



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

周期股异动是牛市主升浪的信号

——策略周观点

2025 年 7 月 20 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

周期股异动是牛市主升浪的信号

2025 年 7 月 20 日

核心结论: 之前产能过剩的周期行业（光伏、钢铁、化工等）近期开始有所表现，我们认为这种扩散可能是牛市进入中期主升浪的信号。最近的两次级别较大的牛市中（2013-2015 和 2019-2021），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。背后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 年的半导体和白酒、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为突出，一旦有政策催化或基本面改善，股价跑赢指数的概率较高。

- **（1）2014 年中和 2020 年中，周期股均在牛市中后期开始表现。**我们以最近的两次级别较大的牛市（2013-2015 和 2019-2021）为例，研究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。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。
- **（2）背后原因：牛市初期，少部分行业估值抬升，牛市中后期，大部分估值抬升。**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 年的半导体和白酒、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为突出，一旦有政策催化或基本面改善，股价跑赢指数的概率较高。
- **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：周期股异动是牛市主升浪的信号	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

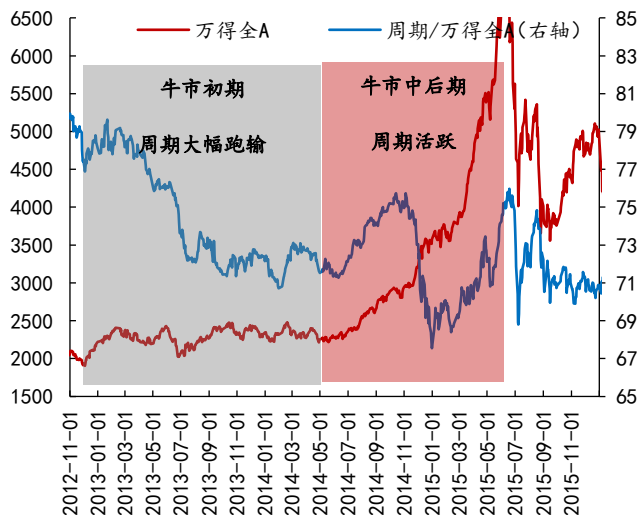
图 1：2013-2015 年牛市，周期股在 2014 年下半年走强（单位：点数，%）	4
图 2：2019-2021 年牛市，周期股在 2020 年下半年走强（单位：点数，%）	4
图 3：2013-2015 年牛市，钢铁股在 2014 年下半年走强（单位：点数，%）	5
图 4：2019-2021 年牛市，钢铁股在 2020 年下半年走强（单位：点数，%）	5
图 5：2013-2015 年，周期股 PB 牛市初期略有下降，牛市中后期回升（单位：倍数）	5
图 6：2019-2021 年，周期股 PB 牛市初期略有下降，牛市中后期回升（单位：倍数）	5
图 7：经济如果弱，进入类似 2014 年下半年的牛市（单位：点数，%）	6
图 8：经济如果强，进入类似 2020 年下半年的牛市（单位：点数，%）	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：周期股异动是牛市主升浪的信号

之前产能过剩的周期行业（光伏、钢铁、化工等）近期开始有所表现，我们认为这种扩散可能是牛市进入中期主升浪的信号。最近的两次级别较大的牛市中（2013-2015 和 2019-2021），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。背后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 年的半导体和白酒、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为突出，一旦有政策催化或基本面改善，股价跑赢指数的概率较高。后续可能有两种演绎方式：（1）经济复苏偏弱，“反内卷”相关政策对供给影响速度较慢，周期等行业盈利并没有改善，则整体股市可能会演绎类似 2014 年下半年的牛市，周期股在牛市中后期会有 1-2 个季度不错的超额收益，但随后会面临波动。（2）“反内卷”政策对供给改善速度较快，并且需求层面的稳增长政策逐渐见效果，周期基本面改善，则股市整体可能会演绎 2020 年下半年-2021 年的牛市，周期股可能会从牛市中后期开始有 1 年左右的行情。不管哪种情形，1-2 个季度内，周期股均有望产生超额收益。

