



Research and
Development Center

13-15 年牛市的原因、过程和结构

2025 年 8 月 14 日



证券研究报告

策略研究

策略专题报告（深度）

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

13-15 年牛市的原因、过程和结构

2025 年 8 月 14 日

核心结论：

- **宏观背景：经济增速下台阶后期，价格指数下行后期，股市出现了主要依赖流动性的牛市。**2011-2015 年，中国经济面临较为严重的经济增速下台阶和价格指数下行，实体经济处于过去十年较弱水平。在经济增速下台阶的前半段（2011-2012 年），股市是熊市。但在经济增速下台阶的后半段（2013-2015 年），股市却是较大的牛市，牛市期间价格指数下行和经济增速下台阶的问题并没有完全解决。
- **背后原因：PPI 下降后期，政策和流动性的影响大于盈利。**在 PPI 下降的初期，盈利的负面影响占主导，但 PPI 下降到负值足够长时间后，政策和流动性因素可能会持续改善，导致股市表现和盈利脱钩。
- **居民资金流入方式：银证转账、融资余额。**2013 年震荡市，两融资金先流入，2014 年 Q2 居民资金通过银证转账、融资余额上升的方式更大幅度流入股市，15 年上半年公募基金发行放量。2013-2015 年牛市期间，公募主动型产品份额增长速度比市场表现弱很多。我们认为背后原因主要是 05-07 年公募规模成长过快后的影响，以及经济增速下台阶后，公募基金之前配置的金融周期行业业绩强的方向变少。
- **政策：股权融资规模低于分红是牛市的发令枪。**牛市启动前，政策鼓励两融，暂停 IPO，放松私募注册备案，牛市中后期可能放开 IPO。历史上大级别牛市启动前股权融资规模往往小于分红规模。
- **风格：整体是小盘成长。牛初 TMT 强、牛中金融周期强、牛末 TMT 再次走强。牛初小盘强、牛中大盘强、牛末小盘强。**2013-2015 年表现最强的行业有三类。第一类是 TMT，由于 0-1 的移动互联网业务增长，TMT 大部分公司的商业模式被改变，这和当下的 AI 有些类似。第二类是消费中的新消费，13-15 年餐饮旅游、轻工、纺织服装等行业涨幅明显强于食品饮料和家电。第三类是价值股中的主题，交运（港口）、建筑等行业受到自贸区、一带一路等主题催化，涨幅靠前。
- **2014 年下半年周期金融大幅上涨。**2014 年 Q3 周期开始有较强的超额收益，我们认为直接原因是房地产政策拐点，内在本质原因可能是居民资金增多，周期股是当时市场中估值洼地，增量资金流入后有上涨的动力。2014 年 Q4 金融板块领涨的原因：（1）公募低配；（2）政策变化（沪港通开通）+ 央行降息；（3）PB-R0E 比价有较强的优势。
- **风险因素：宏观经济下行风险；房地产市场下行风险；稳增长政策不及预期风险；历史数据不代表未来。**



目录

一、13-15 年宏观背景：通缩压力仍存，经济增速下台阶，利率下降.....	5
1.1 2013-2015 年牛市期间，价格指数下行和经济增速下台阶并未完全解决.....	5
1.2 2014-2015 年 PPI 持续下行，但牛市越来越强.....	7
1.3 宏观层面“资产荒”可能超过 2014 年，降息加速了 2014 年牛市主升浪.....	8
二、13-15 年市场表现：盈利弱，资金多，大牛市.....	10
2.1 2013 盈利小反弹是结构牛，2014 经济更弱反而是全面牛.....	10
2.2 居民资金通过银证转账、融资余额上升等方式大幅流入.....	11
2.3 驱动牛市的本质原因：股市供需结构改善.....	13
三、13-15 年市场风格：TMT→金融周期→TMT，小盘→大盘→小盘.....	14
3.1 13-15 年整体风格：产业新、标的小、轮动快.....	14
3.2 周期股异动是牛市主升浪的信号.....	17
四、金融为何 2014 年 Q4 涨幅大.....	19
4.1 2014 年下半年公募基金大幅增配金融.....	19
4.2 沪港通开通后，A 股金融股估值修复.....	19
4.3 PB-ROE 看 2024 年以来银行股的估值修复.....	20
五、13-15 年成长股牛市的基本面和基金持仓变化.....	21
5.1 2013-2015 年成长股基本面：移动互联网蓬勃发展.....	21
5.2 2013-2015 公募基金增仓顺序：电子-传媒-计算机-军工.....	22
风险因素.....	23

图目录

图 1：2014-2015 年经济增速下台阶后期，股市反而是牛市（单位：点，%）.....	5
图 2：2013-2015 年价格指数下行压力仍较大（单位：%）.....	5
图 3：中国劳动力与人口结构变化（单位：%，千人）.....	6
图 4：中国三大产业对 GDP 拉动作用的变化（单位：%）.....	6
图 5：2013-2015 年固定资产投资累计同比持续下滑（单位：%）.....	6
图 6：13 年“钱荒”冲击阶段杀估值跌幅较大，杀盈利阶段横盘震荡（单位：点，%）.....	7
图 7：2014-2015 年 PPI 下行后期，股市处于牛市（单位：点数，%）.....	7
图 8：2024 年 9 月以来 PPI 下行后期，股市可能进入牛市（单位：点数，%）.....	7
图 9：2011-2012 年，股市和盈利密切相关，2014-2015 股市和盈利脱钩（单位：点数，%）.....	8
图 10：2021-2023 年，股市和盈利密切相关，2024 年 9 月以来股市和盈利脱钩（单位：点数，%）.....	8
图 11：过去 2 年利率下降幅度比 2014 年大（单位：%）.....	8
图 12：过去 2 年各类利率下降幅度比 2014 年大（单位：%）.....	8
图 13：2014 年底开始降准降息（单位：%）.....	9
图 14：2014 年底-2015 年利率持续下降（单位：%）.....	9
图 15：2014-2015 年盈利继续下行，反而是全面牛市（单位：点，%）.....	10
图 16：2014-2015 年经济增速下台阶，但股市没有定价（单位：点，%）.....	10
图 17：2014 年 7 月指数向上突破附近，盈利还在下行（单位：点数，%）.....	11
图 18：2014 年 7 月指数向上突破附近，PMI 多月连续反弹（单位：%）.....	11
图 19：居民资金一旦流入很容易有牛市（单位：亿元）.....	11
图 20：2013-2015 年融资余额大幅上升（单位：点，亿元）.....	11
图 21：2014 年下半年-2015 年上半年增量资金流入（单位：亿份，点）.....	12
图 22：2013-2015 年主动权益基金份额增长比市场弱（单位：亿份）.....	12
图 23：14-15 年 A 股新增开户数大幅增加.....	12
图 24：牛市初期 IPO 规模很低，牛市中后期 IPO 规模上升（单位：亿元）.....	13
图 25：牛市初期股权融资规模较低，牛市中后期股权融资规模上升（单位：亿元）.....	13
图 26：股权融资规模低于分红规模往往会驱动大级别牛市（单位：亿元）.....	13
图 27：2013-15 年牛市各行业涨跌幅（单位：%）.....	14
图 28：2013-15 年消费中各行业涨跌幅（单位：%）.....	14
图 29：2013-2015 年小盘风格较强（单位：点数，倍数）.....	14
图 30：13 年-15 年 TMT 的波动也很大（单位：倍数）.....	15
图 31：2013 年 TMT 板块归母净利润增速上行（单位：%）.....	15
图 32：2013 年 TMT 板块归母净利润增速超过全 A（单位：%）.....	15
图 33：14 年-15 年的 TMT 板块 ROE 下行或震荡（单位：%）.....	16
图 34：14 年-15 年的 TMT 板块业绩优势没有进一步扩大.....	16
图 35：2013-2015 年牛市不同阶段风格变化（单位：倍）.....	16
图 36：2013-2015 年牛市，周期股在 2014 年下半年走强（单位：点数，倍）.....	17
图 37：2019-2021 年牛市，周期股在 2020 年下半年走强（单位：点数，倍）.....	17

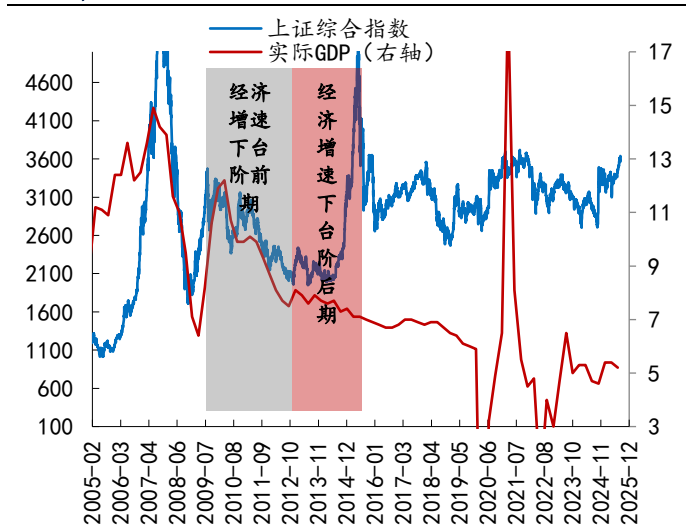
图 38: 2013-2015 年牛市, 钢铁股在 2014 年下半年走强 (单位: 点数, 倍)	18
图 39: 2019-2021 年牛市, 钢铁股在 2020 年下半年走强 (单位: 点数, 倍)	18
图 40: 2013-2015 年, 周期股 PB 牛市初期略有下降, 牛市中后期回升 (单位: 倍数) ...	18
图 41: 2019-2021 年, 周期股 PB 牛市初期略有下降, 牛市中后期回升 (单位: 倍数) ...	18
图 42: 2014 年 Q1 末公募低配金融较多, 下半年迎来较大修复 (单位: %)	19
图 43: 2014 年 11 月沪股通+央行降息双重催化下银行板块开始快速上涨 (单位: 倍) ...	19
图 44: 14 年 Q4, A 股相对 H 股由低估快速转为高估 (单位: 点)	19
图 45: 13 年银行 PB-ROE 散点过度偏离趋势后, 14 年迎来修复 (单位: 倍, %)	20
图 46: 2012 年底开始半导体景气周期反转向上 (单位: %, 点)	21
图 47: 2013 年手游用户规模快速上升 (单位: 万人, %)	21
图 48: 上映国产片数量占比快速提升 (单位: %)	21
图 49: 2013 年是视频付费快速增长的元年 (单位: 亿元, %)	21
图 50: 2014-2015 年 H1 公募基金增配 TMT 比例反而阶段性有所下降 (单位: %)	22
图 51: 2013-2015 年基金增仓顺序电子-传媒-计算机-军工 (单位: %)	22
图 52: 2013 年-2015 年创业板并购规模占净资产的比重超过主板 (单位: %)	22
图 53: 2013 年创业板商誉占全部 A 股比重大幅提升 (单位: %)	22

