



Research and
Development Center

投资者对流动性牛市的分歧

——策略周观点

2025 年 8 月 10 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

投资者对流动性牛市的分歧

2025 年 8 月 10 日

核心结论: 部分投资者对股市演绎流动性牛市有分歧, 以下是我们对分歧的回答。(1) 居民收入增速不高, 是否会影响居民资金入市? 我们认为居民收入增速是增量的概念, 而改革开放以来, 居民已经积累了大量的存量资产, 存量资产的腾挪比增量收入对市场的影响可能更大, 当下居民存款/GDP 处在历史高位。(2) 2014-2015 年增量资金主要来自杠杆资金, 现在的监管更规范, 是否意味着难以重演 2014-2015 年牛市? 居民资金流入的本质是居民有较多的存款, 而其他资产收益率不高、股市赚钱效应回升, 每一轮牛市居民资金流入股市的渠道都会略有差异。杠杆资金不是流动性牛市的必要条件。(3) 逆势维稳的力量更多, 是否会影响牛市高度? 我们认为, 现在股市的涨幅相比 2014-2015 年牛市还小很多, 目前这一担心可能还尚早。而且历史上 ETF 份额逆势波动对市场的影响, 往往会滞后市场高点或低点较长时间。(4) 居民资金流入力度在增强, 但尚未大幅上升, 是否会影响我们对牛市主升浪的判断? 我们认为不会, 因为历史上牛市主升浪初期大多是部分渠道最先改善, 直到牛市主升浪后期, 大部分渠道开始感觉居民资金流入较快。

- (1) 居民收入增速不高, 是否会影响居民资金入市? 观察历史数据, 能够看到, 历次牛市, 居民可支配收入同比改善均是滞后股市牛市的。2005-2007 年牛市, 居民收入同比 2006 年下半年才回升, 2013-2015 年牛市, 居民收入同比持续下降, 2019-2021 年牛市, 居民收入增速 2020 年下半年回升, 所以居民收入增速是否回升并不是牛市的必要条件。
- (2) 2014-15 年增量资金主要来自杠杆资金, 现在的监管更规范, 是否意味着难以重演 2014-2015 年牛市? 2014-2015 年融资余额、融资余额/流通市值均大幅增长, 2019-2021 年和 2024 年 9 月以来融资余额回升, 但融资余额/流通市值增速不快。我们认为杠杆资金的占比会影响股市上涨的速度, 但不会影响方向。
- (3) 逆势维稳的力量更多, 是否会影响牛市高度? 2014-2015 年牛市是较为纯粹的流动性牛市, 由于牛市期间涨幅过大, 随后的 2015 年下半年, 股市出现了较大的回撤和波动。大部分投资者认为, 鉴于投资者和监管层都经历过 2014-2015 年的牛市, 学习效应可能会限制牛市的高度。我们赞同这一判断, 但是需要注意的是, 现在股市的涨幅相比 2014-2015 年牛市还小很多, 目前这一担心可能还尚早。
- (4) 居民资金流入力度在增强, 但尚未大幅上升, 是否会影响我们对牛市主升浪的判断? 我们认为不会, 因为历史上牛市主升浪初期大多是部分渠道最先改善, 直到牛市主升浪后期, 大部分渠道开始感觉居民资金流入较快。
- 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：投资者对流动性牛市的分歧	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

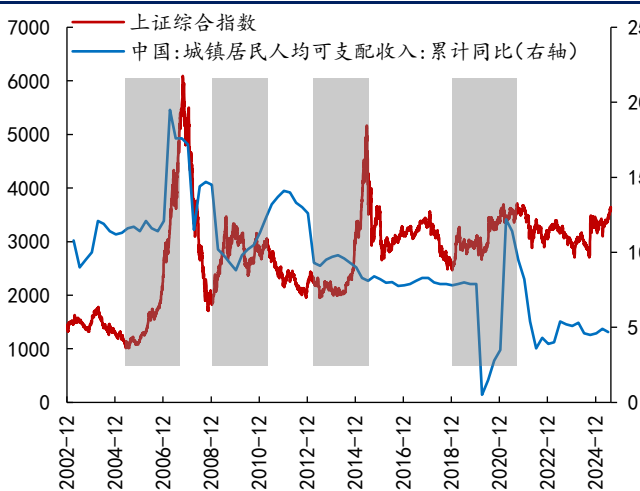
图 1：居民收入同比回升大多出现在牛市后期（单位：点数，%）	4
图 2：居民存量存款较多，存量资产转配权益空间大（单位：倍数）	4
图 3：24 年以来融资余额回升和 14-15 年还是有很大差异的（单位：亿元，%）	5
图 4：熊末牛初，ETF 增长快，牛市中后期，ETF 增速慢（单位：%、点数）	5
图 5：14 年 7 月融资余额比指数更早新高（单位：点数，亿元）	6
图 6：14 年公募权益基金发行放量滞后指数突破（单位：点数，亿份）	6
图 7：2020 年 7 月新发基金比指数更强（单位：点数，亿份）	6
图 8：20 年 7 月融资余额和指数同步回升（单位：点数，亿元）	6
图 9：政策和资金推动，牛市主升浪来临（单位：点数）	7
图 10：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 11：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	9
图 12：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	9
图 13：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 14：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 15：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 16：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）	10
图 17：港股通累计净买入（单位：亿元）	10
图 18：融资余额（单位：亿元）	10
图 19：新发行基金份额（单位：亿份）	11
图 20：基金仓位估算（单位：%）	11
图 21：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	11
图 22：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：投资者对流动性牛市的分歧

