



Research and
Development Center

投资风格类似 13-15 年：新、小、快

——策略周观点

2025 年 6 月 8 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

投资风格类似 13-15 年：新、小、快

2025 年 6 月 8 日

核心结论：最近一轮投资风格的第一个特点：新。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。2013-15 年也是类似的特点，期间最强的是 TMT，0-1 的移动互联网驱动，这和当下的 AI 有些类似。13-15 年消费中最强的也是新消费，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。价值股中最强的是主题，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。第二个特点：小。当下和 13-15 年市场小微盘都很活跃，特别是市场震荡期。第三个特点，快。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。我们认为新小快三大特点背后的主要原因是：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）。

- **（1）去年 9 月以来风格类似 13-15 年：产业新、标的小、轮动快。**
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。
- 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。
- 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。
- **（2）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。
- **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。



目录

一、策略观点：投资风格类似 13-15 年：新、小、快.....	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

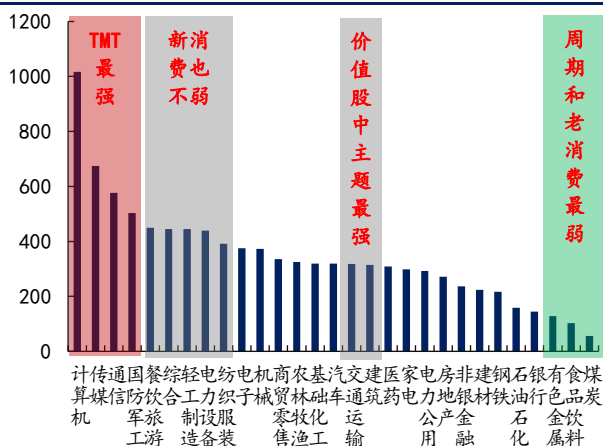
图 1：2013-15 年牛市各行业涨跌幅（单位：%）	4
图 2：2013-15 年消费中各行业涨跌幅（单位：%）	4
图 3：2013-2015 年小盘风格较强（单位：点数，倍数）	5
图 4：13 年-15 年 TMT 的波动也很大（单位：%）	5
图 5：2013-2015 年牛市期间 GDP 一直偏弱（单位：点数，%）	6
图 6：2013-2014 年公募主动权益基金份额一直在减少（单位：亿份）	6
图 7：2013-14 年 IPO 融资规模也比较低（单位：亿元）	7
图 8：2013-15 年融资余额带来新资金（单位：点数，亿元）	7
图 9：进入震荡期，Q3 后期或 Q4 有望回归牛市状态（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：投资风格类似 13-15 年：新、小、快

最近一轮投资风格的第一个特点：新。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。2013-15年也是类似的特点，期间最强的是TMT，0-1的移动互联网驱动，这和当下的AI有些类似。13-15年消费中最强的也是新消费，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。价值股中最强的是主题，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。第二个特点：小。当下和13-15年市场小微盘都很活跃，特别是市场震荡期。第三个特点，快。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。我们认为新小快三大特点背后的主要原因是：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）。

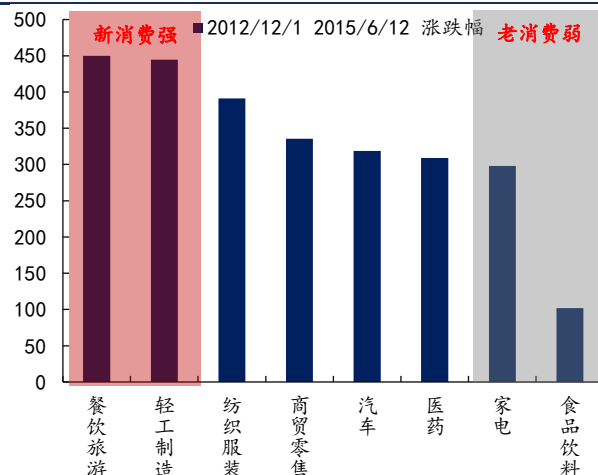
(1) 去年 9 月以来风格类似 13-15 年：产业新、标的小、轮动快。去年 9 月以来，最强的两个产业趋势分别是 AI 和新消费，这两者貌似没有关系，但都符合产业逻辑新的特点。而且更重要的一点是，由于宏观环境依然偏弱，AI 和新消费虽然让很多公司长期预期发生了变化，但利润只局限于少部分公司和二三级行业。其实 2013-15 年也是类似的特点，2013-2015 年最强的行业有三类。第一类是 TMT，由于 0-1 的移动互联网业务增长，TMT 大部分公司的商业模式被改变，这和当下的 AI 有些类似。第二类是消费中的新消费，13-15 年餐饮旅游、轻工、纺织服装等行业涨幅明显强于食品饮料和家电。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 1: 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