一、13-15 年宏观背景：通缩压力仍存，经济增速下台阶，利率下降

1.1 2013-2015 年牛市期间，价格指标下行和经济增速下台阶并未完全解决

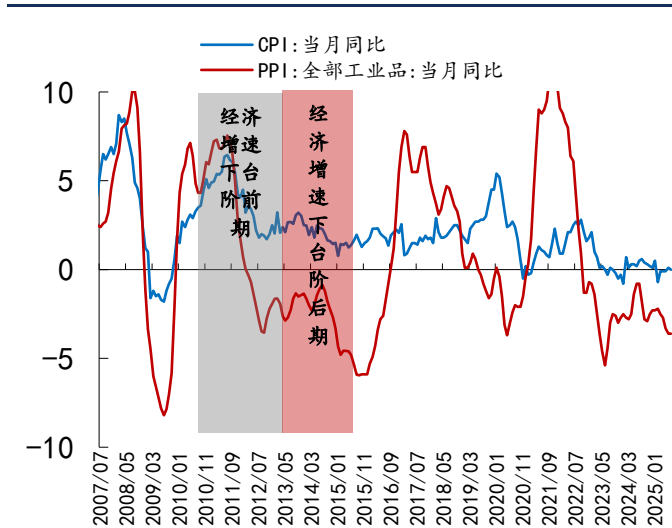
2013-2015 年，宏观经济处于 GDP 增速下台阶后期，CPI、PPI 下行压力仍然较大，但股市是牛市。2011-2015 年，中国经济面临经济增速下台阶，CPI、PPI 等价格指标下行压力仍然较大。实体经济处于过去十年偏弱的水平。但从股市表现来看，在经济增速下台阶的前半段（2011-2012 年），股市是熊市。但在下台阶的后半段（2013-2015 年），股市却是较大级别的牛市，牛市期间价格指标下行和经济增速下台阶的问题并没有完全解决。

图 1：2014-2015 年经济增速下台阶后期，股市反而是牛市（单位：点，%）



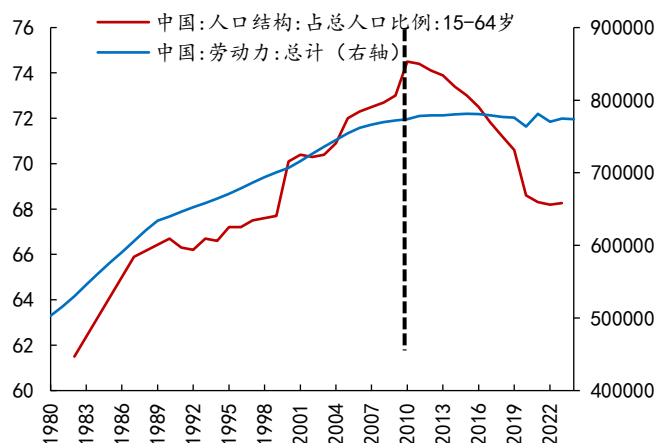
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：2013-2015 年价格指标下行压力仍较大（单位：%）

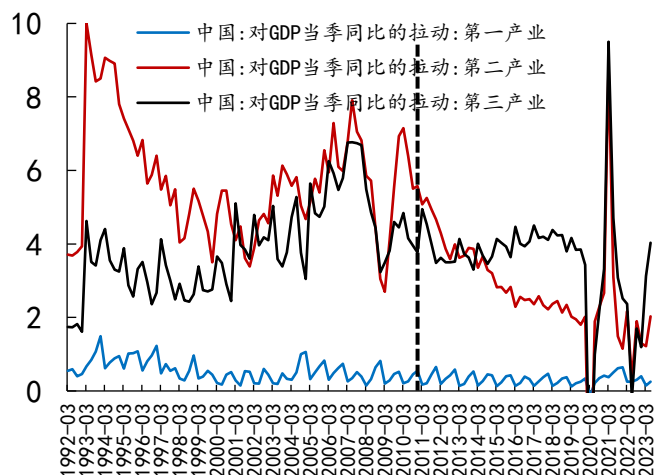


资料来源：万得，信达证券研发中心

2012 年对长期经济前景存在较大担心。上一次对人口周期存在集中担心的时间是 2011-2014 年，由此带来了 2011-2012 年的熊市。改革开放后，中国经济快速融入全球，各行业快速增长，其中最重要的核心竞争力是中国巨大的农村剩余劳动力，从图 3 中能看到 1980-2010 年，中国劳动力总数和占比均持续走高。但是 2010 年之后劳动力优势逐渐走弱，由此导致投资者对制造业出现了系统性的担心，伴随着 2011-2012 年经济的下降，这一担心的证据越来越多，因为制造业出现了产能过剩，第二产业（以制造业为主）对 GDP 的贡献也在 2010 年之后出现了明显的下降。

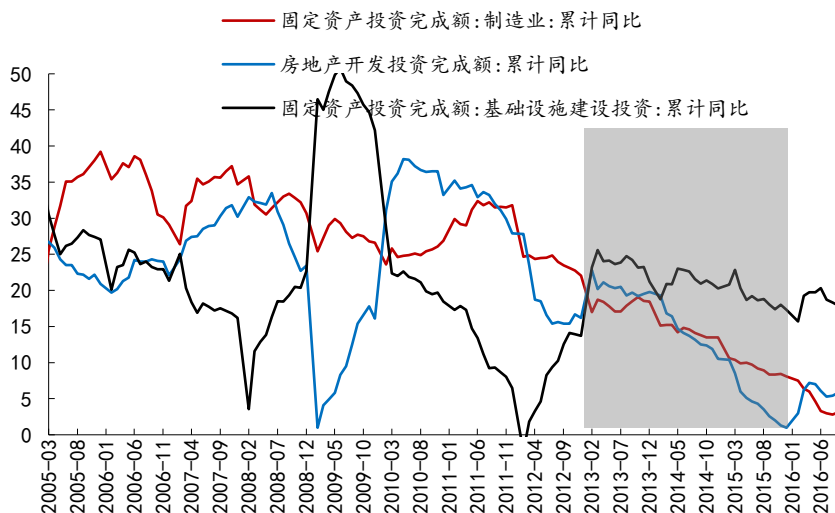
图 3：中国劳动力与人口结构变化（单位：%、千人）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：中国三大产业对 GDP 拉动作用的变化（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

13 年还有经济企稳的预期，但 14-15 年经济增速下行速度加快。2012-2013 年房地产和基建力量的阶段性释放，让经济有了年度反弹。2012 年初开始基建投资就已经开始回升，房地产投资直到年底才回升，两者叠加形成了宏观数据改善，并且 2012 年底又提出了新型城镇化的政策，股市在 2013 年出现了快速反转。但由于经济内生增长动力弱，与此同时，2010 年以来经济最重要的动力是制造业投资，但 2011-2015 年制造业投资大幅下降，由此导致 2013-2015 年经济增速下行速度加快。

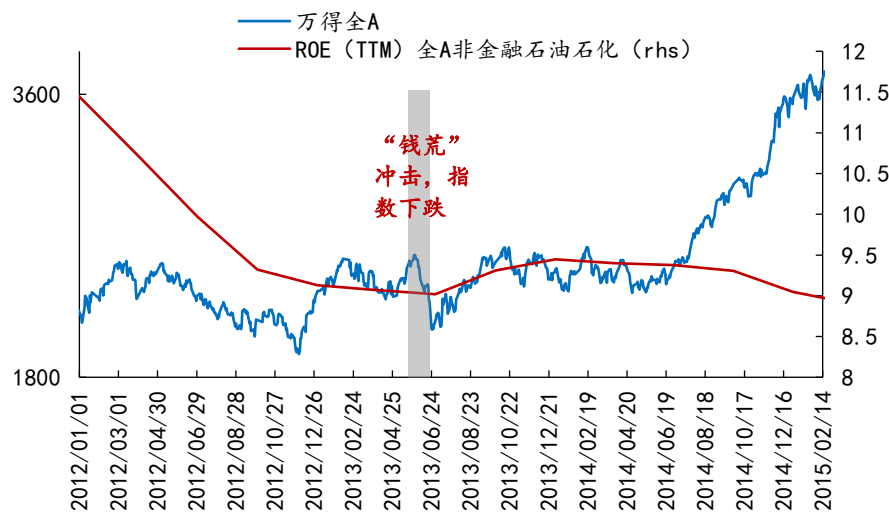
图 5：2013-2015 年固定资产投资累计同比持续下滑（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 2014-2015 年 PPI 持续下行，但牛市越来越强

2013 年年中“钱荒”：牛初的黑天鹅，指数快速下跌时间较短。2013 年中，为了限制地产过热和防控非标融资风险，流动性政策持续收紧，短期利率持续大幅上行，由于上行速度过快，大部分投资者没有预料到这一冲击。后续对经济确实产生了负面冲击，2014 年经济和盈利明显下台阶。但是由于这一利空出现在牛市初期，13 年 6 月市场杀完估值后，等到 2014 年上半年真正盈利走弱的阶段，股市反而只是横盘震荡。

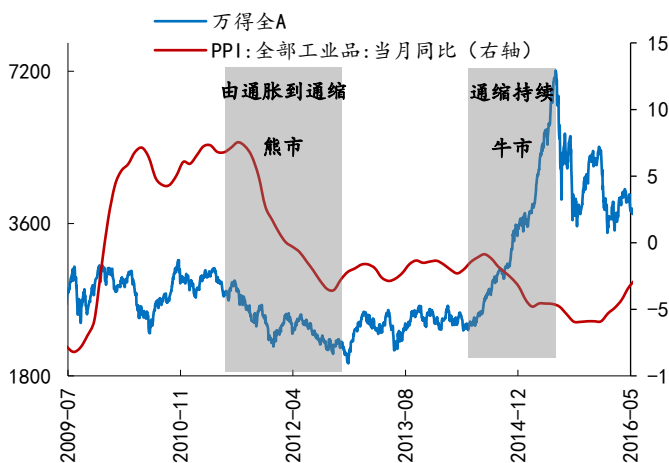
图 6：13 年“钱荒”冲击阶段杀估值跌幅较大，杀盈利阶段横盘震荡（单位：点，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