我们在 2024 年底的报告《政策>流动性>盈利——2025 年度策略》较早提出 2025 年出现流动性牛市的可能，近期这一观点的认可度有所提升，不过投资者对细节还是有很多分歧，本篇报告对部分分歧进行汇总分析。（1）居民收入增速不高，是否会影响居民资金入市？我们认为居民收入增速是增量的概念，而改革开放以来，居民已经积累了大量的存量资产，存量资产的腾挪比增量收入对市场的影响可能更大，当下居民存款/GDP 处在历史高位。（2）2014-2015 年增量资金主要来自杠杆资金，现在的监管更规范，是否意味着难以重演 2014-2015 年牛市？居民资金流入的本质是居民有较多的存款、其他资产收益率不高、股市赚钱效应回升，每一轮牛市居民资金流入股市的渠道都会略有差异。杠杆资金不是流动性牛市的必要条件。（3）逆势维稳的力量更多，是否会影响牛市高度？我们认为，现在股市的涨幅相比 2014-2015 年牛市还小很多，目前这一担心可能还尚早。而且历史上 ETF 份额逆势波动对市场的影响，往往会滞后市场高点或低点很长时间。（4）居民资金流入力度在增强，但尚未井喷，是否会影响我们对牛市主升浪的判断？我们认为不会，因为历史上牛市主升浪初期大多是部分渠道最先改善，直到牛市主升浪后期，大部分渠道开始感觉居民资金流入较快。

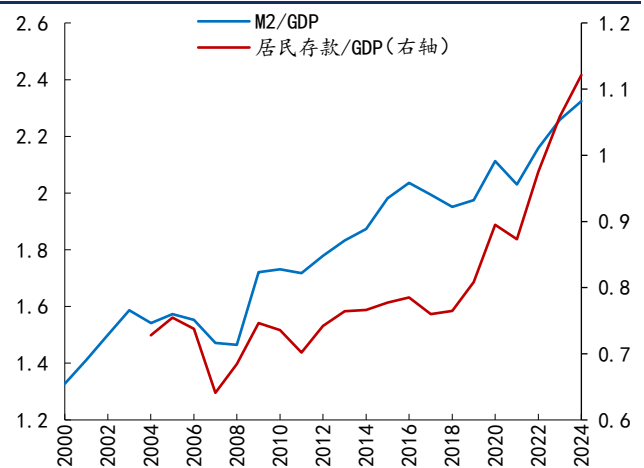
（1）居民收入增速不高，是否会影响居民资金入市？由于宏观经济增速不高，城镇居民可支配收入增速也受一定影响，今年 1-6 月累计同比 4.7%，是 2002 年以来较低水平。不过观察历史数据能够看到，历次牛市，居民可支配收入同比改善均是滞后股市牛市的。2005-2007 年牛市，居民收入同比 2006 年下半年才回升，2009-2010 年牛市，居民收入同比 2010 年初才开始回升，2013-2015 年牛市，居民收入同比持续下降，2019-2021 年牛市，居民收入增速 2020 年下半年回升，所以居民收入增速是否回升并不是牛市的必要条件。我们认为居民收入增速是增量的概念，而改革开放以来，居民已经积累了大量的存量资产，存量资产的腾挪比增量收入对市场的影响可能更大。

