



Research and
Development Center

可能重演 14 年下半年

——策略周观点

2025 年 7 月 13 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

可能重演 14 年下半年

2025 年 7 月 13 日

核心结论: 去年 9 月以来, 市场的表现和盈利脱钩, 这一特征和 2013-2015 年非常类似。2011-2012 年通缩前期, 股市熊市, 2014-2015 通缩后期, 股市牛市。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。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。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。2014 年 7 月突破后的牛市, 事后来看并不是盈利强的牛市。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。与此同时, 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。当下的“反内卷”政策是积极的信号, 但力度上弱于 14 年 7 月的地产政策拐点。所以, 战略上我们认为下半年会出现类似 2014 年下半年的行情, 但战术上, 这里的突破可能不会很顺畅。

- **(1) 2014-2015 年, PPI 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。
- 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。
- **(2) 宏观层面的资产荒可能超过了 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。
- 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。
- **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：可能重演 14 年下半年	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

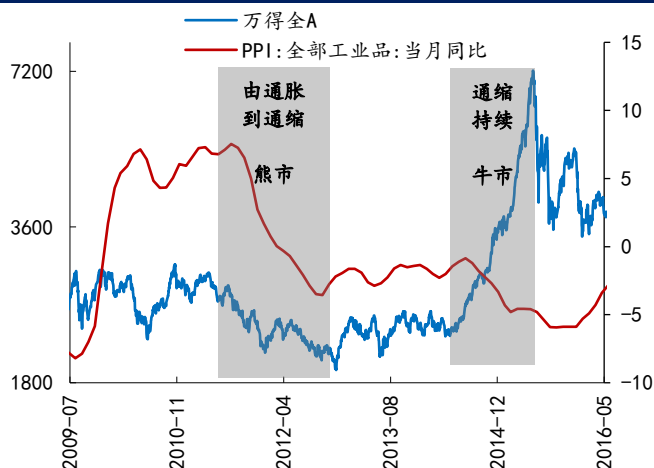
图 1：2011-2012 年通缩前期，股市熊市，2014-2015 通缩后期，股市牛市（单位：点数，%）	4
图 2：2021-2023 通缩前期，股市熊市，2024 年以来通缩后期，股市可能进入牛市（单位：点数，%）	4
图 3：2011-2012 年，股市和盈利密切相关，2014-2015 股市和盈利脱钩（单位：点数，%）	5
图 4：2021-2023 年，股市和盈利密切相关，2024 年以来股市和盈利脱钩（单位：点数，%）	5
图 5：过去 2 年利率下降幅度比 2014 年大（单位：%）	5
图 6：过去 2 年各类利率下降幅度比 2014 年大（单位：%）	5
图 7：过去 2 年居民存款/GDP 上升幅度比 2014 年更大（单位：倍数）	6
图 8：2014 年 7 月指数突破附近，盈利还在下行（单位：点数，%）	6
图 9：2014 年 7 月之前 PMI 连续 3 个月反弹（单位：%）	6
图 10：14 年 7 月融资余额比指数更早新高（单位：点数，亿元）	7
图 11：14 年 7 月股票开户数和指数同步回升（单位：点数，万户）	7
图 12：进入震荡期，Q3 后期或 Q4 有望回归牛市状态（单位：点数）	7
图 13：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 14：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	9
图 15：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	9
图 16：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 17：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 18：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 19：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）	10
图 20：港股通累计净买入（单位：亿元）	10
图 21：融资余额（单位：亿元）	10
图 22：新发行基金份额（单位：亿份）	11
图 23：基金仓位估算（单位：%）	11
图 24：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	11
图 25：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	11
图 26：长期国债利率走势（单位：%）	11
图 27：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	11

一、策略观点：可能重演 14 年下半年

去年 9 月以来，市场的表现和盈利脱钩，这一特征和 2013-2015 年非常类似。2011-2012 年通缩前期，股市熊市，2014-2015 通缩后期，股市牛市。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。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。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。2014 年 7 月突破后的牛市，事后来看并不是盈利强的牛市。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。与此同时，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。当下的“反内卷”政策是积极的信号，但力度上弱于 14 年 7 月的地产政策拐点。所以，战略上我们认为下半年会出现类似 2014 年下半年的行情，但战术上，这里的突破可能不会很顺畅。