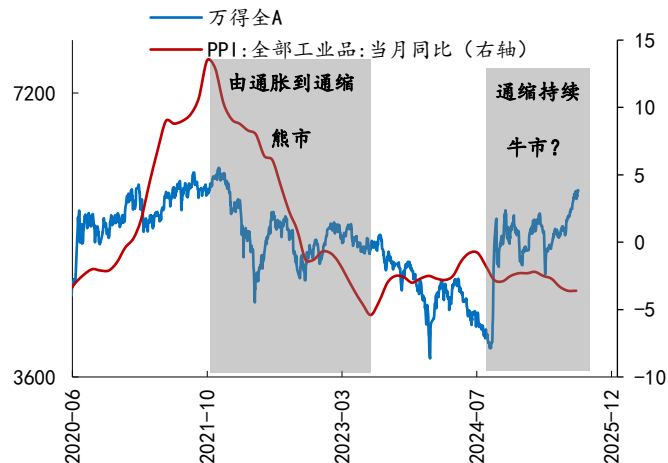
2014-2015 年，PPI 持续下行，但牛市越来越强。去年 9 月以来，市场的表现和盈利越来越脱钩，这一特征和 2013-2015 年非常类似。2011-2015 年，经济从高点回落，PPI 从通胀的状态进入持续下行通道，各行业产能过剩较严重。PPI 从高位回落到负值的初期（2011-2012 年），股市是熊市，但是 PPI 下行后期（2014-2015 年）股市是牛市。从当下的 PPI 数据也能看到，2021-2023 年，伴随 PPI 的下降，股市持续下跌，但 2024 年 9 月以来虽然 PPI 依然有下降的压力，股市反而很强。

图 7：2014-2015 年 PPI 下行后期，股市处于牛市（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

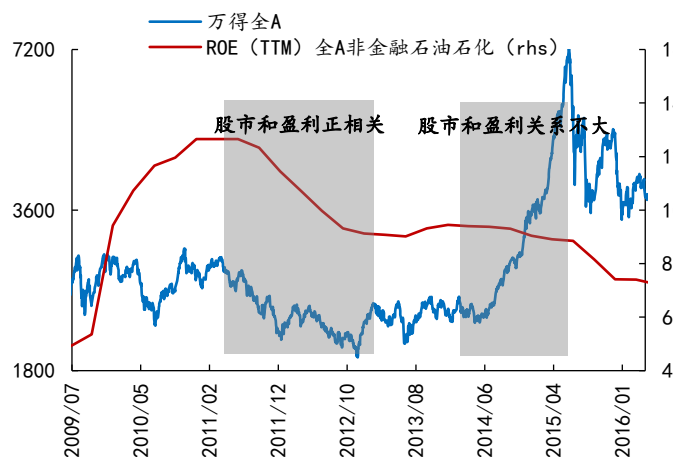
图 8：2024 年 9 月以来 PPI 下行后期，股市可能进入牛市（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

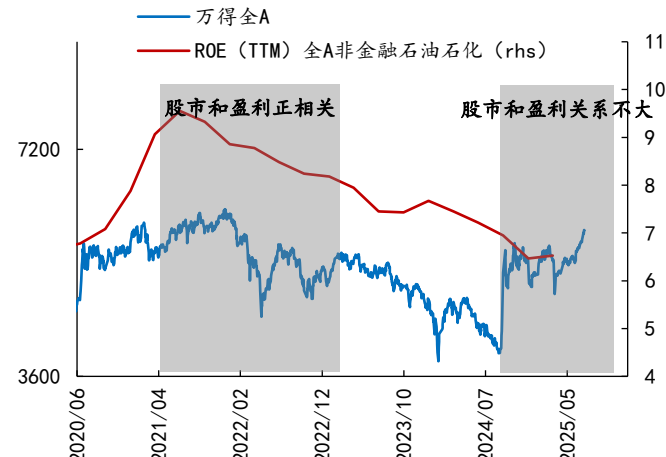
我们认为背后的原因是，在 PPI 下降的初期，盈利的负面影响占主导，但 PPI 下降到负值足够长时间后，政策和流动性因素可能会持续改善，导致股市表现和盈利脱钩。去年 9 月以来，我们能够明显看到，经济预期的下降、房地产数据和 PPI 数据的波动对股市影响越来越小，这可能意味着股市已经进入了类似 2013-2015 年的阶段。

图 9：2011-2012 年，股市和盈利密切相关，2014-2015 股市和盈利脱钩（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：2021-2023 年，股市和盈利密切相关，2024 年 9 月以来股市和盈利脱钩（单位：点数，%）

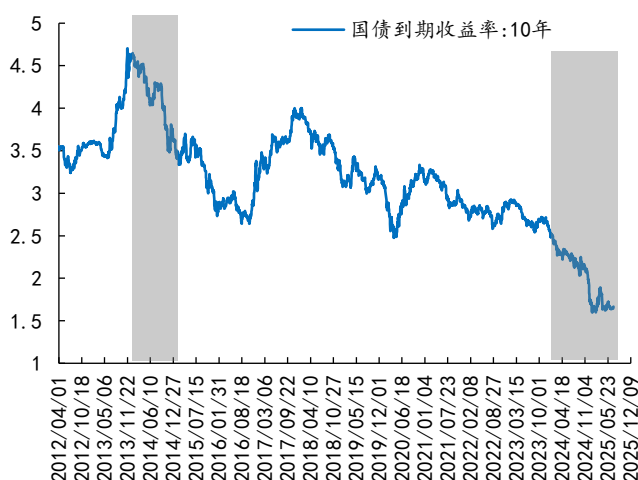


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 宏观层面“资产荒”可能超过 2014 年，降息加速了 2014 年牛市主升浪

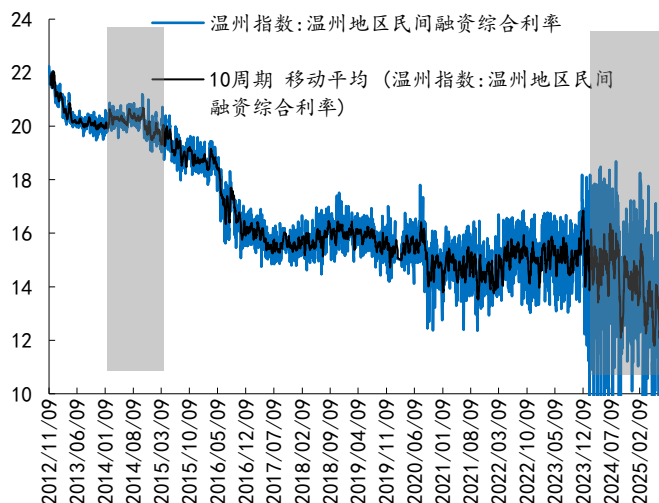
宏观层面的“资产荒”可能超过 2014 年。如果是流动性和政策驱动的牛市，那么“资产荒”的逻辑就会比盈利的逻辑更重要。如果对比各类利率，能够看到，当下的 10 年期国债利率只有 2014 年的一半左右，而且过去 2 年下降的速度幅度也不弱于 2014 年。并且考虑到现在的房地产市场弱于 2014 年，所以我们认为“资产荒”比 2014 年更严重。

图 11：过去 2 年利率下降幅度比 2014 年大（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

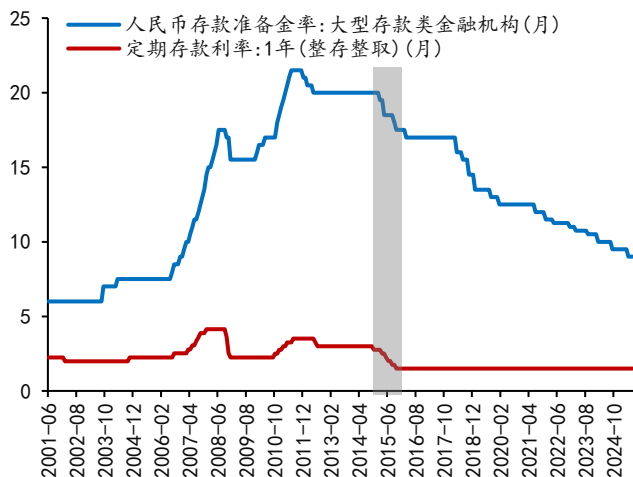
图 12：过去 2 年各类利率下降幅度比 2014 年大（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

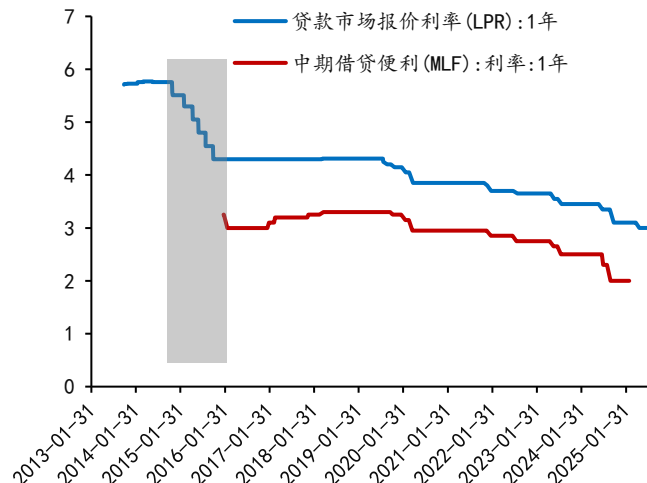
2014年年底，市场关注最大的宏观政策变化是降息。2014年11月中国央行时隔两年后首次调整基准利率：贷款基准利率下调幅度（0.4个百分点）大于存款利率下调幅度（0.25个百分点），一年期贷款基准利率从6%降至5.6%，一年期存款基准利率从3%降至2.75%。之后开启了1年以上的降息周期。不过上证指数等大部分指数在2014年7-10月已经开启了牛市主升浪的走势，降息只是加速了牛市主升浪。

图 13: 2014 年底开始降准降息（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14: 2014 年底-2015 年利率持续下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

二、13-15 年市场表现：盈利弱，资金多，大牛市

2.1 2013 盈利小反弹是结构牛，2014 经济更弱反而是全面牛

2013 年盈利小反弹，利率高，是结构牛，而 14 年经济更弱反而是全面牛。2013 年的盈利小幅反弹，反弹的动力来自 2012 年稳增长后地产周期的回升，但由于大部分制造业产能过剩严重，盈利改善幅度很小，主要局限在消费（地产后周期）和成长（TMT）板块。宏观政策偏紧缩，地产调控收紧、“钱荒”等冲击，导致经济展望比较悲观。

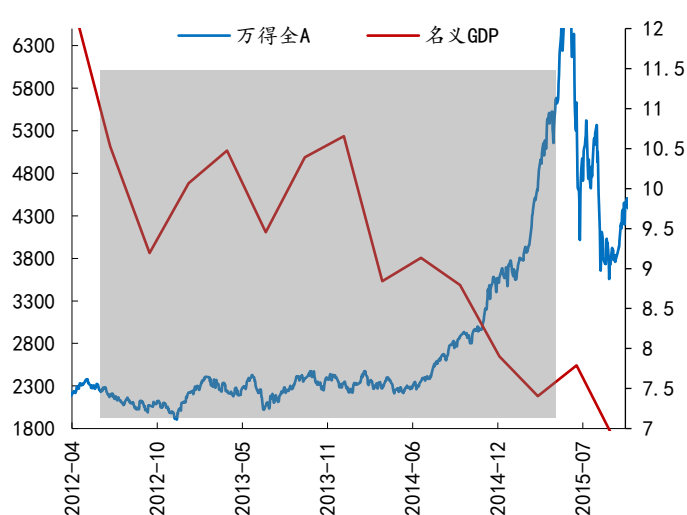
13 年“钱荒”和地产调控收紧等因素导致 14-15 年经济增速明显下台阶，但股市并没有定价，只在 14 年上半年通过弱势震荡消化了经济增速下降，14 年下半年经济增速更快下降的时候，股市反而向上突破。