图 1：居民收入同比回升大多出现在牛市后期（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

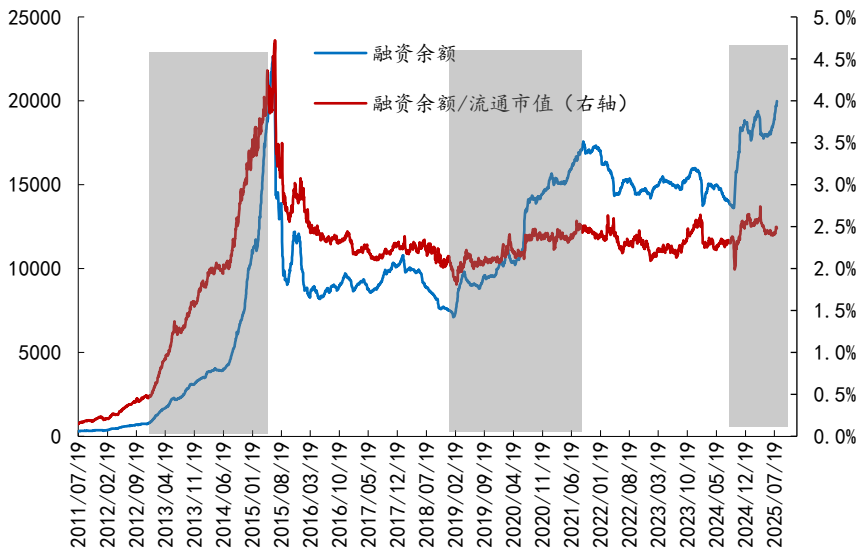
图 2：居民存量存款较多，存量资产转配权益空间大（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

（2）2014-15 年增量资金主要来自杠杆资金，现在的监管更规范，是否意味着难以重演 2014-2015 年牛市？2014-2015 年融资余额、融资余额/流通市值均大幅增长，2019-2021 年和 2024 年 9 月以来融资余额回升，但融资余额/流通市值增速不快。这说明杠杆资金有明显流入，但整体和股市规模扩张速度差别不大。我们认为杠杆资金的占比可能会影响股市上涨的速度，但不会影响方向。因为居民资金流入的本质是居民有较多的存款、其他资产收益率不高、股市赚钱效应回升，每一轮牛市居民资金流入股市的渠道都会略有差异。2005-2007 年居民资金更多通过银证转账和申购公募基金入市，2013-2015 年居民资金更多通过两融、场外配资和私募入市，2019-2021 年居民资金更多通过公募权益产品入市，不同的流入方式都可以驱动牛市。

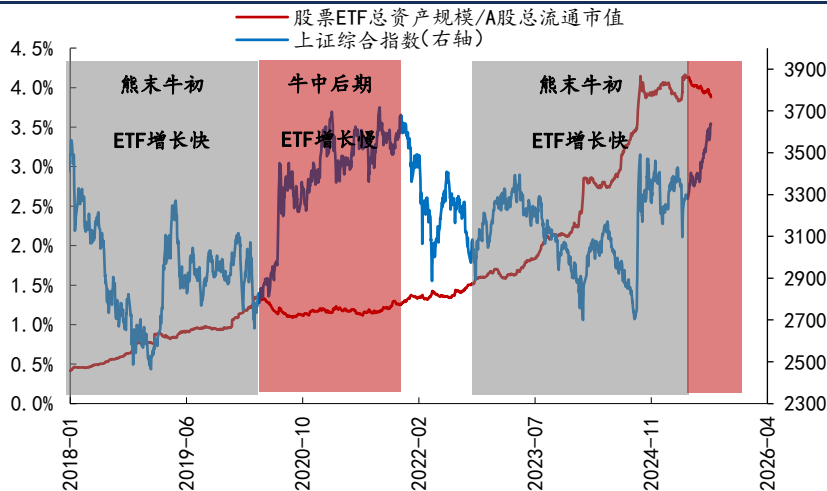
图 3：24 年以来融资余额回升和 14-15 年还是有很大差异的（单位：亿元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

（3）逆势维稳的力量更多，是否会影响牛市高度？2014-2015 年牛市是较为纯粹的流动性牛市，由于牛市期间涨幅过大，随后的 2015 年下半年，股市出现了较大的回撤和波动。大部分投资者认为，鉴于投资者和监管层都经历过 2014-2015 年的牛市，学习效应可能会限制牛市的高度。我们赞同这一判断，但是需要注意的是，现在股市的涨幅相比 2014-2015 年牛市还小很多，目前这一担心可能还尚早。而如果考虑到 ETF 资金逆势波动对市场的影响，这一过程可能也会比较慢，比如 2019-2021 年牛市，从 2020 年 Q2 开始 ETF 份额明显下降，但核心资产的高点直到 2021 年 Q1 才出现，有些行业（周期、成长等）高点出现在 2021 年 Q4。所以即使后续出现持续的 ETF 份额萎缩，可能牛市高点也要滞后很长时间才可能出现。

