



Research and
Development Center

政策和资产荒共振的牛市

——2025 年中期策略

2025 年 7 月 23 日

证券研究报告

策略研究

策略深度报告

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

政策和资产荒共振的牛市

2025 年 7 月 23 日

核心结论：

- **通缩和房地产市场下行较难改变牛市趋势。**整体来看我们认为 2025 年 Q2 的经济增速虽然较 Q1 放缓但依然不低，不过 PPI 和 CPI 数据依然偏弱。当前经济面临最重要的问题之一是通缩风险。通缩风险对企业盈利通常会产生负面的影响，通缩初期也会对股市走势产生负面影响。但通缩后期，A 股容易出现流动性牛市，比如 1999-2001、2013-2015。牛市重要的驱动力量之一是股市政策驱动股权融资减少，2023 年下半年以来，随着股权融资规模的下降，股市的供需结构也在扭转，我们认为当下市场也具备政策和流动性驱动牛市的条件。
- **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。**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，所以资产荒可能比 2014 年更严重。资产荒的环境下，已经对市场产生影响的是保险资金，我们认为后续随时可能会加强的是居民资金。随着去年 9 月，股市熊转牛以来，股市的赚钱效应逐渐企稳，居民资金加速流入的条件逐步具备，下半年需要重点跟踪。
- **战略上，2025 年下半年可能会出现类似 2014 年下半年的突破，战术上要等待经济或政策的催化。**战略上，去年 10 月以来震荡市的特征有：估值位置偏低、上市公司盈利偏弱、政策基调积极、各类主题机会活跃，这些很像 2013 年-2014 年中和 2019 年的震荡市，最终的结局大概率是更全面的牛市。战术层面，之前突破的临界点（2014 年 7 月和 2020 年 7 月）均有政策和经济高频数据催化，目前需要等待观察 1-2 个月。
- **去年 9 月以来风格类似 13 年，后续可能会发展成 14 年的风格。**目前市场特征是：虽然自上而下宏观经济尚未出现超预期变化，但股市中结构性机会很多。2013-2015 年，经济增速也偏弱，期间还出现过 2013 年 6 月的钱荒、2014 年上半年房地产销售投资下降、2014 年下半年通缩风险持续深化等利空，但这些利空对股市的影响大多短暂，没有改变牛市的大格局。去年 9 月以来的市场风格也类似 13-15 年：产业新、标的小、轮动快。背后的主要原因是：经济弱市场强、老资金（主动公募）萎缩而新资金（融资余额、游资量化等）强、政策持续托底（IPO 速度慢）。
- **行业配置建议：1、稳健策略：非银、银行：**指数权重重大且机构低配，保险和 ETF 资金驱动估值修复，震荡一旦完成可能会重演 2014 年下半年的行情。**2、需要轮动的策略：新消费、AI。**有新的产业逻辑，有利润兑现但尚未展现出利润高弹性。AI 中更看好传媒，因为目前传媒在 AI 各细分行业中估值较低，AI 下一波产业逻辑变化重点关注应用变化，传媒中部

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

分细分行业如 IP 等也有新消费属性。**3、军工&有色：**供需格局好，受宏观经济和风格变化影响小，地缘冲突事件催化较多。

- **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；流动性环境超预期收紧风险；历史数据不代表未来。

目 录

一、通缩和房地产市场下行较难改变牛市趋势	6
1.1 PPI 下行后期，政策和流动性改善也可能驱动牛市	6
1.2 政策影响减弱，房地产市场再次走弱	9
1.3 去产能对当期盈利影响较小	11
1.4 宏观层面的资产荒可能超过 2014 年	13
二、年度级别震荡市，后续的结局如何？	14
2.1 去年 10 月以来的震荡市，类似 2013 和 2019 年，结局大概率是全面牛市	14
2.2 结构牛升级为全面牛的原因：经济反弹、政策积极、居民资金流入	15
2.3 当下的判断：指数进入震荡期，Q3 后期或 Q4 市场有望中枢抬升	17
三、去年 9 月以来风格类似 13 年，后续可能会发展成 14 年的风格	18
3.1 关税冲击对指数的影响或已结束，但对行业的影响仍将持续	18
3.2 去年 9 月以来风格类似 13-15 年：产业新、标的小、轮动快	18
四、行业配置建议	22
4.1 稳健的配置策略：银行、非银	22
4.1.1 银行行情的本质：过度低估后，没有景气度改善也能上涨	22
4.1.2 非银金融可能走出估值陷阱，保险弹性可能较大	23
4.1.3 金融能否重演 14 年下半年行情	24
4.1.4 券商板块有可能是轮动的最后一棒，Q4 是重要的时间窗口	25
4.1.5 ETF 资金流入可能影响风格偏价值	26
4.2 需要做波段的配置策略：新消费和 AI	27
4.2.1 价值股相对于成长股的估值比较优势有所减弱	27
4.2.2 业绩兑现弱的成长牛市中较大休整：2-3 个月	29
4.2.3 新消费和 AI 行情扩散的相似性	31
4.3 军工：主题活跃的牛市中往往不会缺席	33
4.4 有色金属：业绩兑现较好，主题行情也有望受益	34
风险因素	36

表 目 录

表 1：历史上 A 股年度级别震荡市汇总	14
表 2：各一级行业在宽基指数中市值占比与公募基金持仓比例对比（单位：%）	27
表 3：新消费和之前的 AI 产业逻辑不同，但细分行业的扩散方式有些类似	31
表 4：科技类 ETF 规模前 15	33
表 5：消费类 ETF 规模前 15	33

图 目 录

图 1：2025 年 Q2GDP 增长符合预期（单位：%）	6
图 2：PPI 和 CPI 数据依然偏弱（单位：%）	6
图 3：2011-2012 年通缩前期，股市熊市，2014-2015 通缩后期，股市牛市（单位：点数，%）	6
图 4：2024 年以来通缩后期，股市可能进入牛市（单位：点数，%）	6
图 5：2011-2012 年，股市和盈利密切相关，2014-2015 股市和盈利脱钩（单位：点数，%）	7
图 6：2021-2023 年，股市和盈利密切相关，2024 年以来股市和盈利脱钩（单位：点数，%）	7
图 7：1996 年-2001 年、2006 年-2007 年、2013 年-2015 年 A 股出现了 3 次大牛市（单位：点数，%）	8
图 8：2023 年下半年以来股市供需结构发生扭转（单位：亿元）	8
图 9：2025 年 Q2 之后一线城市房地产二手房价格又走弱（单位：点数）	9
图 10：商品房销售面积继续磨底（单位：万平方米）	9
图 11：2006 年中-2012 年中美国房价下降持续了 6 年（单位：点）	9
图 12：美国房价下降到后期二手房销售开始磨底（单位：点，万套）	9
图 13：量化宽松是美股见底的信号（单位：点，百万美元）	10
图 14：中国香港房价长期下行期间港股并非持续熊市（单位：点，港元/平方米）	10
图 15：中国香港房地产其他指标下降 3 年后磨底（单位：千平方米，份）	10
图 16：资本开支增速拐点大多滞后收入拐点（单位：%）	11



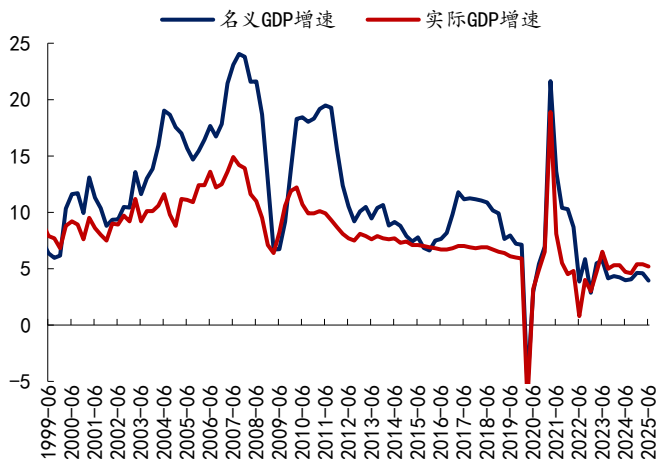
图 17: 资本开支到形成产能还会再次滞后 (单位: %)	11
图 18: 去产能对当下供需平衡点影响很小, 但对下一轮涨价高度有较大影响	12
图 19: 2011-15 年的产能过剩, 面临过两次需求下台阶 (单位: %)	12
图 20: 当下的产能过剩, 更重要的是关注需求能否稳住 (单位: %)	12
图 21: 过去 2 年利率下降幅度比 2014 年大 (单位: %)	13
图 22: 过去 2 年各类利率下降幅度比 2014 年大 (单位: %)	13
图 23: 过去 2 年居民存款/GDP 上升幅度比 2014 年更大 (单位: 倍数)	13
图 24: 013-2014 年 Q2 震荡, 2014 年 7 月底全 A 指数突破 (单位: 点数)	14
图 25: 2019 年 Q2-2020 年 Q2 震荡, 2020 年 7 月初突破 (单位: 点数)	14
图 26: 2014 年 7 月指数突破前后, 盈利还在下行 (单位: 点数, %)	15
图 27: 2014 年 7 月之前 PMI 连续 3 个月反弹 (单位: %)	15
图 28: 14 年 7 月融资余额比指数更早新高 (单位: 点数, 亿元)	15
图 29: 14 年 7 月股票开户数和指数同步回升 (单位: 点数, 万户)	15
图 30: 20 年 7 月指数突破前后, 盈利还在下行 (单位: 点数, %)	16
图 31: 20 年 7 月前后 PMI 连续快速回升 (单位: %)	16
图 32: 20 年 7 月融资余额和指数同步回升 (单位: 点数, 亿元)	16
图 33: 20 年 7 月新发基金比指数更强 (单位: 点数, 亿份)	16
图 34: 指数进入震荡期, Q3 后期或 Q4 有望回归牛市状态 (单位: 点数)	17
图 35: 13 年钱荒冲击杀估值跌幅较大, 杀盈利阶段横盘震荡 (单位: 点数, %)	18
图 36: 2013-15 年牛市各行业涨跌幅 (单位: %)	19
图 37: 2013-15 年消费中各行业涨跌幅 (单位: %)	19
图 38: 2013-15 年小盘风格较强 (单位: %)	19
图 39: 最近 1 个季度小盘风格也表现较强 (单位: %)	19
图 40: 13 年-15 年 TMT 的波动也很大 (单位: %)	20
图 41: 2013-2015 年牛市期间 GDP 增速一直偏弱 (单位: 点数, %)	20
图 42: 2013-2014 年公募主动权益基金份额一直在减少 (单位: 亿份)	21
图 43: 2013-14 年 IPO 融资规模也比较低 (单位: 亿元)	21
图 44: 2013-15 年融资余额带来新资金 (单位: 点数, 亿元)	21
图 45: 2012 年之后金融板块 ROE 和 PB 同步下行 (单位: 倍, %)	22
图 46: 2012 年之后银行板块 ROE 和 PB 同时回落 (单位: 倍, %)	22
图 47: 银行 PB 下降比 ROE 快后, 出现了估值修复 (单位: 倍, %)	23
图 48: 非银 PB 下降比 ROE 快后, 也可能出现估值修复 (单位: 倍, %)	23
图 49: 非银金融 2018 年之后 ROE 和 PB 均走弱 (单位: 倍, %)	23
图 50: 非银金融当前估值处于低位, ROE 如果上升估值修复弹性较大 (单位: 倍, %)	23
图 51: 2014 年 Q1 末公募低配金融较多, 下半年迎来较大修复 (单位: %)	24
图 52: 2014 年 11 月沪股通+央行降息双重催化 (单位: %)	24
图 53: 2014 年 Q4, A 股相对 H 股由低估快速转为高估 (单位: %)	24
图 54: 证券既可能是牛市主升浪的信号, 也可能是轮动的最后一棒 (单位: 点数, 倍)	25
图 55: 历次牛市中非银的超额收益情况 (单位: 点数, %)	26
图 56: 2021 年之后 3 年消费成长估值收缩接近历史低点 (单位: 倍数)	28
图 57: 2021 年之后 3 年价值类板块估值整体抬升 (单位: 倍)	28
图 58: 2022 年下半年到 2024 年以杀估值为主 (单位: 倍数, %)	29
图 59: 食品饮料、医药生物等大部分必选消费 ROE 较为稳定, 但弹性较小 (单位: %)	29
图 60: 部分可选消费 ROE 弹性可能更大 (单位: %)	29
图 61: 13-15 年业绩兑现强和业绩兑现弱阶段成长股超额收益波动差别很大 (单位: 倍)	30
图 62: 2013 年 TMT 板块归母净利润增速上行 (单位: %)	30
图 63: 2013 年 TMT 归母净利润增速超过全 A (单位: %)	30
图 64: 2014-15 年的 TMT 板块 ROE 震荡 (单位: %)	31
图 65: 2014-15 年 TMT 板块业绩优势没有进一步扩大 (单位: %)	31
图 66: AI 相关行业成交额占比 (单位: %)	32
图 67: 新消费相关行业成交额占比 (单位: %)	32
图 68: 13-15 年成长股牛市军工在中后期涨幅较高 (单位: 倍数)	34
图 69: 相对于当前 ROE 水平周期板块估值整体并不处于非常低的水平 (单位: 倍, %)	35
图 70: 周期板块中有色金属业绩兑现较好 (单位: %)	35

一、通缩和房地产市场下行较难改变牛市趋势

1.1 PPI 下行后期，政策和流动性改善也可能驱动牛市

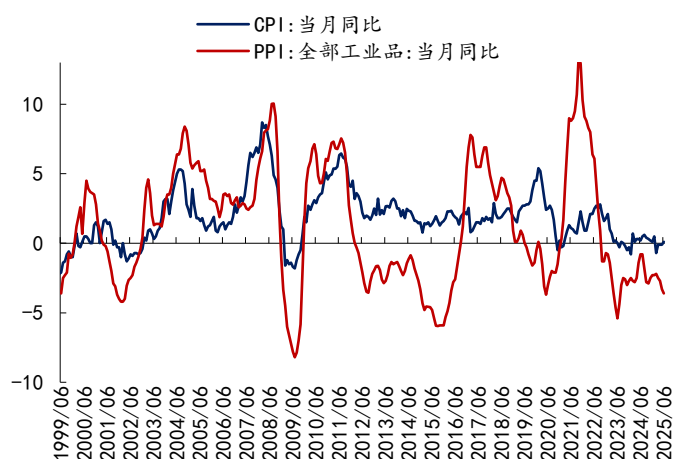
2025 年 Q2 经济增速不低，但通胀数据偏弱。2025 年 Q2 实际 GDP 增速 5.2%，2025 年 Q2 工业增加值、消费、基建投资、出口数据大多较好，但房地产投资数据偏弱。整体来看我们认为 2025 年 Q2 的经济增速虽然较 Q1 放缓但依然不低，不过 PPI 和 CPI 数据依然偏弱，这可能说明很多行业面临供需格局较差的风险，利润水平依然承压。

图 1：2025 年 Q2GDP 增长符合预期（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

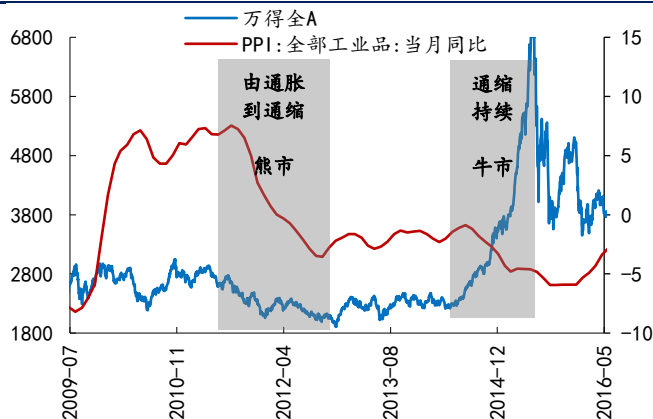
图 2：PPI 和 CPI 数据依然偏弱（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2014-2015 年，PPI 也是持续下行，但牛市越来越强。2011-2015 年，经济从高点回落，PPI 从通胀的状态进入持续通缩，各行业有产能过剩现象。PPI 从高位回落到通缩的初期（2011-2012 年），股市是熊市，但是通缩的后期（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，但近期虽然 PPI 依然有下降的压力，股市反而很强。

图 3：2011-2012 年通缩前期，股市熊市，2014-2015 通缩后期，股市牛市（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