图 15：2014-2015 年盈利继续下行，反而是全面牛市（单位：点，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

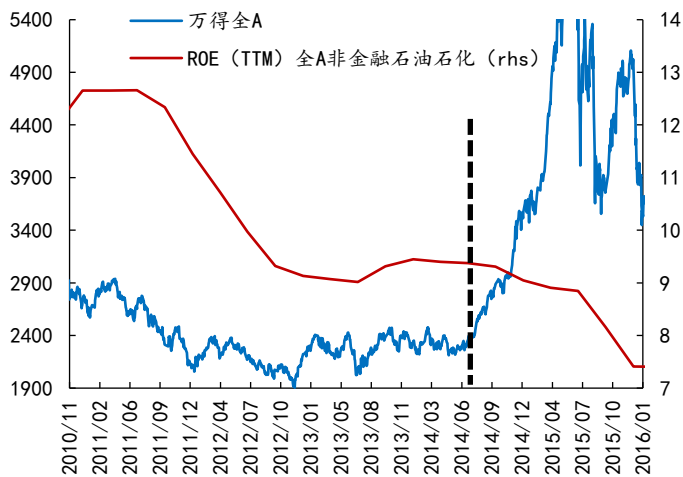
图 16：2014-2015 年经济增速下台阶，但股市没有定价（单位：点，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

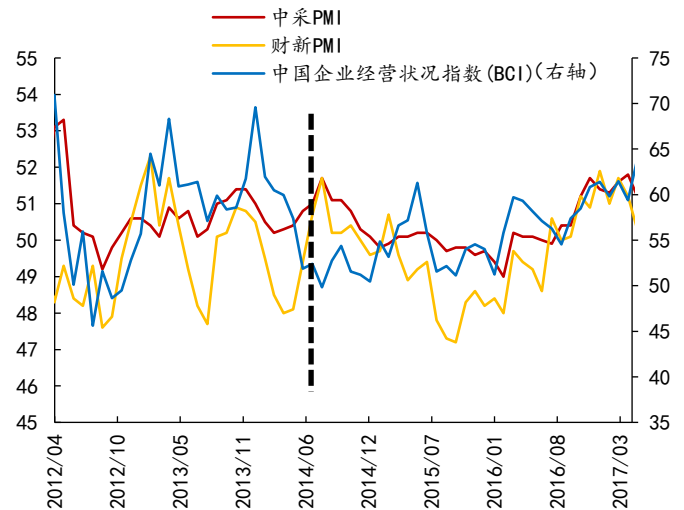
14 年 7 月指数向上突破附近，盈利还在下行。2014 年 7 月指数向上突破后的牛市，事后来看来并不是盈利的牛市，上市公司 ROE 从 2014 年 Q2 开始再次下降，并且持续到 2016 年初。但在指数刚突破的 2014 年 7 月，经济指标出现了连续多个月的持续反弹，比如 2014 年 4-7 月的 PMI 持续反弹。于此同时，更重要的是 2014 年 Q2，房地产政策明显转向积极，全国各地放开限购。2025 年 7 月以来投资者对房地产政策和“反内卷”政策关注度较高，这是乐观的迹象，但政策变化力度相比 2014 年 7 月的房地产政策变化更弱。

图 17：2014 年 7 月指数向上突破附近，盈利还在下行（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：2014 年 7 月指数向上突破附近，PMI 多月连续反弹（单位：%）

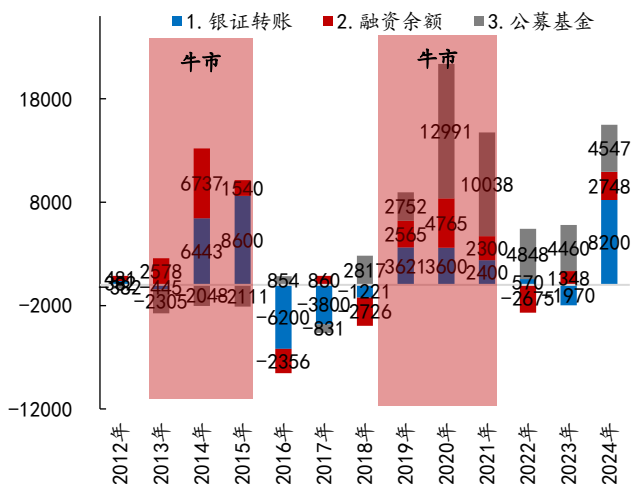


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 居民资金通过银证转账、融资余额上升等方式大幅流入

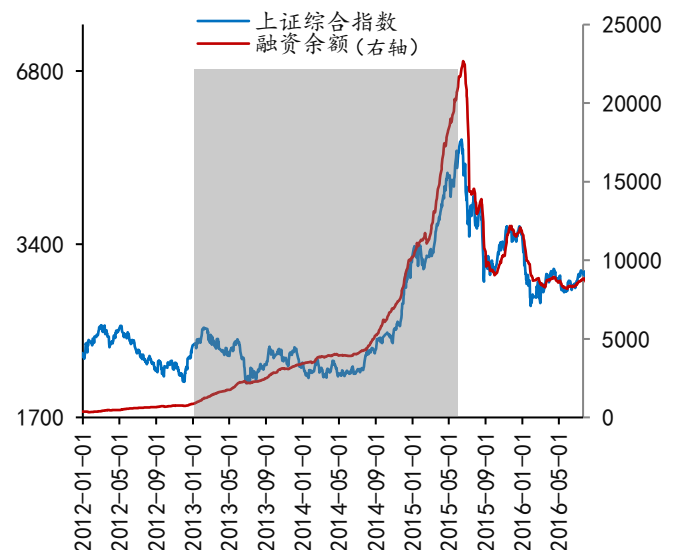
历史上牛市中，居民资金对牛熊市的影响远超机构资金。我们认为背后的核心原因是，A 股的投资者生态中居民资金影响大于机构。虽然公募、私募、保险、外资等机构资金最近 10 年持续成长，但公募和私募背后申购赎回的力量依然来自居民。我们把银证转账+融资余额+公募份额变化等汇总起来，能够看到，在 2014-2015 和 2019-2021 年的牛市中，均能达到连续 2-3 年万亿以上。但如果观察保险和外资，汇总在一起，年度增加不会超过万亿，大部分时候年度增加只有 3000-4000 亿左右。所以从 2-3 年来看，居民资金对牛熊市的影响远超机构资金。我们认为随着股市供需结构的变化，特别是居民热情的回升，股市有望进入牛市。

图 19：居民资金一旦流入很容易有牛市（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20：2013-2015 年融资余额大幅上升（单位：点，亿元）

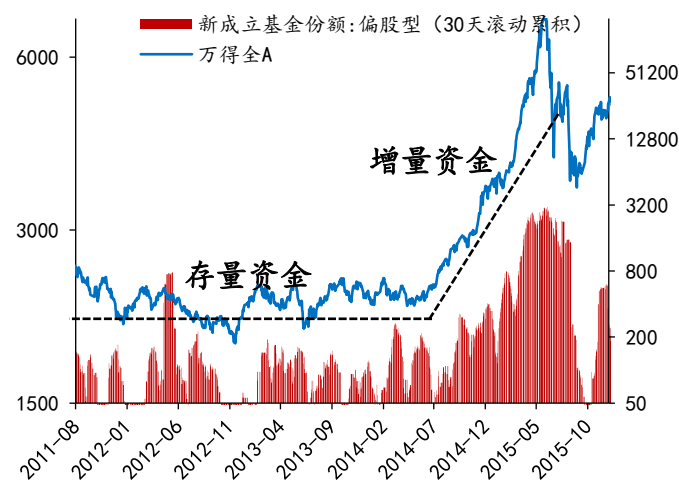


资料来源：万得，信达证券研发中心



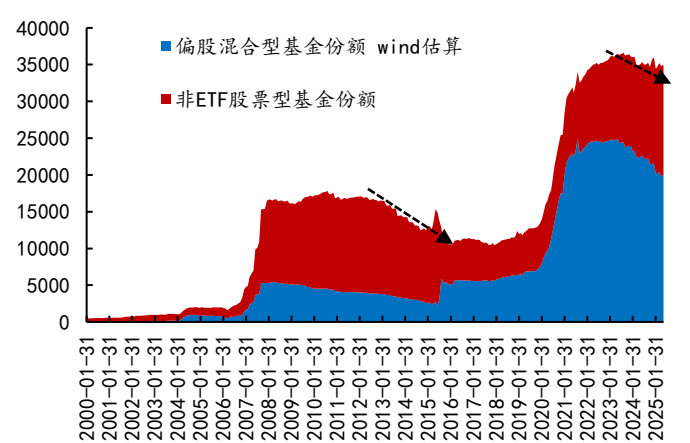
公募基金放量滞后于市场突破。从资金流入节奏来看，2013 年震荡市，两融资金先流入，2014 年 Q2 居民资金更大幅度流入，15 年上半年公募基金发行放量。需要注意的是，2013-2015 年牛市期间，公募主动型产品份额增长比市场表现弱很多。我们认为背后原因主要是 05-07 年公募规模成长过快的影响，以及经济增速下台阶后，公募基金之前配置的金融周期等行业业绩强的方向变少。

图 21：2014 年下半年-2015 年上半年增量资金流入（单位：亿份，点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：2013-2015 年主动权益基金份额增长比市场弱（单位：亿份）



资料来源：万得，信达证券研发中心

居民开户数 14-15 年快速增长：受益于移动互联网发展和一人多户。2014-2015 年银证转账也是居民资金流入的主要途径之一。2014 年下半年-2015 年上半年，上证所 A 股新增开户数大幅增长。主要受益于两点，第一是互联网金融行业的快速发展，为居民资金流入提供了更便捷的条件。第二是 2015 年 4 月取消了一人一户限制，允许自然人投资者根据实际需要开立多个账户。

