



Research and
Development Center

大牛市和小牛市的核心差异在哪？

——策略周观点

2025 年 7 月 27 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

大牛市和小牛市的核心差异在哪？

2025 年 7 月 27 日

核心结论：近期市场持续走强，牛市氛围正在形成，不过投资者对牛市的级别还有较大的分歧。我们分析了大牛市和小牛市的差异，得到如下结论：（1）小牛市看盈利，大牛市盈利反而不是最重要的。1995 年以来，较大的牛市（涨幅超过 150%）有 3 次（1996-1997、2005-2007、2014-2015 年），只有 1 次（2005-2007）出现在名义 GDP 上行期。较小级别的牛市（涨幅 50-100% 左右）也有 3 次，均出现在名义 GDP 上行期。（2）宏观流动性（利率）和股市牛市级别关系较弱。2005 年以来 4 次牛市，2 次利率上行（2006-2007、2009 年），1 次利率下降（2014-2015 年），1 次利率震荡（2019-2021 年）。（3）政策和股市资金催化下往往较易产生较大牛市。历史上股权融资规模低于上市公司分红后，牛市级别都较大。1995 年、2005 年、2013 年均出现了股权融资规模低于分红，随后的 1996-1997、2006-2007、2014-2015 年，股市均出现了较大的牛市。历史上推出较高级别的指导股市发展的政策，往往容易驱动较大级别的牛市。1994、1999、2004、2014 年均较为积极的政策，随后 1 年内，股市均进入了级别可观的牛市。

- **（1）小牛市看盈利，大牛市盈利反而不是最重要的。**整体来看经济上行期出现牛市的概率还是比较高的，比如 2000-2001、2006-2007、2009、2020-2021 等。不过如果我们考虑牛市的级别，较大的牛市（涨幅超过 150%）有 3 次（1996-1997、2005-2007、2014-2015 年），只有 1 次（2005-2007）出现在名义 GDP 上行期，较小级别的牛市（涨幅 50-100% 左右）也有 3 次（1999-2001 年、2009 年、2019-2021 年），均出现在名义 GDP 上行期。ROE 上行期股市很难有熊市，但牛市涨幅和 ROE 改善幅度关系较弱。
- **（2）宏观流动性（利率）和股市牛市级别关系较弱。**如果影响牛市高度的不是盈利和经济，那是否会是宏观的流动性？以 10 年期国债利率和股市的关系来看，2005 年以来 4 次牛市，2 次利率上行（2006-2007、2009 年），1 次利率下降（2014-2015 年），1 次利率震荡（2019-2021 年）。两次大级别牛市（2005-2007、2014-2015 年）利率 1 次上行 1 次下降。
- **（3）政策和股市资金催化下往往较易产生较大牛市。**我们认为，股市在政策和微观流动性（股市层面的流动性）的共振下，往往较易产生较大的牛市。我们在此提供两个侧面证据：第一，历史上股权融资规模低于上市公司分红后，牛市级别都较大。另一个侧面证据是，历史上推出较高级别的指导股市发展的政策，往往容易驱动较大级别的牛市。
- **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：大牛市和小牛市的核心差异在哪？	4
二、本周市场变化	8
风险因素	12

