



Research and
Development Center

牛市宏大叙事产生的过程

——策略周观点

2025 年 2 月 23 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

牛市宏大叙事产生的过程

2025 年 2 月 23 日

核心结论：每一轮牛市，最终往往都会有宏大的乐观叙事。事后来看，从基本面的角度，随着某些产业快速发展，叠加经济周期的波动，行业基本面的改善往往会由部分行业扩散到更多行业，投资者会把过去 2-3 年各产业景气度改善的逻辑上升到制度、教育等宏观维度并线性外推，对中国经济从过度悲观变成过度乐观，居民资金因为政策和赚钱效应流入股市，也会被线性外推成宏大的长期逻辑。整体来看，按照过程，我们可以把宏大叙事产生的过程分成三步。第一步，对之前熊市错误逻辑的修正，中国的经济政策还有腾挪空间，2024 年 924 后的上涨属于第一步。第二步（牛市初期）：部分产业走牛，股市涨幅不大，但热点很多，投资者关注产业叙事。去年 10 月以来，市场处在这一阶段。DeepSeek 的突破，让投资者把局部产业发展提高到国运的程度。第三步（牛市中后期）：随着更多行业发展的变化，投资者把产业改善的原因上升到宏观层面，从劳动力素质、教育、制度优势等角度，认为不只是少部分行业，可能大部分行业都可以借用宏观的优势，转型互联网+、新能源+、AI+，或复制之前很多行业在全球产业链地位上升的逻辑。整体来看，我们现在的宏大叙事，只演绎到了第二阶段，后续一旦有更多行业产业出现乐观变化，宏大叙事有可能在年内过度到第三阶段。

- （1）第一步（熊转牛初期）：对之前熊市错误逻辑的修正，中国的经济政策还有腾挪空间。A 股历史上历次熊市底部见底第一波上涨，都是来自于政策拐点，有些政策拐点直接改变了年度经济趋势，比如 2008 年底、2012 年，有些政策短期并没有带来经济拐点，比如 2014 年、2018 年底，都可以带来熊牛转折。
- （2）第二步（牛市初期）：部分产业走强，股市热点集中，投资者关注产业叙事。随着 2024 年 10 月以来指数的震荡，整体指数中枢没有明显抬升，但部分产业（AI）持续发展，让投资者越来越相信，我们经济和产业还是有局部看点的。随着局部热点的发酵，让市场的赚钱效应持续回升。此时叙事逻辑会由关注政策是否稳定住了经济，转向新的产业变化，投资者会逐渐相信新的产业逐渐会发展为中国经济新的增长动力。
- （3）第三步（牛市中后期）：越来越多的产业走强，投资者进一步提炼宏大叙事，劳动力、教育、制度优势等构成。2019-2021 年，刚开始（2019 年）只有半导体国产替代带来的景气度改善，2019 年底新能源景气度改善是因为欧洲新能源需求回升，疫后出口全面改善，2020 年底周期行业由于产能格局好，景气度也在改善。随着越来越多行业景气度改善，投资者会把各行业改善背后更深层次的原因，上市到宏观层面，从劳动力素质、教育、制度优势等角度，认为不只是少部分行业，可能大部分行业都有较强的全球竞争力。
- 风险因素：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。