图 23：14-15 年 A 股新增开户数大幅增加

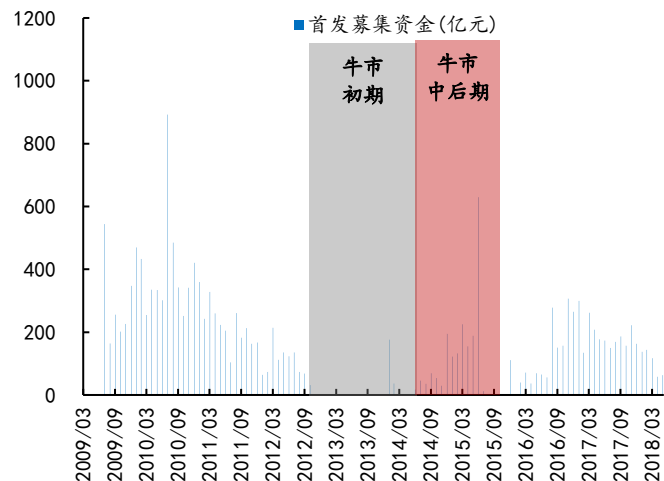


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.3 驱动牛市的本质原因：股市供需结构改善

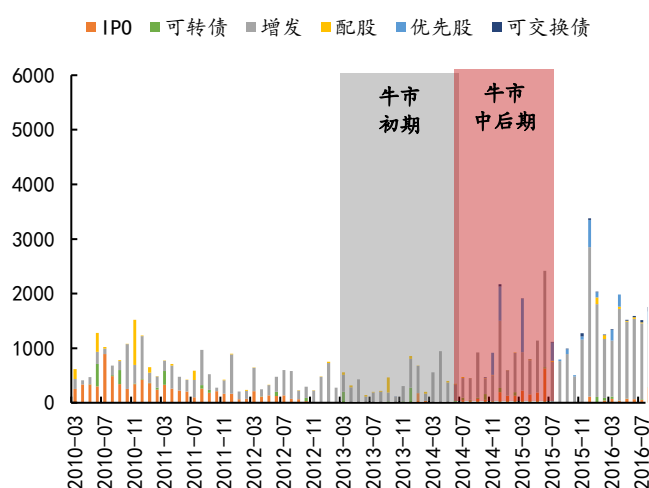
牛市启动前暂停 IPO，牛市中后期放开 IPO。政策层面不断托底，IPO 规模下降，存量小市值公司不会受到太多新股和融资的负面影响。而且两融业务放开、私募成立和注册难度下降，大量居民资金通过新的产品渠道流入股市，共同促成了新、小、快的投资风格。

图 24：牛市初期 IPO 规模很低，牛市中后期 IPO 规模上升（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

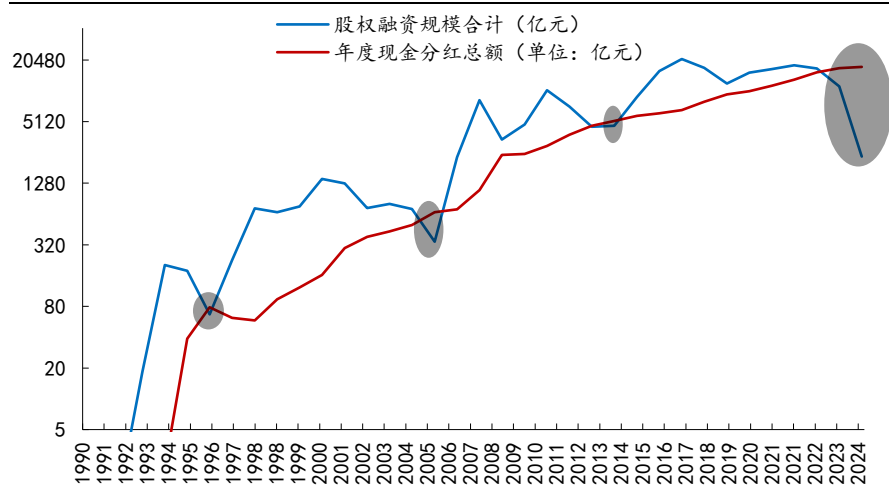
图 25：牛市初期股权融资规模较低，牛市中后期股权融资规模上升（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

牛市启动前：股权融资规模小于分红规模。历史上大部分时候，A 股都是融资市（融资规模大于分红），但少部分时候，也出现过股权融资规模低于上市公司分红的情况。分别是 1995 年、2005 年、2013 年，这几次过后，无论经济是否改善，股市大多情况下会出现较大级别的牛市。

图 26：股权融资规模低于分红规模往往会驱动大级别牛市（单位：亿元）



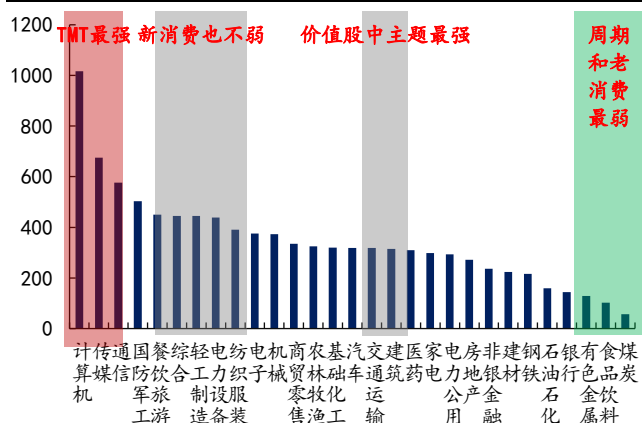
资料来源：万得，信达证券研发中心

三、13-15 年市场风格：TMT→金融周期→TMT，小盘→大盘→小盘

3.1 13-15 年整体风格：产业新、标的小、轮动快

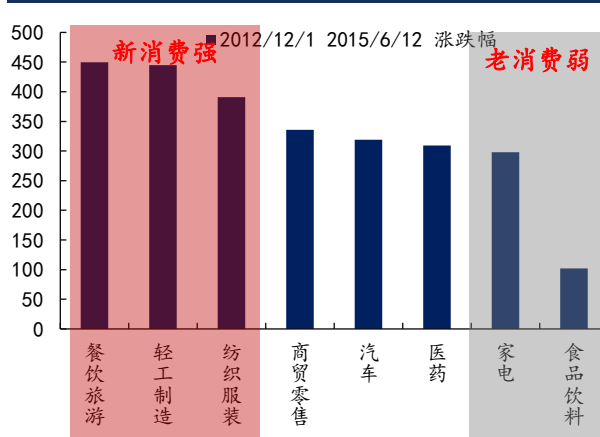
2013-2015 年表现最强的行业有三类。第一类是 TMT，由于 0-1 的移动互联网业务增长，TMT 大部分公司的商业模式被改变，这和当下的 AI 有些类似。第二类是消费中的新消费，13-15 年餐饮旅游、轻工、纺织服装等行业涨幅明显强于食品饮料和家电。第三类是价值股中的主题，交运（港口）、建筑等行业受到自贸区、一带一路等主题催化，涨幅靠前。

图 27: 2013-15 年牛市各行业涨跌幅 (单位: %)



资料来源：万得，信达证券研发中心

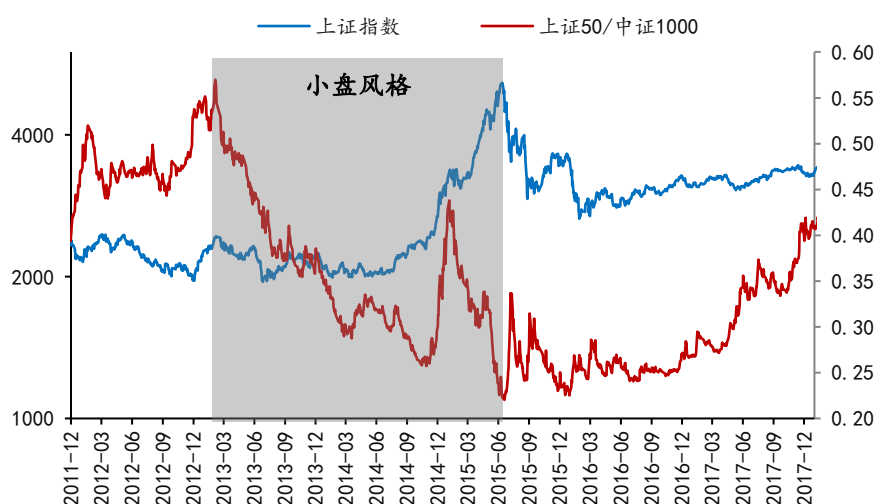
图 28: 2013-15 年消费中各行业涨跌幅 (单位: %)



资料来源：万得，信达证券研发中心

13-15 年市场风格类似的第二个特点是小盘活跃。近期市场震荡期间微盘股指数明显更强，同样 2013-2015 年期间，小盘股也很强，特别是 2013-2014 年 Q1 的市场震荡期，小盘股超额收益更明显。

图 29：2013-2015 年小盘风格较强（单位：点数，倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

去年 9 月以来，行情的另一个特点是轮动快。去年 Q4 和今年 Q1，超额收益最强的是 AI 和机器人，但今年 Q2 反而最弱。Q3 以来前期持续弱的周期板块开始有所表现。2013-2015 年 TMT 虽然是最强的产业方向，但波动性是很大的，2013 年 TMT 超额收益明显，但 2014 年 TMT 明显跑输市场。

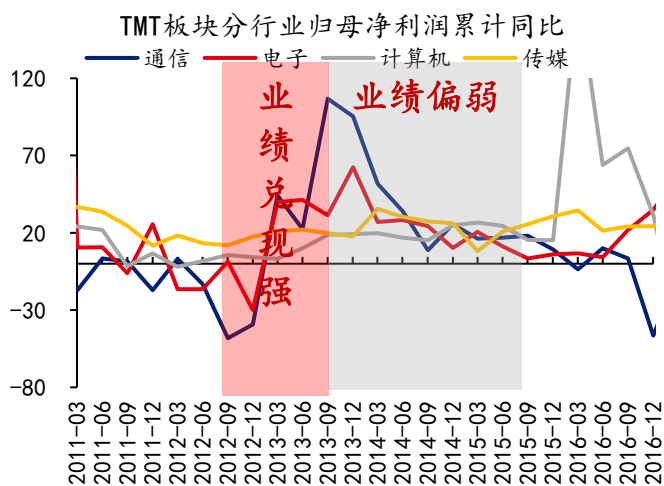
图 30：13 年-15 年 TMT 的波动也很大（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