表目录

表 1：配置建议表	8
-----------	---

图目录

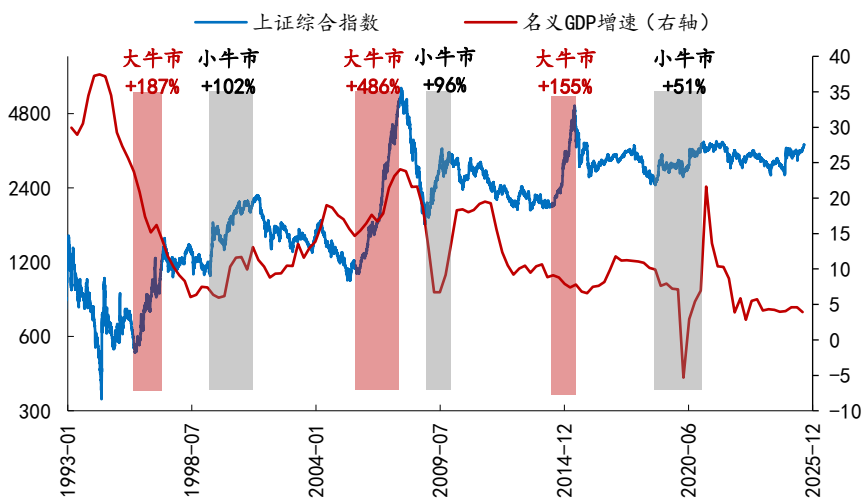
图 1：大牛市和小牛市往往交替出现，牛市高度和 GDP 改善幅度关系较弱（单位：点数，%）	4
图 2：ROE 上行期出现牛市概率高，但牛市涨幅和 ROE 改善幅度关系较弱（单位：点数，%）	5
图 3：宏观流动性（利率）和股市牛市级别关系较弱（单位：点数，%）	5
图 4：历史上股权融资规模低于上市公司分红后，牛市级别都较大（单位：亿元）	6
图 5：政策积极促进股市发展容易带来较大的牛市（单位：点数）	6
图 6：政策和资金推动，牛市主升浪来临（单位：点数）	7
图 7：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 8：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	9
图 9：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	9
图 10：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 11：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 12：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 13：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）	10
图 14：港股通累计净买入（单位：亿元）	10
图 15：融资余额（单位：亿元）	10
图 16：新发行基金份额（单位：亿份）	11
图 17：基金仓位估算（单位：%）	11
图 18：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	11
图 19：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	11
图 20：长期国债利率走势（单位：%）	11
图 21：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	11

一、策略观点：大牛市和小牛市的核心差异在哪？

近期市场持续走强，牛市氛围正在形成，不过投资者对牛市的级别还有较大的分歧。我们分析了大牛市和小牛市的差异，得到如下结论：（1）小牛市看盈利，大牛市盈利反而不是最重要的。1995 年以来，较大的牛市（涨幅超过 150%）有 3 次（1996-1997、2005-2007、2014-2015 年），只有 1 次（2005-2007）出现在名义 GDP 上行期。较小级别的牛市（涨幅 50-100% 左右）也有 3 次，均出现在名义 GDP 上行期。（2）宏观流动性（利率）和股市牛市级别关系较弱。2005 年以来 4 次牛市，2 次利率上行（2006-2007、2009 年），1 次利率下降（2014-2015 年），1 次利率震荡（2019-2021 年）。（3）政策和股市资金催化下往往较易产生较大牛市。历史上股权融资规模低于上市公司分红后，牛市级别都较大。1995 年、2005 年、2013 年均出现了股权融资规模低于分红，随后的 1996-1997、2006-2007、2014-2015 年，股市均出现了较大的牛市。历史上推出较高级别的指导股市发展的政策，往往容易驱动较大级别的牛市。1994、1999、2004、2014 年均有较为积极的政策，随后 1 年内，股市均进入了级别可观的牛市。

（1）小牛市看盈利，大牛市盈利反而不是最重要的。1995 年以来，以年度以上的时间来看，历次经济上行期，均没有出现明显的熊市。但也并不都是牛市，比如 03 年、10 年、16-17 年这三次 GDP 上行期，均是有结构性行情的震荡市。整体来看经济上行期出现牛市的概率还是比较高的，比如 2000-2001、2006-2007、2009、2020-2021 等。不过如果我们考虑牛市的级别，较大的牛市（涨幅超过 150%）有 3 次（1996-1997、2005-2007、2014-2015 年），只有 1 次（2005-2007）出现在名义 GDP 上行期，较小级别的牛市（涨幅 50-100% 左右）也有 3 次（1999-2001 年、2009 年、2019-2021 年），均出现在名义 GDP 上行期。

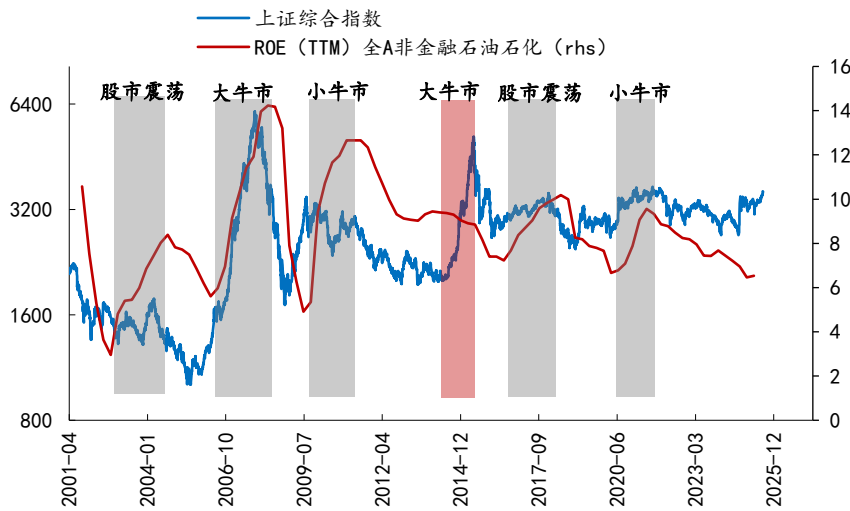
图 1：大牛市和小牛市往往交替出现，牛市高度和 GDP 改善幅度关系较弱（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