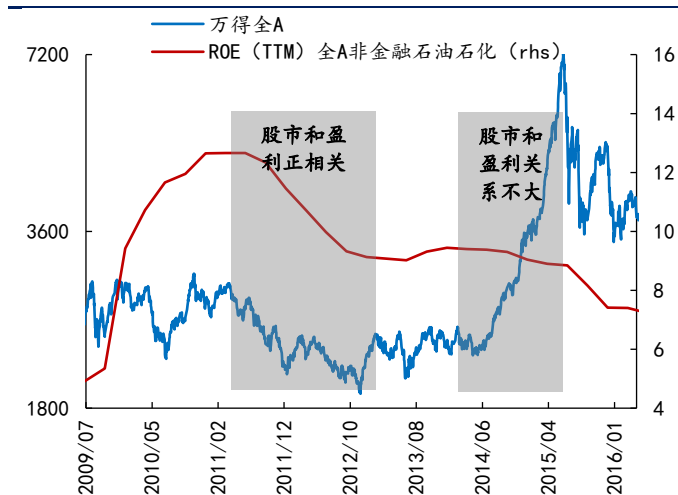
图 4：2021-2023 通缩前期，股市熊市，2024 年以来通缩后期，股市可能进入牛市（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

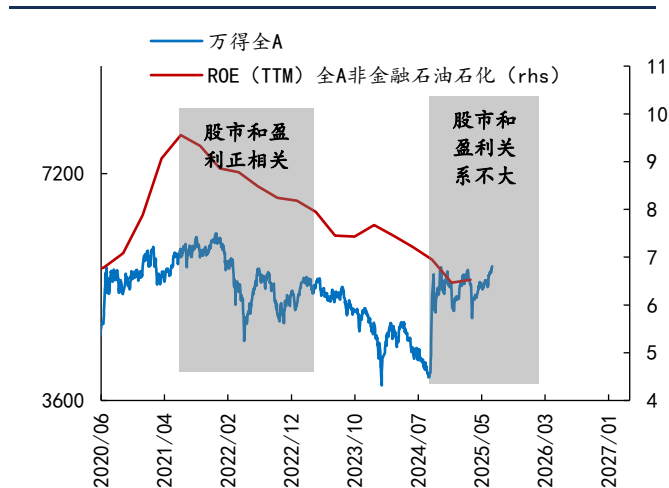
背后的原因可能在于，在 PPI 下降的初期，盈利的负面影响占主导，但 PPI 下降到负值足够长时间后，政策和流动性因素可能会持续改善，导致股市表现和盈利脱钩。去年 9 月以来，我们能够明显看到，经济预期的下降、房地产数据和 PPI 数据的波动对股市影响越来越小，这可能意味着股市已经进入了类似 2013-2015 年的阶段。

图 5：2011-2012 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 6：2021-2023 年，股市和盈利密切相关，2024 年以来股市和盈利脱钩（单位：点数，%）

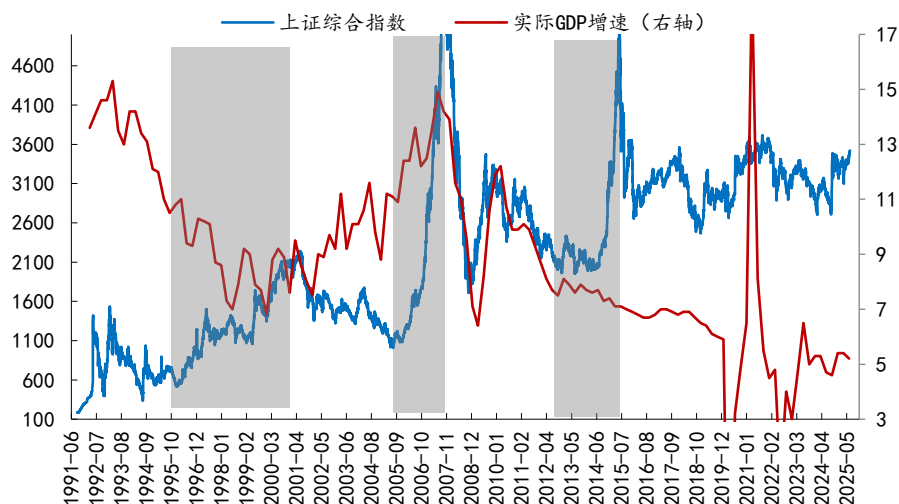


资料来源：万得，信达证券研发中心

牛市重要的驱动力量：股市政策驱动股权融资减少。A 股历史上较大级别的牛市主要是 3 次，分别是 1996-2001 年、2006-2007 年和 2013-2015 年，期间指数的涨幅均高达 150% 以上。但有意思的是，这三次大牛市，其中两次均出现在 GDP 下台阶的过程中（1996-2001 年和 2014-2015 年），而三次牛市均有政策对股市微观投资者结构改善的影响。

1996-2001 年股市大牛市，政策层面始于 1994 年 7 月，《人民日报》发表证监会与国务院有关部门共商稳定和发展股票市场的措施的文章。宣布三项“救市”措施，分别为“停发新股、允许券商融资、成立中外合资基金”，俗称“三大政策”。2005-2007 年牛市，始于 2004 年国务院发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（简称国九条），之后的股权分置改革，推动大股东让利给二级市场投资者。2014-2015 年牛市，背后也有政策的积极影响，2014 年 5 月，国务院发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（简称新国九条），随后私募快速发展，股市迎来明显的增量资金。

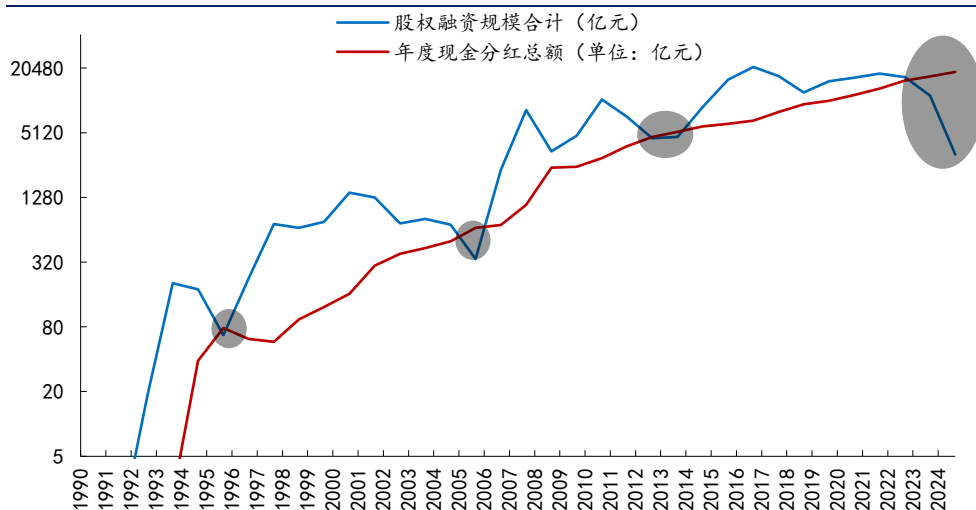
图 7：1996 年-2001 年、2006 年-2007 年、2013 年-2015 年 A 股出现了 3 次大牛市（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

背后的原因或在于，政策影响下，股权融资金额开始小于公司分红总额。我们认为这一次熊牛转折，最重要的力量之一是来自股市供需格局的转变。A 股的投资者结构中，重要力量之一是上市公司和大股东，也就是产业资本。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，分别是 1995 年、2005 年、2013 年，这几次过后，不管经济是否改善，股市都会出现较大级别的牛市。2023 年下半年以来，随着股权融资规模的下降，股市的供需结构也在扭转，我们认为这是牛市最重要的力量之一。而且可以预见的是，考虑到政策导向阶段性收紧 IPO，提升上市公司质量，短期内股权融资规模尚难快速回升。

图 8：2023 年下半年以来股市供需结构发生扭转（单位：亿元）

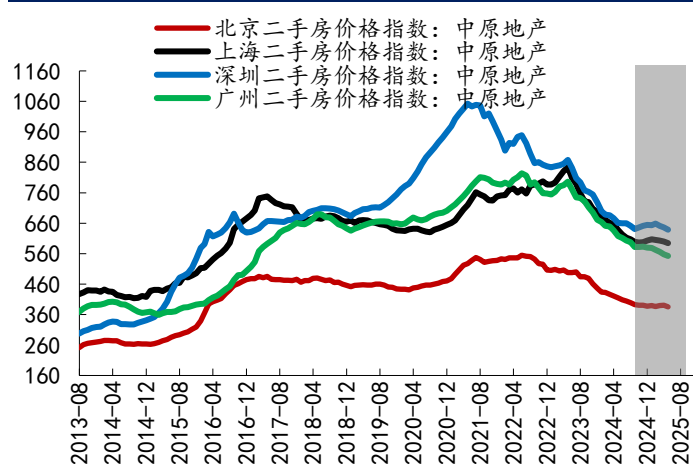


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 政策影响减弱，房地产市场再次走弱

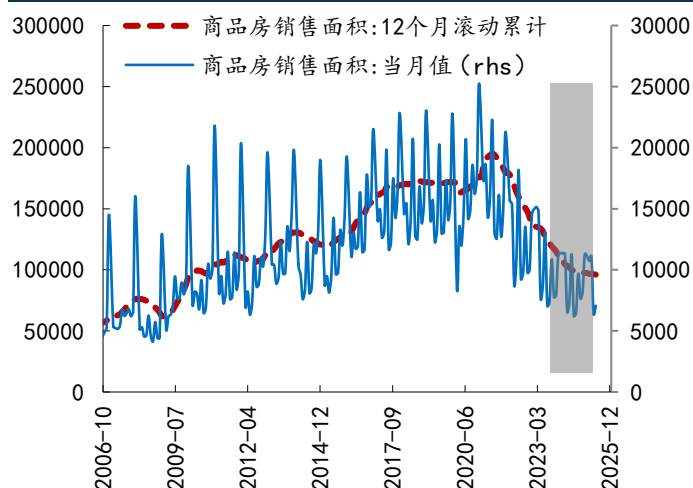
政策影响减弱和季节性因素影响下，房地产销售和价格再次走弱。2024 年 9 月-2025 年 3 月，房地产市场出现了微弱的反弹，价格和销售都有企稳，特别是部分一线城市的二手房销售出现了明显改善。不过从 4 月开始全国房地产市场再次降温，一方面有季节性的影响，另一方面可能也是去年 9 月后政策影响逐渐减弱。

图 9：2025 年 Q2 之后一线城市房地产二手房价格又走弱（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

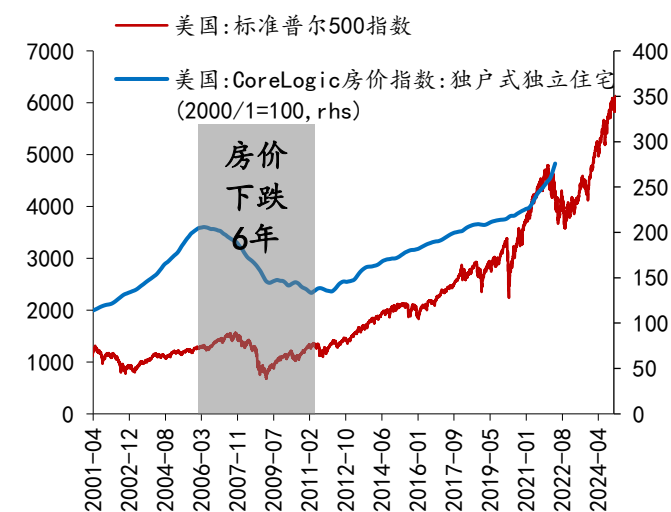
图 10：商品房销售面积继续磨底（单位：万平方米）



资料来源：万得，信达证券研发中心

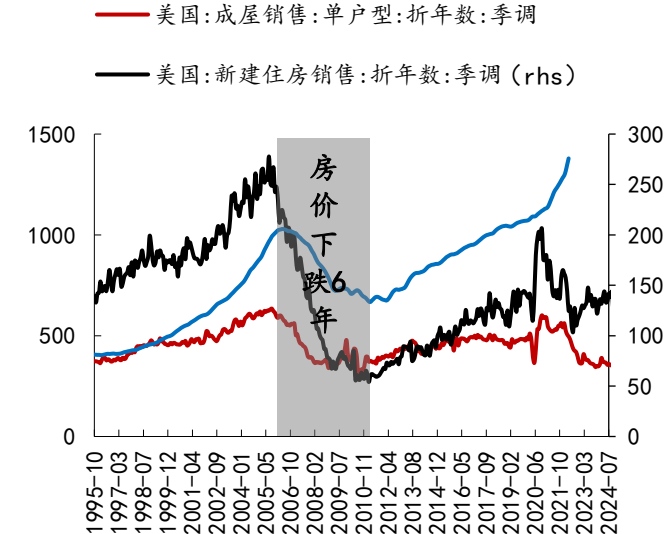
地产下降后半段，股市有望脱离地产独立走强。次贷危机后美国房价持续下降了 6 年，但美股熊市仅持续 1 年半即开始企稳回升。2006 年中-2012 年中，受次贷危机影响，美国房价持续下降了 6 年，但标普 500 熊市出现在 2007 年 10 月-2009 年 3 月，仅持续了一年半的时间。同时，房价下降到后期，二手房销售开始磨底。

图 11：2006 年中-2012 年中美国房价下降持续了 6 年（单位：点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：美国房价下降到后期二手房销售开始磨底（单位：点，万套）

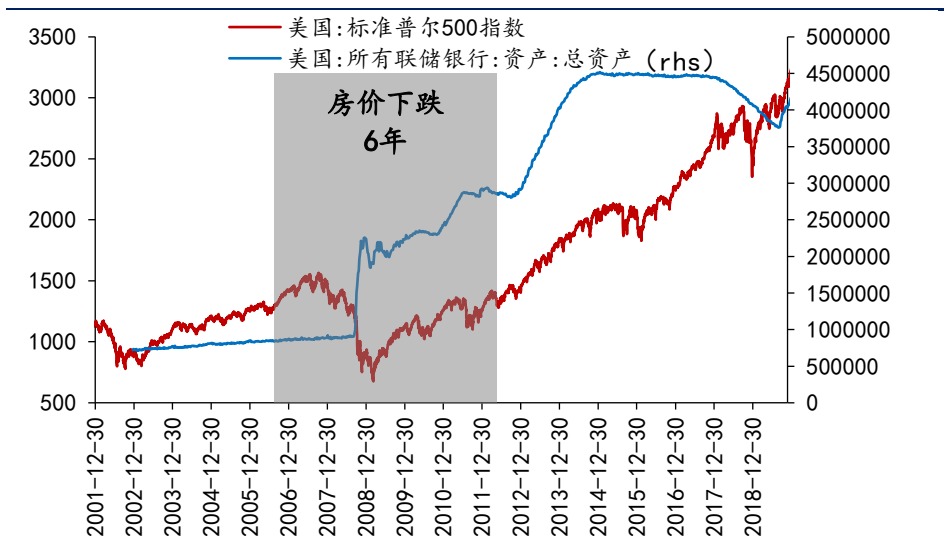


资料来源：万得，信达证券研发中心



出现这种情况主要是从 2008 年底开始，美联储开启了量化宽松。第一次量化宽松（QE1）后，经济依然偏弱，后续还有 QE2、QE3，直到 2014 年量化宽松才停止，但股市的反转在 QE1 后就开始了。国内 2014-2015 年的货币宽松和房地产棚改政策也是类似的，确认经济企稳回升是 2016 年以后，但股市牛市已经在政策全面转向的 2014 年下半年就展开了。所以当下来看，我们认为去年 9 月的政策拐点，方向上有望标志着熊市的结束，短期效果和力度如何大概率只影响市场的节奏。

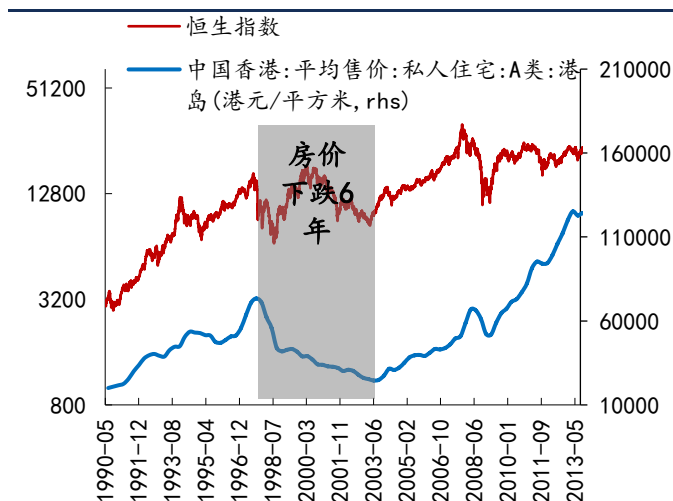
图 13：量化宽松是美股见底的信号（单位：点，百万美元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