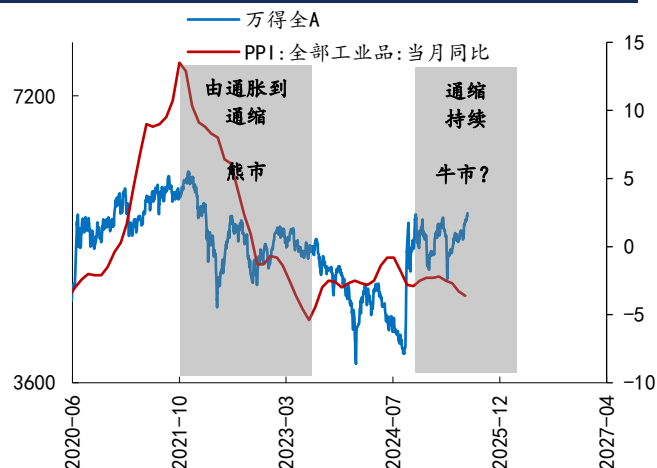
(1) 2014-2015 年，PPI 持续下行，但牛市越来越强。去年 9 月以来，市场的表现和盈利脱钩，这一特征和 2013-2015 年非常类似。2011-2015 年，经济从高点回落，PPI 从通胀的状态进入持续通缩，各行业有产能过剩现象。PPI 从高位回落到通缩的初期（2011-2012 年），股市是熊市，但是通缩的后期（2014-2015 年）股市是牛市。从当下的 PPI 数据也能看到，2021-2023 年，伴随 PPI 的下降，股市持续下跌，但近期虽然 PPI 依然有下降的压力，股市反而很强。

图 1：2011-2012 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

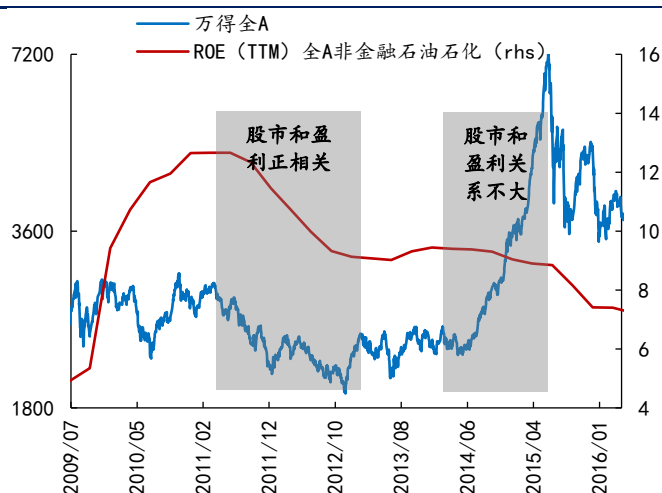
图 2：2021-2023 通缩前期，股市熊市，2024 年以来通缩后期，股市可能进入牛市（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

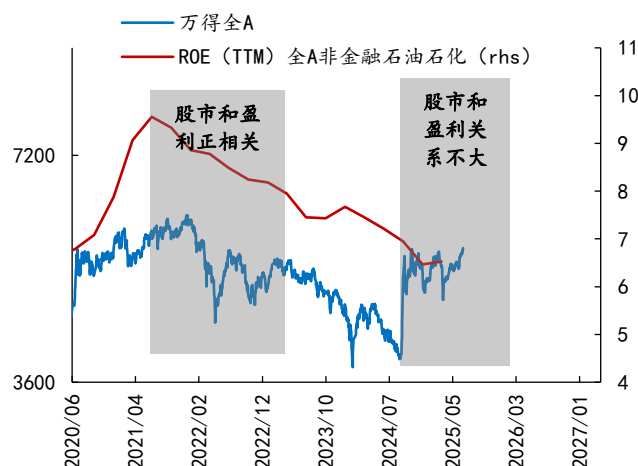
背后的原因是，在 PPI 下降的初期，盈利的负面影响占主导，但 PPI 下降到负值足够长时间后，政策和流动性因素可能会持续改善，导致股市表现和盈利脱钩。去年 9 月以来，我们能够明显看到，经济预期的下降、房地产数据和 PPI 数据的波动对股市影响越来越小，这可能意味着股市已经进入了类似 2013-2015 年的阶段。

图3：2011-2012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4：2021-2023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

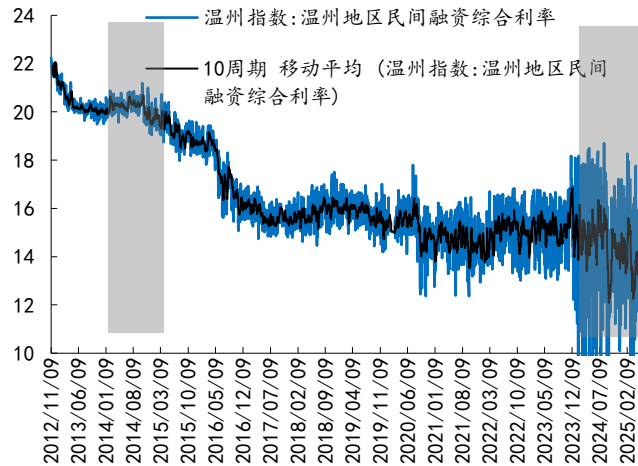
(2) 宏观层面的资产荒可能超过 2014 年。如果是流动性和政策驱动的牛市，那么资产荒的逻辑就会比盈利的逻辑更重要。如果对比各类利率，能够看到，当下的 10 年期国债利率只有 2014 年的一半左右，而且过去 2 年下降的速度幅度也不弱于 2014 年。并且考虑到现在的房地产市场弱于 2014 年，所以资产荒可能比 2014 年更严重。