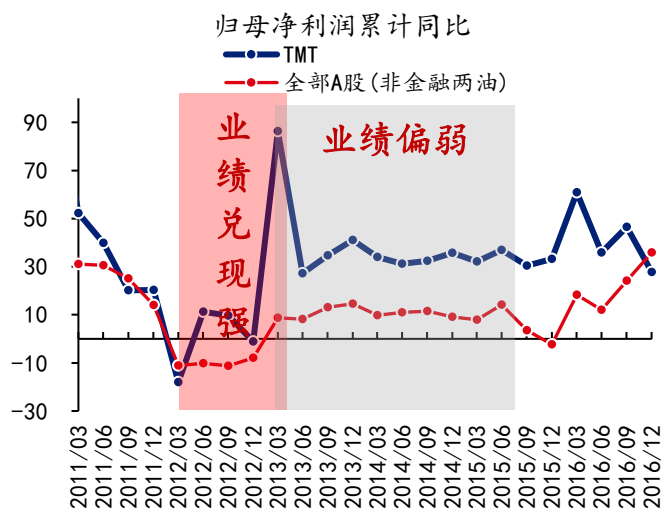
13-15 年的 TMT 也不是业绩一直上行的。2013 年 TMT 业绩兑现较好，超额收益快速稳定上行。2013 年 TMT 板块受益于产业景气上行+并购重组活跃，盈利兑现较好。2013 年 Q1 全部 A 股（非金融两油）归母净利润增速为 8.7%，而 TMT 板块（传媒、计算机、通信、电子）整体归母净利润增速大幅上升至 86.4%。其中电子行业归母净利润增速大幅回升至 40%，传媒、通信归母净利润增速分别回升至 20.9%和 44.2%。TMT 行业业绩验证较强，2013 年全年来看，TMT 板块归母净利润增速持续上行，且增速快于全 A（非金融两油）。

图 31：2013 年 TMT 板块归母净利润增速上行（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

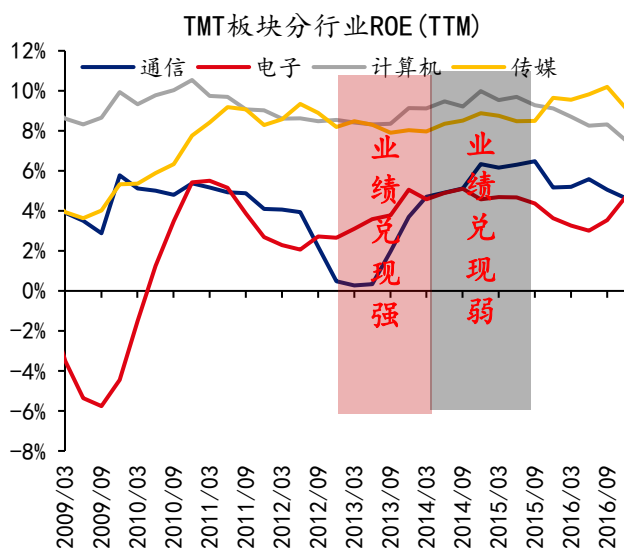
图 32：2013 年 TMT 板块归母净利润增速超过全 A（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

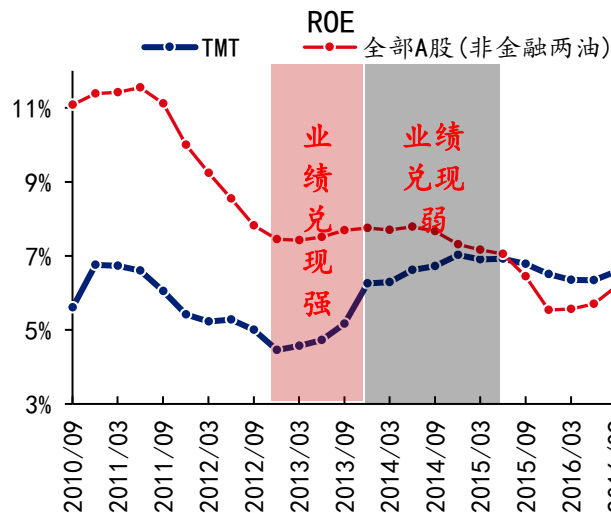
从 ROE 来看，2014-2015 年 Q2，TMT 板块的 ROE 从 2013 年 Q4 的 6.26% 进一步提升到 2015 年 Q2 的 7.05%，提升了 0.79 个百分点，但提升速度没有 2013 年快。计算机、传媒 ROE 在 2014 年有小幅提升，但 2015 年又有所下滑。电子 ROE 则有所下滑。

图 33：14 年-15 年的 TMT 板块 ROE 下行或震荡（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

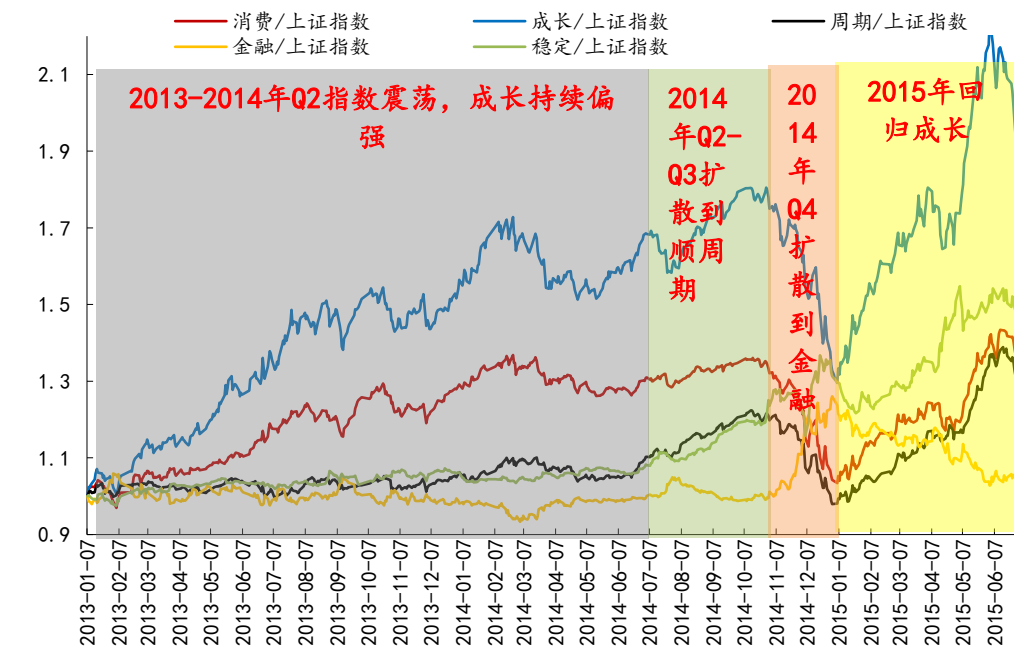
图 34：14 年-15 年的 TMT 板块业绩优势没有进一步扩大



资料来源：万得，信达证券研发中心

从板块轮动来看，2013 年 Q2-2014 年 Q2 指数震荡，成长持续偏强。2014 年 Q2-Q3 扩散到顺周期，Q4 扩散到金融，2015 年再次回归成长。

图 35：2013-2015 年牛市不同阶段风格变化（单位：倍）

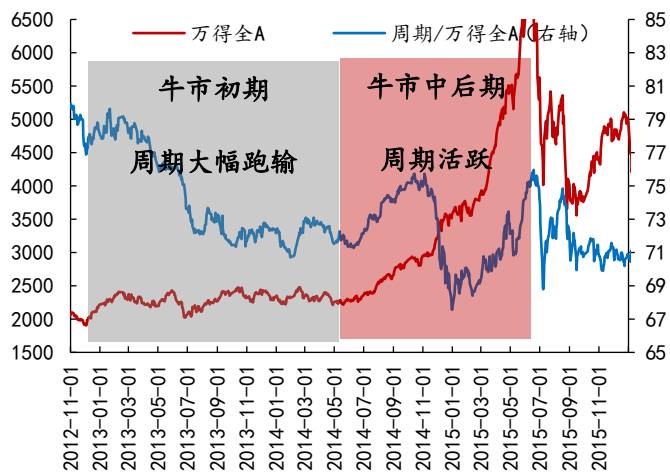


资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 周期股异动是牛市主升浪的信号

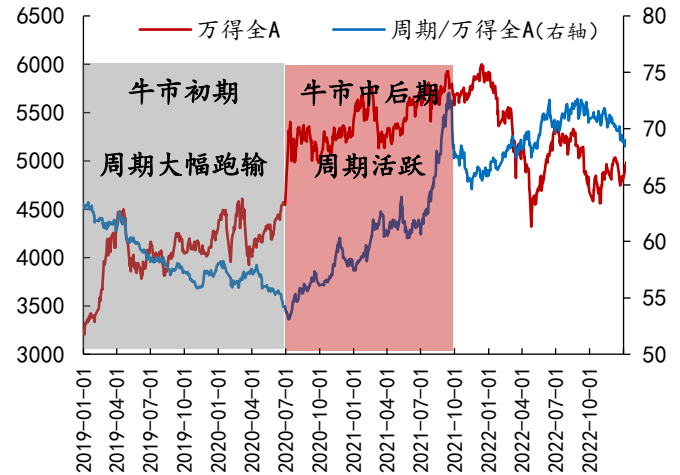
我们以最近的两次级别较大的牛市（2013-2015 和 2019-2021）为例，研究一下周期股在这两次牛市的表現。这两次牛市均是成长股牛市，而且是有居民增量资金的牛市。在牛市初期（2013-2014 年初、2019 年-2020 年初），周期股均明显跑输市场，不过到了牛市中后期，周期股明显开始活跃。2014 年 Q2-15 年 Q2 的牛市中后期，经济依然很弱，商品价格依然下跌，但周期股在并购重组、国企改革、一带一路等主题的催化下持续表现，小幅跑赢市场。2020 年 7 月-2021 年 9 月的牛市中后期，经济企稳回升，商品价格大幅上涨，周期股依靠业绩改善，大幅跑赢市场。

图 36：2013-2015 年牛市，周期股在 2014 年下半年走强（单位：点数，倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

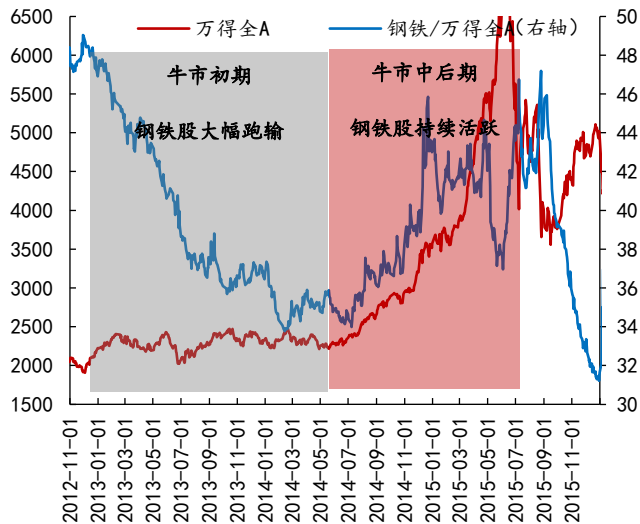
图 37：2019-2021 年牛市，周期股在 2020 年下半年走强（单位：点数，倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

