



Research and
Development Center

牛市不同阶段买入力量的变化

——策略周观点

2025 年 3 月 9 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

牛市不同阶段买入力量的变化

2025 年 3 月 9 日

核心结论：根据历史经验，熊市末期牛市初期，买入力量最强的是长期资金，保险、社保和汇金等大多会逆势布局，牛市初期和中期，随着风控压力缓和，赚钱效应回升，先知先觉的老股民和存量机构投资者会持续补仓，牛市中后期，新股民或基民会持续流入。2023-2024 年 9 月，ETF 规模持续逆势增长，是熊转牛的重要力量，2 月以来 ETF 份额有所下滑，这是牛市初期往牛市中后期过渡的证据。2024 年 9 月指数反转后，很快观察到的两融回升、涨停数量回升，是老股民回归的标志。私募和外资等机构投资者这一次回流的速度偏慢，近期港股上涨，说明机构资金加仓意愿持续回升，是牛市初期转入牛市中期的标志。

- **(1) 根据历史经验，熊市末期牛市初期，买入力量最强的是保险、汇金等机构。**由于大部分居民资金更关注短期收益情况，国内资管机构背后大部分资金来源也是居民资金，所以熊市中，敢于逆势买入的力量较少，往往只有保险、社保和汇金等少数参与者敢于逆势买入。而 ETF 中这些投资者占比较高，所以历次熊市都能观察到 ETF 规模的逆势增长。
- **(2) 牛市初期到中期：历史经验表明，存量资金仓位将会逐步提升到上限。**熊市一旦结束，存量市场中的大量成熟投资者通常会快速补仓，比如 2012 年底-2014 年中、2019 年-2020 年 Q1，均观察到私募仓位快速回升。而到了牛市后期，由于可以增仓的空间不大，仓位往往维持高位震荡。去年 9 月以来，私募仓位有所增加，但增仓幅度尚未达到较高水平，这说明我们现在可能还在牛市前半段，较低的私募仓位，意味着后续市场依然易涨难跌。
- **(3) 牛市中中期到后期：历史经验表明，新的产品形式，新的居民资金主导市场。**牛市初期到中期，股市买入的力量主要来自老股民（至少经历过一轮牛熊周期）和机构投资者，而到了牛市后期，居民资金流入力度往往会加强，此时通常会有大量新增的居民资金，通过一些过去 3 年业绩很好的产品流入股市，2015 年上半年和 2020-2021 年均是如此。从各类渠道产品的发行情况来看，现在尚未进入牛市后期，而且新的权益相关产品创新也尚未出现较大的变化。
- **(4) 当下的资金状态（牛市初期到中期）：ETF 逆势买入力量变弱，存量老股民和机构资金热情持续回升，新的产品形式和新的居民资金尚未进入。**2 月以来，ETF 份额下降，这是牛市初期结束的标志，股市已经脱离了熊市状态，市场内生赚钱效应回升，暂时不需要逆势买入力量了。考虑到港股的投资者结构更偏机构，港股的走强，说明存量成熟投资者买入力量较强，这是牛市中期的标志。
- **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：牛市不同阶段买入力量的变化.....	4
二、本周市场变化.....	8
风险因素.....	11