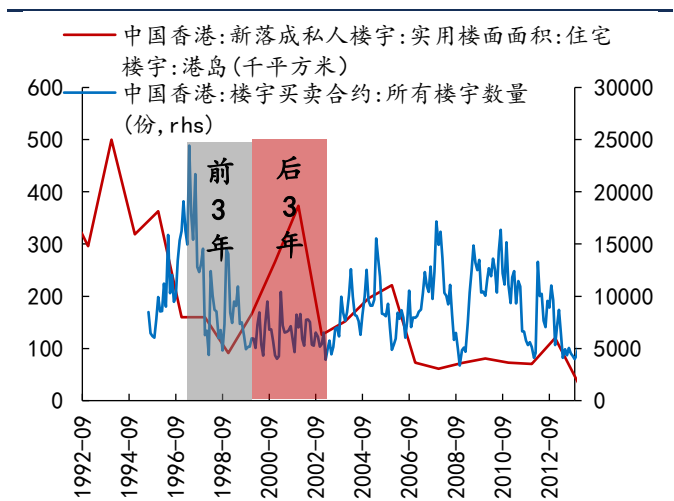
中国香港房地产市场长期下行期间，港股也并非持续熊市。1998 年受亚洲金融危机影响，中国香港房地产市场从 1998 年到 2003 年房价出现连续 6 年下降，但除房价外，其他房地产指标下降 3 年后开始磨底。在房地产市场下行期间恒生指数出现过两段熊市，分别是 1997 年 8 月-1998 年 8 月（1 年）、2000 年 7 月-2003 年 6 月（3 年）。中间 1998 年 8 月-2000 年 7 月恒生指数走强了近 2 年。

图 14：中国香港房价长期下行期间港股并非持续熊市（单位：点，港元/平方米）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15：中国香港房地产其他指标下降 3 年后磨底（单位：千平方米，份）

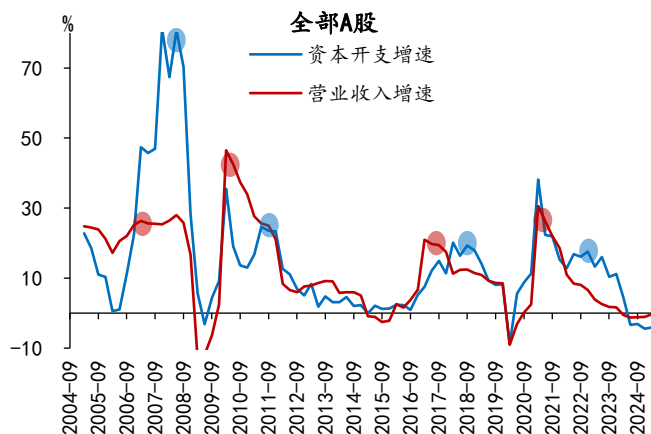


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 去产能对当期盈利影响较小

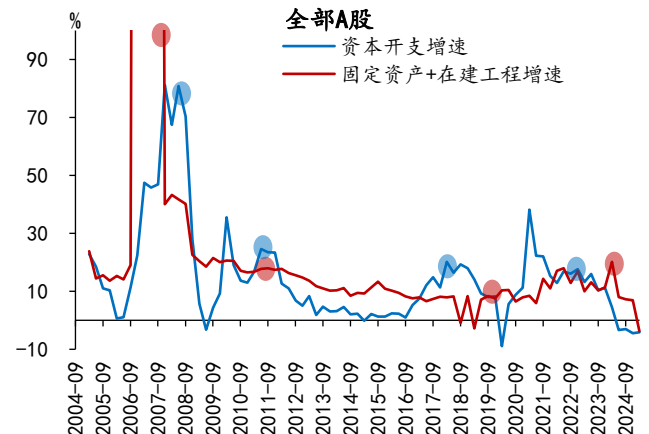
近期市场和政策层面密切关注反内卷和去产能，这是产能过剩周期进入后期的标志，不管有没有政策，实质性的市场化的产能收缩（产能增速弱于收入增速）已经在进行了。随着 2021 年以来企业收入的持续下降，全 A 的资本开支累计同比已经持续 1 年负增长了，持续负增长的时间长度是 2005 年以来最长。产能周期中，产能建设和去化往往会滞后实际需求的变化。历次全 A 产能周期见顶，均是营业收入先走弱，资本开支往往走弱得更晚或更慢，而且由于资本开支到形成固定资产（产能）还需要些时间，所以导致营业收入开始稳定的阶段，往往产能过剩还会持续一段时间。

图 16：资本开支增速拐点大多滞后收入拐点（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

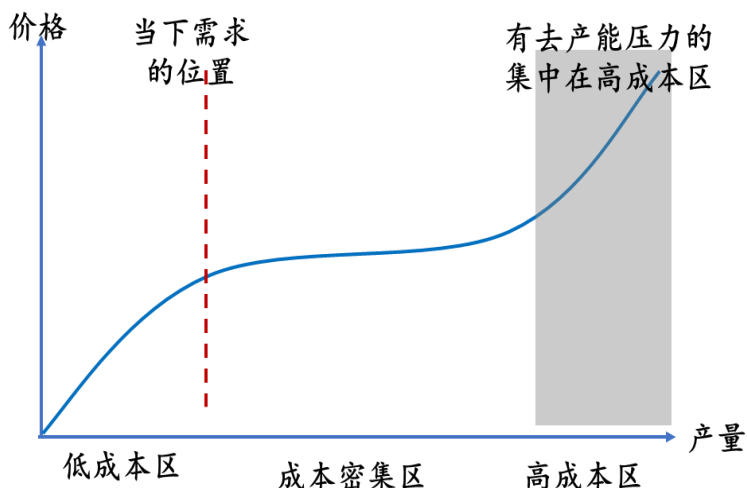
图 17：资本开支到形成产能还会再次滞后（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

去产能的效果往往在需求改善的时候才能明显地看到。去产能是产能周期中的重要部分，但是需要重视的是，如果需求没有出现拐点，去产能对盈利的短期影响不大。大宗商品的供需研究有一个经验：“需求决定方向，供给决定高度”。而我们认为，去产能等政策主要影响的是供给，通常决定后续商品价格反转后的高度，而较难直接改变商品价格的方向。因为在行业价格下行期，行业供需平衡点往往会处在低成本区，也就是说大部分企业都在亏钱。而需要去产能的主要是成本很高的部分，这一部分产能即使去掉了，也不会马上对价格产生影响，因为这些高成本的产能可能在去产能之前就已经停产了。只有当需求改善的时候，价格涨过成本密集区，往往才能感觉到去产能的影响。

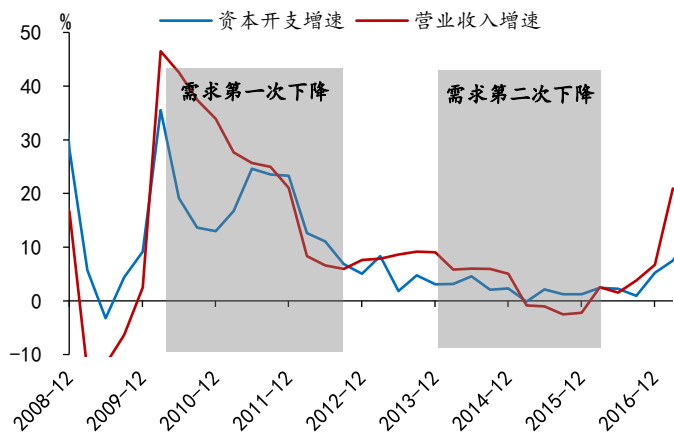
图 18：去产能对当下供需平衡点影响很小，但对下一轮涨价高度有较大影响



资料来源：信达证券研发中心

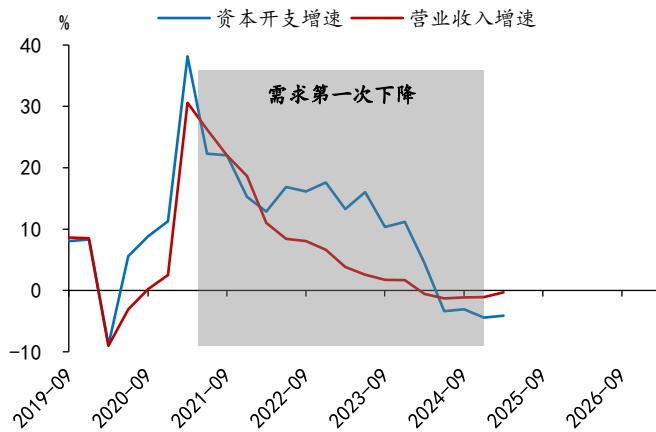
对比 2011-2015 年的产能过剩周期，当下的重点是需求能否稳住。2011-2015 年是上一次较为严重的产能过剩周期，期间需求经历过两次需求下降（2011-2012 和 2014-2015）。当下的产能过剩，诱因之一是 2021 年以来的房地产下降。去年 9 月以来，房地产下降速度放慢，全 A 营业收入增速也开始逐渐企稳，但现在来看，企稳的力度仍偏弱，我们认为后续要重点验证是否会出现类似 2014-2015 年的需求二次下降。如果出现，则股市可能会重演 2014-2015 年的流动性牛市。如果需求能够逐渐企稳（不需要明显改善），则全 A 的盈利可能在 1 年内拐头往上，股市也会有牛市。

图 19：2011-15 年的产能过剩，面临过两次需求下台阶（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20：当下的产能过剩，更重要的是关注需求能否稳住（单位：%）

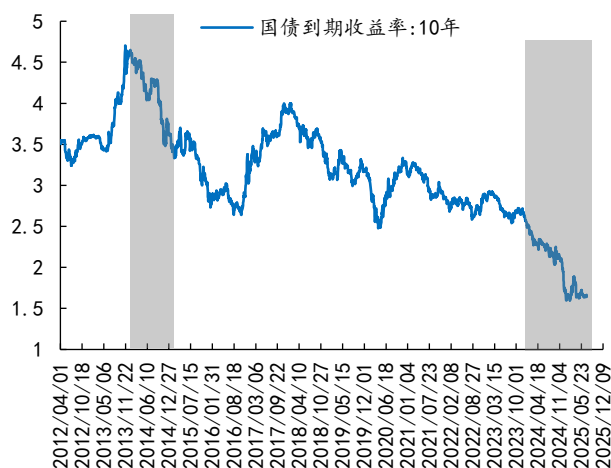


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.4 宏观层面的资产荒可能超过 2014 年

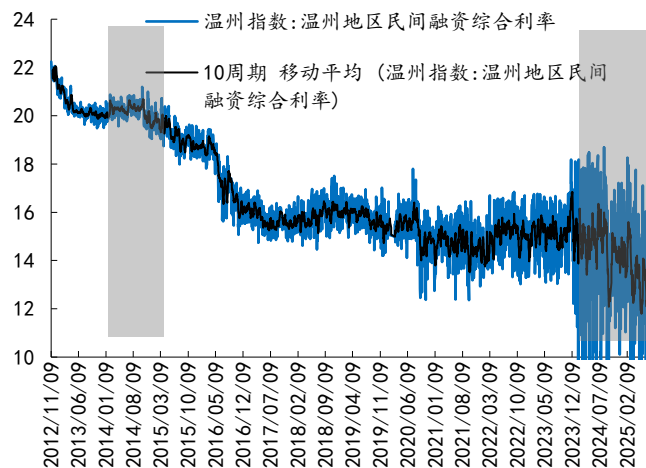
如果是流动性和政策驱动的牛市，那么资产荒的逻辑就会比盈利的逻辑更重要。如果对比各类利率，能够看到，当下的 10 年期国债利率只有 2014 年的一半左右，而且过去 2 年下降的速度幅度也不弱于 2014 年。并且考虑到现在的房地产市场弱于 2014 年，所以资产荒可能比 2014 年更严重。

图 21：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

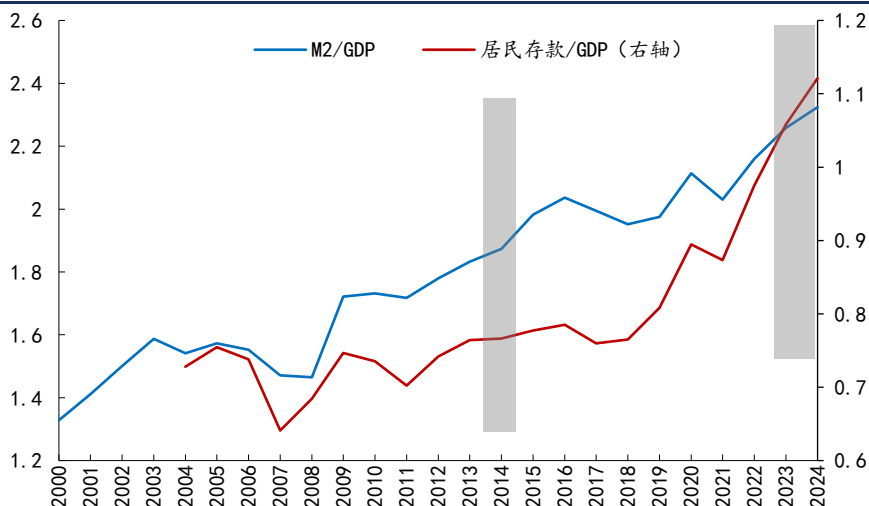
图 22：过去 2 年各类利率下降幅度比 2014 年大（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

资产荒的环境下，已经对市场产生影响的是保险资金，我们认为后续随时可能会加强的是居民资金。2020 年疫情以来，居民存款增加较快，之前流入股市较少，我们认为主要是因为股市尚未形成稳定的赚钱效应。随着去年 9 月，股市熊转牛以来，股市的赚钱效应逐渐企稳，居民资金加速流入的条件逐步具备，下半年需要重点跟踪。

图 23：过去 2 年居民存款/GDP 上升幅度比 2014 年更大（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

二、年度级别震荡市，后续的结局如何？

2.1 去年 10 月以来的震荡市，类似 2013 和 2019 年，结局大概率是全面牛市

去年 10 月以来，指数持续宽幅震荡，但结构性机会很多，比如 AI、新消费、银行等，是一个机会不断的结构性牛市（或震荡市）。历史上类似的年度级别震荡市很多，2003-2004 年初、2010 年、2013 年-2014 年中、2016-2017 年、2019 年、2021 年，这些震荡市的结局有 4 次熊市 2 次牛市。如果考虑到当下的震荡市的特征（估值位置偏低、上市公司盈利偏弱、政策基调积极），当下的宽幅震荡更像 2013 年-2014 年中和 2019 年，最终的结局大概率是更全面的牛市。

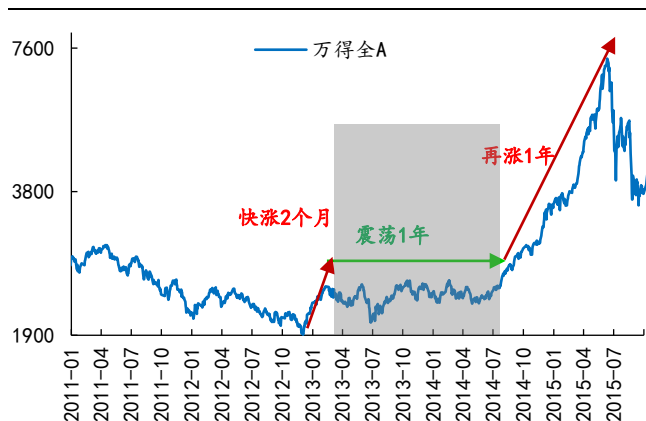
表 1：历史上 A 股年度级别震荡市汇总

时间	上市公司盈利	政策和流动性	行业风格	下一年结局
2003-04 初	非常强	券商风险	周期	2004 熊市
2010 年	非常强	防通胀	成长消费	2011-12 熊市
2013-14 年中	小幅反弹	地产调控、钱荒、两融增长	成长消费	2014 全面牛
2016-2017 年	强	金融去杠杆	价值	2018 熊市
2019 年	差	稳增长	成长消费	2020 全面牛
2021 年	强	三道红线	周期、新能源	2022-23 熊市
去年 10 月以来	弱	稳增长	成长、新消费	全面牛？

资料来源：信达证券研发中心

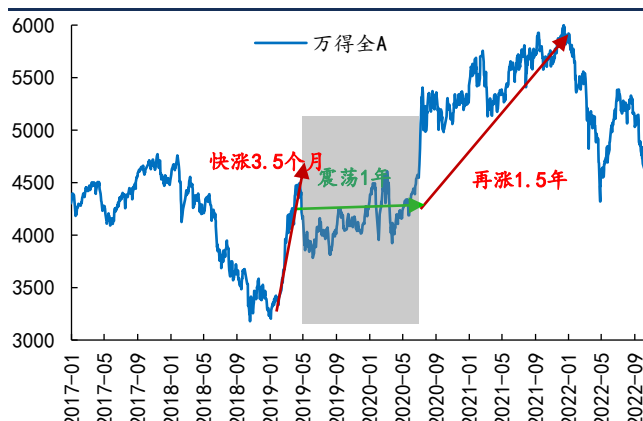
2013 和 2019 年，都处在一轮牛市的初期，熊转牛都一波上涨是政策拐点驱动的快速上涨，时间短但涨幅大。随后股市进入持续 1 年左右的宽幅震荡。震荡完成后，分别在 2014 年 7 月和 2020 年 7 月突破上行进入连续 1 年左右的上涨，上周市场明显走强，当下是否具备这两次突破的条件？