图 4：熊末牛初，ETF 增长快，牛市中后期，ETF 增速慢（单位：%、点数）



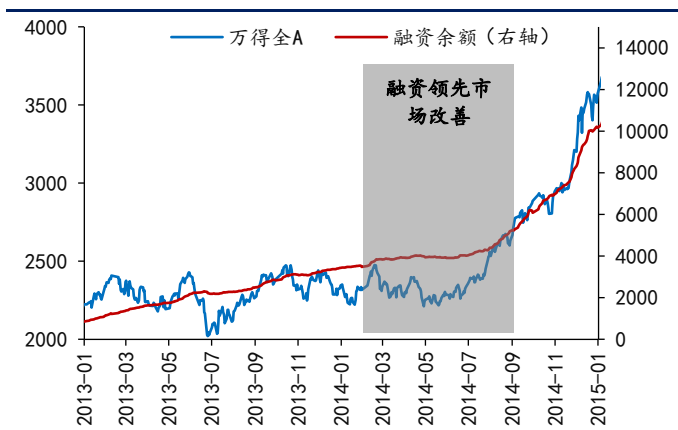
资料来源：万得，信达证券研发中心

（4）居民资金流入力度在增强，但尚未大幅上升，是否会影响我们对牛市主升浪的判断？现在的居民资金确实在流入，不过还没有大幅上升。量化私募和固收+产品整体渠道认可度较好，回升较早，主动权益产品和居民开户数也有所回升但力度还不是很强。这种差异是否会影响我们对牛市主升浪的判断？我们认为不会，因为历史上牛市主升浪初期大多是部分渠道最先改善，直到牛市主升浪后期，大部分渠道开始感觉居民资金流入

较快。

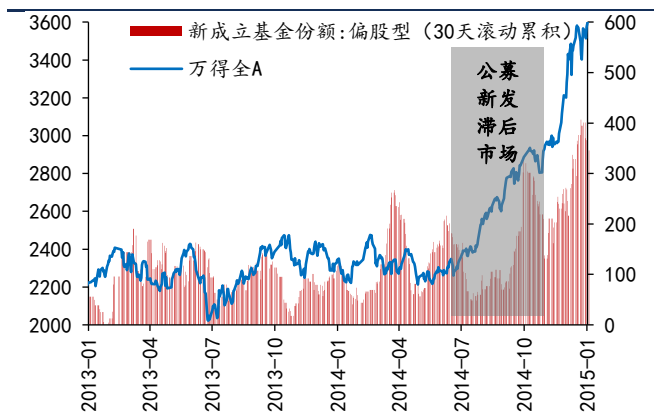
比如 2014 年下半年的牛市主升浪阶段，指数突破（2014 年 7 月）之前突破之前融资余额持续增长，比指数更早创新高，并在指数突破后加速流入。但公募偏股型基金份额增长明显滞后市场，直到 2014 年 10 月才开到较强的回升。

图 5：14 年 7 月融资余额比指数更早新高（单位：点数，亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