表目录

表 1：配置建议表.....	7
----------------	---

图目录

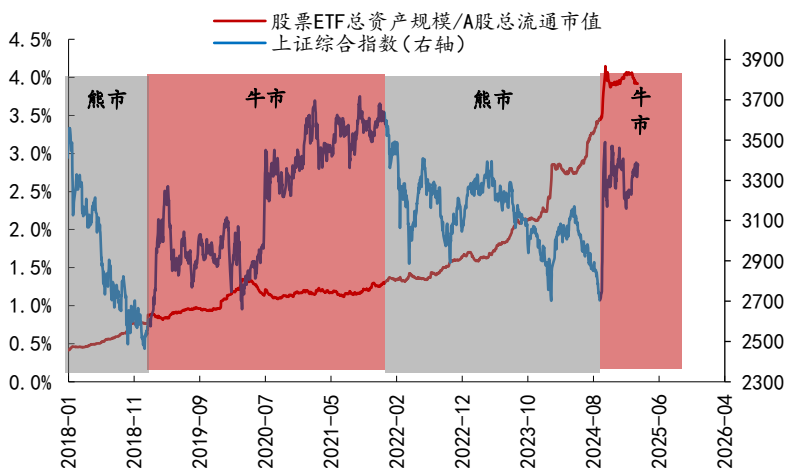
图 1：熊末牛初，ETF 规模大多会逆势增长（单位：%、点数）.....	4
图 2：牛市前半段，私募的仓位快速回升，后半段仓位波动不大（单位：%）.....	5
图 3：牛市后期，权益产品发行放量，成为买入主力（单位：点数，亿元）.....	5
图 4：ETF 近期份额有所下滑（单位：%）.....	6
图 5：机构参与度更高的港股走势比 A 股更强（单位：点数）.....	6
图 6：当下可能处在牛市第二波上涨初期（单位：点数）.....	6
图 7：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 8：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 9：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）.....	8
图 10：概念类指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 11：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 12：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 13：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）.....	9
图 14：港股通累计净买入（单位：亿元）.....	9
图 15：融资余额（单位：亿元）.....	9
图 16：新发行基金份额（单位：亿份）.....	10
图 17：基金仓位估算（单位：%）.....	10
图 18：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）.....	10
图 19：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）.....	10
图 20：长期国债利率走势（单位：%）.....	10
图 21：各类债券与同期限债券利差（单位：%）.....	10

一、策略观点：牛市不同阶段买入力量的变化

根据历史经验，熊市末期牛市初期，买入力量最强的是长期资金，保险、社保和汇金等大多会逆势布局，牛市初期和中期，随着风控压力缓和，赚钱效应回升，先知先觉的老股民和存量机构投资者会持续补仓，牛市中后期，新股民或基民会持续流入。2023-2024年9月，ETF规模持续逆势增长，是熊转牛的重要力量，2月以来ETF份额有所下滑，这是牛市初期往牛市中后期过渡的证据。2024年9月指数反转后，很快观察到的两融回升、涨停数量回升，是老股民回归的标志。私募和外资等机构投资者这一次回流的速度偏慢，近期港股上涨，说明机构资金加仓意愿持续回升，是牛市初期转入牛市中期的标志。目前外资和私募仓位较低，后续大概率还有较大的加仓空间。最近两个季度的震荡，完成了买入力量的切换。目前市场的状态是，不依赖逆势买入的力量，市场也能维持较好的赚钱效应，这种状态持续的越久，新增的居民资金大概率会逐渐流入。2013年的震荡和2019年的震荡，均带来了后续更多的居民资金。

(1) 根据历史经验，熊市末期牛市初期，买入力量最强的是保险、汇金等机构。由于大部分居民资金更关注短期收益情况，国内资管机构背后大部分资金来源也是居民资金，所以熊市中，敢于逆势买入的力量较少，往往只有保险、社保和汇金等少数参与者敢于逆势买入。而ETF中这些投资者占比较高，所以历次熊市都能观察到ETF规模的逆势增长。比如2018年熊市，ETF规模也是逆势增长，而到了牛市后半段（比如2020年下半年-2021年），ETF规模占比反而会明显下降。所以ETF规模增长快，往往是熊市后期到牛市初期的特征。

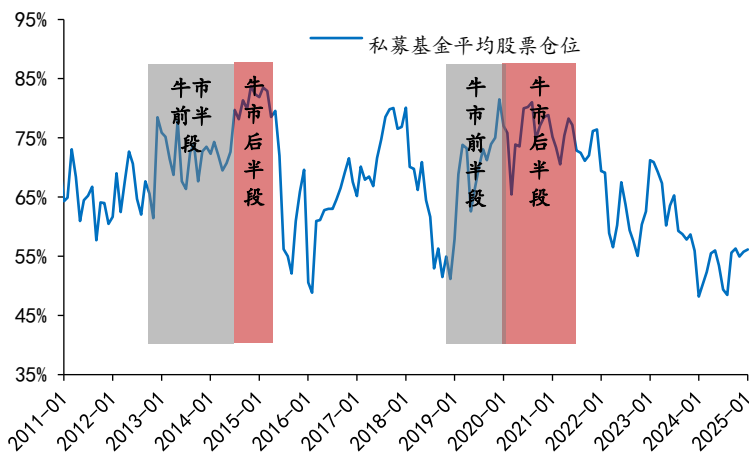
图 1：熊末牛初，ETF 规模大多会逆势增长（单位：%、点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 牛市初期到中期：历史经验表明，存量资金仓位将会逐步提升到上限。熊市一旦结束，存量市场中的大量成熟投资者通常会快速补仓，比如2012年底-2014年中、2019年-2020年Q1，均观察到私募仓位快速回升。而到了牛市后期，由于可以增仓的空间不大，仓位往往维持高位震荡。去年9月以来，私募仓位有所增加，但增仓幅度尚未达到较高水平，这说明我们现在可能还在牛市前半段，较低的私募仓位，意味着后续市场依然易涨难跌。