图 24：013-2014 年 Q2 震荡，2014 年 7 月底全 A 指数突破（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：2019 年 Q2-2020 年 Q2 震荡，2020 年 7 月初突破（单位：点数）

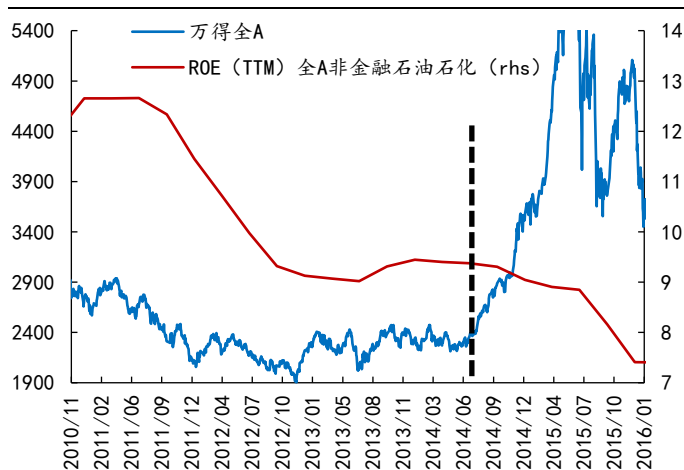


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 结构牛升级为全面牛的原因：经济反弹、政策积极、居民资金流入

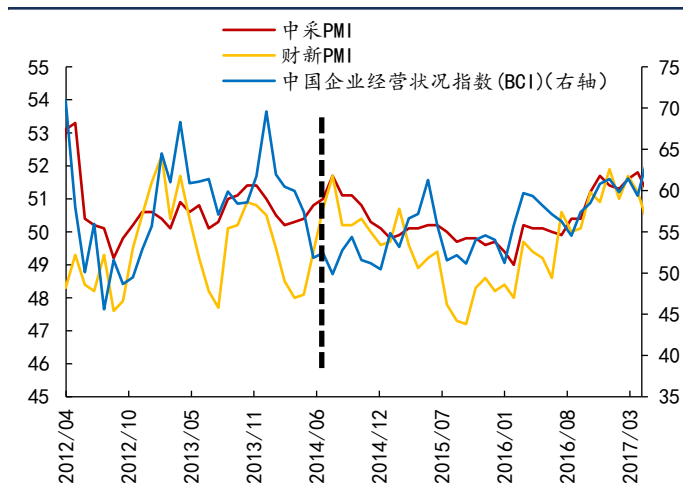
2014年6-7月结构牛升级为全面牛的原因：经济短暂反弹、政策转向积极、居民资金流入。2014年7月突破后的牛市，事后来看并不是盈利的牛市，上市公司ROE从2014年Q2开始再次下降，并且持续到2016年初。但在指数刚突破的2014年7月，经济指标出现了连续多个月的持续反弹，比如2014年4-7月的PMI持续反弹。于此同时，更重要的是2014年Q2，房地产政策明显转向积极，全国各地放开限购。

图 26：2014 年 7 月指数突破前后，盈利还在下行（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

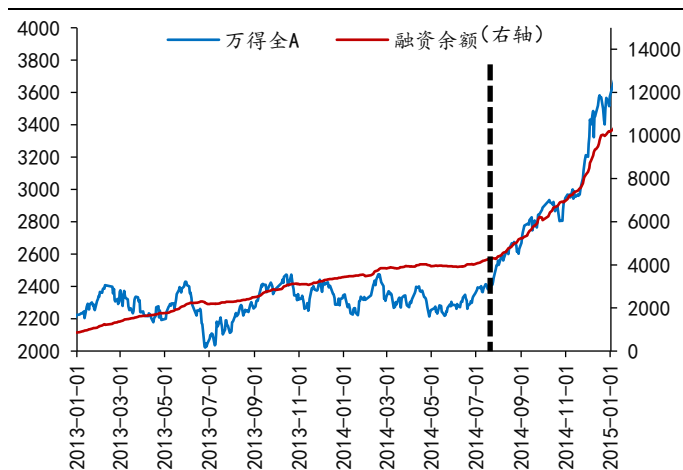
图 27：2014 年 7 月之前 PMI 连续 3 个月反弹（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

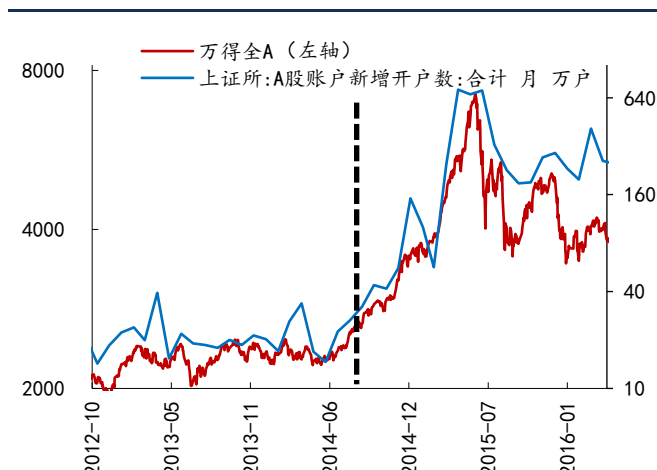
微观流动性层面，2014年7月突破之前融资余额持续增长，比指数更早创新高，并在指数突破后加速流入。居民股票开户数和指数同步回升。

图 28：14 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

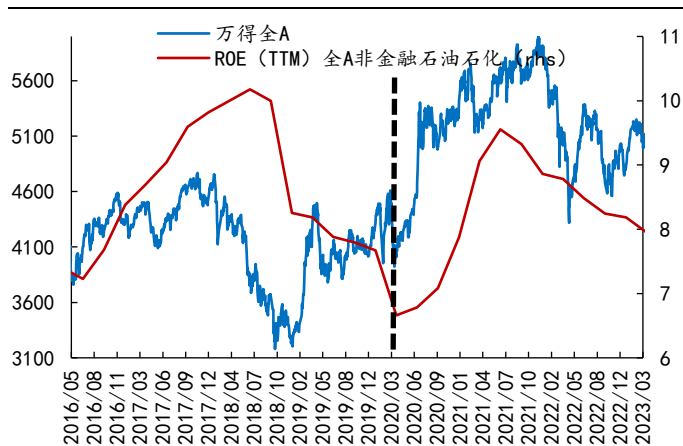
图 29：14 年 7 月股票开户数和指数同步回升（单位：点数，万户）



资料来源：万得，信达证券研发中心

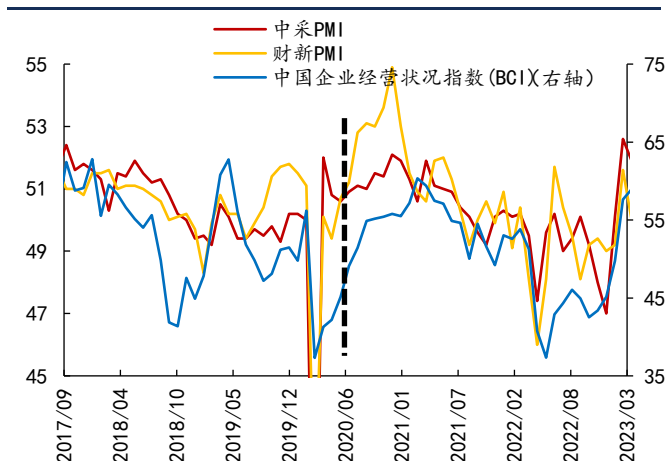
2020年6-7月结构牛升级为全面牛的原因：疫后经济快速超预期恢复、全球政策宽松、居民资金流入。2020年7月突破后形成的牛市，是盈利很强的牛市，2018-2019年是上市公司ROE下降期，20年疫情冲击的Q1是盈利最低点，Q2开始盈利快速上行。对应的宏观指标（比如PMI）也从2020年疫情后持续上行。

图 30：20 年 7 月指数突破前后，盈利还在下行（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

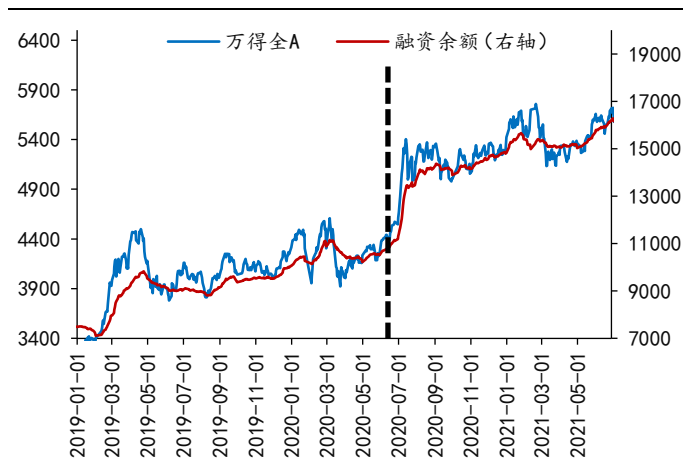
图 31：20 年 7 月前后 PMI 连续快速回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

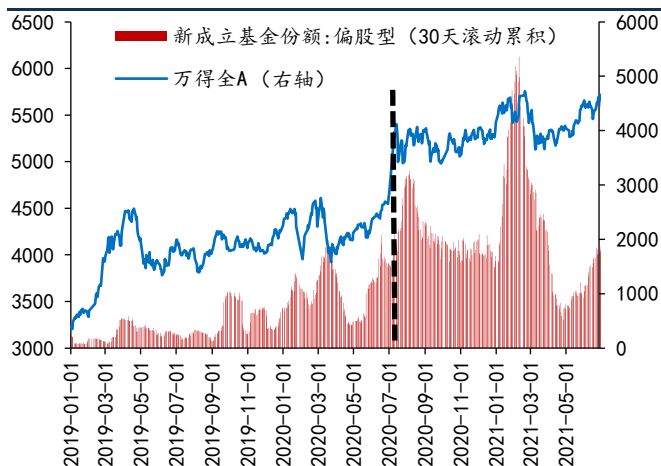
这一次融资余额流入的力度和指数同步回升。而新发基金量比指数更强，从2019年Q3就已经开始中枢不断抬升了。对比2014年，能够看到2020年居民资金流入的方式更倾向于公募权益基金。

图 32：20 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

图 33：20 年 7 月新发基金比指数更强（单位：点数，亿份）

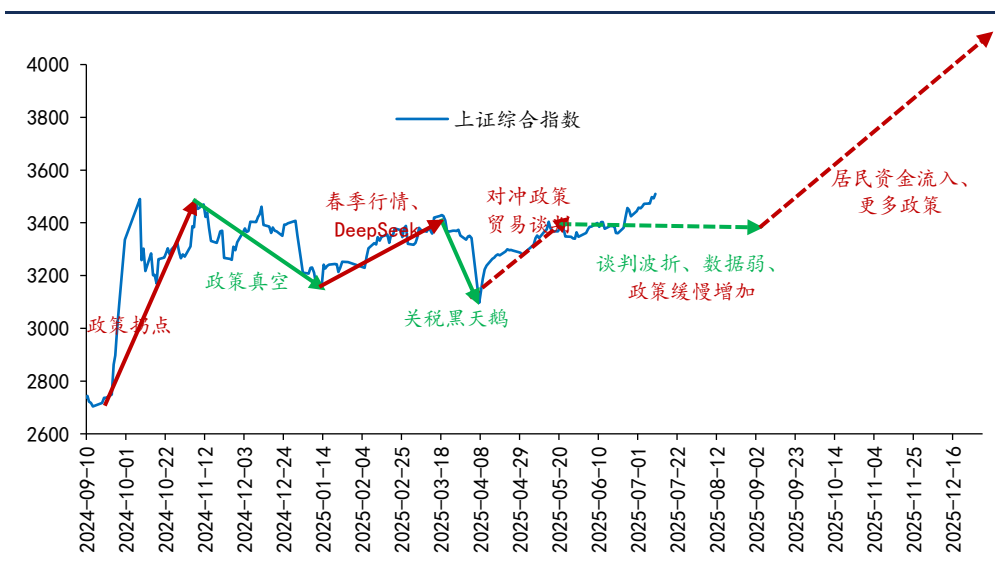


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.3 当下的判断：指数进入震荡期，Q3 后期或 Q4 市场有望中枢抬升

战略上当下类似 2013 和 2019 年，后续有较大的概率发展为全面牛市。但战术层面，指数快速突破去年 10 月 8 日以来震荡区间还需要时间。战略上，当下的震荡市的特征有：估值位置偏低、上市公司盈利偏弱、政策基调积极、各类主题机会活跃，这些更像 2013 年-2014 年中和 2019 年，最终的结局大概率是更全面的牛市。但战术层面，对比之前震荡市升级为全面牛市临界点（2014 年 7 月和 2020 年 7 月）的催化因素。目前经济高频指标和政策均没有出现短期超预期的变化，估计快速突破概率不高。我们认为，市场在 7 月可能还会有震荡回撤，不过幅度可控。Q3 后期或 Q4，盈利和政策层面，只要有一个往乐观方向转变，市场有望回归牛市状态。

图 34：指数进入震荡期，Q3 后期或 Q4 有望回归牛市状态（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。

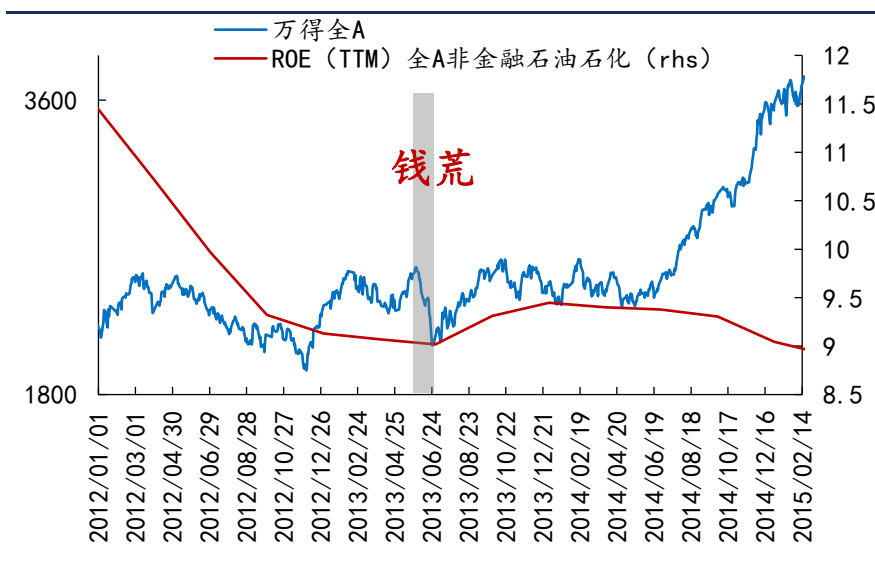
三、去年 9 月以来风格类似 13 年，后续可能会发展成 14 年的风格

3.1 关税冲击对指数的影响或已结束，但对行业的影响仍将持续

我们认为，多数情况下，较大的利空冲击往往会带来先杀估值再杀盈利，持续过程较长。美国关税政策变化可能是较大的黑天鹅事件，但由于 4 月的关税冲击出现在牛市初期，市场整体估值位置较低，对指数的冲击可能是一次性的杀估值。后续即使有盈利的冲击，指数受影响也会较小。不过对行业的影响还会继续。

2013 年中钱荒：牛初的黑天鹅，指数下跌时间较短，但对盈利和行业影响持续了 3 个季度。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 年上半年真正盈利恶化的阶段，股市反而只是横盘震荡。我们认为，4 月的关税冲击之后，即使在悲观情形下后续中美关税政策又出现新的波折，或者对冲政策力度较小，则后续股市可能类似 2013 年 7 月以后的震荡情形。

图 35：13 年钱荒冲击杀估值跌幅较大，杀盈利阶段横盘震荡（单位：点数，%）



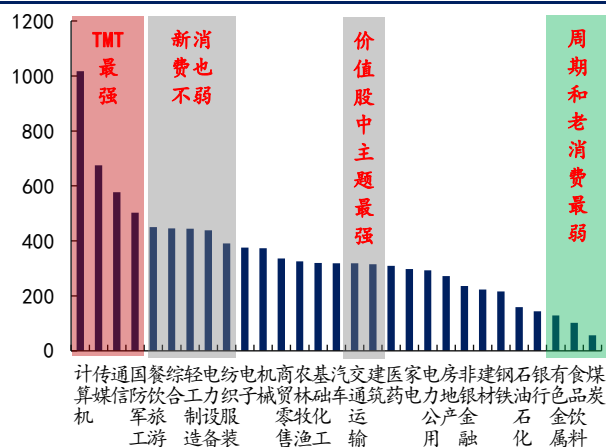
资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 去年 9 月以来风格类似 13-15 年：产业新、标的小、轮动快