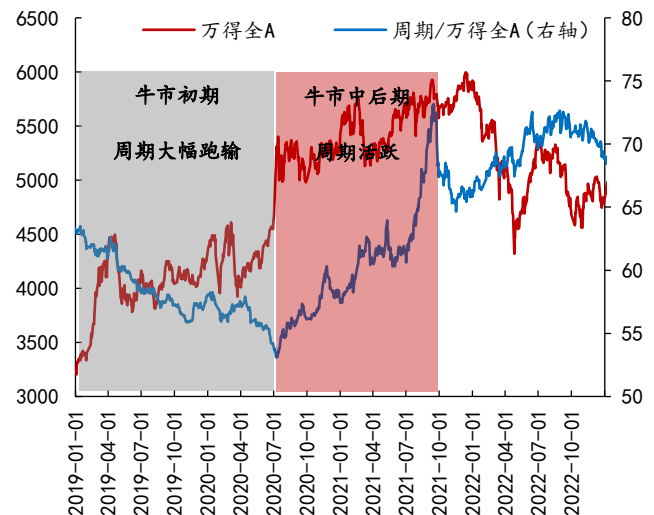
（1）2014 年中和 2020 年中，周期股均在牛市中后期开始表现。我们以最近的两次级别较大的牛市（2013-2015 和 2019-2021）为例，研究周期股在这两次牛市的表現。这两次牛市均是成长股牛市，而且是有居民增量资金的牛市。在牛市初期（2013-2014 年初、2019 年-2020 年初），周期股均明显跑输市场，不过到了牛市中后期，周期股明显开始活跃。2014 年 Q2-15 年 Q2 的牛市中后期，经济依然很弱，商品价格依然下跌，但周期股在并购重组、国企改革、一带一路等主题的催化下持续表现，小幅跑赢市场。2020 年 7 月-2021 年 9 月的牛市中后期，经济企稳回升，商品价格大幅上涨，周期股依靠业绩改善，大幅跑赢市场。

图 1：2013-2015 年牛市，周期股在 2014 年下半年走强（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

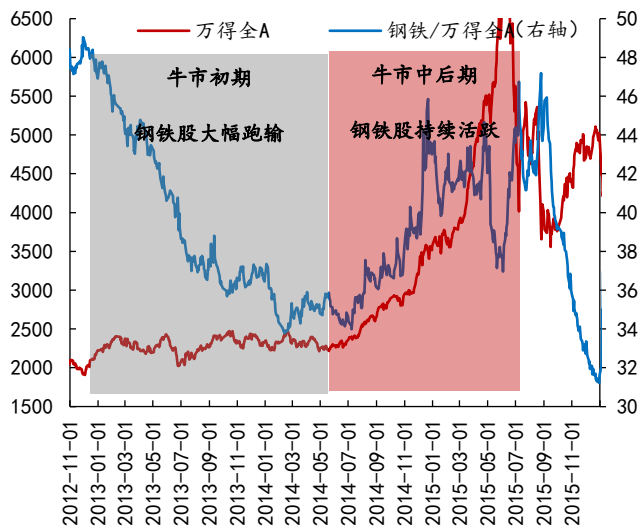
图 2：2019-2021 年牛市，周期股在 2020 年下半年走强（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

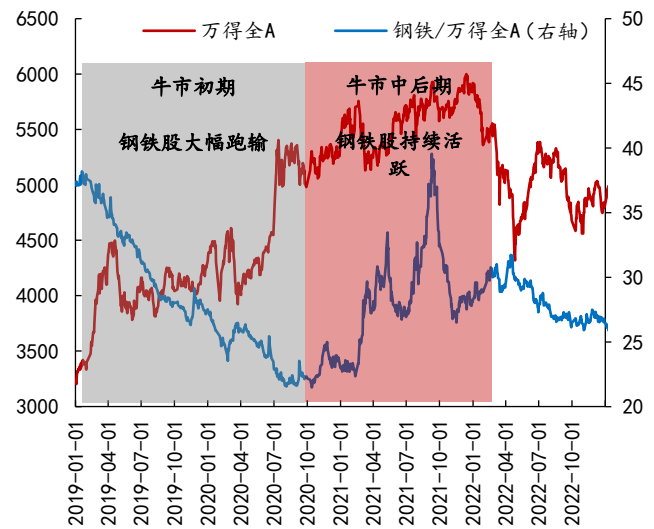
我们认为最有代表性的板块是钢铁。因为钢铁行业细分行业较少，整体需求和国内宏观相关性较高，也较少受到部分成长性行业需求的影响，所以最能代表周期股整体的 Beta 属性。2013-2015 年牛市中，钢铁股在 2013-2014 年中大幅跑输市场，而牛市中后期的 2014 年下半年-2015 年中，钢铁股大幅跑赢指数。2019-2021 年牛市中，钢铁股在 2019 年-2020 年 Q2 大幅跑输市场，而牛市中后期的 2020 年下半年-2021 年，钢铁股大幅跑赢指数。