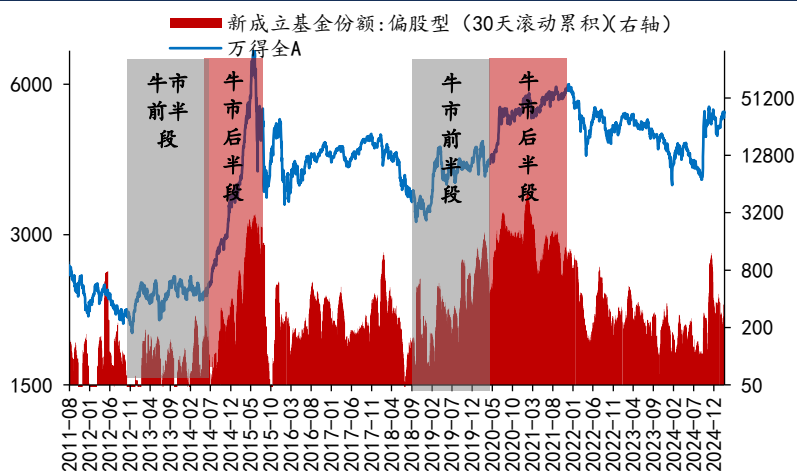
图 2：牛市前半段，私募的仓位快速回升，后半段仓位波动不大（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

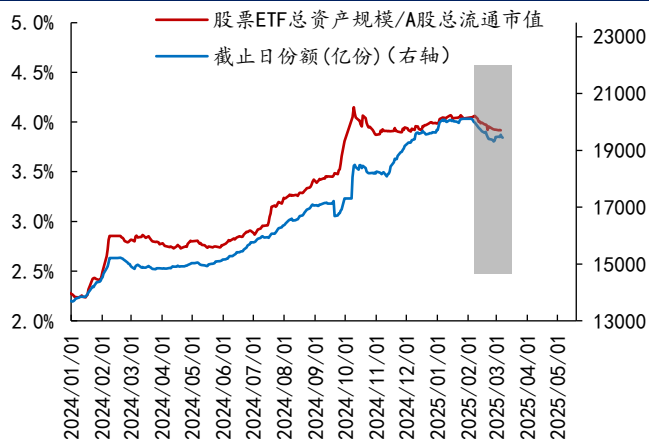
（3）牛市中中期到后期：历史经验表明，新的产品形式，新的居民资金主导市场。牛市初期到中期，股市买入的力量主要来自老股民（至少经历过一轮牛熊周期）和机构投资者，而到了牛市后期，居民资金流入力度往往会加强，此时通常会有大量新增的居民资金，通过一些过去 3 年业绩很好的产品流入股市，2015 年上半年和 2020-2021 年均是如此。从各类渠道产品的发行情况来看，现在尚未进入牛市后期，而且新的权益相关类产品创新也尚未出现较大的变化。

图 3：牛市后期，权益产品发行放量，成为买入主力（单位：点数，亿元）

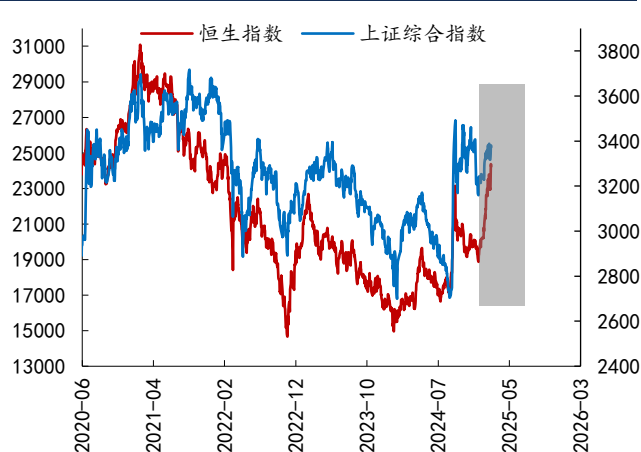


资料来源：万得，信达证券研发中心

（4）当下的资金状态（牛市初期到中期）：ETF 逆势买入力量变弱，存量老股民和机构资金热情持续回升，新的产品形式和新的居民资金尚未进入。2 月以来，ETF 份额有所下降，这是牛市初期结束的标志，股市已经脱离了熊市状态，市场内生赚钱效应回升，暂时不需要逆势买入的力量了。考虑到港股的投资者结构更偏机构，港股的走强，说明存量成熟投资者买入力量较强，这是牛市中期的标志。