去年 9 月以来风格类似 13-15 年：产业新、标的小、轮动快。去年 9 月以来，最强的两个产业趋势分别是 AI 和新消费，这两者貌似没有关系，但都符合产业逻辑新的特点。而且更重要的一点是，由于宏观环境依然偏弱，AI 和新消费虽然让很多公司长期预期发生了变化，但利润只局限于少部分公司和二三级行业。其实 2013-15 年也是类似的特点，2013-2015 年最强的行业有三类。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，

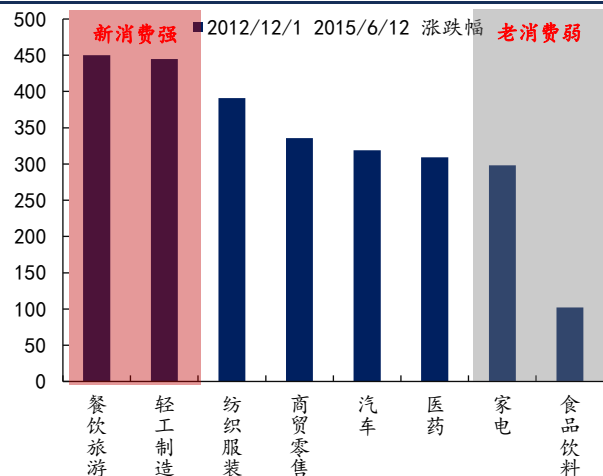
13-15 年餐饮旅游、轻工、纺织服装等行业涨幅明显强于食品饮料和家电。第三类是价值股中的主题，交运（港口）、建筑等行业受到自贸区、一带一路等主题催化，涨幅靠前。

图 36：2013-15 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

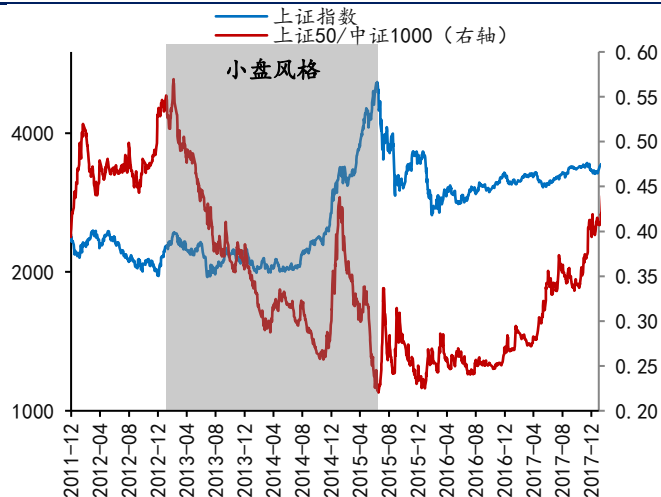
图 37：2013-15 年消费中各行业涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

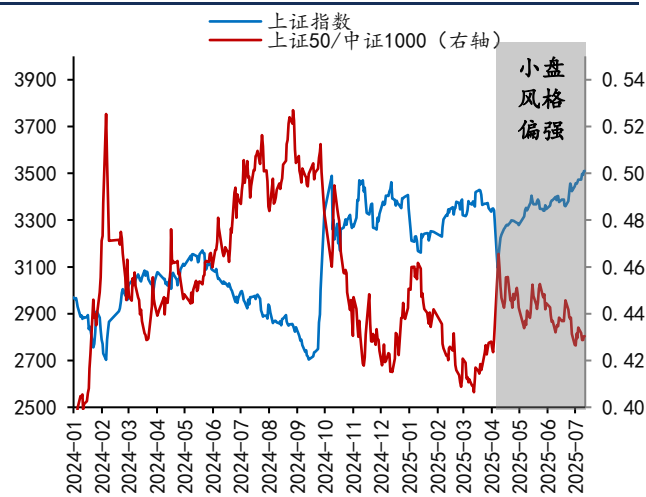
当下和 13-15 年市场风格类似的第二个特点是小盘活跃。近期市场震荡期间微盘股指数明显更强，同样 2013-2015 年期间，小盘股也很强，特别是 2013-2014 年 Q1 的市场震荡期，小盘股超额收益更明显。

图 38：2013-15 年小盘风格较强（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

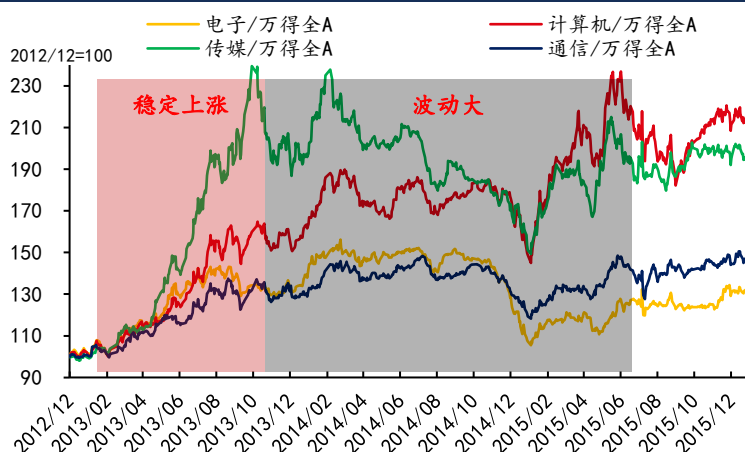
图 39：最近 1 个季度小盘风格也表现较强（单位：%）



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，但最近一个季度反而最弱。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 40：13 年-15 年 TMT 的波动也很大（单位：%）

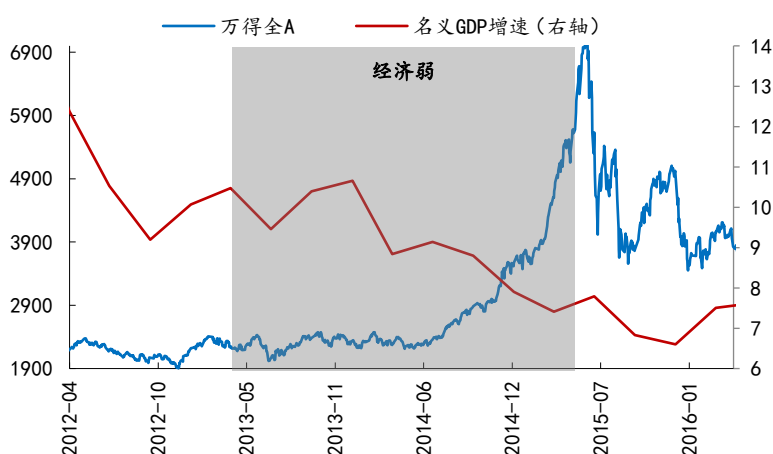


资料来源：万得，信达证券研发中心

背后的原因：经济弱市场强、老资金（主动公募）萎缩而新资金（融资余额、游资量化等）强、政策持续托底（IPO 速度慢）。我们认为去年 9 月以来，市场风格和 2013-2015 年（特别是 2013-2014 年初）非常类似，背后的核心原因主要源自经济背景和投资者结构。

自上而下来看，目前呈现出经济虽然弱，但股市中结构性机会很多的特征。2013-2015 年，经济增速也是很弱的，期间还出现过 2013 年 6 月的钱荒、2014 年上半年房地产销售投资下降、2014 年下半年通缩继续深化等利空，但这些利空对股市的影响都很短暂，没有改变牛市的大格局。

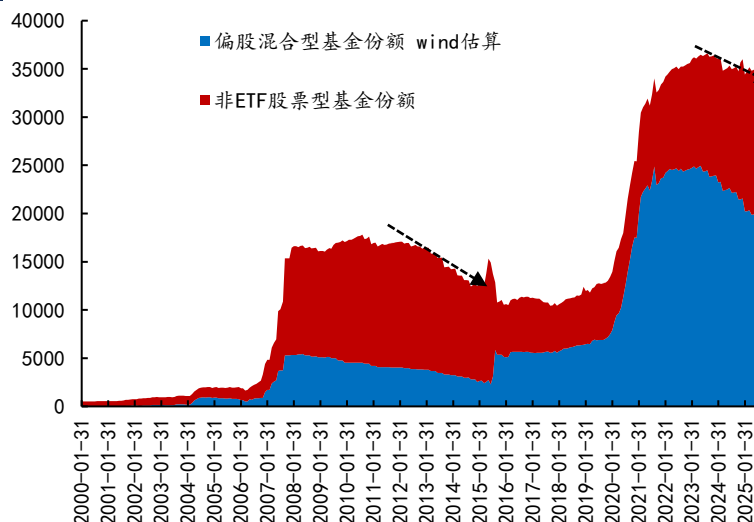
图 41：2013-2015 年牛市期间 GDP 增速一直偏弱（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

第二，投资者结构变化。2013-2015 年牛市期间，公募主动型产品份额有明显的萎缩。背后原因主要是 05-07 年公募规模成长过快后的后遗症，以及经济下台阶后，公募基金之前配置的金融周期行业有业绩的方向变少。

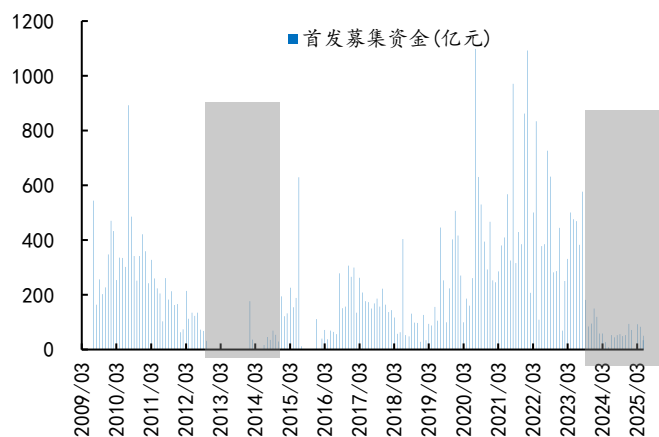
图 42：2013-2014 年公募主动权益基金份额一直在减少（单位：亿份）



资料来源：万得，信达证券研发中心

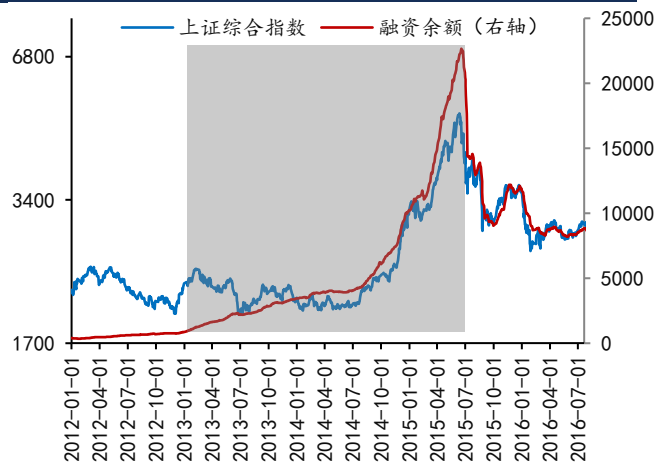
与此同时，政策层面不断托底，2013-2014 年 IPO 规模下降，存量小市值公司不会受到太多新股和融资的负面影响。而且两融业务放开、私募成立和注册难度下降，大量居民资金通过新的产品渠道流入股市。共同促成了新、小、快的投资风格。

图 43：2013-14 年 IPO 融资规模也比较低（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 44：2013-15 年融资余额带来新资金（单位：点数，亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

四、行业配置建议

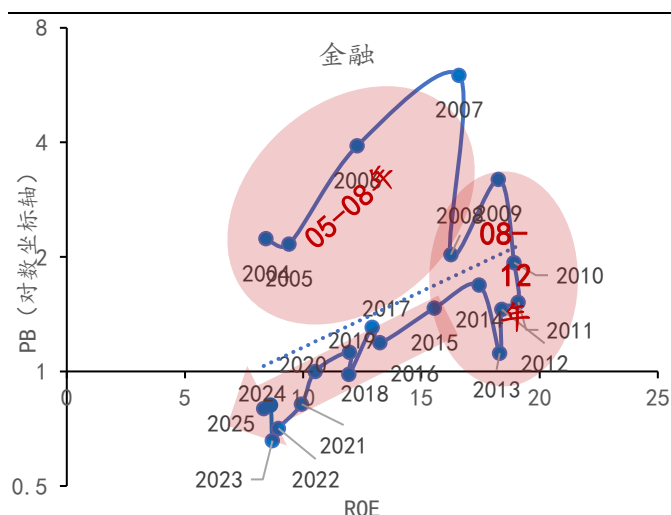
4.1 稳健的配置策略：银行、非银

4.1.1 银行行情的本质：过度低估后，没有景气度改善也能上涨

2005-2008 和 2008-2012 年，银行走过两个景气周期。2005-2008 年景气周期成长性强，所以 PB-ROE 波动斜率较高，2008-2012 年更多是周期性的波动，比较符合经典的 PB-ROE 动态模型。

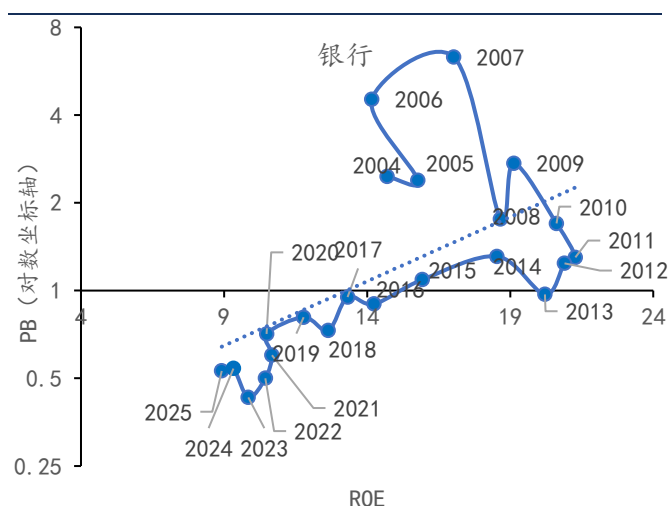
2012 年之后，银行的 ROE 持续下降，PB 估值也持续下降。虽然没有大级别的行情，但是需要重视的是，2012 年之后，如果 PB-ROE 散点偏离长期趋势过多，则有可能会出现阶段性的估值修复，比如 2013 年偏离过多后 2014 年的修复，2015-2016 年偏离过多之后 2017 年的修复，2018 年偏离过多之后 2019 年的修复。2021-2023 年由于对房地产风险的担心，银行的 PB-ROE 散点又一次极度偏离长期趋势，2024 年开始，银行正在开启又一次估值修复。

图 45：2012 年之后金融板块 ROE 和 PB 同步下行（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

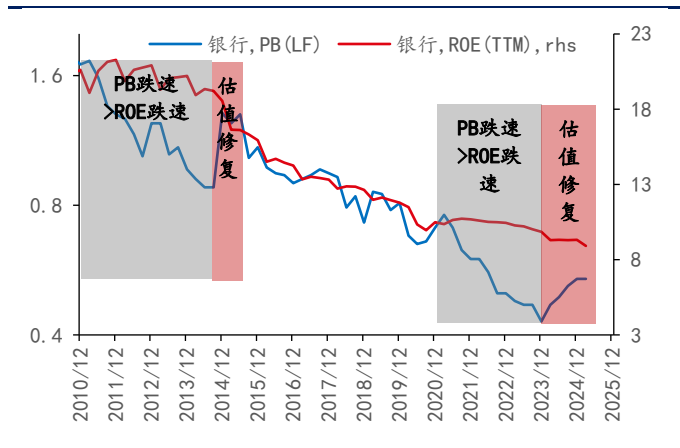
图 46：2012 年之后银行板块 ROE 和 PB 同时回落（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

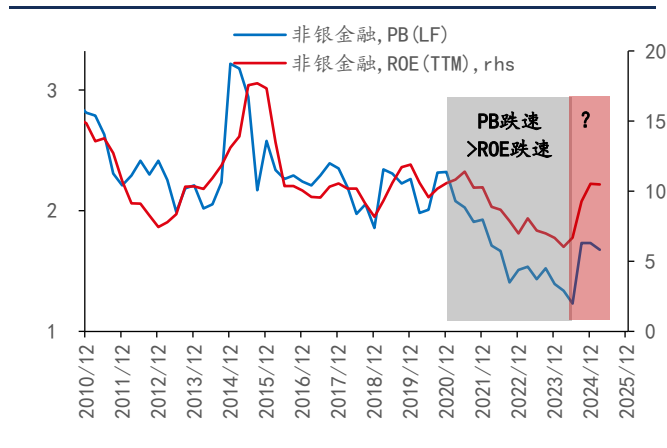
股息率是一种最保守的估值方法之一，适用于对股息要求高的部分投资者。从更全面的角度来看，我们认为银行板块也具备估值修复的空间。从 PB-ROE 估值的角度来看，2011 年以来，银行股 PB 和 ROE 大部分时候都是下行的。这是合理的，因为 ROE 越低理应给越低的估值。但是 2021-2023 年银行股 PB 下降速度远快于 ROE，由此导致站在 24 年初来看，银行股过度低估，这是最近 2 年银行估值修复的更为重要的原因，上一次类似的估值修复出现在 2014 年。