图 3：2013-2015 年牛市，钢铁股在 2014 年下半年走强（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

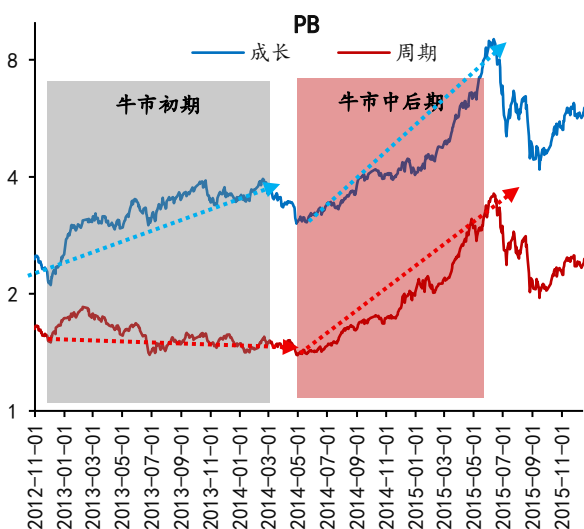
图 4：2019-2021 年牛市，钢铁股在 2020 年下半年走强（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

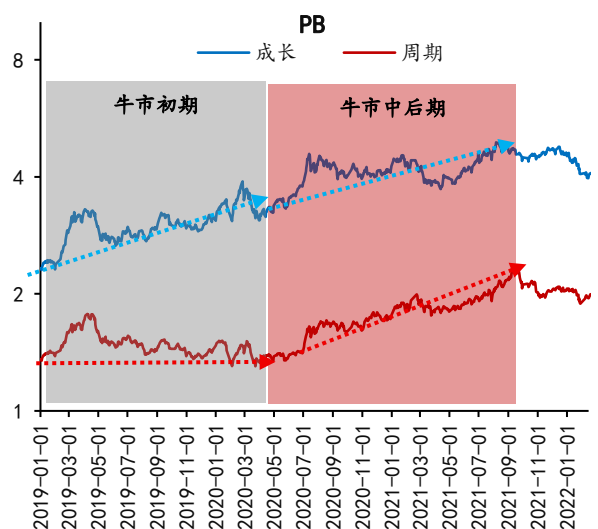
(2) 背后原因：牛市初期，少部分行业估值抬升，牛市中后期，大部分估值抬升。背后的原因并不是来自业绩的变化，因为两次牛市中后期，周期股基本面差别很大。2014 年下半年-2015 年，大宗商品价格下跌，周期股业绩较差，2020 年下半年-2021 年，大宗商品价格上涨，周期股业绩很好，所以用业绩解释不了这一现象。我们认为，主要原因可能来自估值，牛市初期，股市增量资金较少，涨幅慢，此时能够上涨的板块主要是少部分有产业逻辑有业绩的方向（比如 13 年的 TMT、19 年的半导体和白酒、过去 1 年的 AI 和新消费），但进入牛市中后期，居民资金会增多，大部分行业估值均能有不错的抬升。周期股因为在牛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为突出，一旦有政策催化或基本面改善，股价跑赢指数的概率较高。