同样从上市公司 ROE (TTM) 盈利的角度看，结论也是类似的。ROE 上行期股市很难有熊市，但牛市涨幅和 ROE 改善幅度关系较弱，2006-2007 年全 A 的 ROE 改善幅度和 2009-2010 年类似，但牛市高度差别较大。2016-2017 年 ROE 改善幅度和 2020-2021 年类似，但市场涨幅差异明显，2014-2015 年 ROE 下降，但牛市高度较大。这些都说明牛市高度并不取决于上市公司盈利水平。

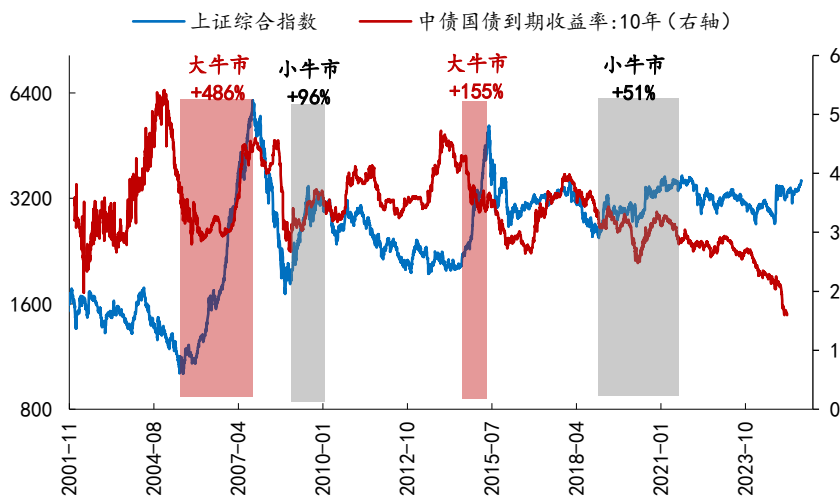
图 2：ROE 上行期出现牛市概率高，但牛市涨幅和 ROE 改善幅度关系较弱（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

（2）宏观流动性（利率）和股市牛市级别关系较弱。如果影响牛市高度的不是盈利和经济，那是否会是宏观的流动性？以 10 年期国债利率和股市的关系来看，2005 年以来 4 次牛市，2 次利率上行（2006-2007、2009 年），1 次利率下降（2014-2015 年），1 次利率震荡（2019-2021 年）。两次大级别牛市（2005-2007、2014-2015 年）利率 1 次上行 1 次下降。