图5：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

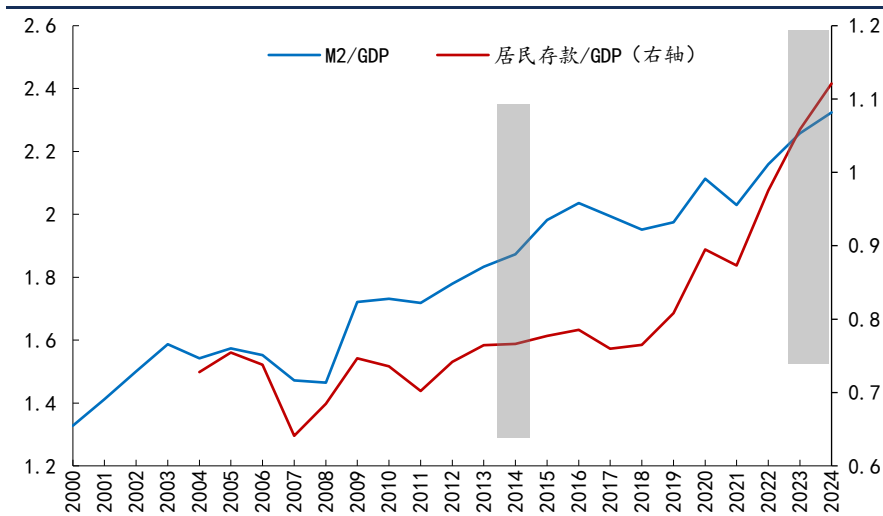
图6：过去 2 年各类利率下降幅度比 2014 年大（单位：%）



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。

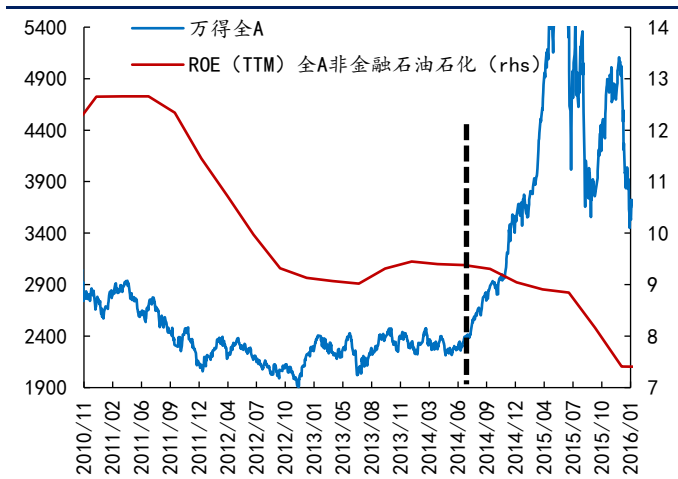
图 7：过去 2 年居民存款/GDP 上升幅度比 2014 年更大（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

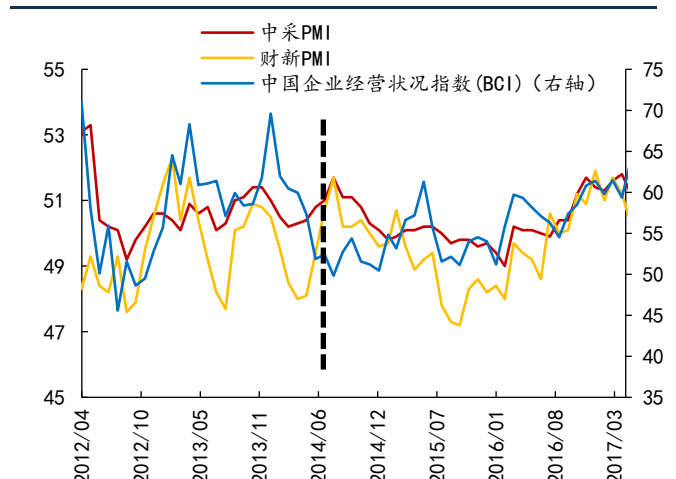
(3) 短期来看，微观层面的变化还没有 14 年 7 月那么大。2014 年 7 月突破后的牛市，事后来看并不是盈利强的牛市，上市公司 ROE 从 2014 年 Q2 开始再次下降，并且持续到 2016 年初。但在指数刚突破的 2014 年 7 月，经济指标出现了连续多个月的持续反弹，比如 2014 年 4-7 月的 PMI 持续反弹。与此同时，更重要的是 2014 年 Q2，房地产政策明显转向积极，全国各地放开限购。7 月以来投资者对房地产政策和“反内卷”政策关注度较高，这是乐观的迹象，但力度相比 2014 年 7 月的房地产政策变化尚且更弱。