目录

一、策略观点：牛市宏大叙事产生的过程	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

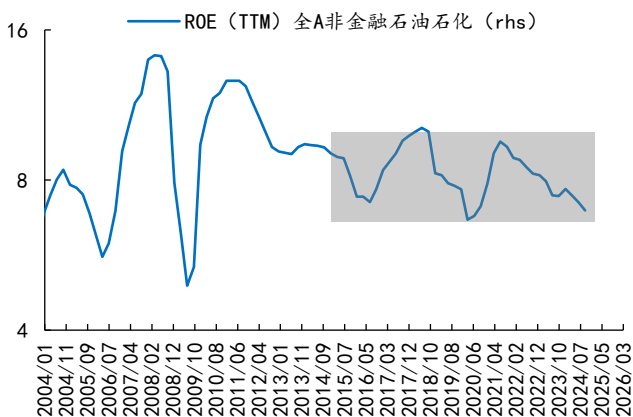
图 1：过去 3 年全 A 非金融 ROE 并没有跌破震荡区间（单位：%）	4
图 2：日本股市 1991 年 ROE 跌破了震荡区间（单位：%）	4
图 3：13-15 年牛市初期和中后期划分（单位：点数）	5
图 4：13-15 年牛市初期传媒最强（单位：%、倍）	5
图 5：19-21 年牛市初期和中后期划分（单位：点数）	5
图 6：19-21 年牛市初期半导体最强（单位：%、倍）	5
图 7：历年居民资金流入金额汇总（单位：亿元）	6
图 8：当下处在牛市第二波上涨初期（单位：点数）	6
图 9：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 10：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	8
图 11：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	8
图 12：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 13：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 14：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 15：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）	9
图 16：港股通累计净买入（单位：亿元）	9
图 17：融资余额（单位：亿元）	9
图 18：新发行基金份额（单位：亿份）	10
图 19：基金仓位估算（单位：%）	10
图 20：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	10
图 21：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	10
图 22：长期国债利率走势（单位：%）	10
图 23：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	10

一、策略观点：牛市宏大叙事产生的过程

每一轮牛市，最终往往都会有宏大的乐观叙事。事后来看，从基本面的角度，随着某些产业快速发展叠加经济周期的波动，行业基本面的改善往往会由部分行业扩散到更多行业，投资者会把过去 2-3 年各产业景气度改善的逻辑上升到制度、教育等宏观维度，并线性外推，对中国经济过度悲观变成过度乐观，居民资金因为政策和赚钱效应流入股市，也会被线性外推成宏大的长期逻辑。整体来看，按照过程，我们可以把宏大叙事产生的过程分成三步。第一步，对之前熊市错误逻辑的修正，中国的经济政策还有腾挪空间，2024 年 924 后的上涨属于第一步。第二步（牛市初期）：部分产业走牛，股市涨幅不大，但热点很多，投资者关注产业叙事。去年 10 月以来，市场处在这一阶段。DeepSeek 的突破，让投资者把局部产业发展提高到国运的程度。第三步（牛市中后期）：随着更多行业发展的变化，投资者把产业改善的原因，上升到宏观层面，从劳动力素质、教育、制度优势等角度，认为不只是少部分行业，可能大部分行业都可以借用宏观的优势，转型互联网+、新能源+、AI+，或复制之前很多行业在全球产业链地位上升的逻辑。整体来看，我们现在的宏大叙事，只演绎到了第二阶段，后续一旦有更多行业产业出现乐观变化，宏大叙事有可能在年内过度到第三阶段。

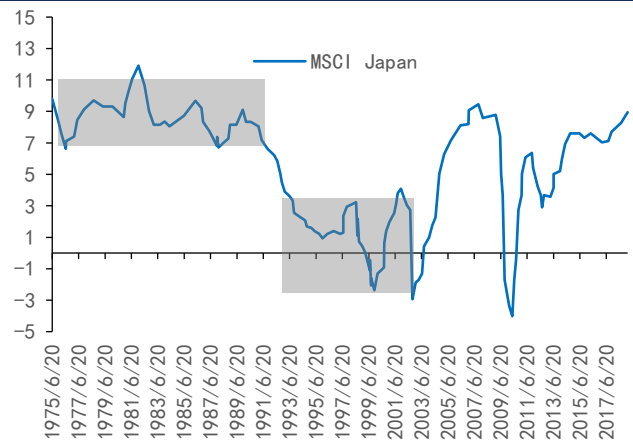
（1）第一步（熊转牛初期）：对之前熊市错误逻辑的修正，中国的经济政策还有腾挪空间。A 股历史上历次熊市底部见底第一波上涨，都是来自于政策拐点，有些政策拐点直接改变了年度经济趋势，比如 2008 年底、2012 年，有些政策短期并没有带来经济拐点，比如 2014 年、2018 年底，都可以带来熊牛转折。背后很重要的原因是，政策拐点出现后，有很大概率修正之前熊市的错误定价。2021-2024 年熊市的错误定价来自和日本经济的对比，很多投资者认为我们这一次房地产下降和经济下降类似日本 1990 年房地产见顶。但从数据上来看，A 股连续 3 年 ROE 的下降，虽然很漫长，但 ROE 并没有跌破过去二十年的区间下沿，而日本 1991 年经济刚出现风险的初期，股市 ROE 就已经跌破了之前十年的中枢。