图 3：宏观流动性（利率）和股市牛市级别关系较弱（单位：点数，%）

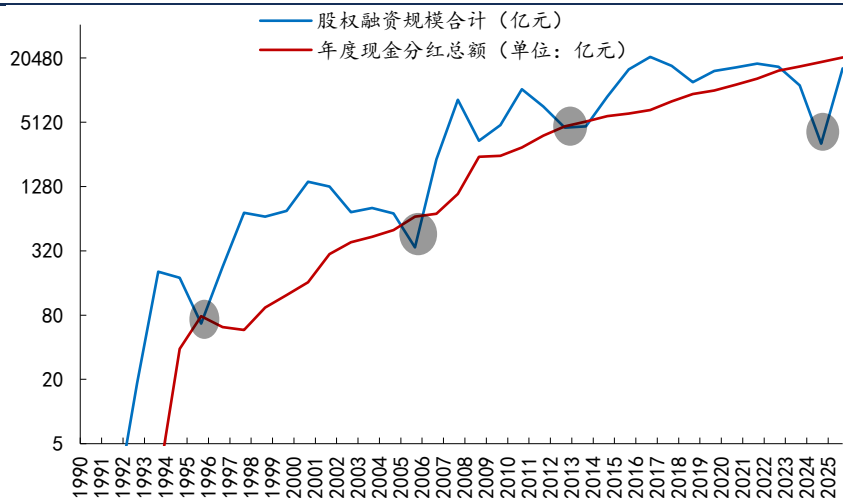


资料来源：万得，信达证券研发中心

（3）政策和股市资金催化下往往较易产生较大牛市。我们认为，股市在政策和微观流动性（股市层面的流动性）的共振下，往往较易产生较大的牛市。我们在此提供两个侧面证据：第一，历史上股权融资规模低于上市公司分红后，牛市级别都较大。股权融资是企业从股市融资的重要渠道，有利于实体经济的发展，但如果规模过大，会影响股市的供需。而一旦股权融资规模低于分红，则说明上市公司给股市注入了流动性，后续往往较易产生较大的牛市。1995 年、2005 年、2013 年均出现了股权融资规模低于分红，随后的 1996-1997、2006-

2007、2014-2015 年，股市均出现了较大的牛市。这一次股权融资规模低于分红出现在 2024 年，未来 2 年内有出现较大牛市的可能。

图 4：历史上股权融资规模低于上市公司分红后，牛市级别都较大（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心（注：2025 年为预测值）

另一个侧面证据是，历史上推出较高级别的指导股市发展的政策，往往容易驱动较大级别的牛市。1994、1999、2004、2014 年均有较为积极的政策，随后 1 年内，股市均进入了级别可观的牛市。

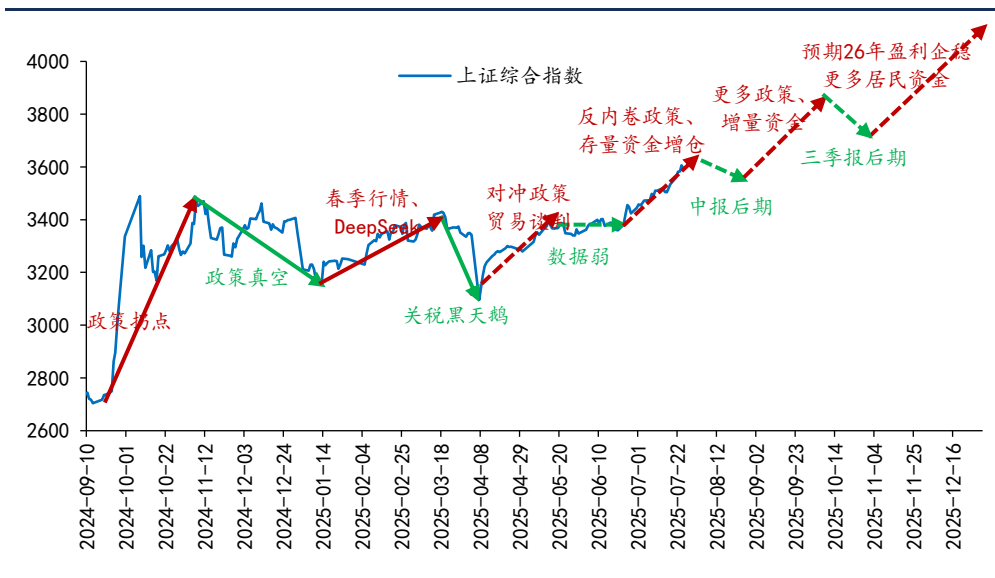
图 5：政策积极促进股市发展容易带来较大的牛市（单位：点数）



资料来源：万得，中国证券网，证券时报，中国政府网，信达证券研发中心

（4）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 月市场可能会在中美关税谈判进展、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。

图 6：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：哑铃策略转变为弹性策略。2024 年 10 月-2025 年 5 月，股市持续区间震荡，期间表现较强的板块更多是自下而上的哑铃策略，一端是保险资金主导的高股息，一端是量化游资等资金主导的小微盘。板块上整体表现较强的是新消费、AI 等和经济相关性弱的板块。随着赚钱效应的累积，股市资金状态可能会由之前局部资金流入转为全面资金流入，风格和风格或将会扩散，建议增配各风格内部具有弹性逻辑的方向。

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（化工、建材、钢铁）：**通缩环境下，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、传媒、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持续低估已经不合理。（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