图 5：2013-2015 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

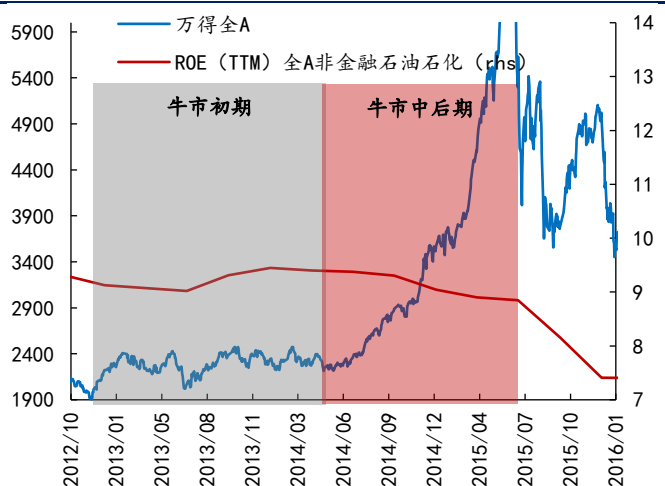
图 6：2019-2021 年，周期股 PB 牛市初期略有下降，牛市中后期回升（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

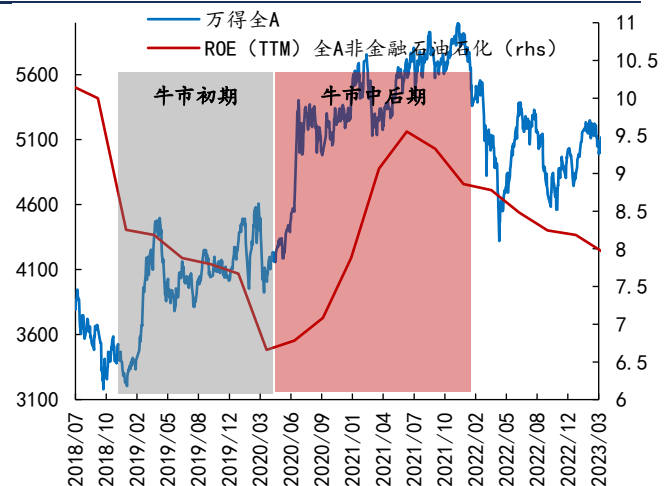
(3) 半年内，不管经济是否企稳，股市都可能进入牛市主升浪。我们认为，近期的周期股行情标志着牛市进入中期，这说明股市资金逐渐增多，已经开始流向各行业中的估值洼地了。后续可能有两种演绎方式：(1) 经济复苏偏弱，“反内卷”相关政策对供给影响速度较慢，周期等行业盈利并没有改善，则整体股市可能会演绎类似 2014 年下半年的牛市，周期股在牛市中期会有 1-2 个季度不错的超额收益，但随后会面临波动。(2) “反内卷”政策对供给改善速度较快，并且需求层面的稳增长政策逐渐见效果，周期基本面改善，则股市整体可能会演绎 2020 年下半年-2021 年的牛市，周期股可能会从牛市中期开始有 1 年左右的行情。不管哪种情形 1-2 个季度内，周期股均有望产生超额收益。

图 7：经济如果弱，进入类似 2014 年下半年的牛市（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