图 1：过去 3 年全 A 非金融 ROE 并没有跌破震荡区间（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：日本股市 1991 年 ROE 跌破了震荡区间（单位：%）

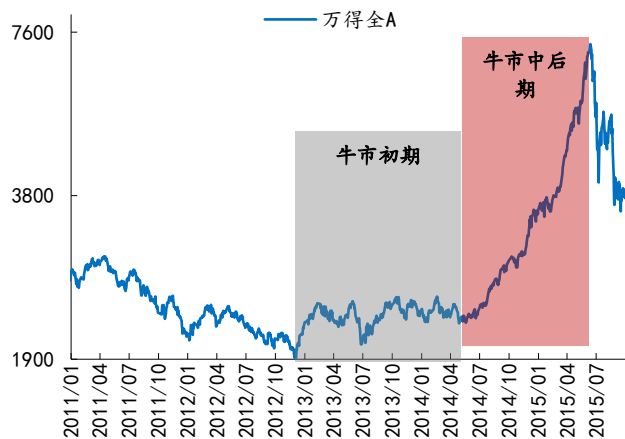


资料来源：万得，信达证券研发中心

政策拐点出现后，虽然并没有带来经济和盈利的拐点，但让投资者认识到我们国内政策空间依然很大，盈利再加速下降的概率较低。而从静态估值来看，很多行业放在历史上和全球对比来看，都具备较高的配置价值。这是政策拐点促成的第一波上涨。

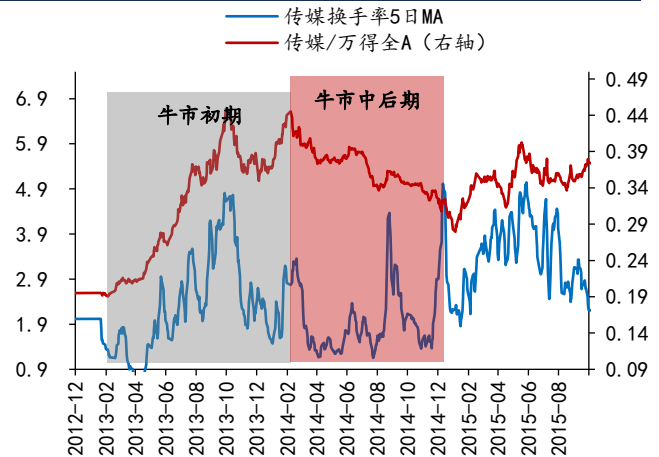
（2）第二步（牛市初期）：部分产业走强，股市热点集中，投资者关注产业叙事。随着 2024 年 10 月以来指数的震荡，整体指数中枢没有明显抬升，但部分产业（AI）持续发展，让投资者越来越相信，我们经济和产业还是有局部看点的。随着局部热点的发酵，让市场的赚钱效应持续回升。此时叙事逻辑会由关注政策是否稳定住了经济，转向新的产业变化，投资者会逐渐相信新的产业会逐渐会发展为中国经济新的增长动力。2013-15 年，移动互联网产业叙事逐渐形成是在 2013 年（牛市初期），传媒行业换手率和超额收益在 2013 年持续回升。而 14-15 年（牛市中后期），虽然依然有不错的绝对收益，但相对收益波动较大。

图 3：13-15 年牛市初期和中后期划分（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

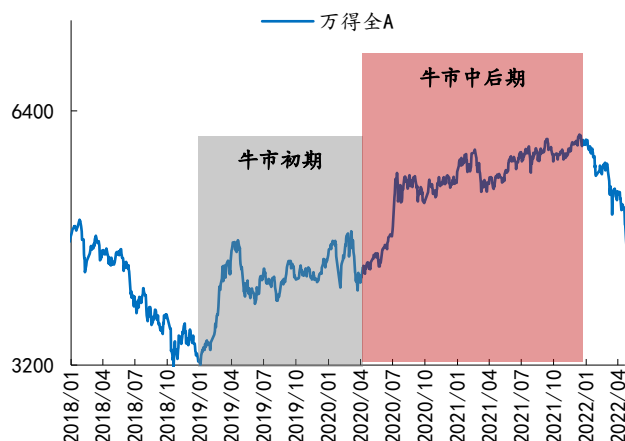
图 4：13-15 年牛市初期传媒较强（单位：%、倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