图 47：银行 PB 下降比 ROE 快后，出现了估值修复（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 48：非银 PB 下降比 ROE 快后，也可能出现估值修复（单位：倍，%）



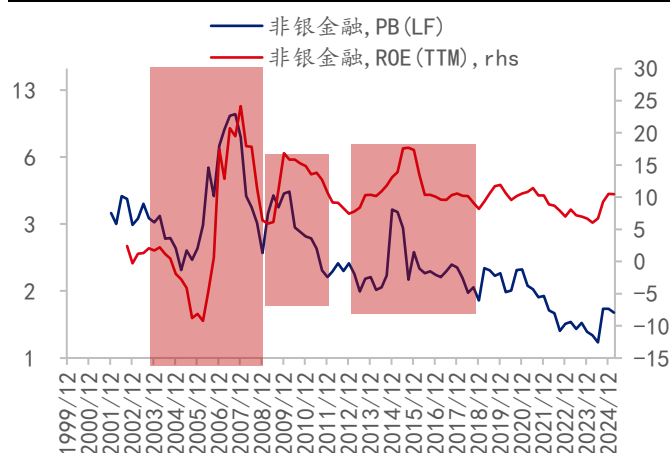
资料来源：万得，信达证券研发中心

4.1.2 非银金融可能走出估值陷阱，保险弹性可能较大

2010 年以来，非银 PB 和 ROE 波动相关性很高。2016 年金融去杠杆以来，非银的 ROE 大部分时间偏弱，19-21 年的牛市期间也没有大的回升。所以 18 年以来，非银金融 PB 估值一直在下行。2021-2023 年，非银的 PB 下降的速度和幅度明显超过 ROE，其估值存在过度低估的可能。但是由于非银不具备高股息特征，所以估值并没有出现类似银行股的稳定修复。不过从去年 924 支持经济和股市的政策落地以来，随着股市回暖、鼓励并购重组、港股上市公司增多，我们认为证券基本面底部已经较为确定。

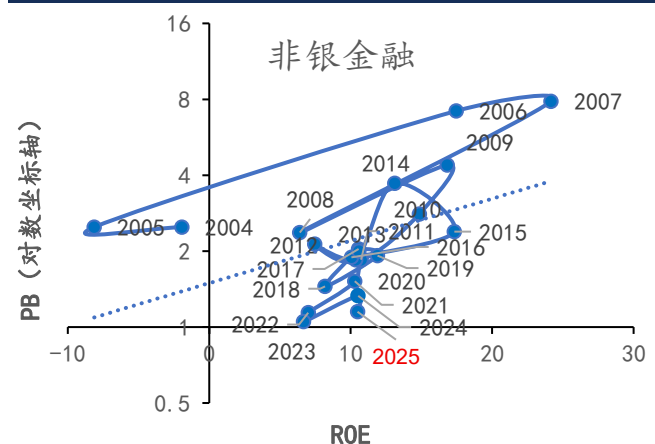
保险最近几年受到利率下降、产品结构调整、房地产市场下行等因素的影响，虽然 PB 估值也一直在下降，但我们认为从长期基本面情况来看保险行业受到代理人去产能和金融去杠杆负面影响可能接近尾声，如果房地产市场和利率下行等因素一旦反转，反而可能会有弹性。另外，目前保险有望逐步增加权益配置比例，一旦股市走强，弹性也会很大。

图 49：非银金融 2018 年之后 ROE 和 PB 均走弱（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 50：非银金融当前估值处于低位，ROE 如果上升估值修复弹性较大（单位：倍，%）

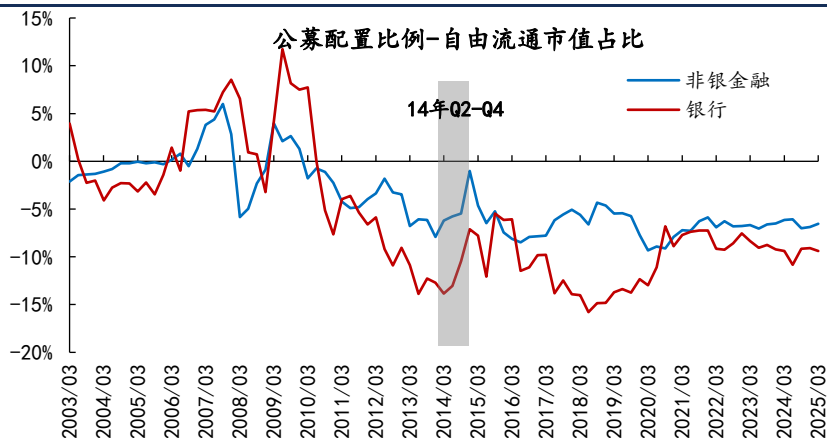


资料来源：万得，信达证券研发中心

4.1.3 金融能否重演 14 年下半年行情

2014 年 Q4 金融领涨原因之一：公募低配。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）。期间一个非常有意思的阶段是 2014 年 Q2-Q4，2010-2014 年初，由于 GDP 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。

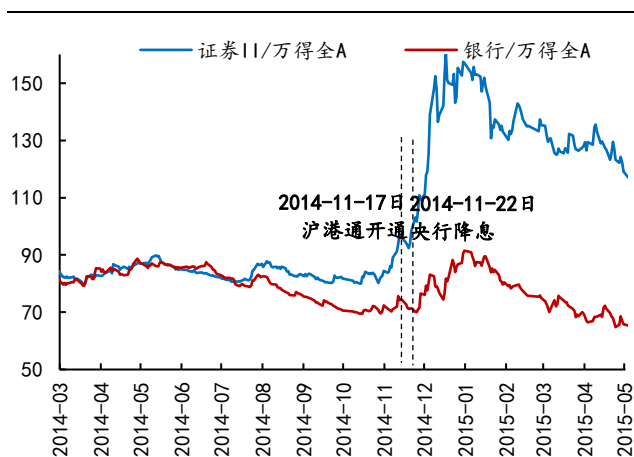
图 51：2014 年 Q1 末公募低配金融较多，下半年迎来较大修复（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

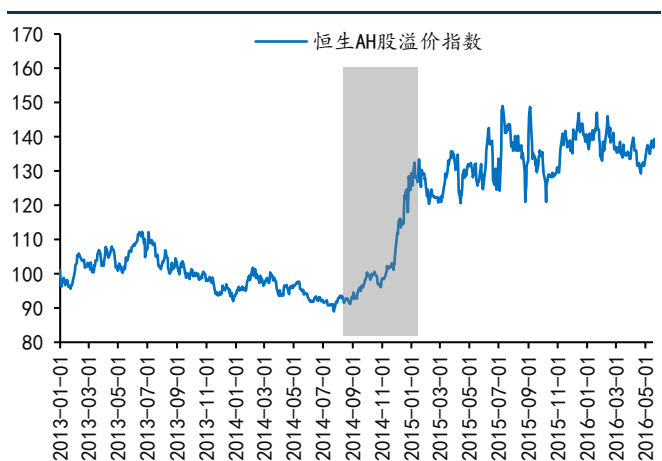
原因之二：制度变化（沪港通开通）+ 央行降息。期间主要的变化我们认为有两点：第一（更为重要），2014 年下半年沪港通正式开通，AH 股正式接轨，而接轨之前 A 股比 H 股便宜很多，银行股是主要代表性板块。金融股超额收益的起点和 2014 年 11 月沪港通开通时间点非常一致，开通后，AH 股溢价指数快速上涨，到 15 年初，A 股变得比 H 股更贵，之金融股超额收益结束。14 年下半年第二个变化是 11 月 22 日的降息，国内整体流动性环境进一步宽松。

图 52：2014 年 11 月沪股通+央行降息双重催化（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 53：2014 年 Q4，A 股相对 H 股由低估快速转为高估（单位：%）

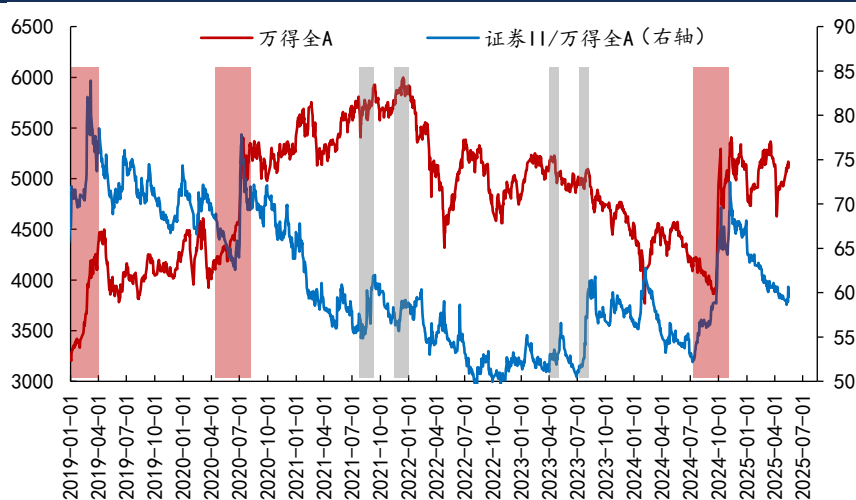


资料来源：万得，信达证券研发中心

4.1.4 券商板块有可能是轮动的最后一棒，Q4 是重要的时间窗口

年初以来银行股一直很强，券商也有阶段性表现，券商历史上既可能是牛市的旗手，也可能是板块轮动的最后一棒。我们对比 2018 年底以来的券商超额收益与全 A 指数走势，能够发现，**券商产生超额收益的情形一是：指数快速上涨期。**比如 2019 年 Q1、2020 年 6-7 月和 2024 年 9-11 月，市场处在牛市中最快的上涨阶段，此时券商均有 30%-50% 的超额收益。**券商产生超额收益的情形二是：市场上涨或反弹末期。**比如 2021 年 8-9 月、2021 年 12 月、2023 年 4 月和 2023 年 7-8 月，此时券商的领涨反而需要警惕。鉴于现在的居民资金流入强度不大，盈利短期也没有发生较大乐观变化，股市大概率没有进入加速上涨的理由，6 月下旬到 7 月上旬的券商板块上涨，我们理解为短期内板块轮动的概率更高。

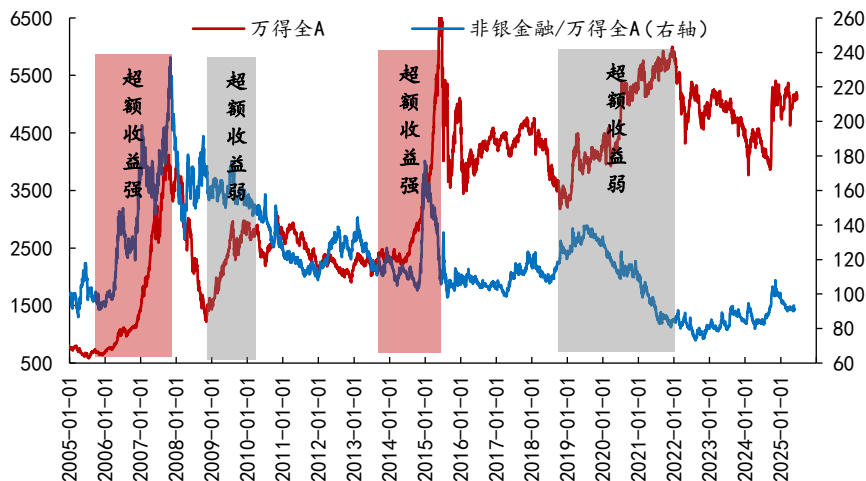
图 54：证券既可能是牛市主升浪的信号，也可能是轮动的最后一棒（单位：点数，倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

这一次牛市，非银超额收益可能会强于 19-21 年，今年 Q4 是重要时间窗口。在大部分投资者的认知中，非银（特别是券商）是强 Beta 行业，市场上涨的时候非银往往更强。但是需要重视的是，有些牛市非银适合做波段，有些牛市非银适合持续超配。2005-2007 年、2014 年牛市，非银超额收益较大。但 2009 年、2019-2021 年牛市，非银只在指数上涨最快的阶段有超额收益，整体牛市期间并没有超额收益。

图 55：历次牛市中非银的超额收益情况（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

鉴于这一次非银低估程度较大、居民和配置资金配置可配置资产较少，非银金融板块大概率在这一轮牛市中会有不错的超额收益。时间上，我们认为 Q4 需要重点关注，因为：（1）每年 Q4 风格往往和前三个季度略有不同；（2）公募考核新规在 Q4 的影响可能会比其他时间更大；（3）指数当下处在震荡区间，Q4 宏观政策发生变化的概率较高，指数存在往上突破的可能。

4.1.5 ETF 资金流入可能影响风格偏价值

大部分板块估值修复出现在景气度拐点附近，不过从银行股的经验来看，资金行为也可能是重要因素。我们认为银行股扩散到整个金融板块，从资金层面需要关注量化和公募。量化等资金不断寻找动量机会的过程中，可能会在某些阶段关注到金融股，因为银行的动量已经较强了。如果后续成长和消费内部动量逐渐走弱，则金融股存在走强的可能。

同时，公募基金考核新规也是一个重要因素，银行是公募持仓占比低于指数权重最多的行业，其次是非银。沪深 300 和中证 A500 指数是比较重要的两个指数基金。我们认为后续可以超配主动基金低配，指数基金超配的行业，比如银行、非银金融、石油石化、公用事业、建筑、计算机等。

表 2：各一级行业在宽基指数中市值占比与公募基金持仓比例对比（单位：%）

行业	全部 A 股中 自由流通市 值占比	公募主动权 益基金持仓 占比	沪深 300	中证 A500	中证 800	沪深 300 占比- 公募持仓占比	中证 A500 占比 -公募持仓占比	中证 800 占 比-公募持仓 占比
银行	7.7%	3.6%	22.5%	18.1%	17.8%	19.0%	14.5%	14.2%
非银金融	6.7%	1.2%	10.1%	6.0%	9.6%	8.9%	4.8%	8.4%
石油石化	1.2%	1.0%	5.0%	5.0%	4.2%	4.0%	4.0%	3.2%
公用事业	2.9%	1.1%	4.2%	3.5%	4.1%	3.1%	2.4%	3.0%
煤炭	1.0%	0.5%	2.2%	1.9%	2.1%	1.7%	1.4%	1.7%
交通运输	2.6%	1.6%	3.3%	3.8%	3.2%	1.7%	2.1%	1.5%
建筑装饰	1.8%	0.5%	1.9%	2.0%	1.7%	1.4%	1.5%	1.2%
农林牧渔	1.5%	1.0%	1.4%	0.9%	1.3%	0.4%	-0.1%	0.3%
钢铁	0.8%	0.5%	0.7%	0.9%	1.0%	0.2%	0.4%	0.6%
食品饮料	4.7%	7.6%	7.5%	6.2%	6.2%	-0.1%	-1.4%	-1.4%
建筑材料	0.8%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	-0.1%	0.0%	0.1%
综合	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
计算机	6.1%	3.0%	2.9%	3.8%	3.5%	-0.1%	0.9%	0.5%
美容护理	0.3%	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
环保	0.9%	0.4%	0.0%	0.3%	0.3%	-0.4%	-0.1%	-0.1%
纺织服饰	0.6%	0.5%	0.1%	0.1%	0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
通信	3.4%	3.5%	3.3%	3.5%	3.0%	-0.2%	-0.1%	-0.6%
房地产	1.2%	1.1%	0.6%	0.9%	0.9%	-0.5%	-0.2%	-0.2%
国防军工	3.0%	2.6%	1.8%	3.5%	3.1%	-0.9%	0.8%	0.4%
基础化工	4.3%	2.5%	1.5%	2.3%	2.3%	-1.0%	-0.2%	-0.2%
轻工制造	0.9%	1.2%	0.3%	0.3%	0.4%	-1.0%	-0.9%	-0.8%
社会服务	0.6%	1.3%	0.0%	0.2%	0.2%	-1.3%	-1.1%	-1.1%
有色金属	4.0%	4.3%	3.0%	3.8%	3.2%	-1.3%	-0.5%	-1.0%
机械设备	5.5%	3.8%	1.8%	2.3%	2.3%	-2.0%	-1.5%	-1.5%
家用电器	2.5%	4.4%	2.3%	2.5%	2.1%	-2.1%	-1.9%	-2.3%
商贸零售	1.1%	2.7%	0.5%	0.6%	0.6%	-2.2%	-2.1%	-2.1%
传媒	2.1%	3.5%	0.5%	1.2%	1.1%	-3.0%	-2.2%	-2.3%
电力设备	7.5%	9.1%	5.7%	6.9%	6.0%	-3.5%	-2.2%	-3.2%
汽车	4.7%	7.9%	3.9%	4.5%	3.9%	-4.0%	-3.4%	-4.0%
医药生物	8.0%	10.2%	4.6%	5.9%	6.0%	-5.6%	-4.3%	-4.2%
电子	11.2%	18.4%	7.9%	8.4%	8.8%	-10.5%	-10.0%	-9.6%