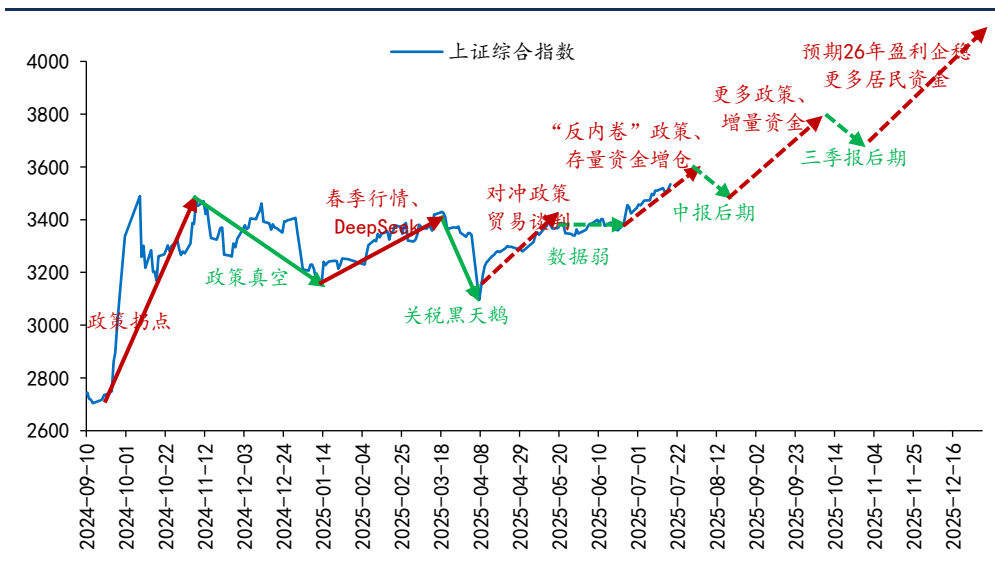
图 8：经济如果强，进入类似 2020 年下半年的牛市（单位：点数，%）



资料来源：万得，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。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。战术层面，市场进入政策改善、资金流入主导的阶段，后续业绩和经济指标的变化，大概率只会对股市月度以内的波动产生影响。建议投资者以牛市主升浪的思路布局未来半年的行情。

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：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 2014-15、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	金融的估值依然很有性价比，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

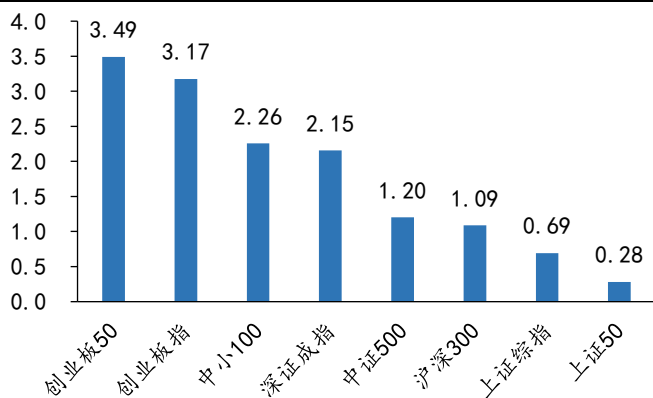
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数大多上涨，其中创业板 50 (3.49%)、创业板指 (3.17%)、中小 100 (2.26%) 涨幅靠前，上证 50 (0.28%)、上证综指 (0.69%)、沪深 300 (1.09%) 涨幅靠后。申万一级行业中，通信 (7.56%)、医药生物 (4.00%)、汽车 (3.28%) 领涨，传媒 (-2.24%)、房地产 (-2.17%)、公用事业 (-1.37%) 跌幅居前。概念股中，固态电池 (26.78%)、激光雷达 (16.87%)、NFT (12.94%) 领涨，阿尔兹海默 (-4.73%)、OLED 概念 (-3.04%)、信托概念 (-2.70%) 领跌。

本周全球股市重要指数涨跌分化，其中恒生指数 (2.84%)、上证综指 (0.69%)、日经 225 (0.63%) 表现靠前，巴西圣保罗指数 (-2.06%)、印度 SENSEX30 (-0.90%)、墨西哥 MXX (-0.57%) 表现靠后。本周商品市场重要指数中，铁矿石 (2.44%)、LME 锌 (1.69%)、LME 铝 (1.17%) 涨幅较大，NYMEX 原油 (-1.68%)、PVC (-1.41%)、玻璃 (-0.72%) 表现靠后。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金 (27.05%)、富时新兴市场指数 (13.06%)、富时环球 (10.48%) 排名较高，而美元指数 (-9.24%)、布伦特原油 (-7.25%)、南华工业品指数 (-3.64%) 排名靠后。

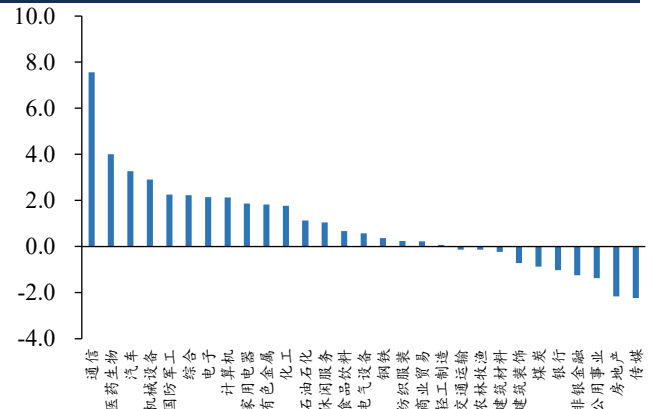
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入 (港股通) 共计 196.22 亿元 (前值净流入 241.19 亿元)。本周央行公开市场操作逆回购发行 17268 亿元，累计净投放 13011 亿元。截至 2025 年 7 月 19 日，银行间拆借利率本周均值相比前期上升，十年期国债收益率本周均值相比前期有所上升。普通股票型基金本周仓位均值相比前期上升，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期上升。