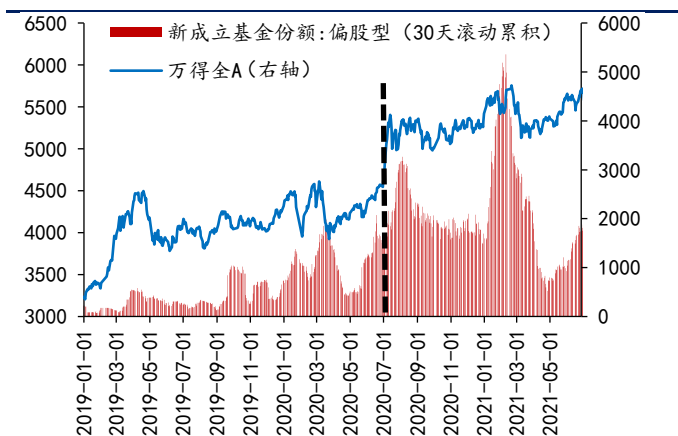
图 6：14 年公募权益基金发行放量滞后指数突破（单位：点数，亿份）



资料来源：万得，信达证券研发中心

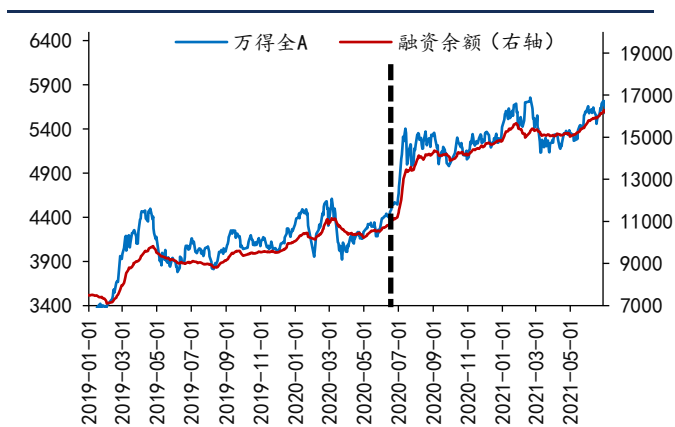
2020 年下半年的牛市主升浪，指数突破之前的很长时间（2019 年下半年-2020 年初），公募权益基金已经开始明显增长，但其他的资金流入渠道直到 2020 年 7 月以后才感觉到牛市。

图 7：2020 年 7 月新发基金比指数更强（单位：点数，亿份）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：20 年 7 月融资余额和指数同步回升（单位：点数，亿元）

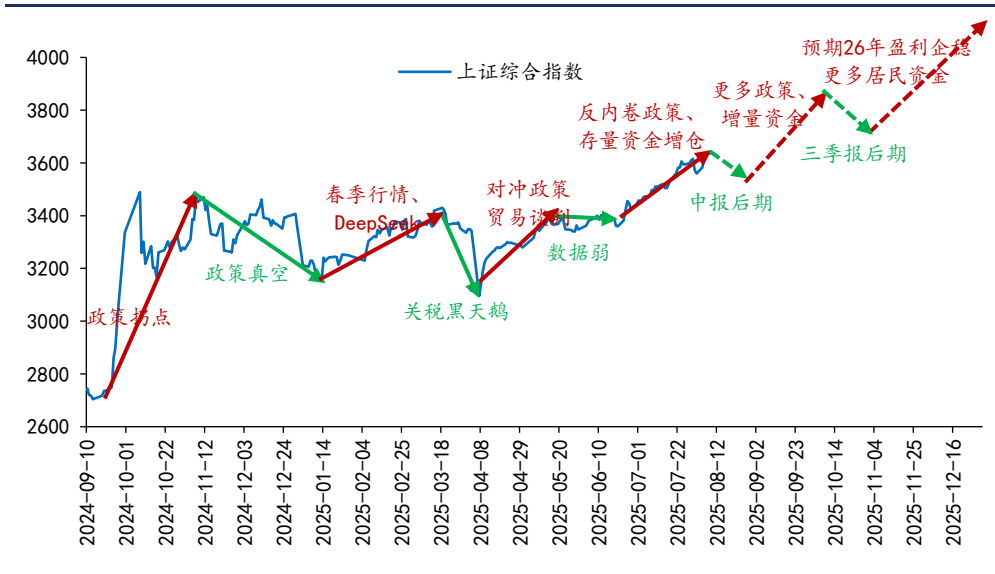


资料来源：万得，信达证券研发中心

（5）当下的判断：政策和资金推动，牛市主升浪来临。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 月市场可能会在政策预期空窗期、中美关税谈判进展、8 月下旬中报密集披露等因素的影响下存在小幅波动，但我们预计较难改变牛市主升浪的趋势，后续的五五规划披露、年底对 2026 年政策展望都可能

会带来市场的积极变化。

图 9：政策和资金推动，牛市主升浪来临（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。**金融整体估值较低，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，传媒估值性价比较高，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持续低估的状态有望修复。（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



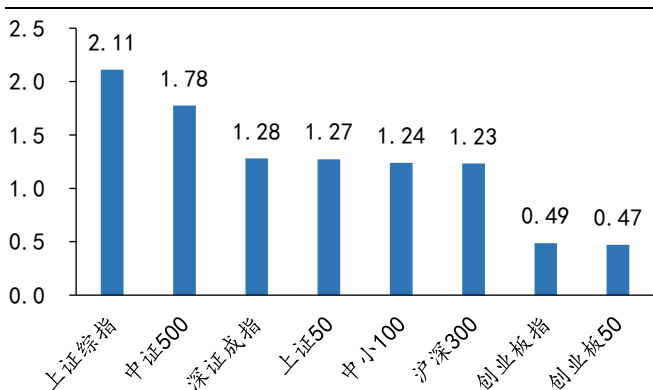
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数大多上涨，其中上证综指（2.11%）、中证 500（1.78%）、深证成指（1.28%）涨幅靠前，创业板 50（0.47%）、创业板指（0.49%）、沪深 300（1.23%）涨幅靠后。申万一级行业中，国防军工（5.93%）、有色金属（5.78%）、机械设备（5.37%）领涨，医药生物（-0.84%）、计算机（-0.41%）、商业贸易（-0.38%）跌幅居前。概念股中，猴痘概念股（33.46%）、5G（8.73%）、中船系（8.48%）领涨，阿尔茨海默（-9.59%）、网络安全（-6.33%）、基因编辑（-4.66%）领跌。