图 8：2014 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

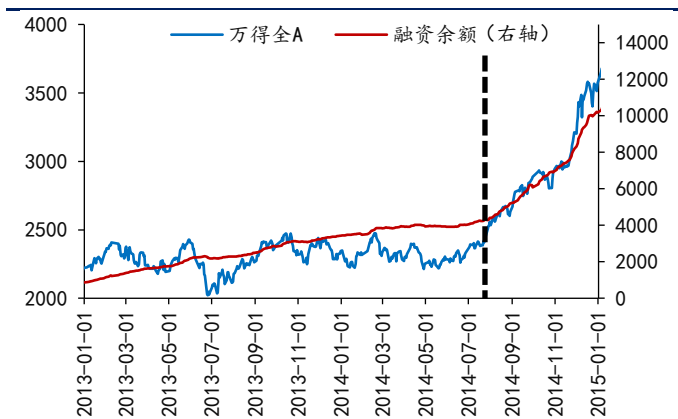
图 9：2014 年 7 月之前 PMI 连续 3 个月反弹（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

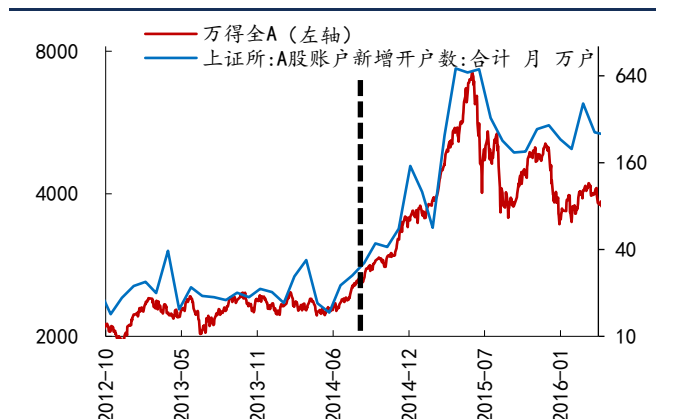
微观流动性层面，2014 年 7 月突破之前融资余额持续增长，比指数更早创新高，并在指数突破后加速流入。居民股票开户数和指数同步回升。最近 1 个季度，融资余额、证券私募发行回升，不过整体居民资金流入力度尚且弱于 2014 年 7 月。

图 10：14 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

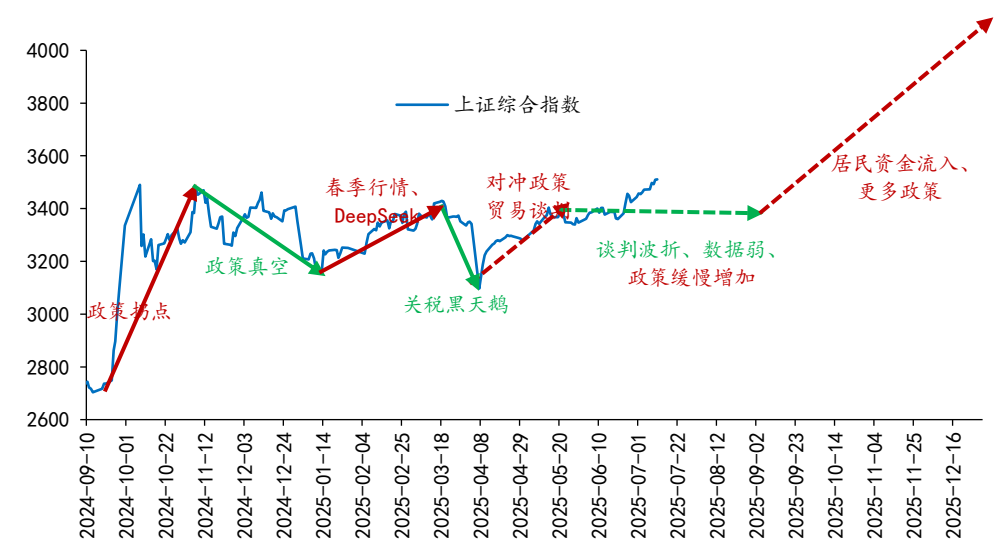
图 11：14 年 7 月股票开户数和指数同步回升（单位：点数，万户）



资料来源：万得，信达证券研发中心

（4）当下的判断：战略上当下类似 2013 和 2019 年，后续有较大的概率发展为类似 2014 年下半年的全面牛市。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，如果有一个往乐观方向转变，市场有望回归牛市状态。