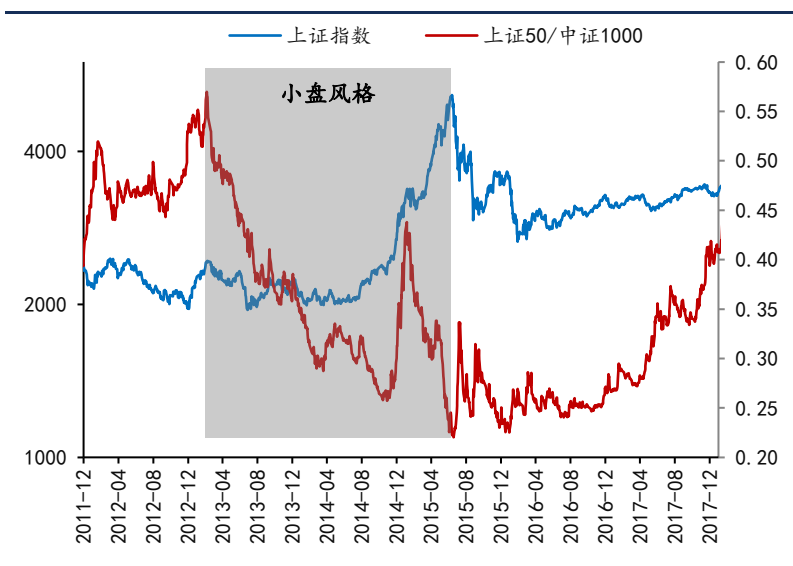
图 2: 2013-15 年消费中各行业涨跌幅 (单位: %)



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。

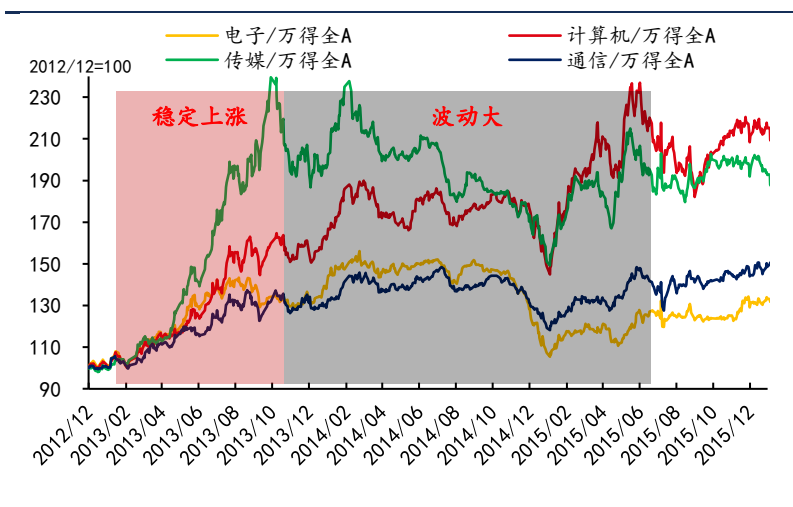
图 3：2013-2015 年小盘风格较强（单位：点数，倍数）



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 4：13 年-15 年 TMT 的波动也很大（单位：%）