本周全球股市重要指数大多上涨，其中德国 DAX（3.15%）、巴西圣保罗指数（2.62%）、法国 CAC40（2.61%）表现靠前，印度 SENSEX30（-0.92%）、富时 100（0.30%）、恒生指数（1.43%）表现靠后。本周商品市场重要指数中，LME 锌（2.66%）、LME 铝（1.95%）、国际黄金（1.67%）表现靠前，NYMEX 原油（-5.91%）、玻璃（-1.92%）、PTA（-1.72%）表现靠后。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金（30.94%）、富时新兴市场指数（13.30%）、富时环球（12.00%）排名较高，而布伦特原油（-11.15%）、美元指数（-9.42%）、南华工业品指数（-3.51%）排名靠后。

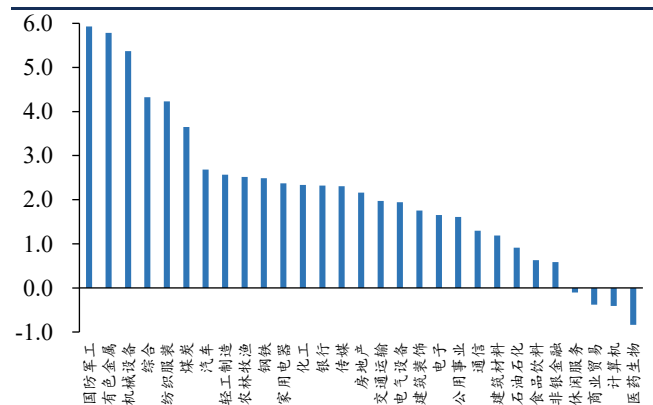
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计 199.80 亿元（前值净流入 541.06 亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行 11267 亿元，累计净回笼 5365 亿元。截至 2025 年 8 月 9 日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所下降。普通股票型基金本周仓位均值相比前期下降，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期上升。

图 10：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）



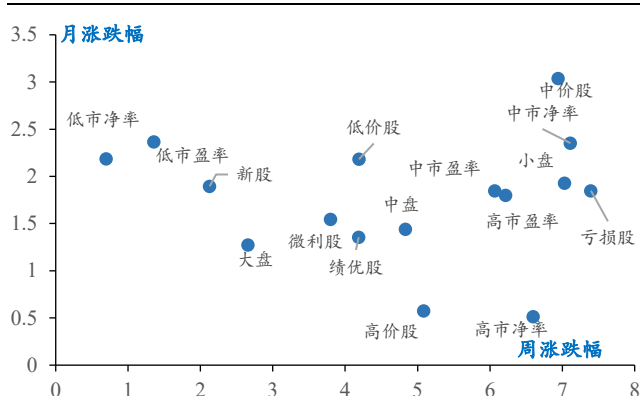
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 11：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



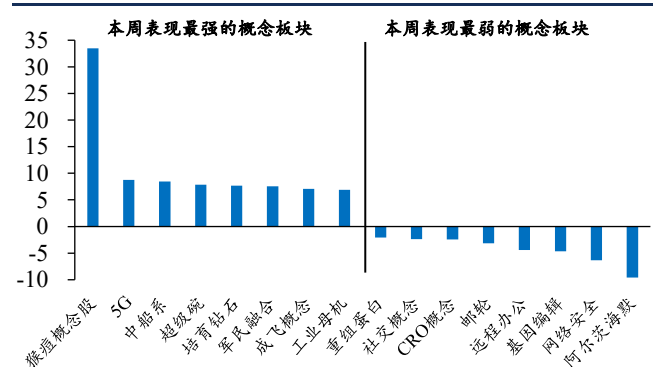
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 12：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