图 12：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。

（4）近期配置观点：季度内偏价值，等 Q3 后期再增加弹性行业配置。

配置风格展望：7 月季报期，风格容易短暂高低切。新消费投资方法和 AI 投资方法有相似的地方：都是少部分公司业绩和产业逻辑完美结合，其他大量二三线标的纯估值修复。由此导致股价过度扩散后，在接近季报期，往往会出现阶段性回撤。不过由于产业逻辑依然成立、其他行业盈利不强，所以可能还会有第二波或第三

波机会。AI 经历过一个季度的休整，逐渐进入左侧观察区。参考 13-15 年移动互联网的经验，休整 1-2 个季度后可能还会再有表现。金融周期中银行可以持续超配，其他的金融周期观察政策变化，我们认为年内可能会出现类似 2014 年 Q4 的行情，新增经济政策和居民增量资金流入可能会共振。

配置行业展望：(1) **进可攻退可守(银行、非银)：**海外经济敏感性低，国内政策敏感性高；指数权重相比投资者配置比例大；长期破净个股占比多，市值管理受益方向。(2) **房地产(左侧布局新一轮政策)：**估值位置偏低；稳增长政策可能还有新增举措，股价表现可能要等政策变化。(3) **有色金属：**产能格局强，经济弱受影响小，经济强或政策多受益；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。(4) **传媒：**AI 季度休整尾声，传媒估值性价比不错，AI 下一波关注应用变化；(5) **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。

表 1：配置建议表

配置类型		配置建议
配置建议	行业组合	银行、非银、传媒、有色金属
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很强，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) 美股部分科技股开始反弹，后续能否持续走牛影响全球 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，但对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。可能会是牛市中很重要的暗线。
	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。周期主题性机会可能会集中在有色，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

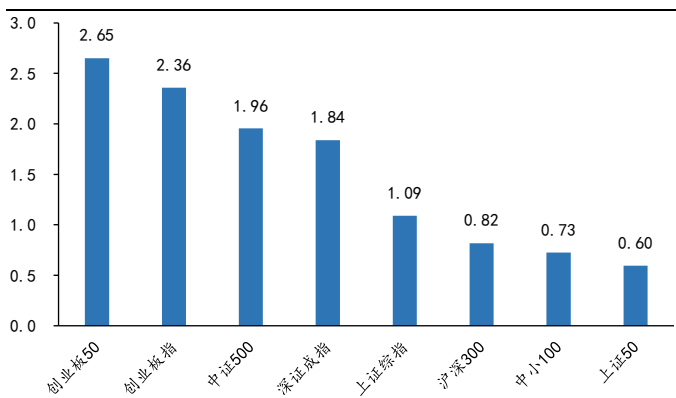
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数大多上涨，其中创业板 50 (2.65%)、创业板指 (2.36%)、中证 500 (1.96%) 涨幅靠前，上证 50 (0.60%)、中小 100 (0.73%)、沪深 300 (0.82%) 涨幅靠后。申万一级行业中，房地产 (6.12%)、钢铁 (4.41%)、非银金融 (3.96%) 领涨，煤炭 (-1.08%)、银行 (-1.00%)、汽车 (-0.41%) 跌幅居前。概念股中，固态电池 (16.98%)、氢能源 (13.81%)、稀土永磁 (9.60%) 领涨，远程办公 (-7.65%)、特朗普概念股 (-2.71%)、网络安全 (-2.34%) 领跌。

本周全球股市重要指数涨跌分化，其中德国 DAX (1.97%)、法国 CAC40 (1.73%)、富时 100 (1.34%) 表现靠前，巴西圣保罗指数 (-3.59%)、墨西哥 MXX (-2.39%)、印度 SENSEX30 (-1.12%) 表现靠后。本周商品市场重要指数中，玻璃 (5.15%)、铁矿石 (3.71%)、NYMEX 原油 (2.61%) 涨幅较大，LME 铜 (-2.93%)、PTA (-0.66%)、LME 锌 (-0.45%) 表现靠后。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金 (27.61%)、富时新兴市场指数 (11.06%)、富时环球 (9.86%) 排名较高，而美元指数 (-9.78%)、布伦特原油 (-5.37%)、南华工业品指数 (-4.36%) 排名靠后。