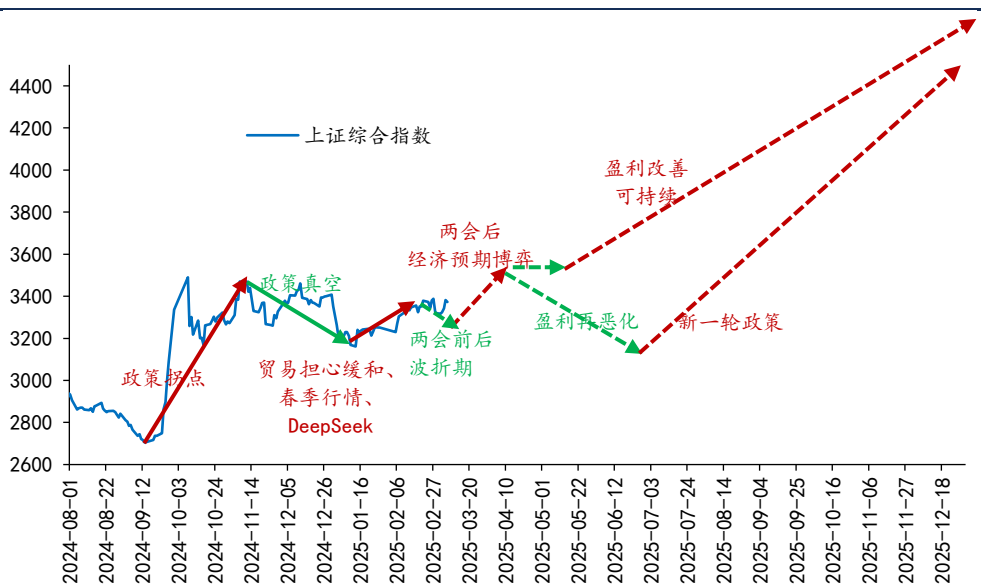
图 4：ETF 近月份额有所下滑（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：机构参与度更高的港股走势比 A 股更强（单位：点数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(5) 短期 A 股策略观点：逐渐开启牛市第二波上涨，初期可能会受季节性影响。24 年 10 月-今年 1 月，机构投资者和活跃的交易性资金一直对股市存在明显的分歧，机构投资者由于更关注盈利和政策效果，整体略偏谨慎，交易性资金更关注交易量和局部主题热点的连续性，整体更为乐观。近期由于盈利进入空窗期、美国关税政策好于预期、DeepSeek 让全球投资者关注中国互联网资产，机构投资者的情绪也有所回升。这种回升有可能是牛市第二波上涨的早期，近期会面临两会前后博弈性资金离场、4 月季报验证的考验。但整体方向是乐观的。建议投资者在考验期逢低再次加仓。

图 6：当下可能处在牛市第二波上涨初期（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。

未来1个月配置建议：港股互联网（海外波动加大，中国资产配置意愿上升）> 钢铁建筑（破净个股政策性驱动估值修复）> 地产消费（等待验证春节后地产数据）。2024年10月以来的震荡期，市场风格偏向小盘低价策略，这种现象的一种解释是，流动性充裕但盈利较弱，所以投资者偏向博弈性风格。其实如果观察历次牛市（2005-2007、2014-2015、2019-2021），不管是否是盈利驱动的牛市，低价策略都容易在指数大幅上涨的后期至震荡初期有较强的超额收益。而一旦市场进入震荡期后期，低价策略大多会失效，指数新一轮中枢回升，大多不是由低价策略带动的。对于大小盘风格来看，牛市期间的每一次震荡，大概率是大小盘风格转变的拐点，震荡结束后，新的上涨波段大概率大小盘风格和之前不同。比如2020年7-9月震荡期之前的4-7月，市场风格偏小盘，但2020年8月-2021年初，风格转向大盘。2014年-2015年1月震荡期中的2014年9-12月，市场风格偏大盘，之后的2015年1-6月，风格转向小盘。站在当下来看，我们认为市场震荡末期，在新一轮上涨之前，大概率会提前观察到风格转向大盘。建议成长内部转配港股互联网，价值内部关注指数权重（银行）、破净类价值股（钢铁）。