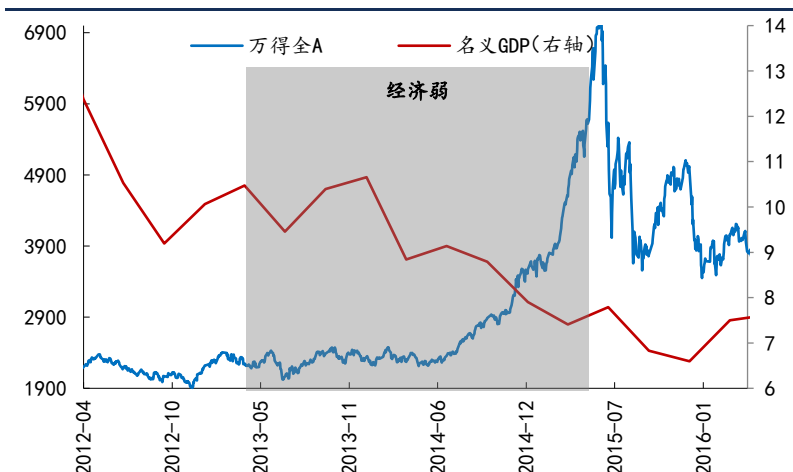


资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 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，但股市结构性机会很多。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。