图 10：A 股主要指数周涨跌幅 (单位：%)



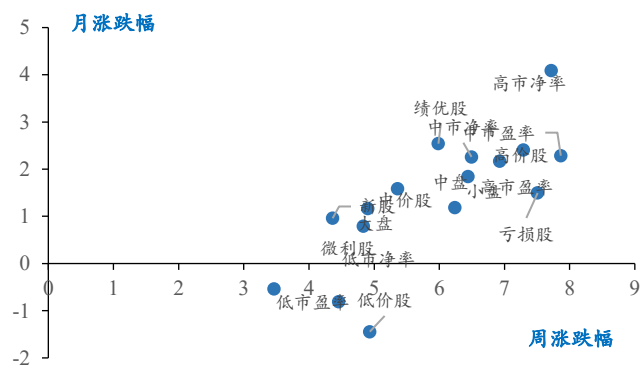
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 11：申万一级行业周涨跌幅 (单位：%)



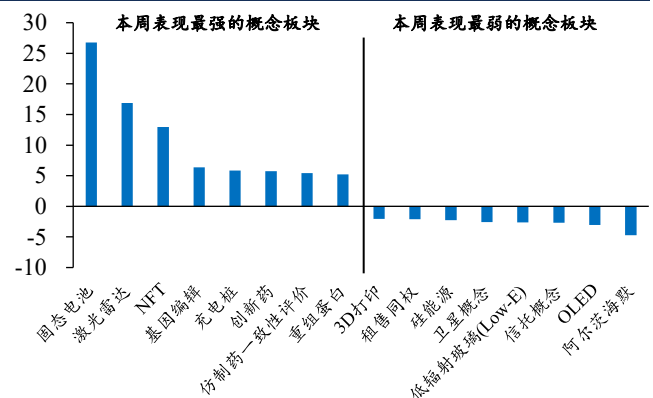
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

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

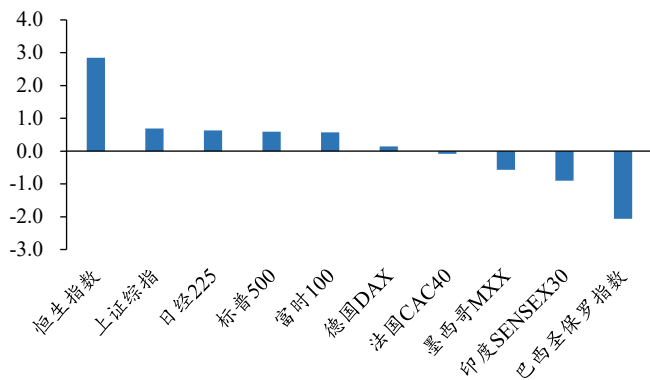
图 13：概念类指数周涨跌幅 (单位：%)



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

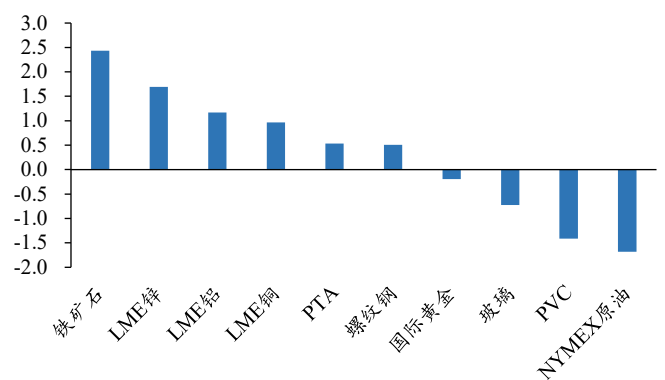


图 14: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)