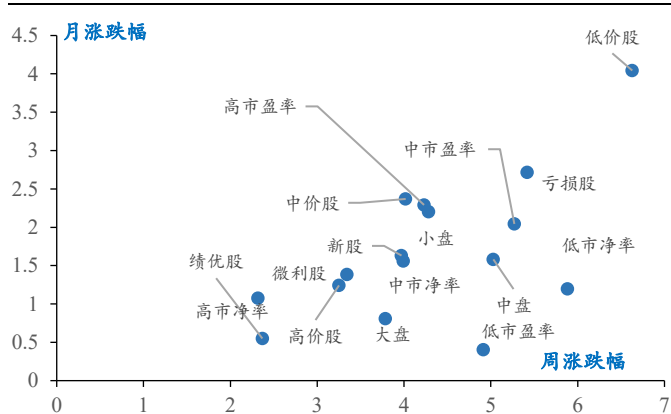
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计 241.19 亿元（前值净流入 126.89 亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行 4257 亿元，累计净回笼 2265 亿元。截至 2025 年 7 月 11 日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所上升。普通股票型基金本周仓位均值相比前期上升，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期下降。

图 13: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



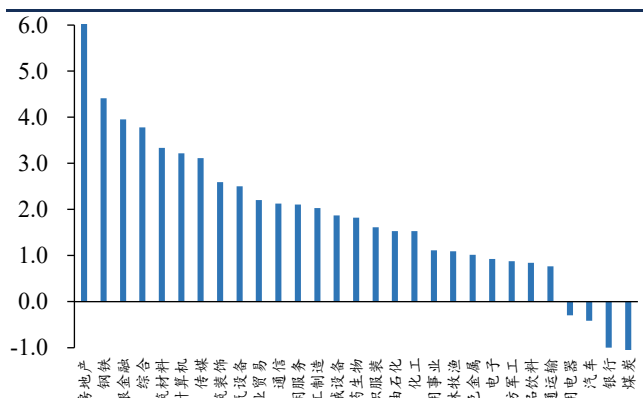
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 15: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)



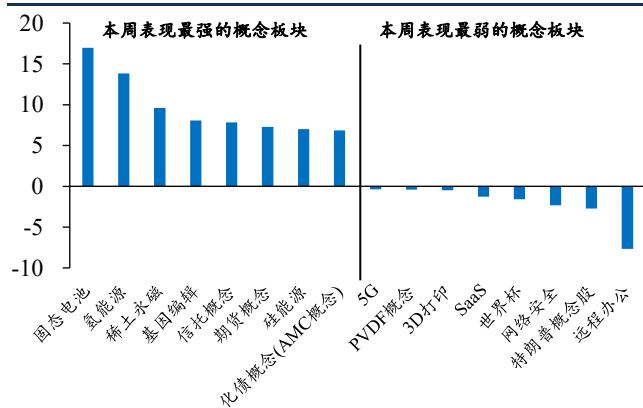
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 14: 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

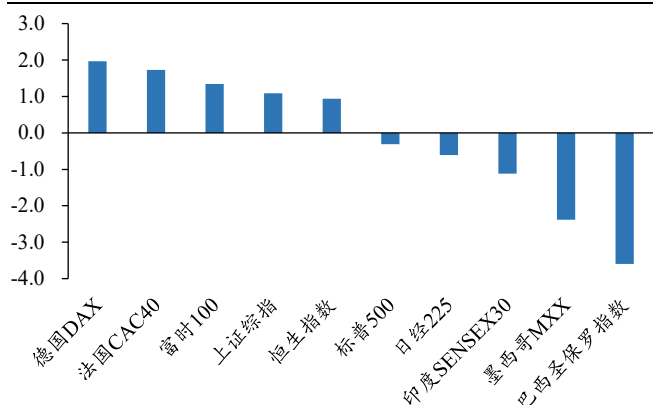
图 16: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

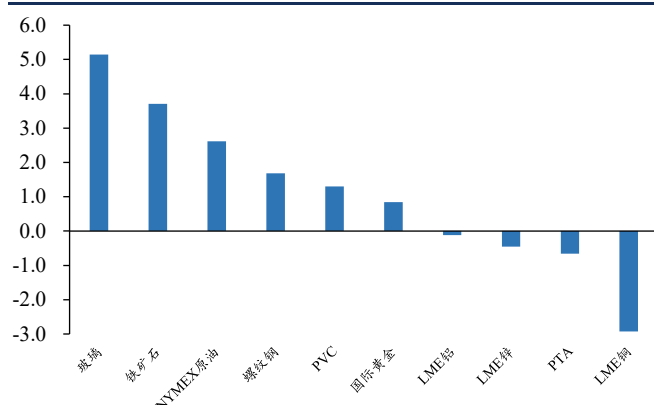


图 17: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)