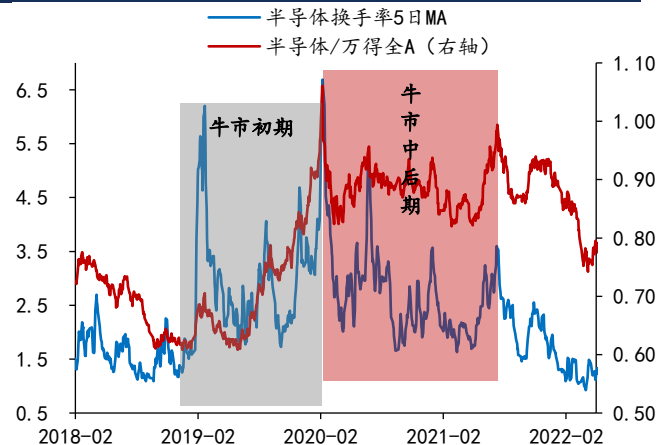
2019-21 年，半导体国产替代的叙事逐渐形成是在 2019 年（牛市初期），换手率和超额收益在 2019 年持续回升，是当时交易活跃度较高的板块。2020-21 年虽然依然有不错的绝对收益，但相对收益波动较大。

图 5：19-21 年牛市初期和中后期划分（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：19-21 年牛市初期半导体较强（单位：%、倍）



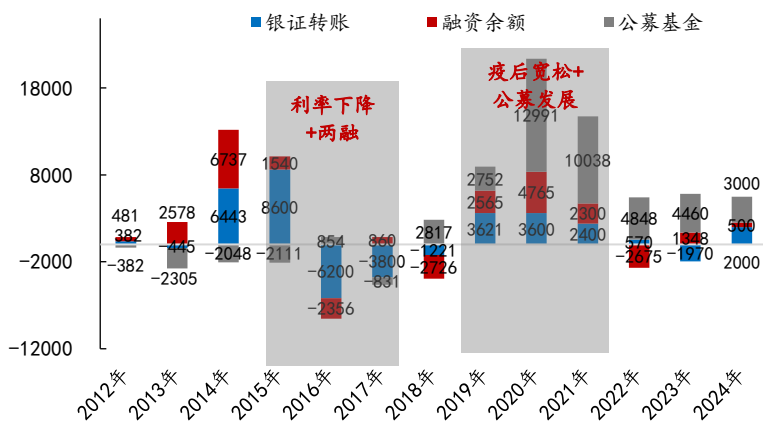
资料来源：万得，信达证券研发中心

（3）第三步（牛市中后期）：越来越多的产业走强，投资者进一步提炼宏大叙事，劳动力、教育、制度优势等构成。2019-2021 年，刚开始（2019 年）只有半导体国产替代带来的景气度改善，2019 年底新能源景气度改善是因为欧洲新能源需求回升，疫后出口全面改善，2020 年底周期行业由于产能格局好，景气度也在改善。随着越来越多行业景气度改善，投资者会把各行业改善背后更深层次的原因，上市到宏观层面，从劳动力素质、教育、制度优势等角度，认为不只是少部分行业，可能大部分行业都有较强的全球竞争力。这种归纳总结可能是对的，但随后到牛市中后期，投资者往往会把这种归纳简单化并线性外推，而一旦线性外推，则往往会促成估值泡沫。2013-2015 年，虽然没有越来越多的行业景气度改善，但也有线性外推。2013 年移动互联网景气度改善，2014-2015 年越来越多的公司开始转型切入互联网，之前转型成功的案例，让投资者认为只要上市公司转型，都可以有很大的估值抬升。因为投资者把转型成功归纳成了制度、后发优势、政策、教育优势，并线性外推。

（4）历次牛市大概率不会缺席的宏大叙事：居民资金流入。之所以宏大叙事能够不断升级，非常重要的背景是居民资金流入，随着居民资金流入，股市叙事逻辑会越来越简单，越来越宏大叙事。居民资金的流入，