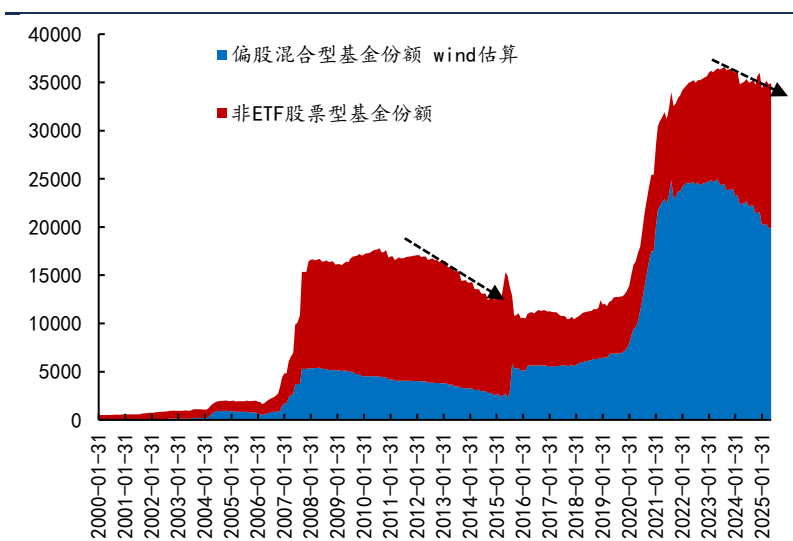
图 5：2013-2015 年牛市期间 GDP 一直偏弱（单位：点数，%）



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。

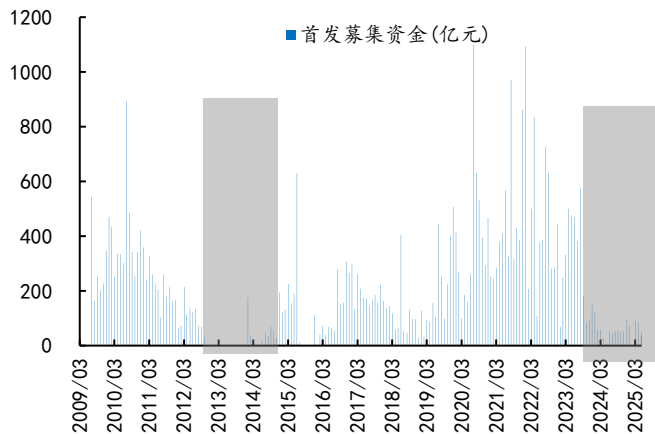
图 6：2013-2014 年公募主动权益基金份额一直在减少（单位：亿份）



资料来源：万得，信达证券研发中心

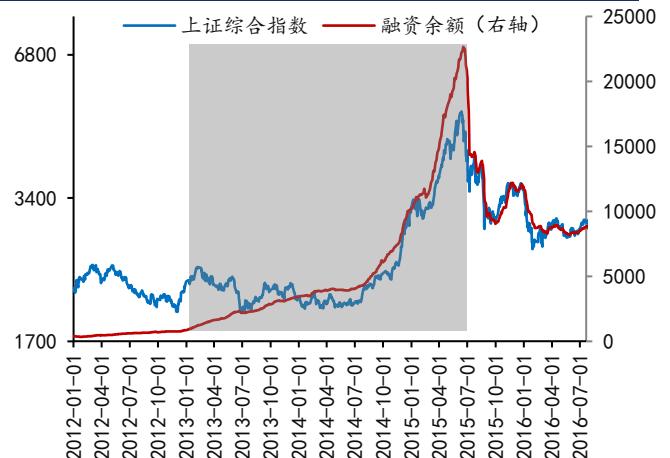
于此同时，政策层面不断托底，IPO 规模下降，存量小市值公司不会受到太多新股和融资的负面影响。而且两融业务放开、私募成立和注册难度下降，大量居民资金通过新的产品渠道流入股市。共同促成了新、小、快的投资风格。

图 7：2013-14 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

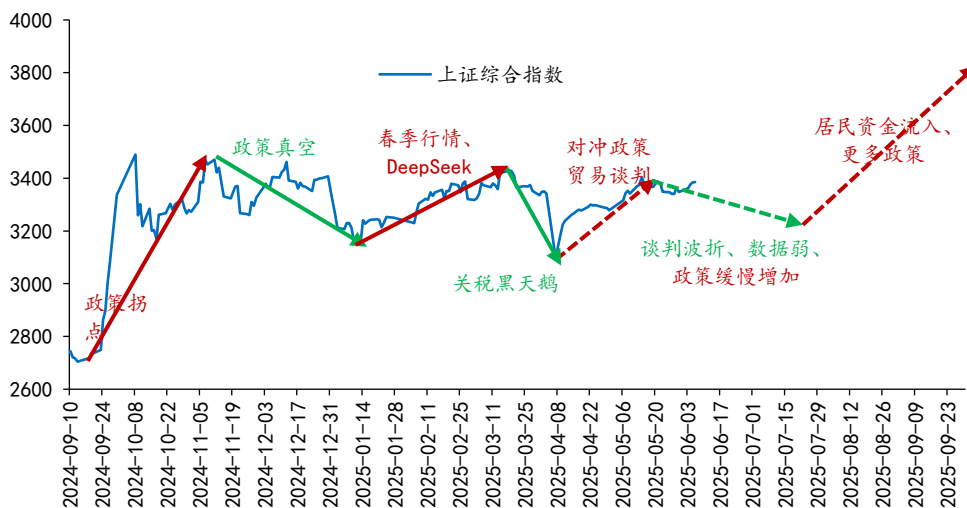
图 8：2013-15 年融资余额带来新资金（单位：点数，亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 短期 A 股大势研判观点：3 月高点很难突破，5 月下旬到 7 月可能会有二次“小幅”回撤。继续上涨面临的压力有：(1) 经济预期难以快速改善。因为关税谈判还在进行中，还有不确定的地方；同时高频的经济指标中地产销售开始进入季节性走弱；(2) 4 月的市场波动，对居民资金赚钱效应还是产生了负面干扰，融资余额和市场交易热度明显下降，恢复起来需要些时间；4 月以来，融资余额走弱，居民资金热度有所下降。4 月波动期间，ETF 大幅逆势增长，市场稳定下来后，5 月以来，ETF 份额有所回落。(3) 关税缓和后，指数全面突破还需要一个强的板块主线推动，之前有 DeepSeek 驱动的 AI 和机器人，目前新主线是新消费，强度不错，但影响范围可能会小于 DeepSeek。我们认为，市场在 5-7 月可能还会有震荡回撤，不过幅度可控。Q3 后期或 Q4，盈利、政策和居民资金三因素中，只要有一个往乐观方向转变，市场有望回归牛市状态。