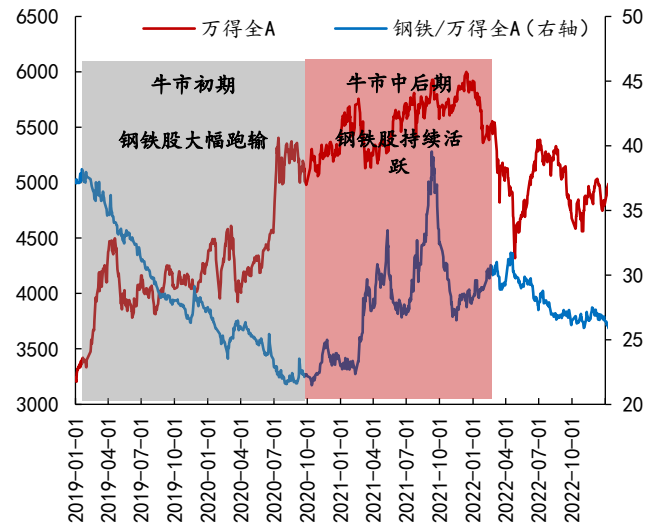
我们认为最有代表性的板块是钢铁。因为钢铁行业细分行业较少，整体需求和国内宏观相关性较高，也较少受到部分成长性行业需求的影响，所以最能代表周期股整体的 Beta 属性。2013-2015 年牛市中，钢铁股在 2013-2014 年中大幅跑输市场，而牛市中后期的 2014 年下半年-2015 年中，钢铁股大幅跑赢指数。2019-2021 年牛市中，钢铁股在 2019 年-2020 年 Q2 大幅跑输市场，而牛市中后期的 2020 年下半年-2021 年，钢铁股大幅跑赢指数。

图 38：2013-2015 年牛市，钢铁股在 2014 年下半年走强（单位：点数，倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

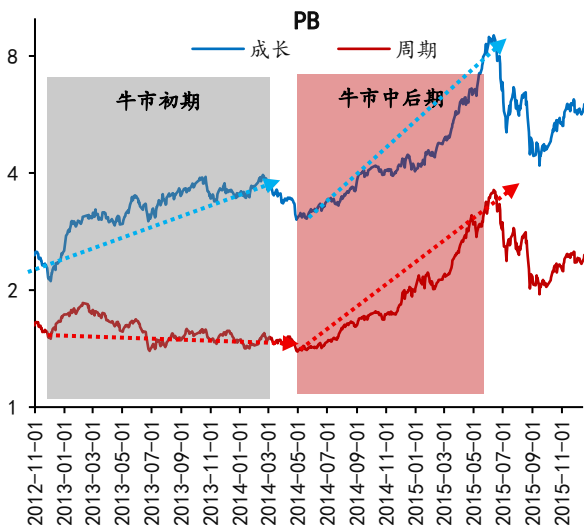
图 39：2019-2021 年牛市，钢铁股在 2020 年下半年走强（单位：点数，倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

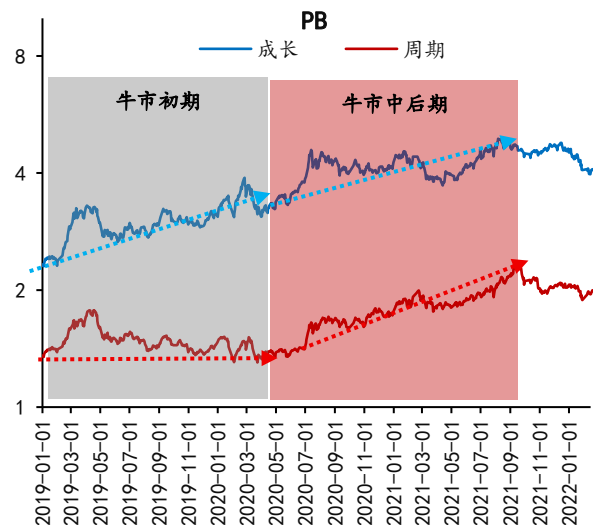
背后的原因并不是来自业绩的变化，因为两次牛市中后期，周期股基本面差别很大。2014 年下半年-2015 年，大宗商品价格下跌，周期股业绩较差，2020 年下半年-2021 年，大宗商品价格上涨，周期股业绩很好，所以用业绩解释不了这一现象。我们认为，主要原因可能来自估值，牛市初期，股市增量资金较少，涨幅慢，此时能够上涨的板块主要是少部分有产业逻辑有业绩的方向（比如 13 年的 TMT、19 年的半导体白酒、过去 1 年的 AI 和新消费），但进入牛市中后期，居民资金会增多，大部分行业估值均能有不错的抬升。周期股因为在牛市初期估值几乎没有抬升，所以牛市中后期，周期股的估值优势较突出，如果有政策催化或基本面改善，股价更容易跑赢指数。

图 40：2013-2015 年，周期股 PB 牛市初期略有下降，牛市中后期回升（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 41：2019-2021 年，周期股 PB 牛市初期略有下降，牛市中后期回升（单位：倍数）



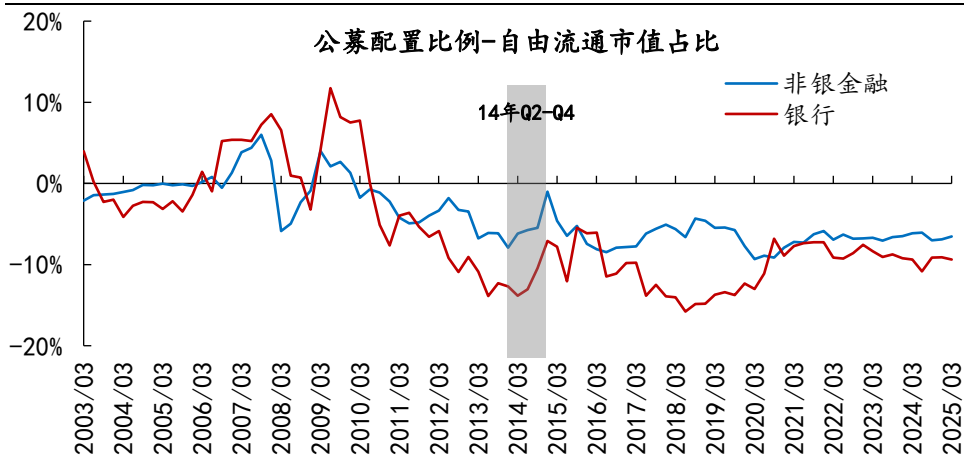
资料来源：万得，信达证券研发中心

四、金融为何 2014 年 Q4 涨幅大

4.1 2014 年下半年公募基金大幅增配金融

历史上公募基金超配金融主要出现在 06-10 年，之后一直都是低配（相比其在 A 股自由流通市值占比）。2014 年 Q2-Q4，2010-2014 年初，由于 GDP 增速下台阶和股市连续多年偏弱，公募基金连续多年减配金融，在 2014 年 Q1，公募基金低配非银 7.91%、低配银行 13.85%。在随后的 2014 年下半年，GDP 虽然依然偏弱，但金融股领涨市场，公募基金大幅增配金融。

图 42：2014 年 Q1 末公募低配金融较多，下半年迎来较大修复（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

4.2 沪港通开通后，A 股金融股估值修复

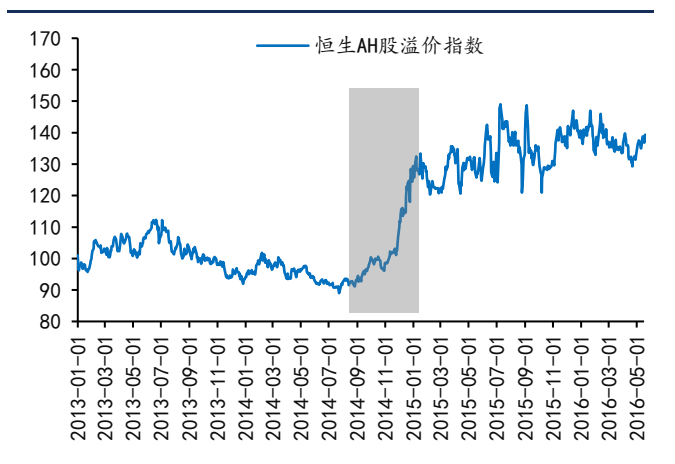
2014 年下半年沪港通正式开通，AH 股正式接轨，而接轨之前 A 股相对于 H 股持续折价，银行是主要代表性板块。金融股超额收益的起点和 2014 年 11 月沪港通开通时间点比较一致，开通后，AH 股溢价指数快速上涨，到 15 年初，A 股相对于 H 股有较高溢价，之后金融股超额收益结束。随着 11 月 22 日的降息，国内整体流动性环境进一步宽松。

图 43：2014 年 11 月沪股通+央行降息双重催化下银行板块开始快速上涨（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 44：14 年 Q4，A 股相对 H 股由低估快速转为高估（单位：点）

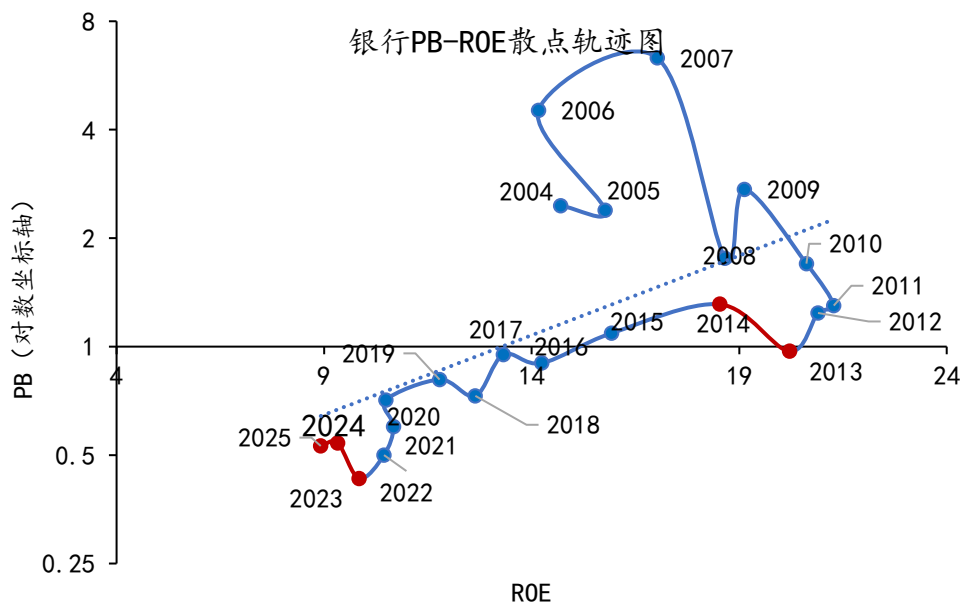


资料来源：万得，信达证券研发中心

4.3 PB-ROE 看 2024 年以来银行股的估值修复

我们以银行股的 PB-ROE 为例，2010-2013 年，由于经济下降，投资者担心银行盈利下降，事后来看 ROE 趋势是下降的，但由于投资者过于担心，导致银行 PB 下降速度远快于 ROE。从图 45 中能够看到 2013 年底 PB-ROE 散点过度偏离长期趋势，由此导致 14 年银行股的修复性上涨。这一次由于投资者对房地产风险的担心，银行的 PB-ROE 散点 2023 年底又一次极度偏离长期趋势，2024 年开始，银行正在开启又一次估值修复。