注：主动权益基金持仓占比为截至 2025Q1 数据，全部 A 股及主要指数中各行业市值占比为截至 2025/7/17 数据。

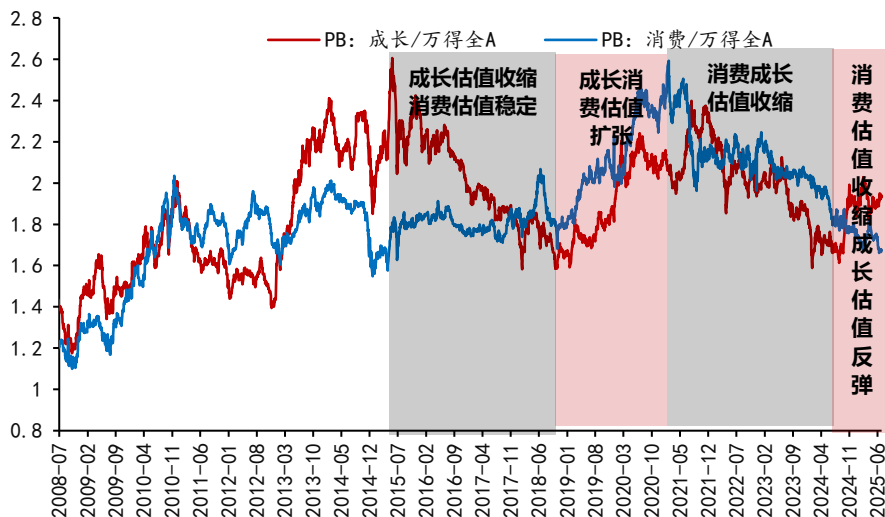
资料来源：万得，信达证券研发中心

4.2 需要做波段的配置策略：新消费和 AI

4.2.1 价值股相对于成长股的估值比较优势有所减弱

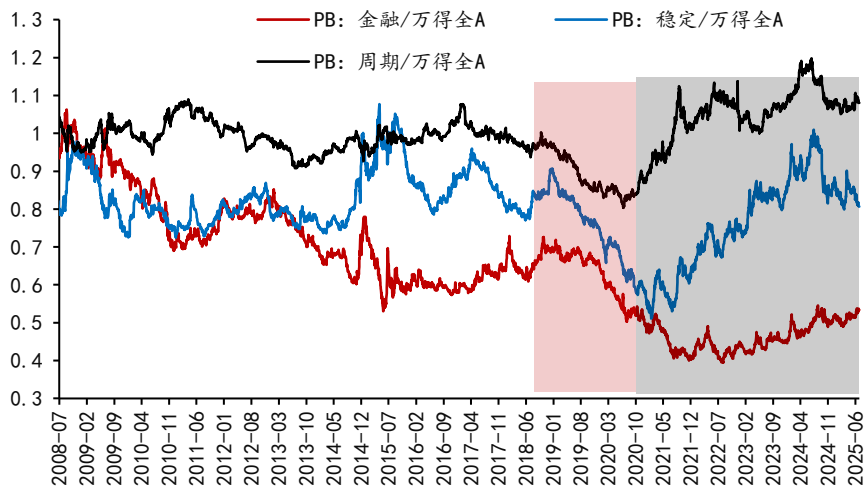
价值股相对于成长股的估值比较优势有所减弱。2021 年底，股市风格逐渐转向价值很重要的原因之一是，成长和消费相比万得全 A 的 PB 处在历史较高水平，而与此同时周期稳定类板块相比万得全 A 的 PB 处在历史较低水平。随着 3 年的估值波动，截至 2024 年 9 月成长/全 A 的 PB 再次回到了 2018 年底，消费/全 A 的 PB 逐渐接近历史最低，周期、稳定类行业相对全 A 的 PB 已经高于 2018 年水平，金融/全 A 的 PB 小幅回升，但幅度不大。整体来看，价值股相比成长股的估值比较优势已经不是很明显了。

图 56：2021 年之后 3 年消费成长估值收缩接近历史低点（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

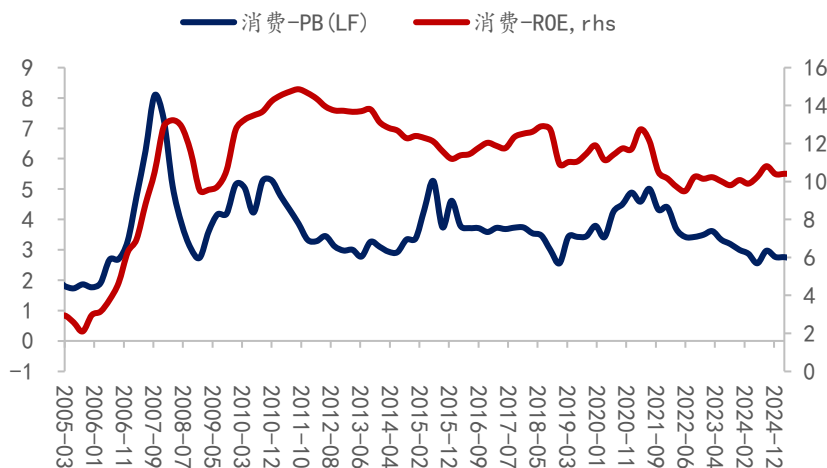
图 57：2021 年之后 3 年价值类板块估值整体抬升（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

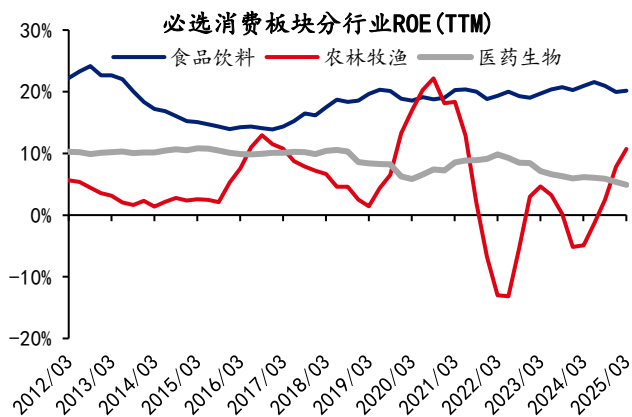
2021-2022 年中，消费板块以杀业绩为主，但 2022 年下半年到 2024 年，消费是杀估值为主。目前消费的估值刚进入历史较低区间，我们预计绝对下跌空间不大。但考虑到消费整体 ROE 弹性不大，估值大幅抬升空间也有限。消费板块机会或主要集中在部分业绩弹性较大的新消费细分行业。

图 58：2021–2022 年中消费以杀业绩为主，但 2022 年下半年到 2024 年以杀估值为主
(单位：倍数，%)



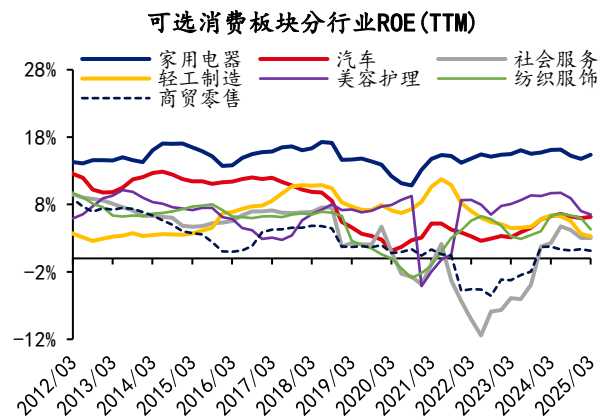
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 59：食品饮料、医药生物等大部分必选消费 ROE 较为稳定，但弹性较小 (单位：%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 60：部分可选消费 ROE 弹性可能更大 (单位：%)



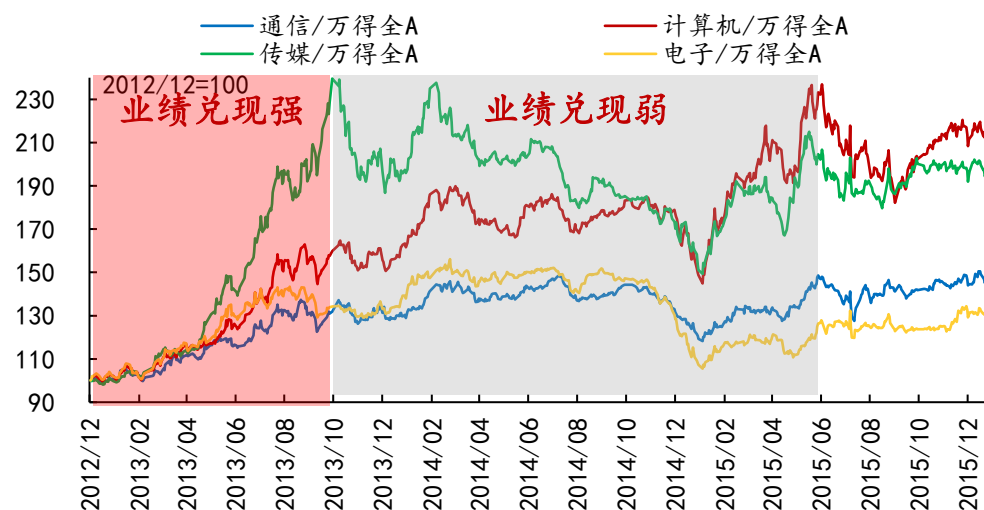
资料来源：万得，信达证券研发中心

4.2.2 业绩兑现弱的成长牛市中较大休整：2–3 个月

成长股牛市如果是有业绩的阶段 2013 年的 TMT、2020Q2–2021Q3 的新能源，可以持续 1 年每个季度都有超额收益，但如果是没有业绩的 2014–2015、2019–2020Q1 年，2–3 个季度超额收益后，往往会伴随着季度超额收益回撤。

国内股市历史上 TMT 最强的阶段之一是 2013–2015 年的移动互联网牛市。这段 TMT 板块超额收益行情持续了接近三年。2012 年底，股市熊市结束，市场企稳的最初 1 个季度，计算机传媒跟随市场反弹，整体超额收益不大，但随着指数上涨到高位，投资者对经济预期出现了新的担心，大部分板块开始逐步见顶。从 2013 年 3 月开始，指数滞涨，但 TMT 板块却逆势越来越强，直到 2013 年 10 月才出现阶段性回撤。

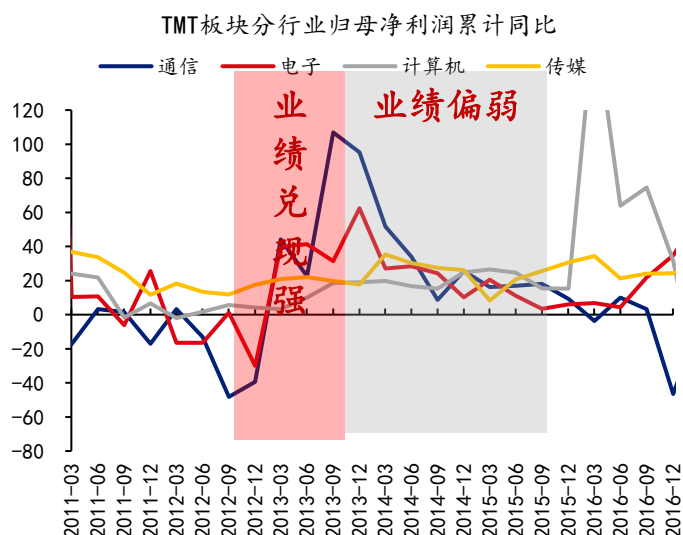
图 61：13-15 年成长股牛市，业绩兑现强和业绩兑现弱阶段超额收益波动差别很大（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

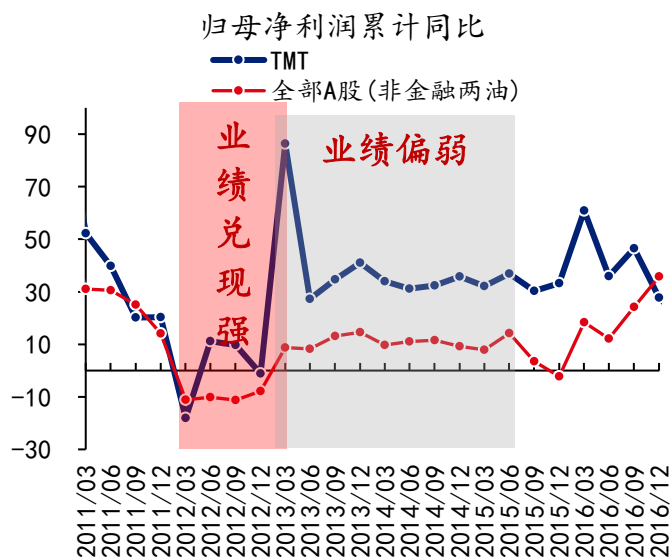
2013 年 TMT 业绩兑现较好，超额收益快速稳定上行。2013 年 TMT 板块受益于产业景气上行+并购重组活跃，盈利兑现较好。2013 年 Q1 全部 A 股（非金融两油）归母净利润增速为 8.7%，而 TMT 板块（传媒、计算机、通信、电子）整体归母净利润增速大幅上升至 86.4%。其中电子行业归母净利润增速大幅回升至 40%，传媒、通信归母净利润增速分别回升至 20.9% 和 44.2%。TMT 行业业绩验证较强，2013 年全年来看，TMT 板块归母净利润增速持续上行，且增速快于全 A（非金融两油）。

图 62：2013 年 TMT 板块归母净增速上行（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 63：2013 年 TMT 归母净利润增速超过全 A（单位：%）

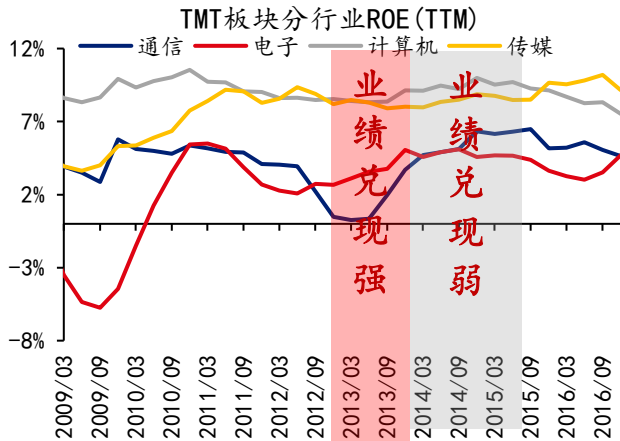


资料来源：万得，信达证券研发中心

与 2013 年相比，2014-2015 年 TMT 板块的业绩优势有所减弱。虽然在产业景气趋势向上的背景下，震荡回调之后也可能创新高（比如 2015 年上半年的计算机），但与

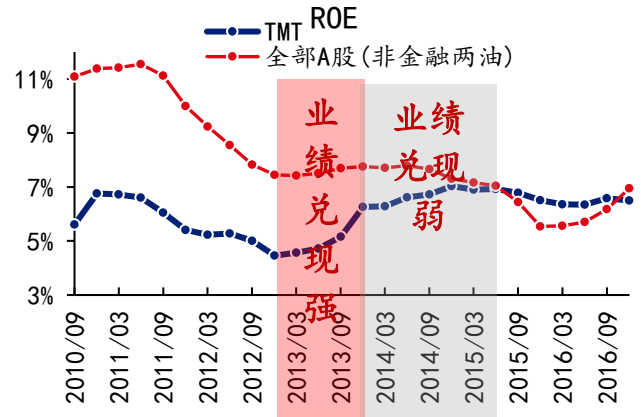
2013 年相比，超额收益波动明显加大。上涨 1-2 个季度后可能会有 2-3 个月的休整。从 ROE 来看，2014-2015 年 H1TMT 板块的 ROE 从 2013 年的 6.26%进一步提升到 7.05%，提升了 0.79 个百分点，但提升速度没有 2013 年快。计算机、传媒 ROE 在 2014 年有小幅提升，但 2015 年又有所下滑。2014-2015 年电子 ROE 则有所下滑。