图 9：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 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。以此推断季报附近新消费会有一次调整，调整后还会有第二波。AI科技处在季度休整尾声。过去一个季度休整，主要是因为AI业绩没有扩散，参考13-15年的经验休整1-2个季度后还会再有表现。金融周期中银行可以持续超配，其他的金融周期可能Q4会有次类似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) **新消费：**自下而上，业绩趋势和产业逻辑能自愈；自上而下看，宏观层面外需不确定，内需更确定，后续还可能有稳内需的政策，新消费有望受益。目前正在从龙头扩散到其他标的，按照AI机器人扩散的节奏，中报前后会有一次月度休整；(2) **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；(3) **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。(4) **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。(5) **有色金属(黄金、稀土)：**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。(6) **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。

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、房地产、军工、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)美股科技股调整较多，后续能否重回牛市影响全球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，但越来越明确对金融体系冲击已经结束，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。周期主题性机会会集中在有色，全面性机会要关注国内政策。

资料来源：信达证券研发中心



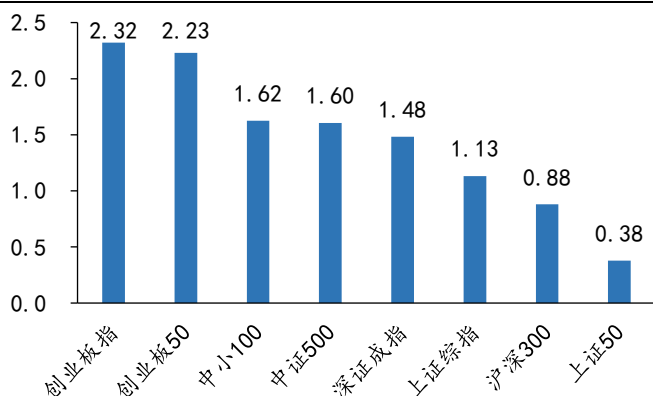
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数大多上涨，其中创业板指 (2.32%)、创业板 50 (2.23%)、中小 100 (1.62%) 涨幅靠前，上证 50 (0.38%)、沪深 300 (0.88%)、上证综指 (1.13%) 涨幅靠后。申万一级行业中，通信 (5.27%)、有色金属 (3.74%)、电子 (3.60%) 领涨，家用电器 (-1.79%)、食品饮料 (-1.06%)、交通运输 (-0.54%) 跌幅居前。概念股中，基因编辑 (15.91%)、氢能源 (14.91%)、充电桩 (11.97%) 领涨。

本周全球股市重要指数大多上涨，其中恒生指数 (2.16%)、标普 500 (1.50%)、德国 DAX (1.28%) 表现靠前，巴西圣保罗指数 (-0.67%)、日经 225 (-0.59%)、墨西哥 MXX (0.38%) 表现靠后。本周商品市场重要指数中，NYMEX 原油 (6.55%)、LME 铜 (1.82%)、LME 锌 (1.62%) 涨幅较大，PTA (-1.23%)、螺纹钢 (0.24%)、LME 铝 (0.31%) 表现靠后。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金 (26.13%)、富时 100 (8.14%)、富时新兴市场指数 (7.94%) 排名较高，而布伦特原油 (-10.70%)、南华工业品指数 (-9.17%)、美元指数 (-8.55%) 排名靠后。

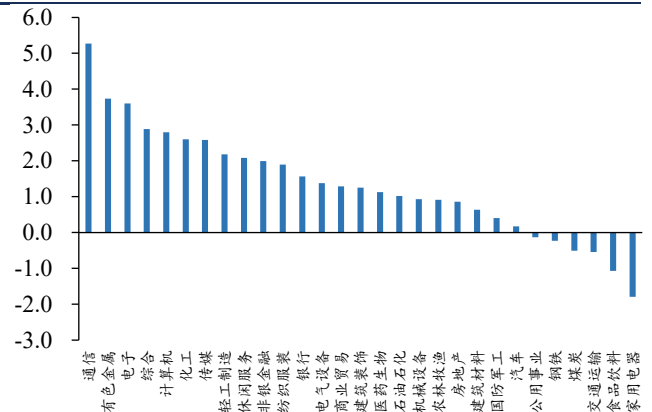
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入 (港股通) 共计 136.81 亿元 (前值净流入 257.77 亿元)。本周央行公开市场操作逆回购发行 9309 亿元，累计净回笼 6717 亿元。截至 2025 年 6 月 7 日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所下降。普通股票型基金本周仓位均值相比前期下降，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期下降。