表1：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	行业组合	港股互联网、银行、钢铁、家用电器
行业配置观点	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。
	消费	目前消费板块的估值大多处于2010年以来中等偏下的水平，但由于长期逻辑（消费升级）较难进一步验证，估值抬升空间不大。消费的投资机会可能会主要局限在两个方向：（1）契合消费降级的消费模式。（2）部分行业可能会有较强的高分红属性。
	成长	（1）传媒互联网和消费电子等成长细分方向的估值水平尚未达到历史高位，可以价值股视角来度量，我们认为可以增加配置。（2）DeepSeek的出现，再一次让我们见识到了技术进步在某些时候往往会有自我强化的加速度，AI的进度速度依然很快，并没有进入瓶颈。后续重点关注应用端的变化。
	金融地产	金融类似2014年下半年的低估值修复（速度没有那么快）。主要受益于三点（1）经济增速中枢下行，景气度板块较为稀缺。（2）利率大幅下台阶后，静态估值性价比抬升后，大概率会出现估值修复。（3）红利牛市带动的风格偏好。房地产板块受益于地产政策宽松，基本面变化方向是有利的，但仍然需要观察二手房销售回升的持续性。

资料来源：信达证券研发中心

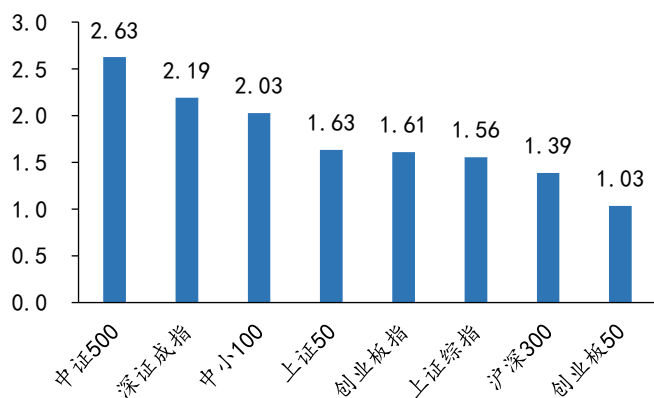
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数全数上涨，其中中证 500 (2.63%)、深证成指 (2.19%)、中小 100 (2.03%) 领涨。申万一级行业涨跌分化，其中有色金属 (7.08%)、国防军工 (6.96%)、计算机 (6.74%) 领涨，石油石化 (-1.49%)、综合 (-1.03%)、房地产 (-0.91%) 领跌。概念股中，猴痘概念股 (17.00%)、共享单车 (10.10%)、一体化压铸 (8.73%) 领涨，邮轮 (-12.91%)、激光雷达 (-12.22%)、硅谷银行倒闭 (-9.31%) 领跌。

本周全球股市重要指数涨跌分化，其中恒生指数 (5.62%)、德国 DAX (2.03%)、巴西圣保罗指数 (1.82%) 领涨，标普 500 (-3.10%)、富时 100 (-1.47%) 领跌。本周商品市场重要指数涨跌分化，其中 LME 铝 (3.20%)、LME 锌 (3.19%)、LME 铜 (2.61%) 领涨，玻璃 (-4.16%)、铁矿石 (-3.98%) 领跌。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金 (10.48%)、富时 100 (6.20%)、富时新兴市场指数 (3.91%) 排名较高，而日经 225 (-7.54%)、布伦特原油 (-5.61%) 排名靠后。