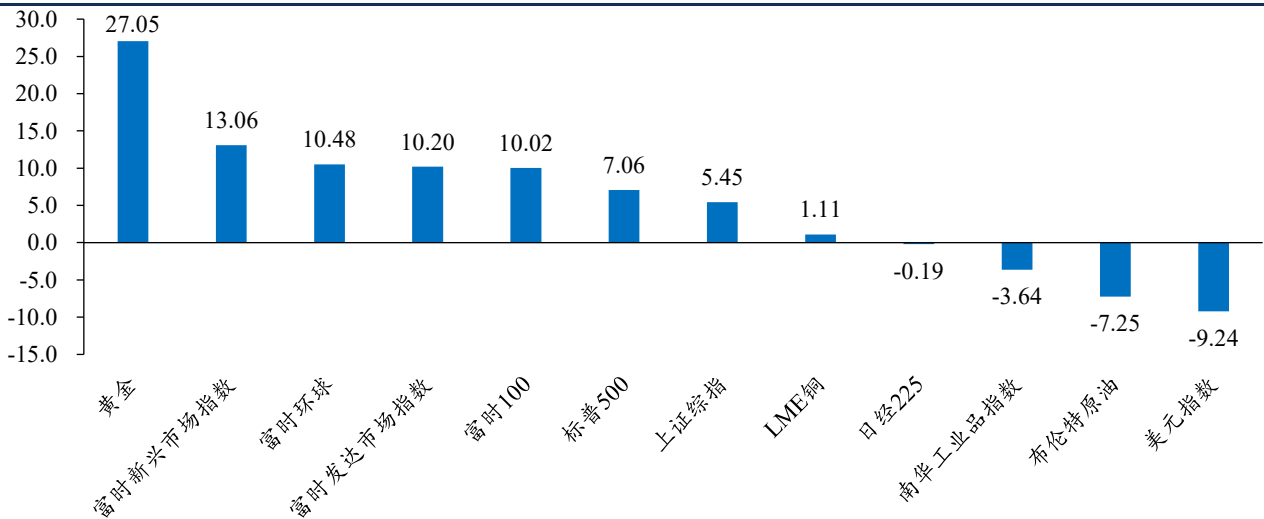
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

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

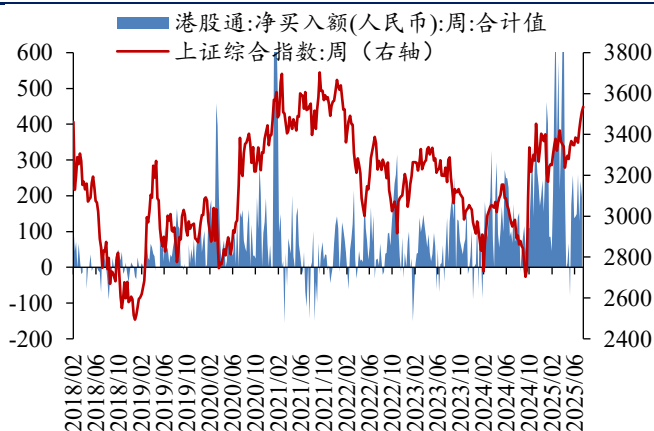
图 16: 2025 年至今全球大类资产收益率 (单位: %)



资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

注: 统计日期截至 2025 年 7 月 19 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

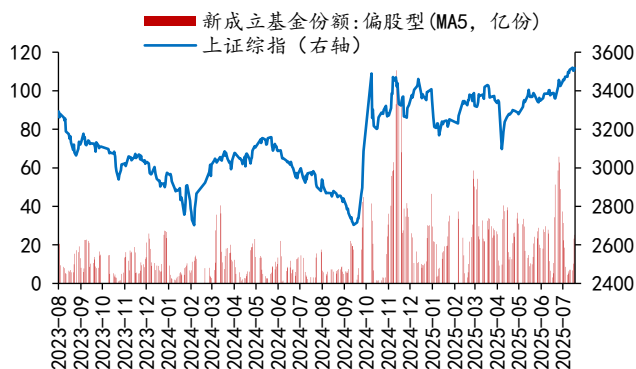
图 18: 融资余额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