图 10: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



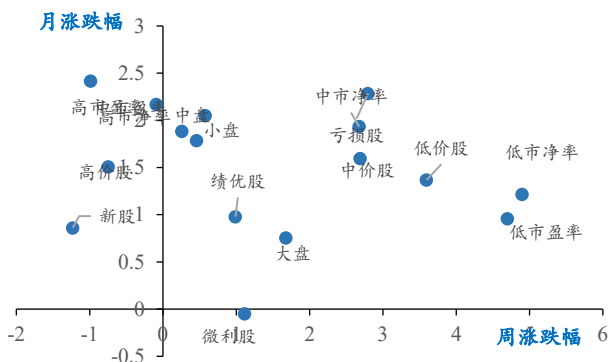
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 11: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



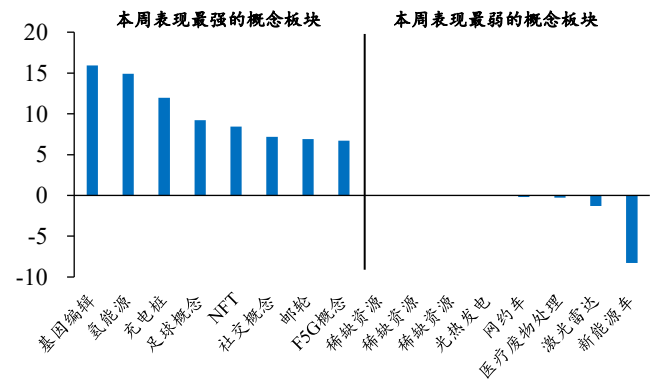
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 12: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)



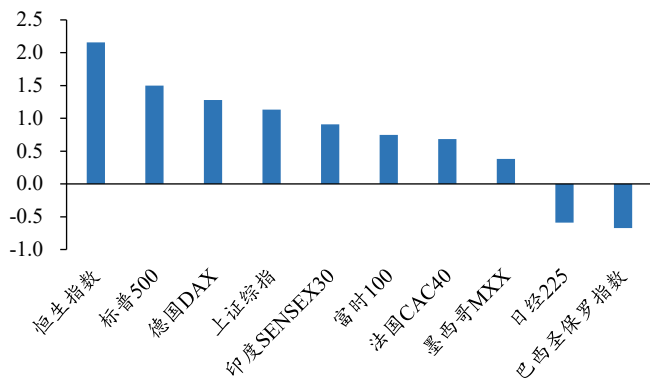
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 13: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



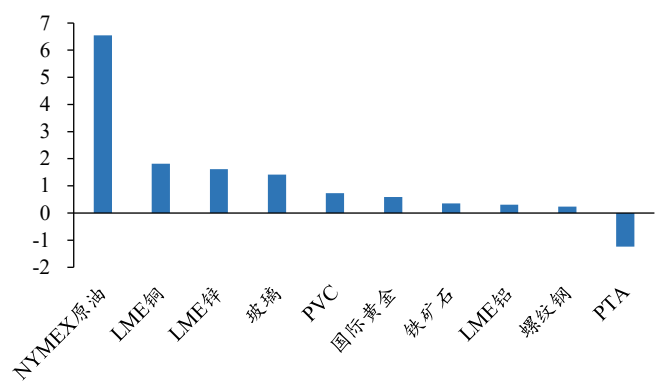
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 14：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