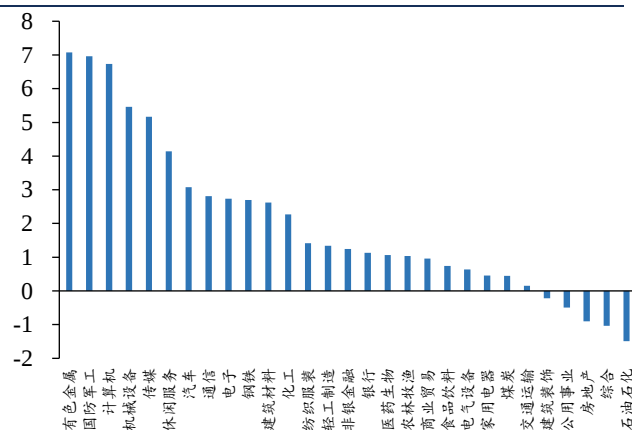
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入 (港股通) 共计 332.29 亿元 (前值净流入 701.22 亿元)。本周央行公开市场操作逆回购发行 7779 亿元，累计净投放 -8813 亿元。截至 2025 年 3 月 7 日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所下降。普通股票型基金本周仓位均值相比前期上升，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期有所上升。

图 7: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



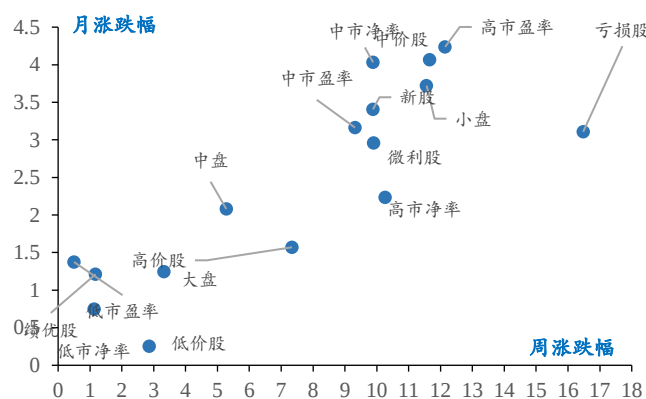
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 8: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



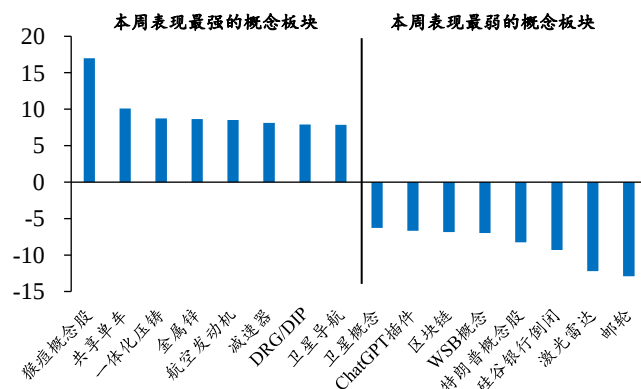
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

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

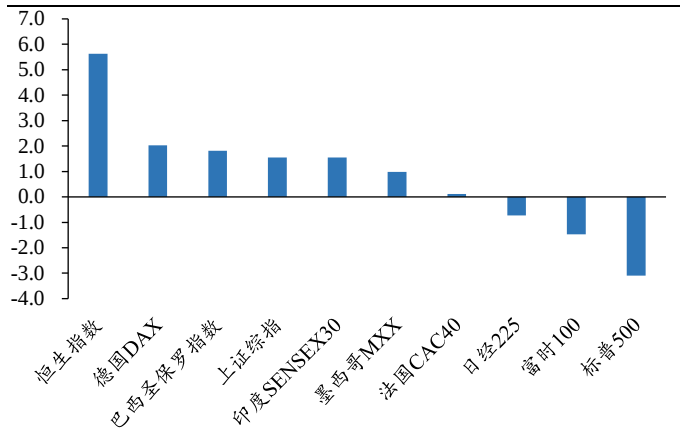
图 10: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