图 64：2014-15 年的 TMT 板块 ROE 震荡（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 65：2014-15 年 TMT 板块业绩优势没有进一步扩大（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

4.2.3 新消费和 AI 行情扩散的相似性

新消费和 AI 产业逻辑有很大的不同，但如果仔细观察内部细分行业的轮动顺序，能够看到有很大的相似性。（1）轮动的第一步：最先上涨且涨幅最大的个股大部分是当下有业绩有壁垒的标的（AI 中的芯片算力、新消费中的潮玩、黄金珠宝行业等）。

（2）轮动的第二步：投资者逐渐认识到产业趋势，开始寻找产业趋势中大概率会受益的方向，AI 中的国产算力、应用，新消费中美妆、宠物、茶饮，这一类产业逻辑很强，但利润和壁垒比第一类标的弱。（3）轮动的第三步：投资者开始关注产业链中业绩相对一般的标的，产业链相关的标的通常能取得正收益，部分处在底部的标的短期股价弹性较强。（4）轮动的最后一步：资金容量最大，基本面有改善，逻辑相关的科技或消费板块最后快速上涨。新消费中最后上涨的是创新药，AI 中最后上涨的是港股互联网。

各类相关行业轮动完成后，一旦临近季报期，往往会有短期休整。AI 在 2024 年 1 月（年报业绩预告期）和 2025 年 4 月（1 季报披露期）均有调整。7 月开始股市也进入了季报披露期，按照 AI 的经验，扩散性行情，在季报披露期前后会有些波折。

表 3：新消费和之前的 AI 产业逻辑不同，但细分行业的扩散方式有些类似

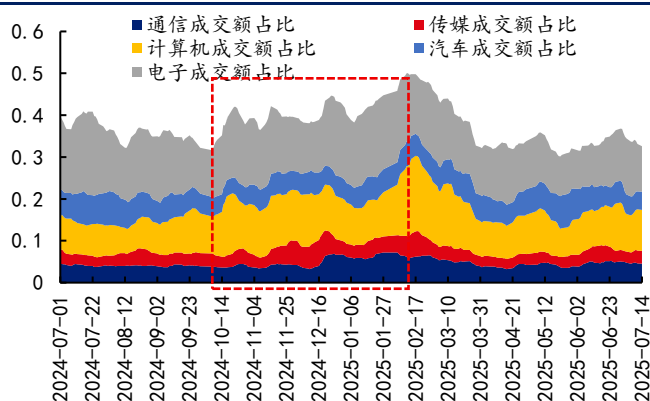
	AI 细分方向	新消费细分方向	逻辑相似点	参与资金相似点
核心标的	芯片、光模块（如寒武纪、海光信息、新易盛、中际旭创、天孚通信等）	潮玩、黄金珠宝等行业中有新产品的公司	有业绩，有订单，壁垒高，短期难替代	各类资金共振
次核心标的	国产算力	美妆、宠物、茶饮	逻辑类似，业绩也有，壁垒不高	
次核心标的	AI 应用	新渠道逻辑（商贸零售、休闲食品）	商业模式（平台或渠道）重构	
补涨的相关标的	AI+（机器人、自动驾驶）	饮料乳品、非白酒、体育、IP	底部标的	游资量化参与度高
资金容量大，逻辑相关	港股互联网	创新药	有基本面改善，同属于成长或消费范畴，但逻辑与主线弱相关	机构参与度高、ETF 一揽子买入

资料来源：信达证券研发中心

新消费和 AI 行情轮动较快，一旦各细分行业轮动完成可能会调整 1-2 个月。因为 AI 和新消费核心标的有利润，但扩散后的二三线标的利润可能不强，所以接近季报期容易有调整。AI 行情可能的轮动顺序：光模块（核心标的）→ 国产算力 AI 应用（次核心）→ AI+机器人（补涨）→ 港股互联网（资金容量大）→ 软硬件一起调整。新消费行情可能的轮动顺序：潮玩、黄金珠宝等行业龙头（核心标的）→ 美妆宠物（次核心）→ 饮料体育（补涨）→ 创新药（资金容量大）→ 新消费创新药一起调整。

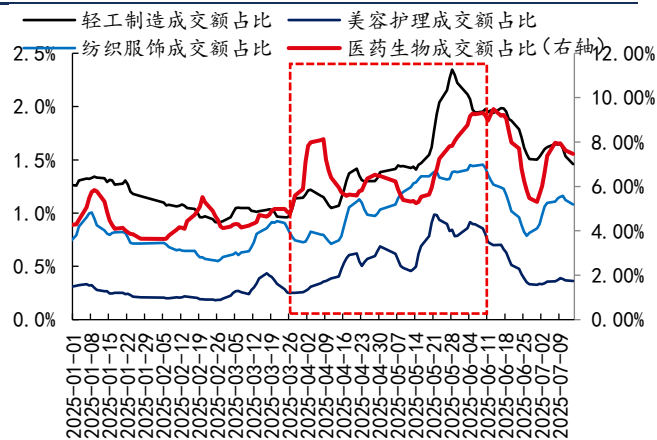
我们认为新消费内部细分行业的上下游关系弱于 AI，不过从交易热度来看，基本上大部分涉及到新消费的行业已经轮涨过一遍，从 6 月中下旬开始新消费相关行业成交额占比有所下降，这可能预示着新消费会有短期休整。7 月开始股市也进入了季报披露期，按照 AI 的经验，扩散性行情在季报披露期前后（6 月下旬-7 月）会有些波折。到季报后期（8 月）可能可能会重新活跃。

图 66：AI 相关行业成交额占比（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 67：新消费相关行业成交额占比（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

创新药与互联网在投资者结构层面的相似性。截至 2025 年 7 月中旬，新消费中创新药板块仍然是偏强的方向，我们认为这与 AI 行情中港股互联网在春季行情中领涨有很多相似。创新药和港股互联网本身市值较大，都属于上一轮牛市中投资者参与较多的板块，筹码结构相比其他行业更复杂，所以上涨时间更晚些。同时，创新药与互联网相关的 ETF 规模和数量分别在消费和科技类 ETF 中排在最前面。而扩散性行情的后期，往往会有很多投资者通过 ETF 的方式参与，这也是这一类板块在轮动后期快速上涨的原因。

表 4：科技类 ETF 规模前 15

排序	代码	名称	Wind估算规模(亿)
1	159792.SZ	港股通互联网ETF	498.91
2	588200.SH	科创芯片ETF	301.58
3	513180.SH	恒生科技指数ETF	293.23
4	513130.SH	恒生科技ETF	268.62
5	159995.SZ	芯片ETF	253.34
6	512760.SH	芯片ETF	253.34
7	512480.SH	半导体ETF	247.31
8	513330.SH	恒生互联网ETF	233.04
9	159819.SZ	人工智能ETF	166.14
10	512660.SH	军工ETF	165.54
11	562500.SH	机器人ETF	149.32
12	512710.SH	军工龙头ETF	132.00
13	515790.SH	光伏ETF	128.39
14	513010.SH	恒生科技ETF易方达	117.89
15	159869.SZ	游戏ETF	66.94

资料来源：万得，信达证券研发中心（数据截止 2025 年 7 月 15 日）

表 5：消费类 ETF 规模前 15

排序	代码	名称	Wind估算规模(亿)
1	512170.SH	医疗ETF	261.28
2	512010.SH	医药ETF	206.61
3	512690.SH	酒ETF	138.76
4	513120.SH	港股创新药ETF	136.46
5	159928.SZ	消费ETF	121.27
6	159992.SZ	创新药ETF	99.20
7	515120.SH	创新药ETF	99.20
8	159570.SZ	港股通创新药ETF	91.19
9	513060.SH	恒生医疗ETF	82.11
10	159938.SZ	医药卫生ETF	53.44
11	159217.SZ	港股通创新药ETF工银	50.74
12	159736.SZ	食品饮料ETF天弘	47.86
13	159892.SZ	恒生医药ETF	43.25
14	159865.SZ	养殖ETF	38.21
15	512290.SH	生物医药ETF	35.81

资料来源：万得，信达证券研发中心（数据截止 2025 年 7 月 15 日）

4.3 军工：主题活跃的牛市中往往不会缺席

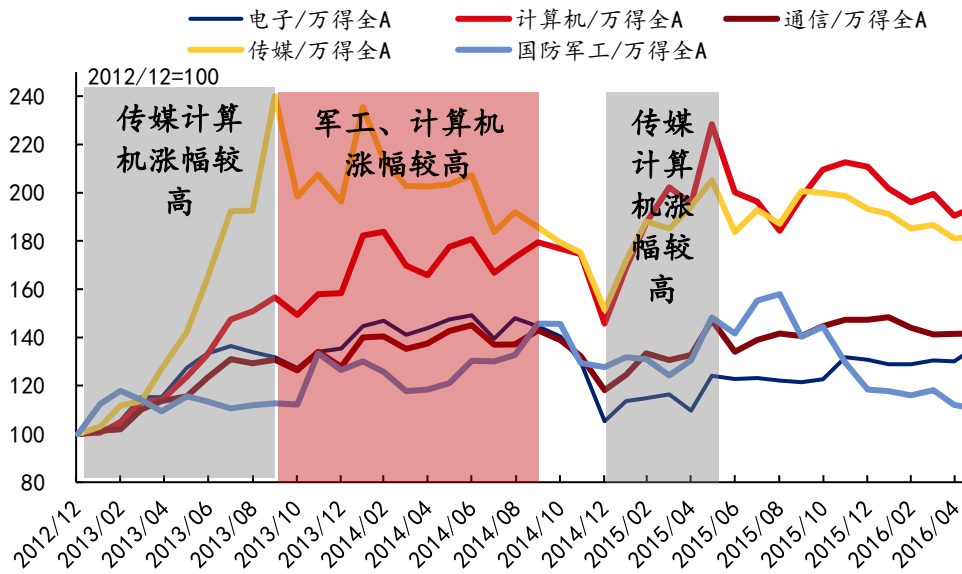
军工行业有望实现风格和基本面共振，年度层面可能有较强表现。第一，从风格角度看，牛市中后期军工通常涨幅较高，尤其是盈利不强资金活跃的牛市。牛市中后期，居民资金越来越活跃，投资者对估值容忍度高，军工虽然业绩弹性不够强，但长期逻辑较好，大概率不会缺席。2013-2015 年牛市中后期和 2019-2021 年牛市后期军工表现都较强，尤其是 2013-2015 年业绩不强但资金强的牛市。

第二，从基本面角度看，军工业绩有改善周期，改善幅度大概率优于全 A。主要原因有：“十四五规划”收官驱动订单集中释放，订单拐点出现为业绩反转奠定基础；全球地缘冲突不确定性加大，军贸出口提供增量需求；军工基本面相对独立，与宏观周期关系不大，股市流动性好但宏观预期不确定时，相对优势明显。

第三，从短期板块轮动角度，2025 年以来成长风格从算力、AI、机器人到港股互联网、创新药，基本上已经轮涨过一遍。军工近期表现强符合牛市中轮涨特征。

第四，从主题催化角度，主题活跃的牛市中军工大概率不会缺席。去年 9 月以来，有事件催化的主题大部分会有不错的表现，军工的事件催化后续大概率还会有，比如地缘冲突、93 阅兵、国企改革、资产重组等。

图 68：13-15 年成长股牛市军工在中后期涨幅较高（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

4.4 有色金属：业绩兑现较好，主题行情也有望受益

周期板块中，静态来看，石油石化和有色金属性价比较好，机械设备和钢铁性价比较差，煤炭、化工、建材居中，动态来看建议关注有色金属。截至 2025 年 7 月 16 日，石油石化、有色金属 ROE 历史分位处于中等偏上水平，PB 历史分位处于中等偏下水平，有一定程度低估。煤炭、化工、建材 ROE 历史分位和 PB 历史分位均处于中等偏下水平，有小幅低估。钢铁、机械设备 ROE 历史分位处于中等偏下水平，PB 历史分位处于中等偏上水平，有小幅高估。动态来看，我们建议关注有色金属，因为有色金属行业 ROE 受益于产能格局好，黄金稀土等价格受地缘政治影响有涨价动力。

表 6：PB-ROE 度量的周期行业估值与基本面匹配情况（单位：%）

板块	行业	PB,过去 10 年分位数(%)	PB,过去 5 年分位数(%)	ROE,过去 10 年分位数(%)	ROE,过去 5 年分位数(%)	ROE 分位数-PB 分位数 (10 年)	ROE 分位数-PB 分位数(5 年)
周期	煤炭	23.8	14.9	34.1	19.0	10.30	4.07
	石油石化	9.3	12.6	70.7	42.8	61.42	30.18
	基础化工	27.2	29.6	31.7	19.0	4.53	(10.58)
	钢铁	38.9	56.8	19.5	9.5	(19.40)	(47.31)
	有色金属	39.1	38.3	75.6	52.3	36.47	13.97
	建筑材料	13.7	27.4	7.3	14.2	(6.37)	(13.19)
	机械设备	58.6	68.8	48.7	19.0	(9.95)	(49.77)

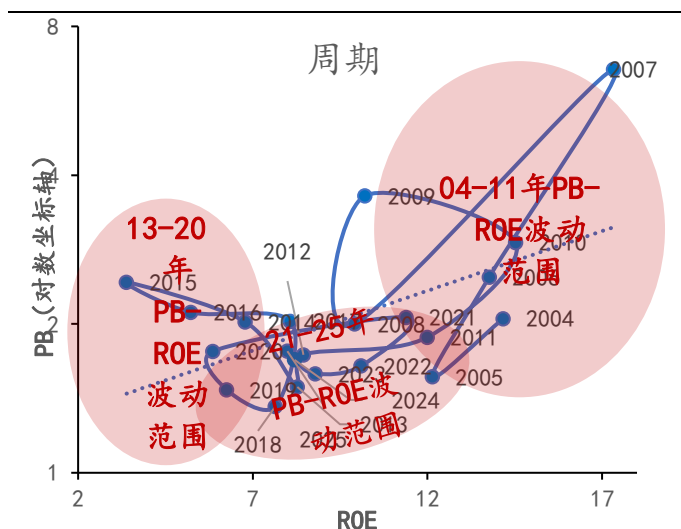
注：PB 为截至 2025 年 7 月 16 日数值，ROE 为 2025 年一季报数值。

资料来源：万得，信达证券研发中心

周期股估值并不处在历史低位，后续关键依赖价格企稳。我们认为从价格波动的规律和产能格局来看，商品价格依然处于产能周期景气向上的过程中。2023年下半年-24年初周期板块ROE有企稳的迹象，但2024年后上游资源品价格震荡走弱，我们认为主要原因是库存周期的下降。但从价格波动的幅度来看相对可控，我们认为这与行业长期资本开支不足带来的产能格局改善有关。

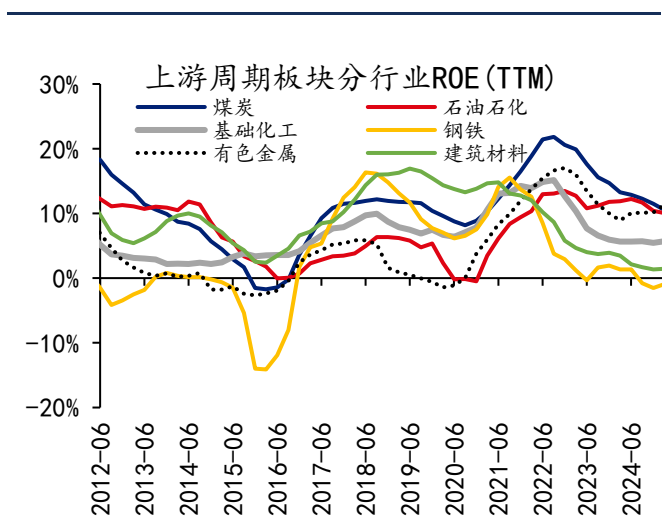
根据历史经验，每一轮2年左右商品上涨的初期，商品价格大多是领先GDP的，所以商品刚开始涨价时，大多感觉到是供给原因主导的。历史上商品牛市底部可能会出现领先需求回升（GDP、库存周期）1-2个季度的情况。但商品价格较难在1年以上维度和GDP走势背离。我们认为2025年商品价格如果开启新一轮上涨，大概率需要需求接力。虽然海内外仍有一些影响需求的负面因素，比如美国经济滞胀、国内房地产下行的风险尚未完全消退，但我们认为负面影响的力度可能会逐渐减弱。

图 69：相对于当前 ROE 水平周期板块估值整体并不处于非常低的水平（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 70：周期板块中有色金属业绩兑现较好（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。

流动性环境超预期收紧风险：美联储货币政策节奏具有不确定性，可能影响到全球流动性环境，进而影响到市场情绪和股市资金流入，股市估值超预期下行。

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。代表观点：2021 年 11 月《V 型大震荡》，2022 年 5 月《静待 V 形反转》，2022 年 12 月《先 Beta，再 Alpha》。

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。