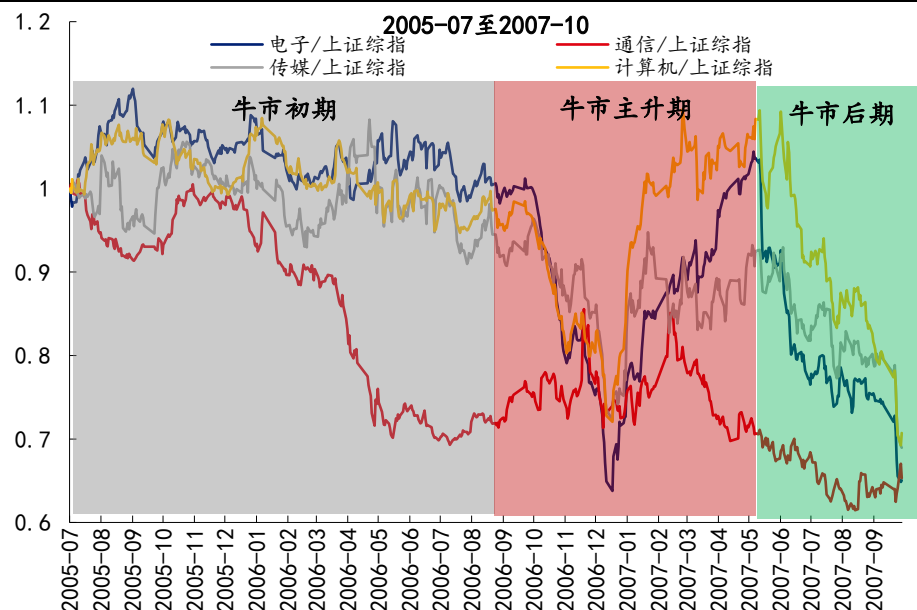
图 10：05-07 年牛市中整体超额收益最强的行业在牛市中后期前半段偏弱（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2005-2007 年牛市中整体超额收益最弱的 4 个行业是电子、通信、传媒、计算机。这些行业在牛市初期前半段还可能阶段性表现（比如 2005 年 Q3 电子、计算机表现较好，2005 年 Q4 通信、传媒表现较好），但从牛初后半段开始超额收益持续下行，牛市后期整体表现也较弱。但在牛市中后期后半段（比如 2007 年上半年）阶段性超额收益走强。

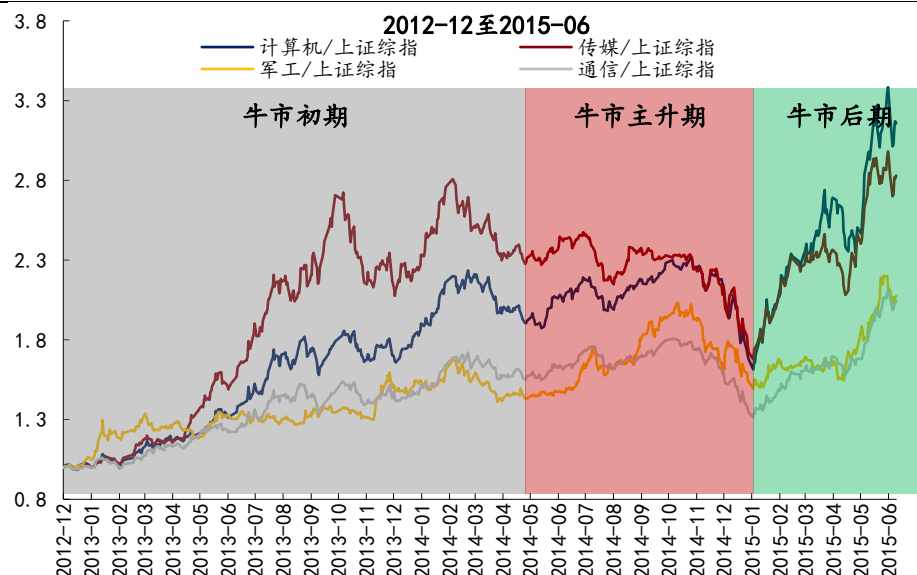
图 11：05-07 年牛市中整体超额收益最弱的行业在 07 年上半年阶段性偏强（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2013-2015 年牛市中整体超额收益最强的 4 个行业是计算机、传媒、军工、通信。牛市初期和后期，这些行业超额收益表现均较强，但牛市中期尤其是 2014 年下半年，这些行业大部分时间表现偏弱。除了牛市初期涨幅小的军工还有不错的表现之外，牛市初期最强的传媒、计算机，在牛市中期整体表现跑输市场。