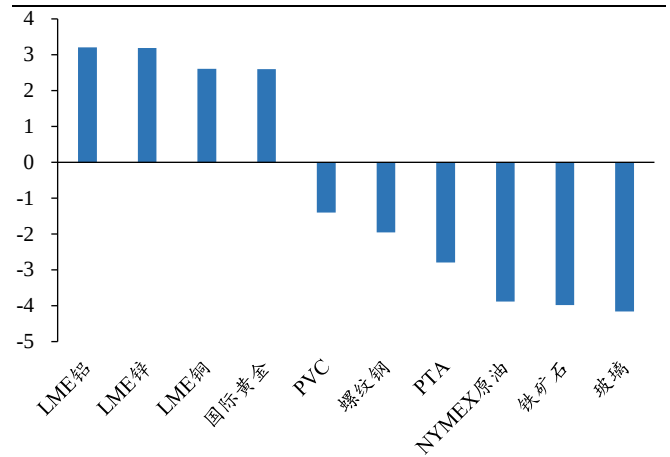


图 11：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



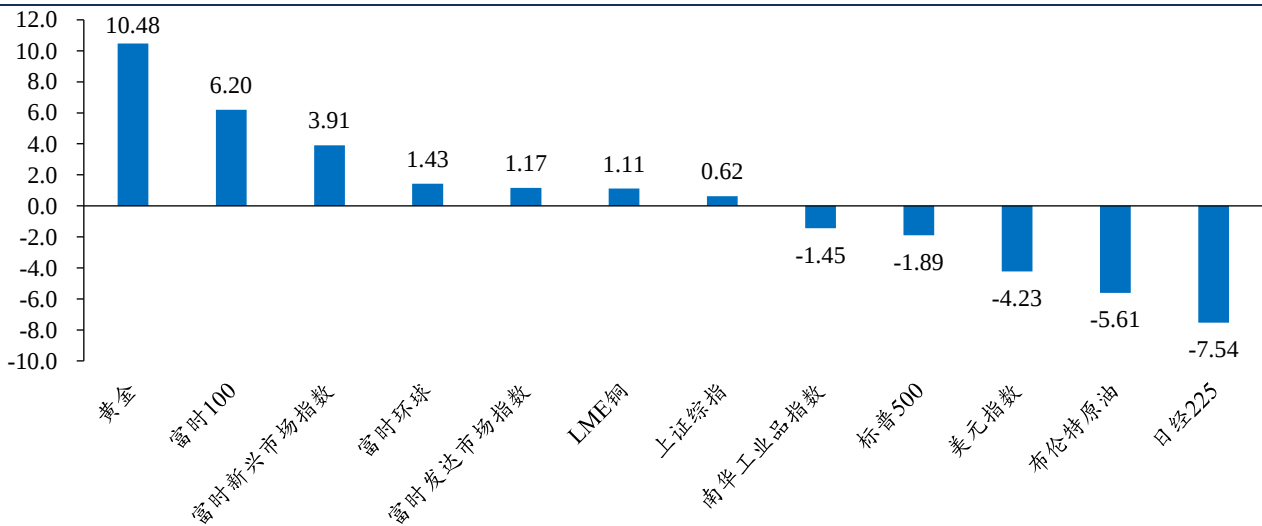
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

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

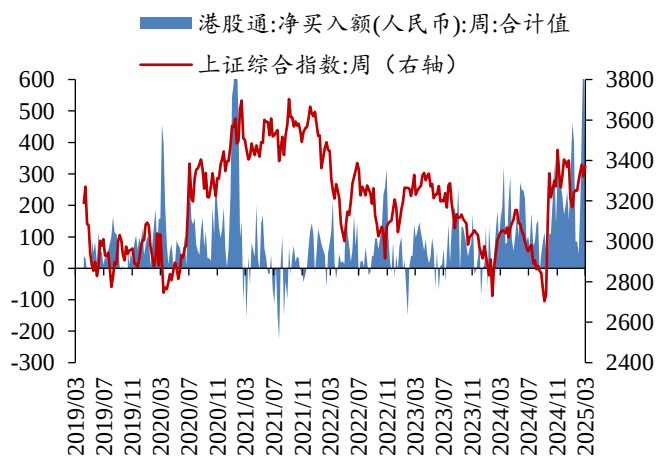
图 13：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）



资料来源：万得，iFinD, 信达证券研发中心

注：统计日期截至 2025 年 3 月 7 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

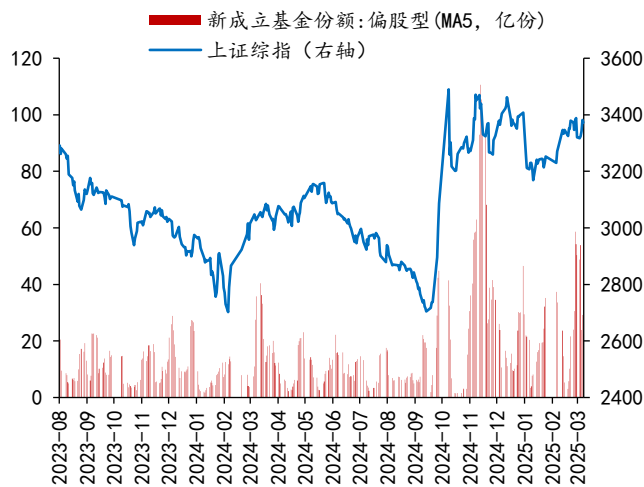
图 15：融资余额（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