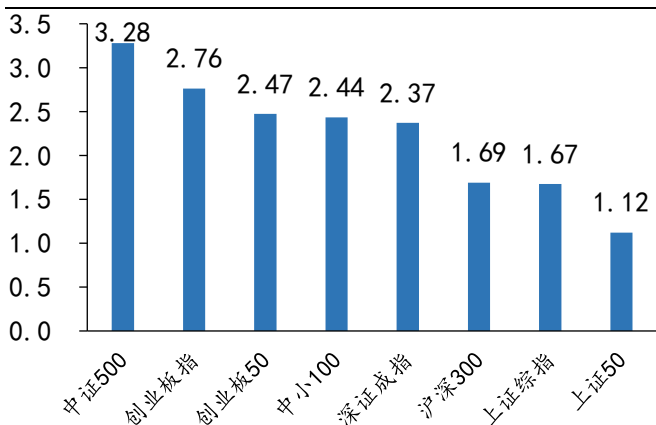
二、本周市场变化

本周A股主要指数大多上涨，其中中证500（3.28%）、创业板指（2.76%）、创业板50（2.47%）涨幅靠前，上证50（1.12%）、上证综指（1.67%）、沪深300（1.69%）涨幅靠后。申万一级行业中，建筑材料（8.20%）、煤炭（7.98%）、钢铁（7.67%）领涨，银行（-2.87%）、通信（-0.77%）、公用事业（-0.27%）跌幅居前。概念股中，氢能（19.77%）、民爆概念（11.47%）、水泥概念（9.24%）领涨，固态电池（-9.10%）、卫星概念（-7.06%）、NFT（-2.63%）领跌。

本周全球股市重要指数涨跌分化，其中日经225（4.11%）、恒生指数（2.27%）、墨西哥MXS（1.87%）表现靠前，印度SENSEX30（-0.36%）、德国DAX（-0.30%）、巴西圣保罗指数（0.11%）表现靠后。本周商品市场重要指数中，玻璃（24.08%）、PVC（8.49%）、螺纹钢（6.33%）涨幅较大，NYMEX原油（-1.46%）、国际黄金（-0.71%）、铁矿石（1.14%）表现靠后。另外在2025年全球大类资产年收益率指标中，黄金（26.41%）、富时新兴市场指数（13.76%）、富时环球（12.07%）排名较高，而美元指数（-9.97%）、布伦特原油（-8.37%）、LME铜（1.11%）排名靠后。

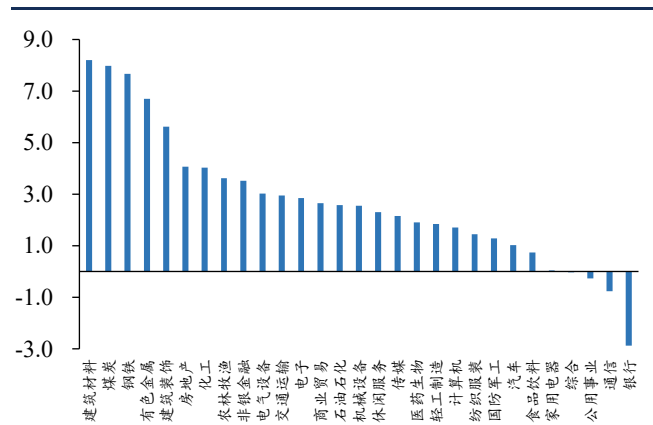
A股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计295.66亿元（前值净流入196.22亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行16563亿元，累计净回笼705亿元。截至2025年7月26日，银行间拆借利率本周均值相比前期上升，十年期国债收益率本周均值相比前期有所上升。普通股票型基金本周仓位均值相比前期上升，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期下降。

图7：A股主要指数周涨跌幅（单位：%）



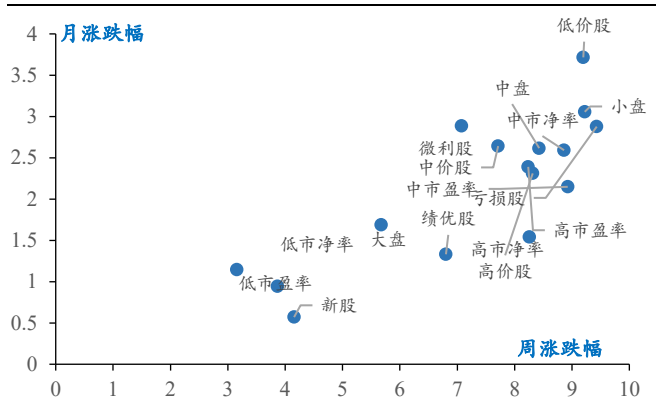
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图8：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