图 12：13-15 年牛市初期表现偏强的计算机、传媒在牛市中期表现偏弱（单位：倍数）

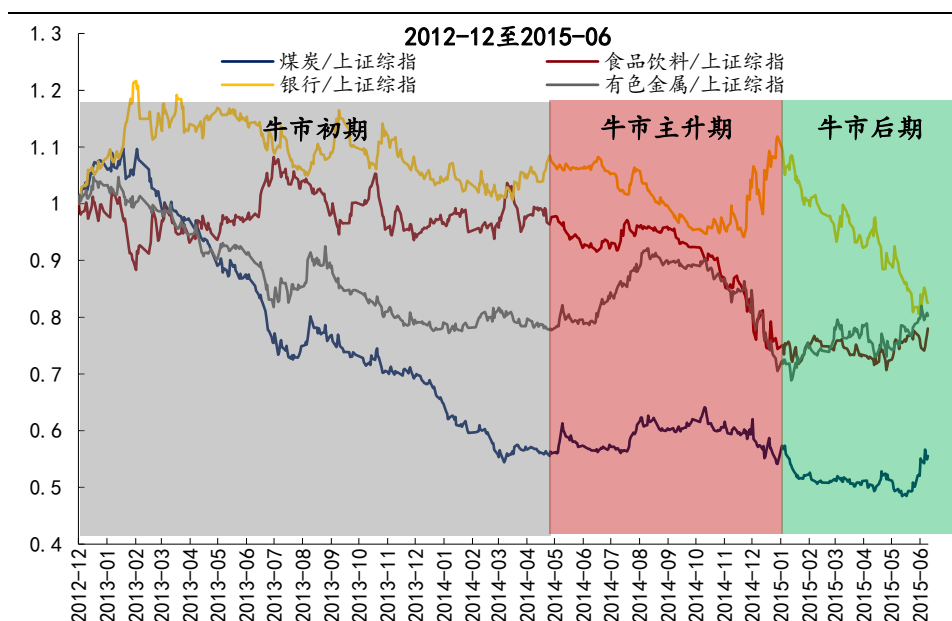


资料来源：万得，信达证券研发中心

13-15 年牛市中整体超额收益最弱的 4 个行业是煤炭、食品饮料、银行、有色金属。这些表现偏弱的板块大多是和宏观经济相关性高的板块，而且不太容易有主题行情的价值类板块。这些行业通常在牛市初期和牛市中期指数出现普涨的时候（比如 2012 年 12 月、2014

年7月)存在超额收益。

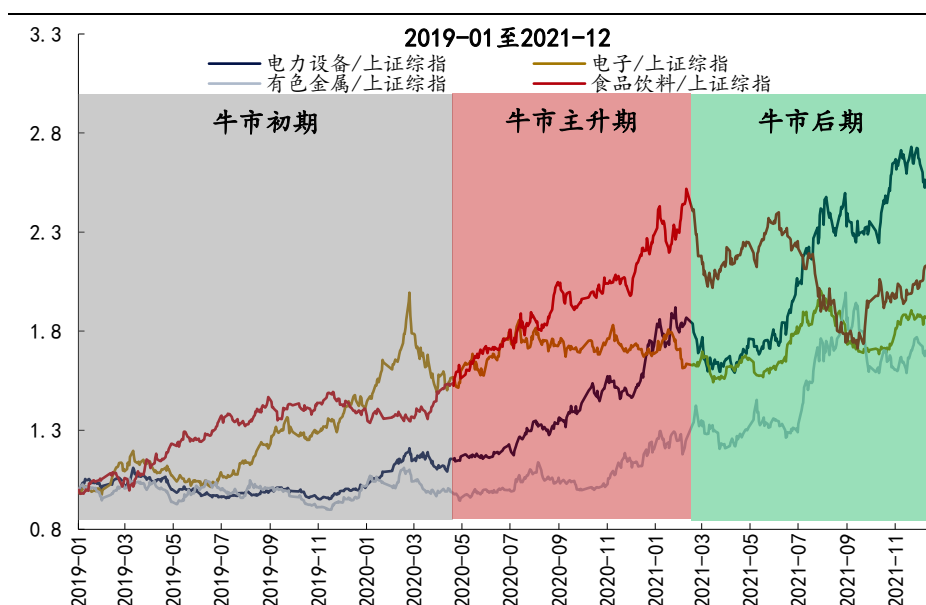
图 13: 13-15 年牛市中表现偏弱的行业仅在牛初和牛中普涨时存在超额收益 (单位: 倍数)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