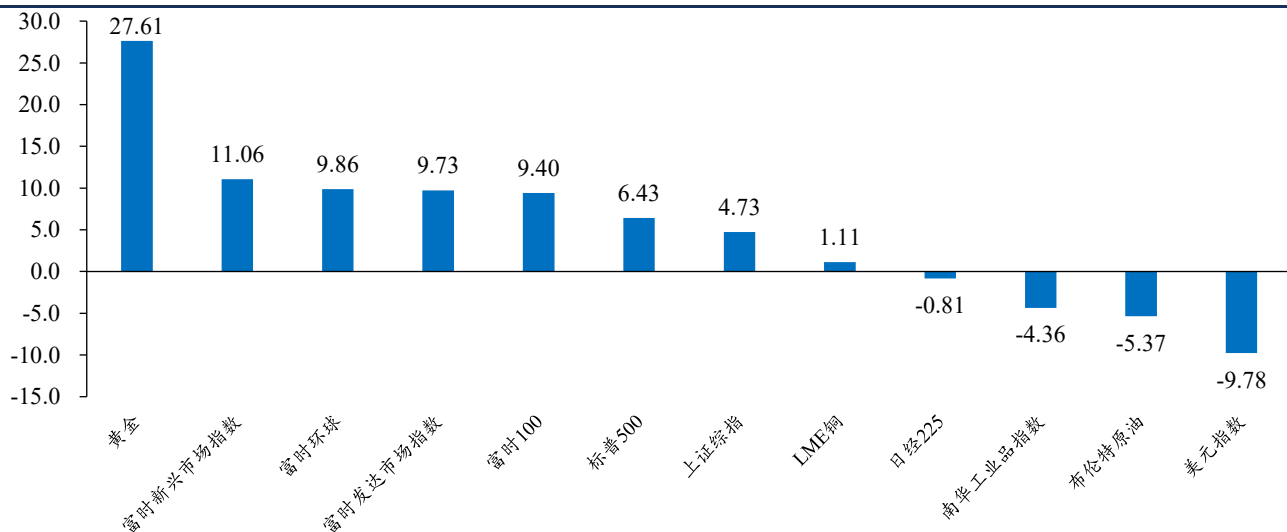
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 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

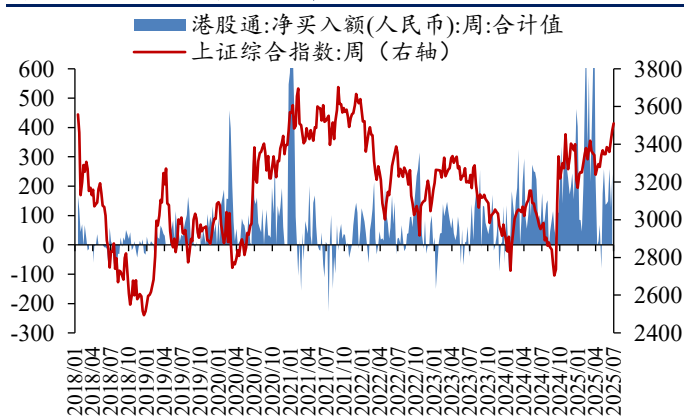
图 19: 2025 年至今全球大类资产收益率 (单位: %)



资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

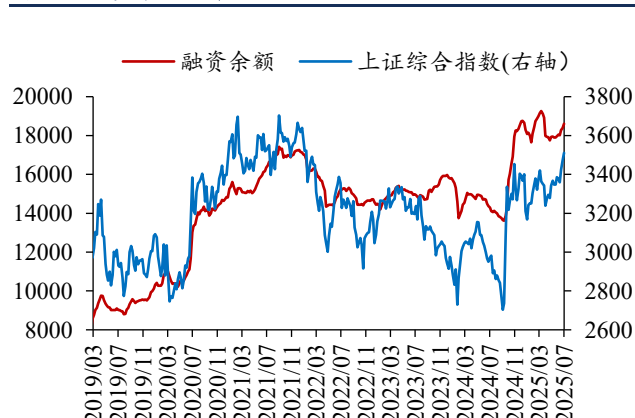
注: 统计日期截至 2025 年 7 月 12 日

图 20: 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

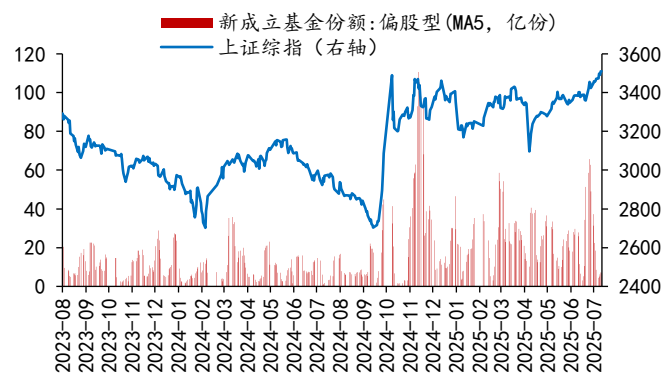
图 21: 融资余额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