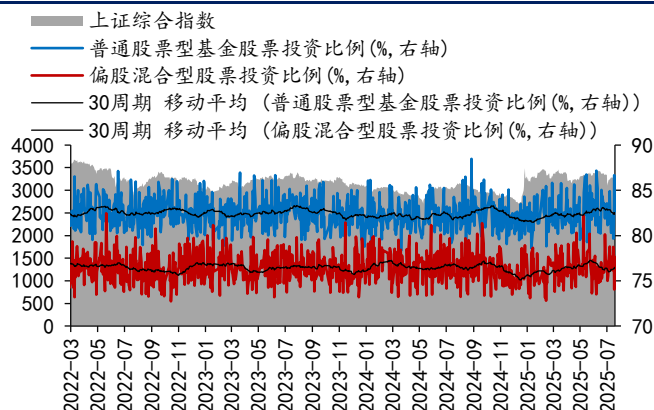


图 19：新发行基金份额（单位：亿份）



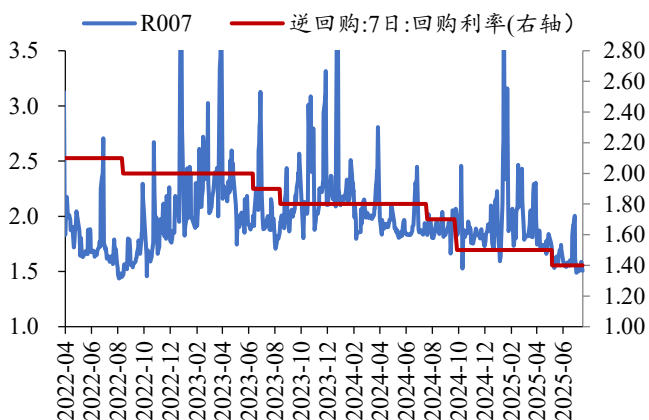
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 20：基金仓位估算（单位：%）



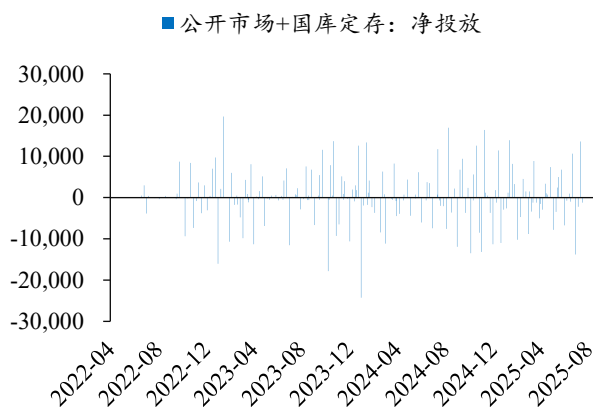
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 21：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）



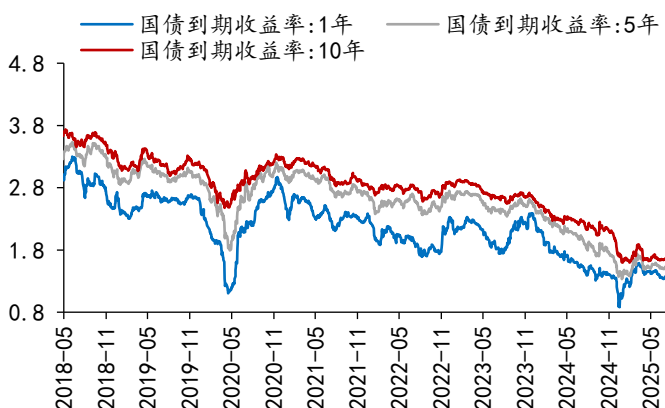
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 22：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）



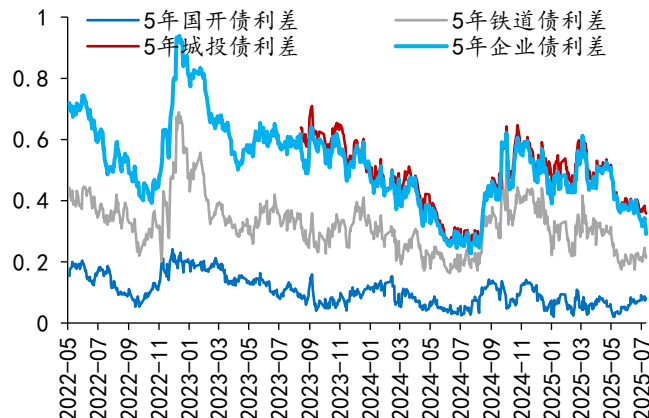
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

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都不曾与，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。