19-21 年牛市中整体超额收益最强的 4 个行业是电力设备、食品饮料、有色金属、电子。牛市初期电子和食品饮料超额收益强, 牛市后期电力设备和有色金属超额强。但牛市中期上述表现偏强的行业表现出现分化, 前期表现较强的电子开始走弱, 前期表现偏弱的电力设备开始走强, 而食品饮料超额收益始终较强。

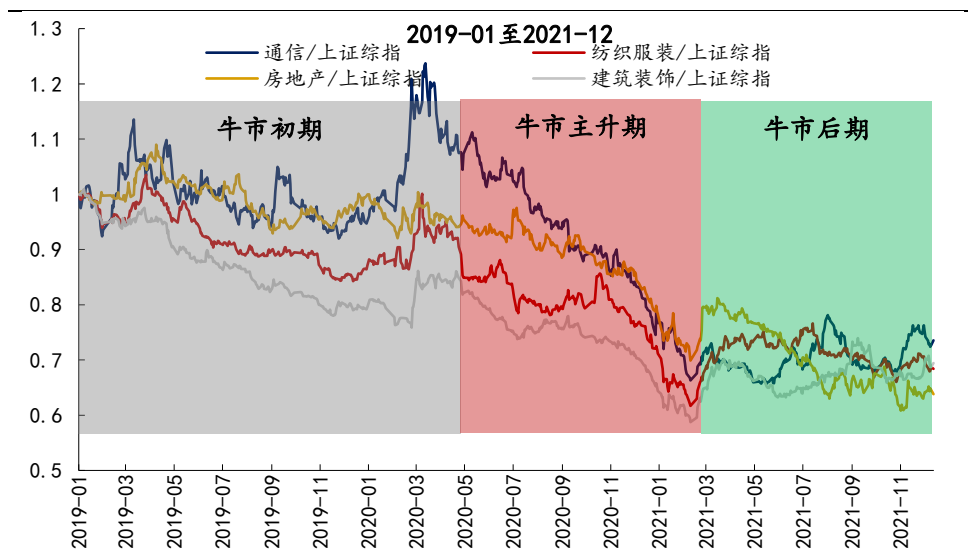
图 14: 19-21 年牛市中后期, 整体超额收益最强的行业表现出现分化 (单位: 倍数)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2019-2021 年牛市中超额收益最弱的 4 个行业是通信、房地产、纺织服装、建筑装饰。这些行业在牛初第一波上涨中有过 2 个月超额收益（2019 年 2-4 月），随后超额收益持续下行，直到牛市末期，指数高位滞涨期间才有阶段超额收益。我们认为该轮牛市中通信表现弱的原因在于，该轮牛市成长风格中领涨主线的产业逻辑是国产替代和新能源业绩兑现较强，而通信的基本面和上述产业逻辑相关性较低。房地产和建筑无论是价值风格层面还是业绩层面利好较少。

图 15：19-21 年牛市最弱板块除了第一波上涨中有 2 个月超额收益，直到牛市末期才有阶段性表现（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

宏观经济下行风险：受国内宏观经济政策变化以及国际环境日趋复杂严峻的影响，宏观经济存在超预期下行风险。

全球经济受超预期冲击恶化风险：美国关税政策具有较大不确定性，有可能扰乱区域及全球贸易、投资和供应链，从而引发全球经济受到超预期冲击而出现恶化。

稳增长政策不及预期风险：宏观经济政策逆周期调节需要根据经济运行情况动态调整，可能存在稳增长政策落地不及预期的风险。

历史数据不代表未来：报告结论基于历史规律总结的部分，历史经验可能失效。

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。