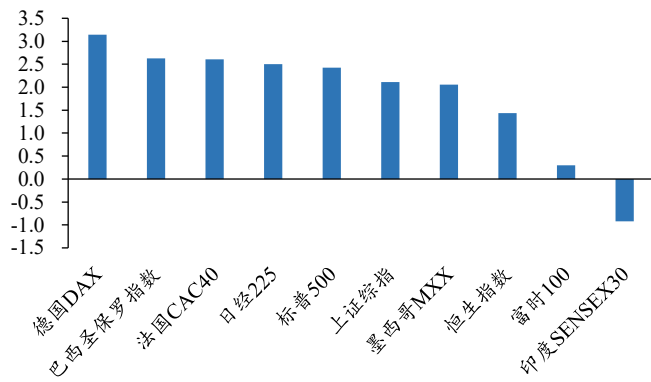
图 13：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

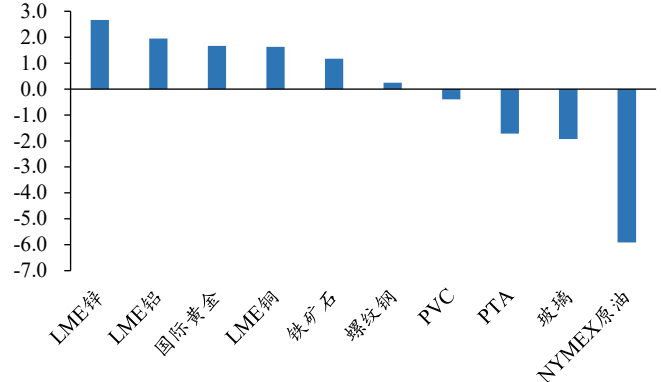


图 14：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



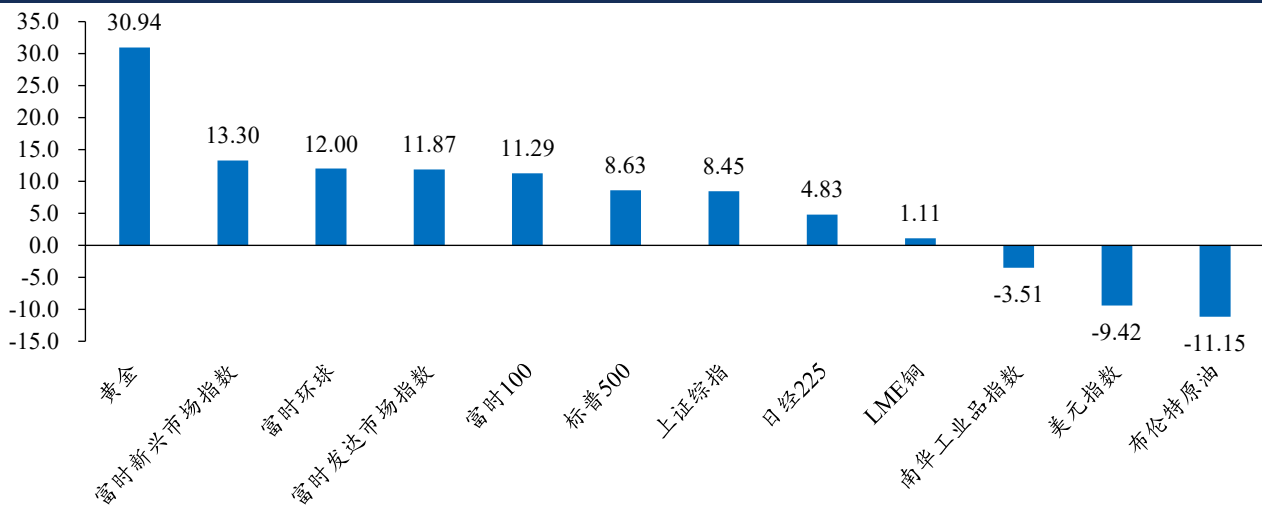
资料来源：iFind, 信达证券研发中心

图 15：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

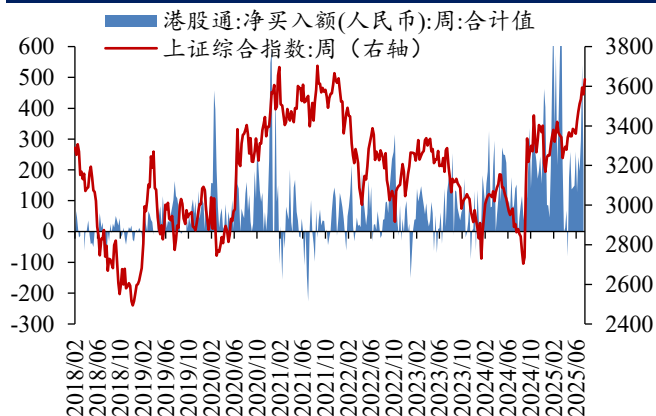
图 16：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）