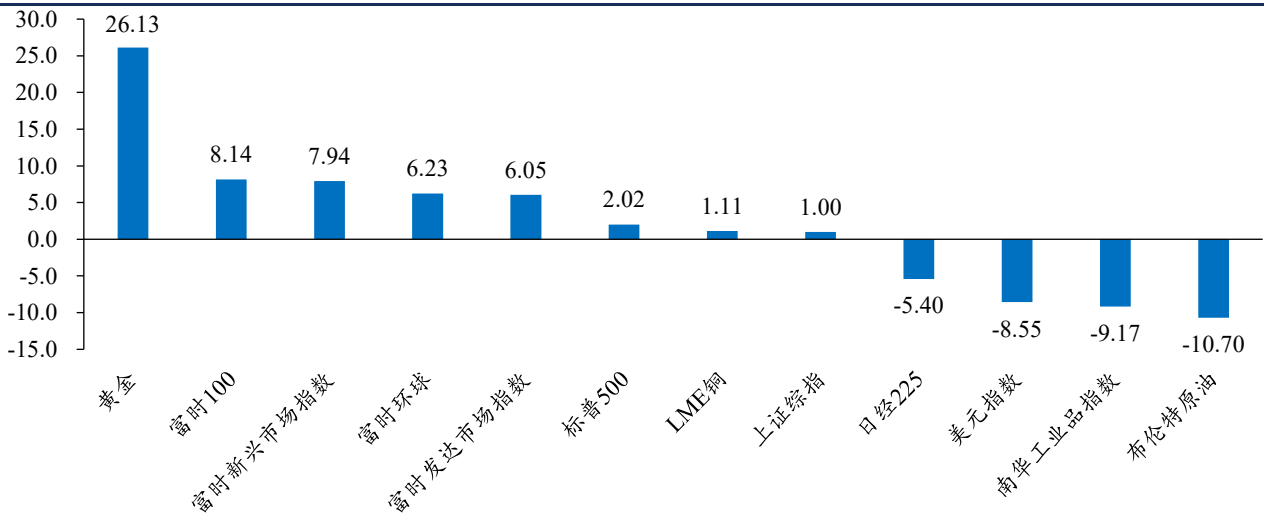
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

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

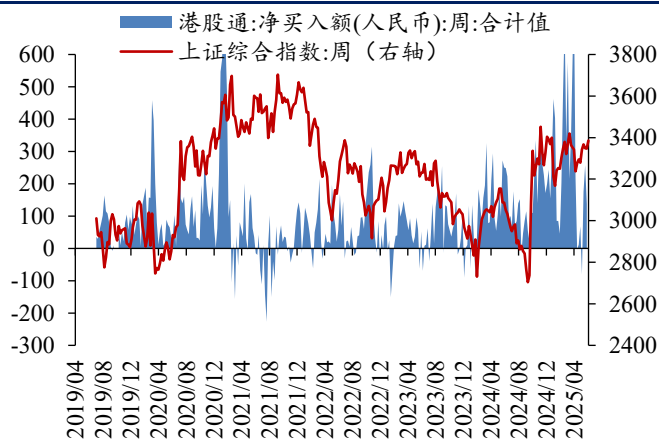
图 16：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）



资料来源：万得，iFinD, 信达证券研发中心

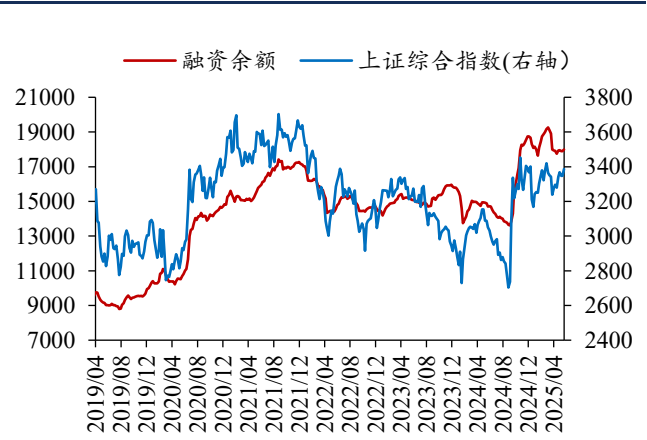
注：统计日期截至 2025 年 6 月 7 日

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

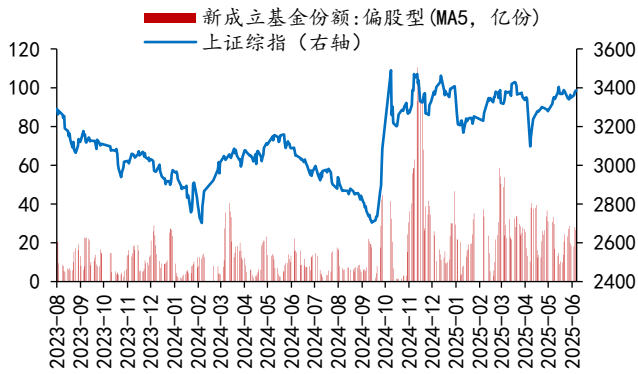
图 18：融资余额（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