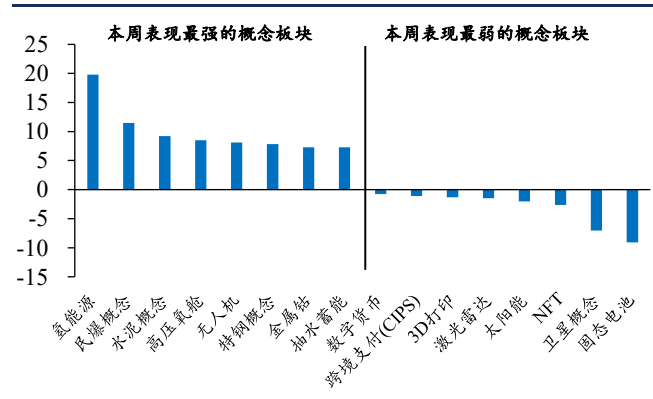
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图9：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

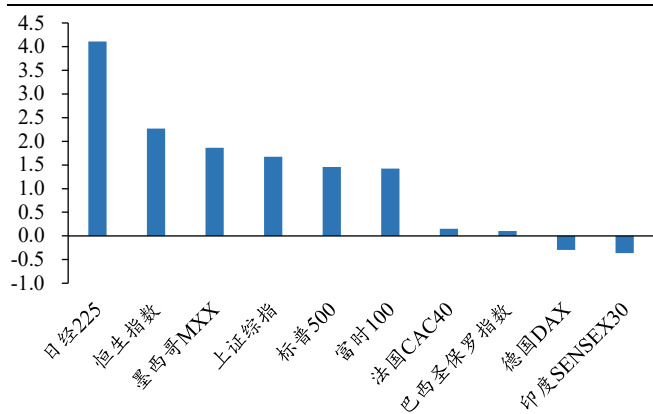
图10：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

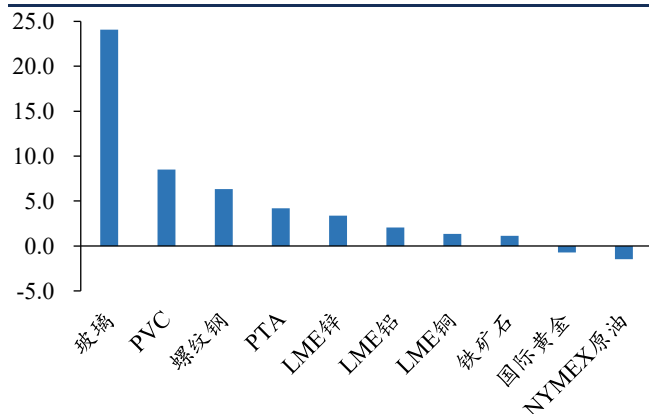


图 11: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)



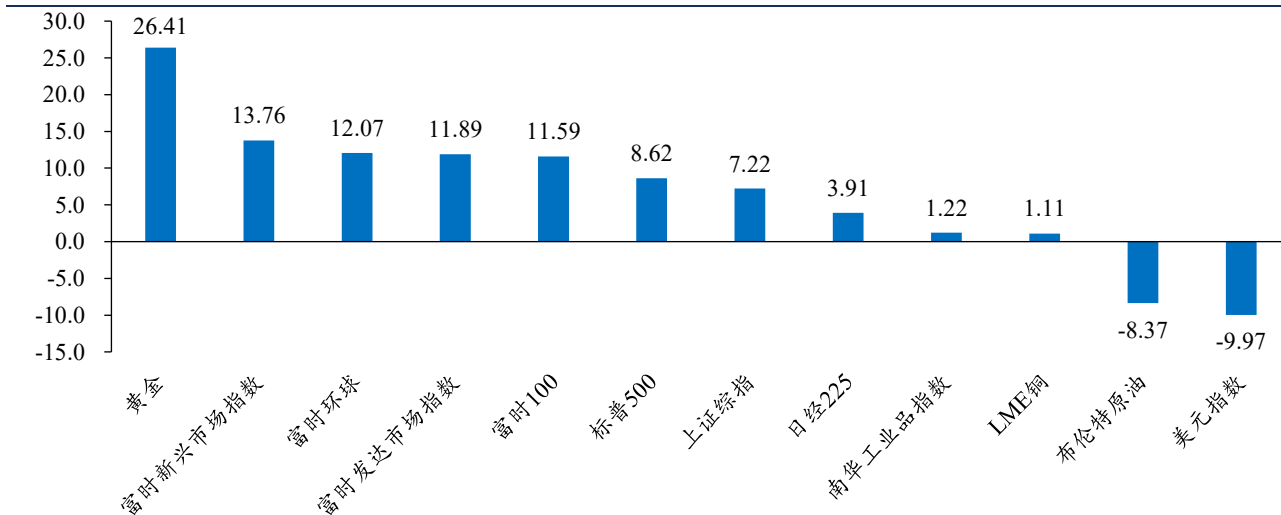
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 12: 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