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 17：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

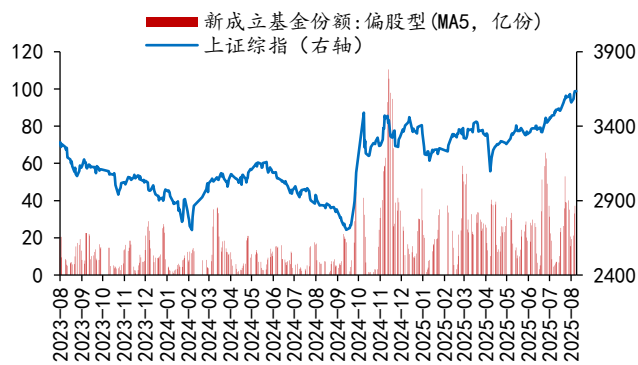
图 18：融资余额（单位：亿元）



资料来源：iFind, 信达证券研发中心

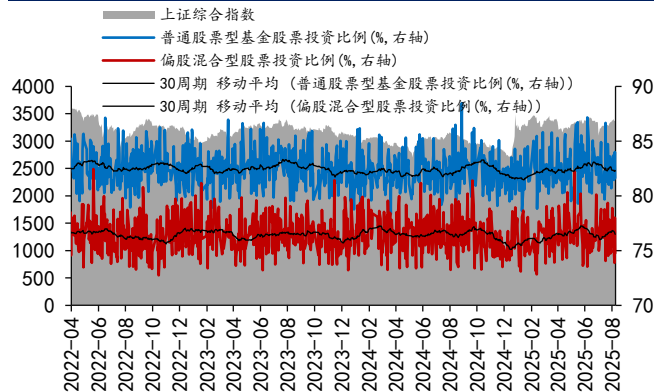


图 19：新发行基金份额（单位：亿份）



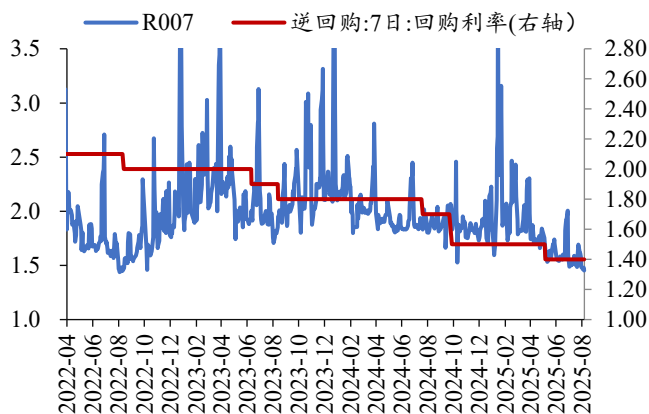
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 20：基金仓位估算（单位：%）



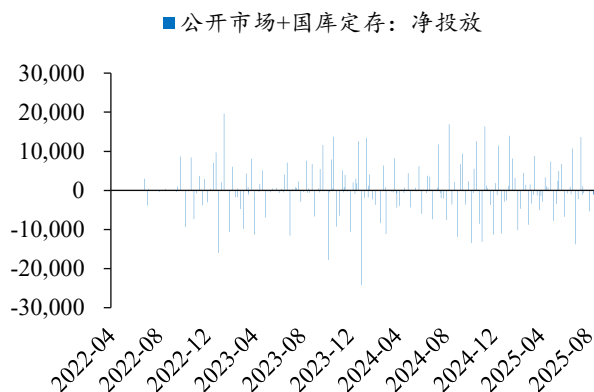
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 21：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 22：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）



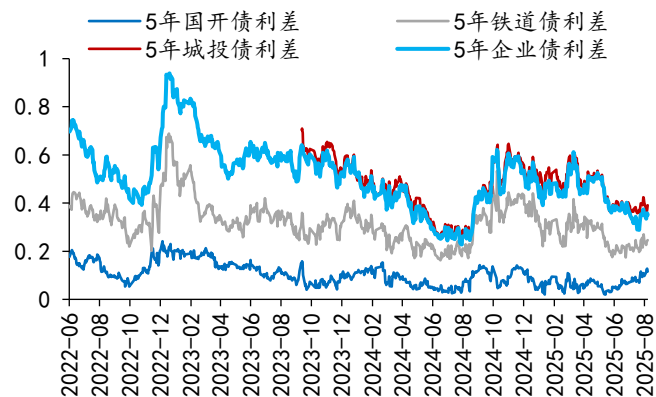
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 23：长期国债利率走势（单位：%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 24：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。