图 45：13 年银行 PB-ROE 散点过度偏离趋势后，14 年迎来修复（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心



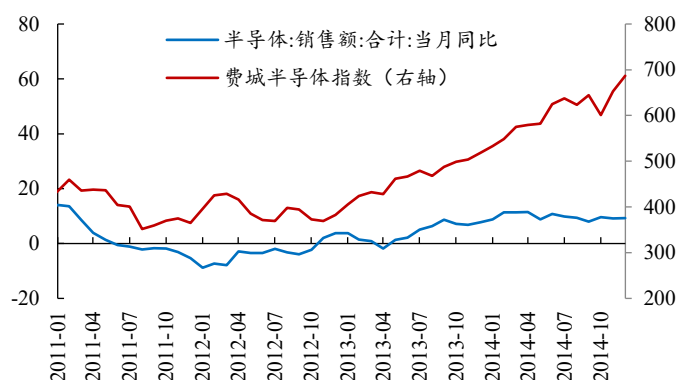
五、13-15 年成长股牛市的基本面和基金持仓变化

5.1 2013-2015 年成长股基本面：移动互联网蓬勃发展

2013-2015 年成长股牛市中，中长期基本面有移动互联网浪潮的驱动。半导体销售额在经历了 2012 年的低迷之后于 2012 年年底转正。传统的消费电子如电视、PC 销量回升，新兴的智能手机、平板电脑，及相关的面板、摄像头、光模块等消费电子及零部件需求也快速增长。2013 年费城半导体指数全年上涨 35.6%。

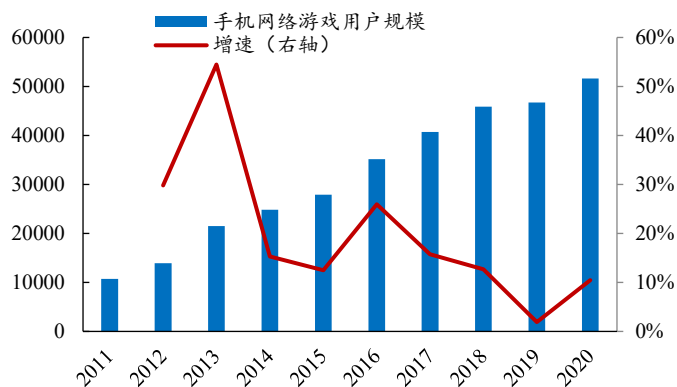
2013 年底智能手机渗透率已经达到 75%，下游出现了很多爆款应用，成为本轮科技产业周期的重要特征。2013 年是手机游戏元年，《愤怒的小鸟》被《新闻周刊》评为全球首款取得真正主流成功的手机游戏。2013 年手游用户规模大幅上涨 54%，达到 2.15 亿人次。

图 46：2012 年底开始半导体景气周期反转向上（单位：%、点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

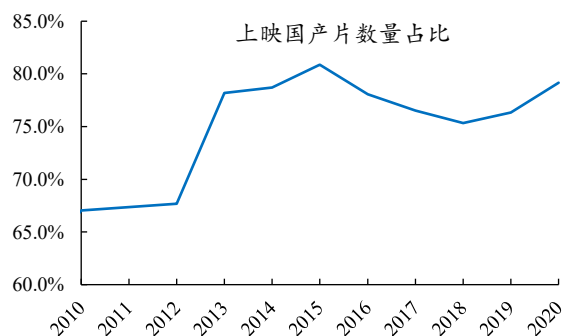
图 47：2013 年手游用户规模快速上升（单位：万人，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

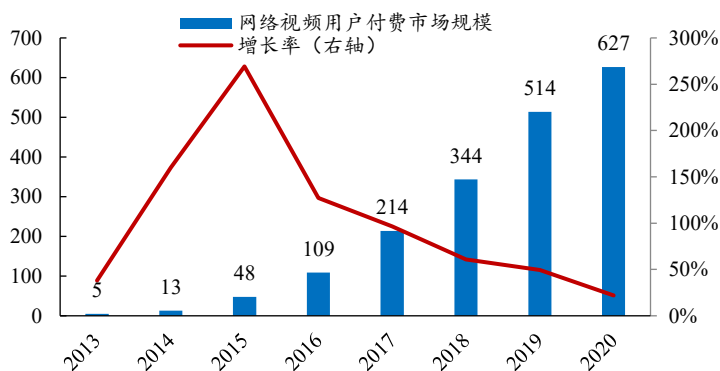
影视领域也伴随着《泰囧》、《致青春》等国产影片的成功而受到广泛关注。2013 年全国总票房达到 217.3 亿元，同比增长 28.9%。全年上映国产片数量占比首次达到 78%，国产片票房收入占比达到 59%。2013 年也是视频付费元年，网络视频付费的市场规模从 2013 年的 5 亿元提升到 2016 年的 109 亿元，年复合增速 179%。这一阶段，产业的重心由硬件向应用领域转变，TMT 行业成为成长股行情的主导。

图 48：上映国产片数量占比快速提升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 49：2013 年是视频付费快速增长的元年（单位：亿元，%）

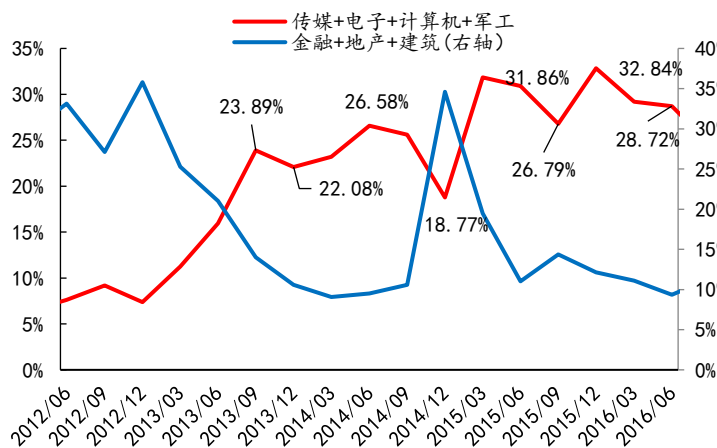


资料来源：万得，信达证券研发中心

5.2 2013-2015 公募基金增仓顺序：电子-传媒-计算机-军工

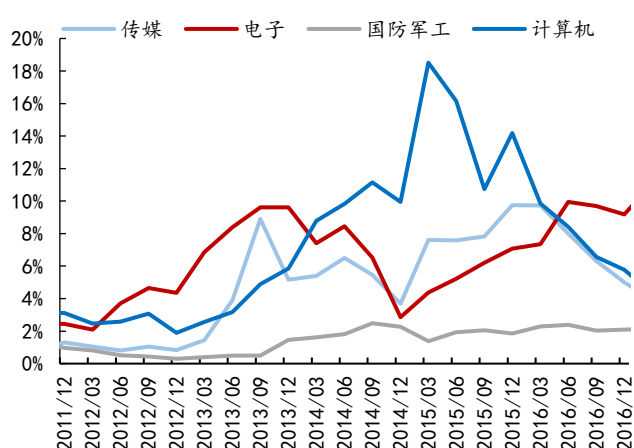
公募基金大幅增仓 TMT，主要是在 2013 年。2014-2015 年 H1 指数大幅上涨期间，公募基金增配 TMT 比例反而在 2014 年下半年和 2015 年 Q2 有所下降，市场更多由增量资金主导。2013-2015 年公募基金增仓顺序为：电子（2012-2013 年）-传媒（2013 年）-计算机（2013-2015 年）-军工（2014 年）。

图 50：2014-2015 年 H1 公募基金增配 TMT 比例反而阶段性有所下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

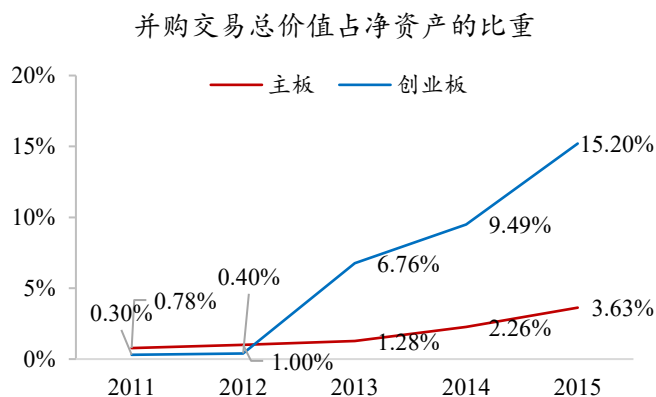
图 51：2013-2015 年基金增仓顺序电子-传媒-计算机-军工（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

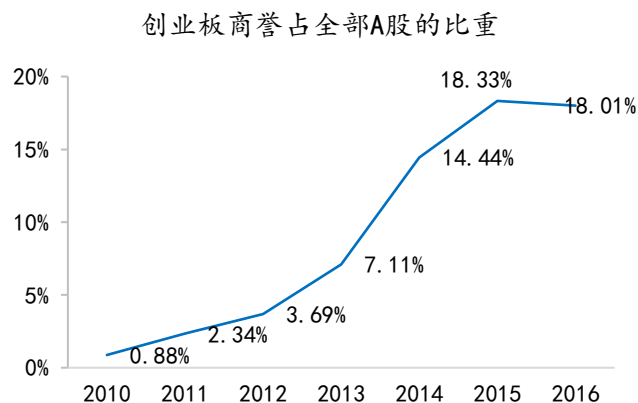
由于 TMT 估值快速扩张，很多公司通过并购重组快速切入新兴行业，由此获得估值溢价从而进一步推高市值，成为了成长牛市的加速器。2013 年定增重组的交易总价值达到 2434 亿元，同比增长 57%，并在 2014-2015 年继续高增。另外一个证明是频繁并购推升市值的同时形成了大量的商誉，2013 年创业板商誉占全部 A 股的比重从 2012 年的 3.7% 大幅提高到 2013 年的 7.1%，并于 2015 年达到 18% 的高点。

图 52：2013 年-2015 年创业板并购规模占净资产的比重超过主板（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 53：2013 年创业板商誉占全部 A 股比重大幅提升（单位：%）



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。

房地产市场下行风险：房地产政策落地效果及后续推出强度可能不及预期、外部环境变化、房企信用风险事件可能出现超预期冲击，房地产市场基本面存在超预期下行风险。

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。2021-2022 年代表观点：2021 年 12 月《V 型大震荡》，2022 年 4 月《V 型反转》。

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。