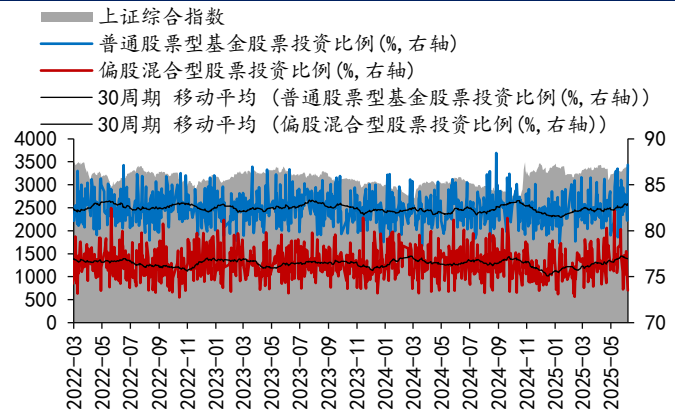


图 19：新发行基金份额（单位：亿份）



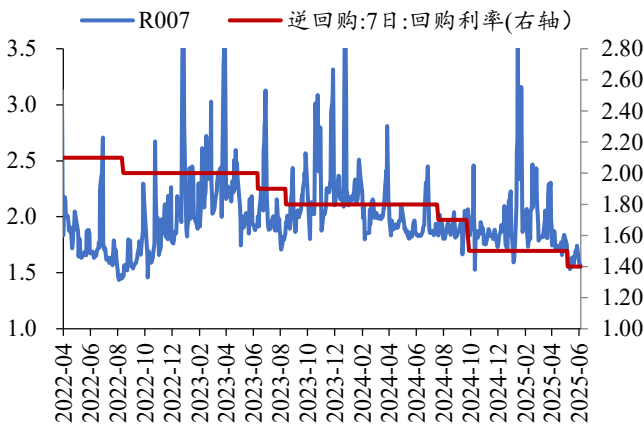
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 20：基金仓位估算（单位：%）



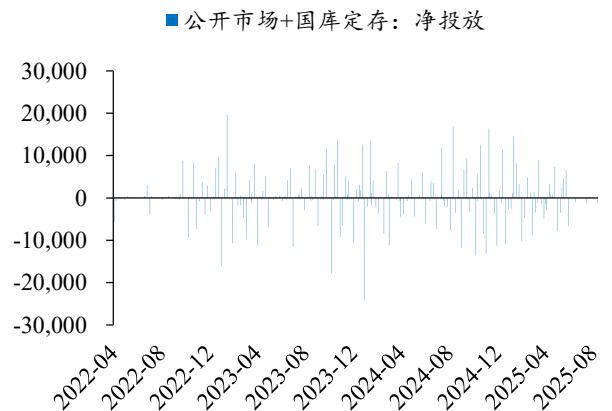
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

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）



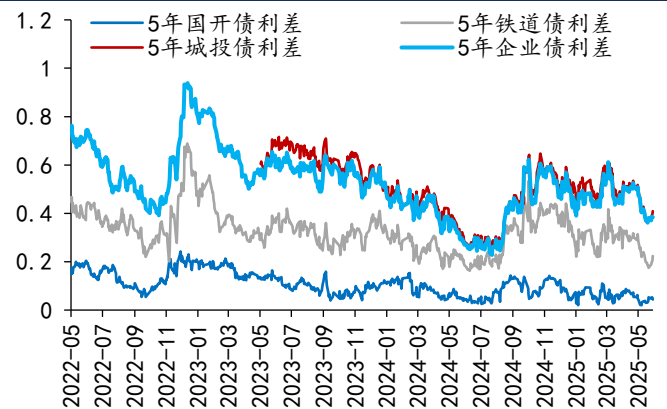
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

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。