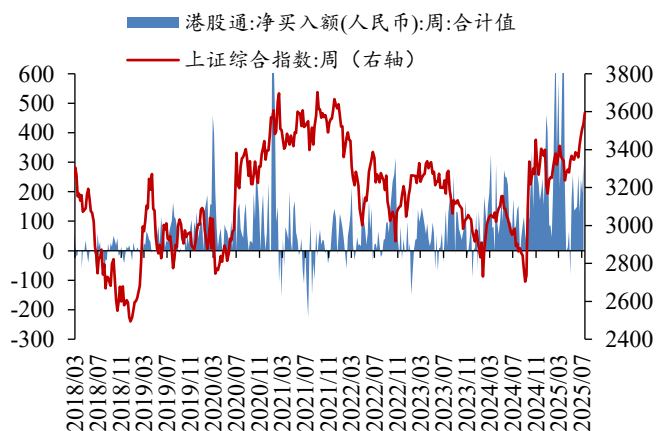
图 13: 2025 年至今全球大类资产收益率 (单位: %)



资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

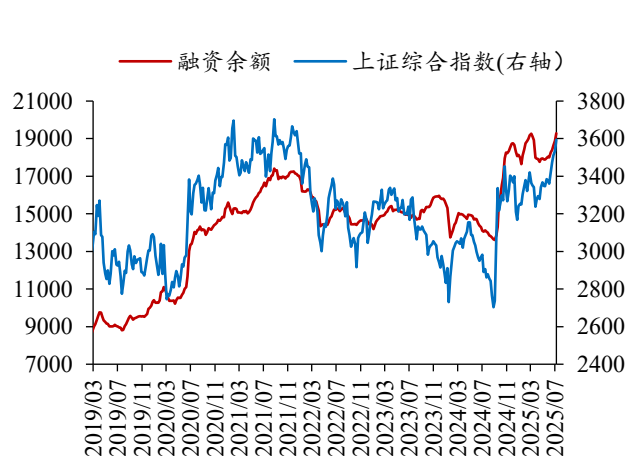
注: 统计日期截至 2025 年 7 月 26 日

图 14: 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

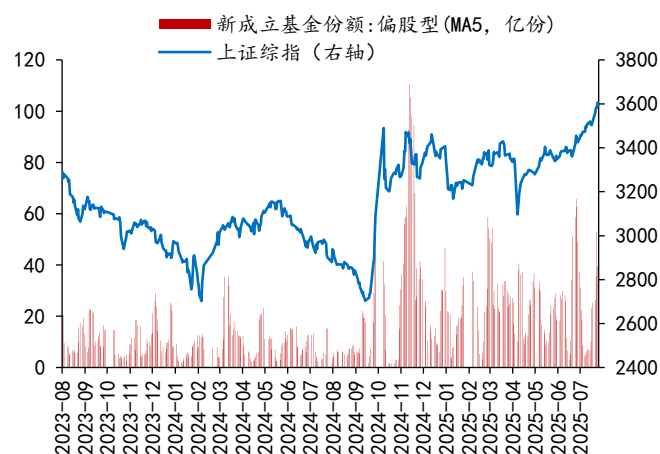
图 15: 融资余额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