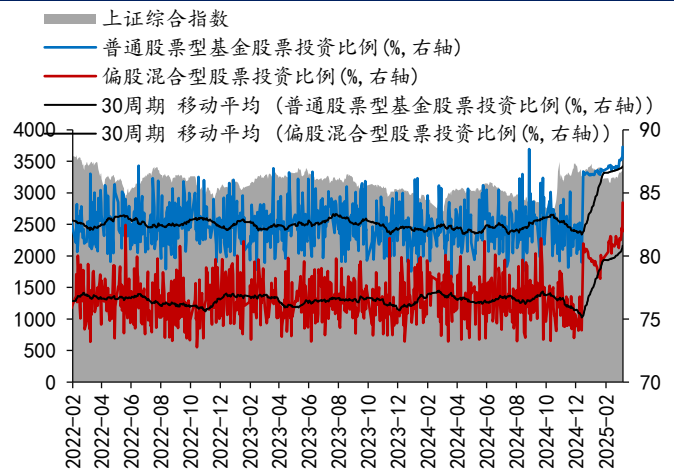


图 16: 新发行基金份额 (单位: 亿份)



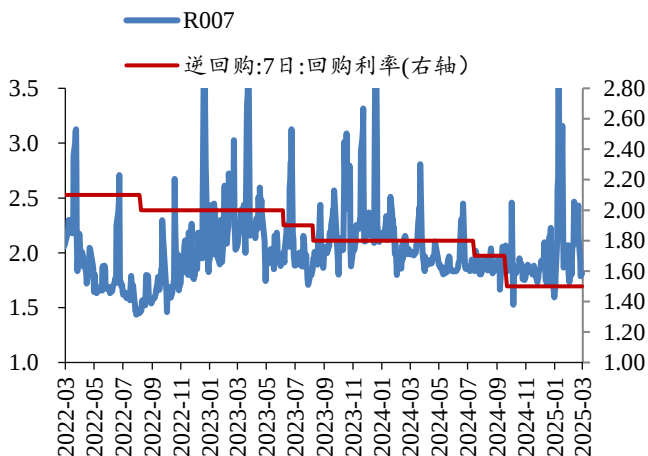
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 基金仓位估算 (单位: %)



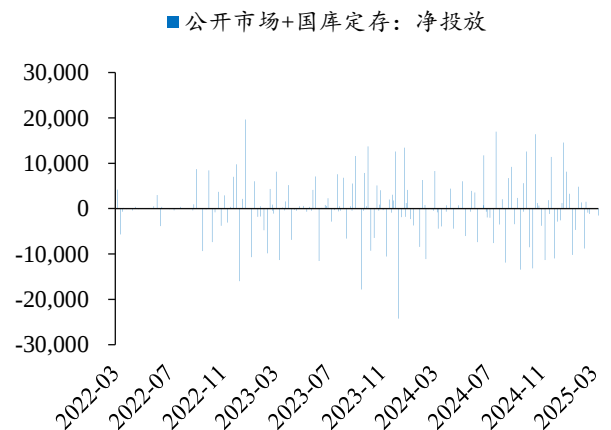
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

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)

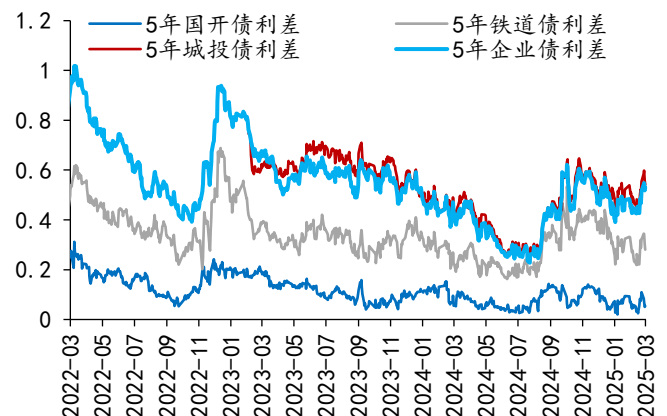


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20: 长期国债利率走势 (单位: %)



图 21: 各类债券与同期限债券利率差 (单位: %)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

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。

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。