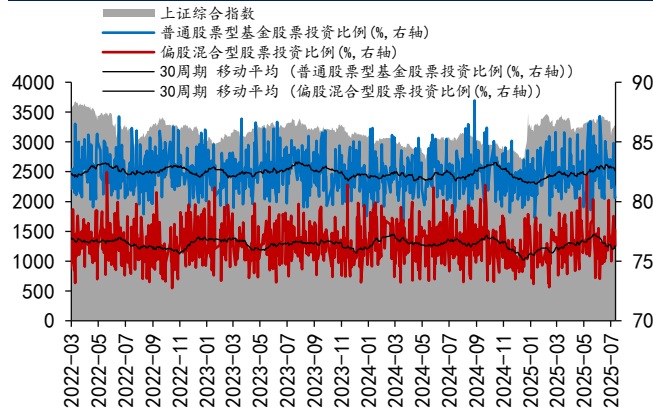


图 22：新发行基金份额（单位：亿份）



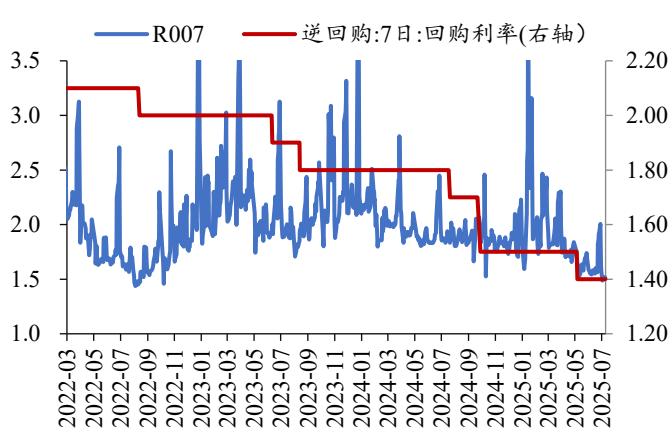
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 23：基金仓位估算（单位：%）



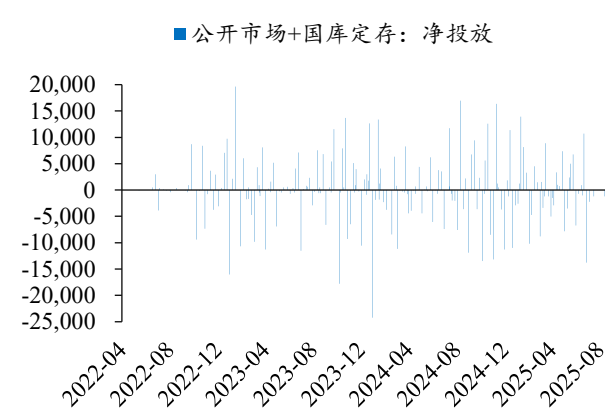
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 24：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）



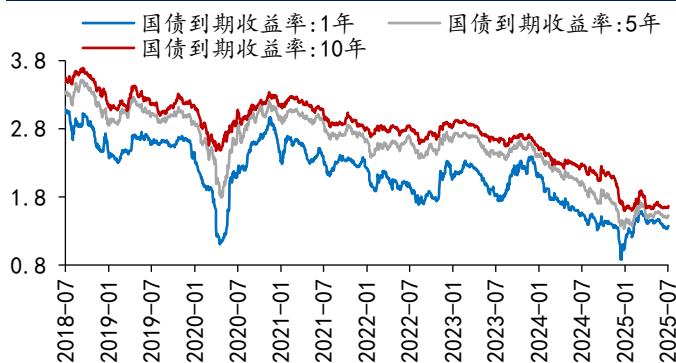
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 25：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）



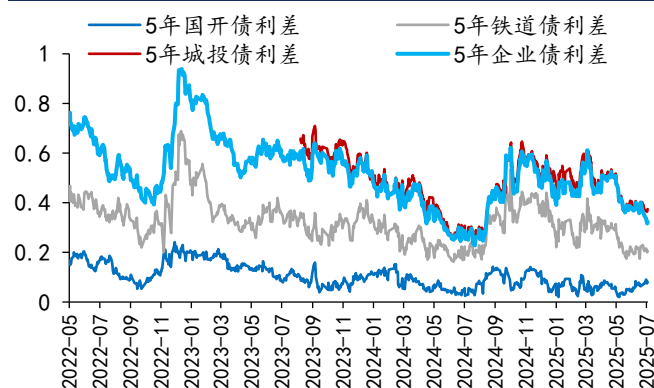
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 26：长期国债利率走势（单位：%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 27：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。