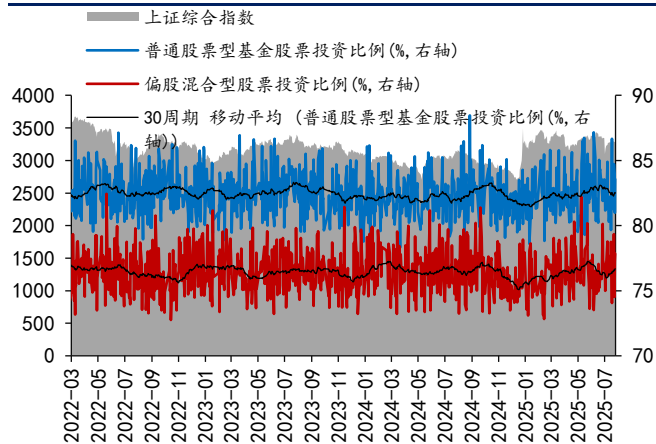


图 16: 新发行基金份额 (单位: 亿份)



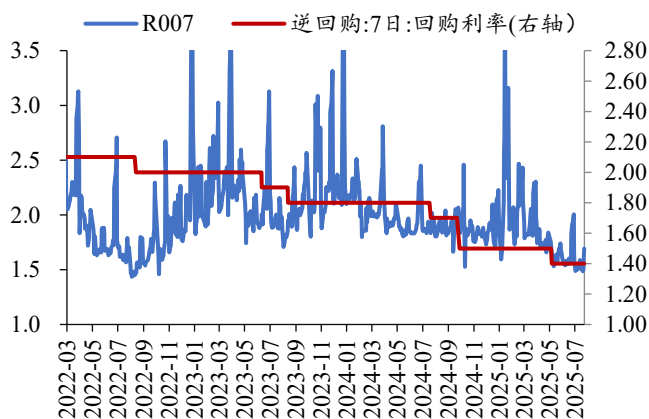
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 基金仓位估算 (单位: %)



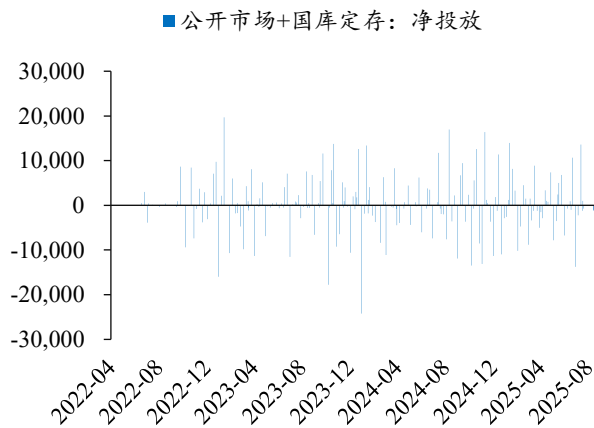
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)



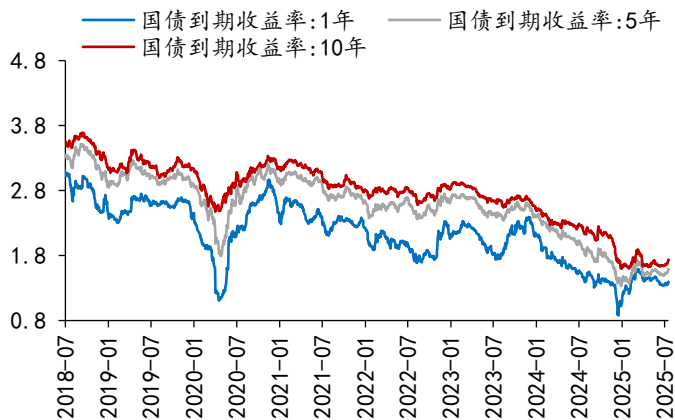
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 19: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)



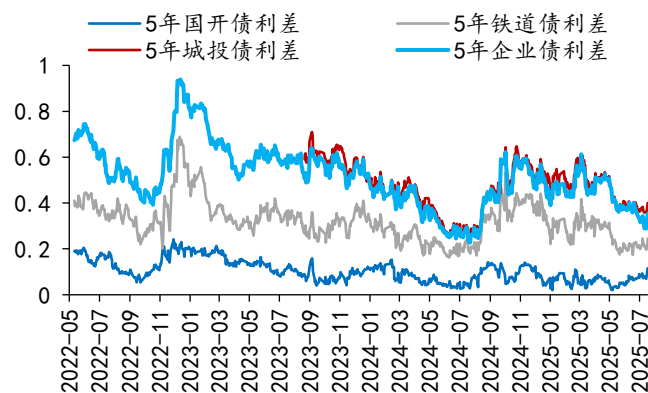
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20: 长期国债利率走势 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 21: 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。