我们认为直接原因，是赚钱效应累积和政策创新的引导，但流入到后期，投资者往往会从利率下降、居民缺乏好的理财渠道、类比海外居民投资股市占比等角度，过度线性外推，从而形成居民资金会类似美股那样持续流入的宏大叙事。当下来看，ETF 的发展、理财和房地产收益下降，已经给居民流入的宏大叙事准备好了题材，指数一旦向上突破，宏大叙事随时有望展开。

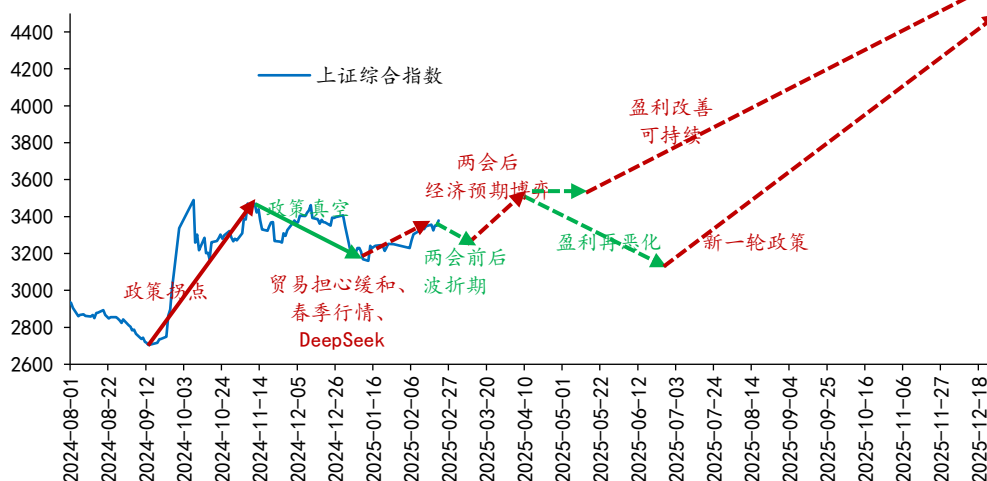
图 7：历年居民资金流入金额汇总（单位：亿元）



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，后续还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。建议投资者在几个重要的考验期逢低再次加仓。

图 8：当下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，配置中国资产意愿上升）> 出海（长期逻辑好，短期美国贸易政策影响低于预期）> 金融地产（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14-15年1月震荡期之前的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

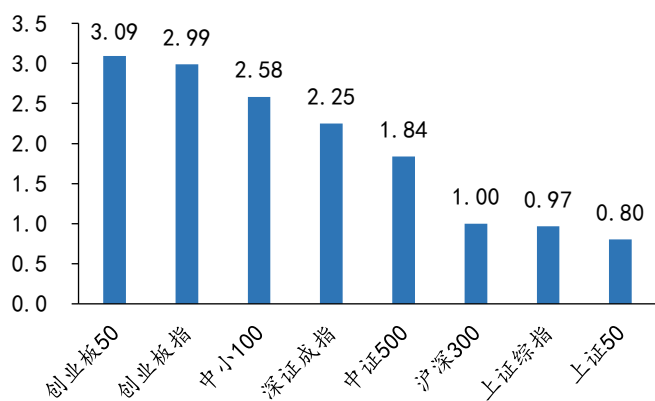
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数全数上涨，其中创业板 50(3.09%)、创业板指(2.99%)、中小 100(2.58%)领涨。申万一级行业涨跌分化，其中通信(8.09%)、机械设备(7.77%)、电子(6.96%)领涨，煤炭(-4.31%)、传媒(-1.80%)、房地产(-1.58%)领跌。概念股中，减速器(12.80%)、工业母机(9.70%)、农机(8.36%)领涨，3D 打印(-13.00%)、邮轮(-9.81%)、特朗普概念股(-9.56%)领跌。

本周全球股市重要指数涨跌分化，其中恒生指数（3.79%）、上证综指（0.96%）领涨，标普 500（-1.66%）、德国 DAX（-1.00%）领跌。本周商品市场重要指数多数上涨，其中铁矿石（3.08%）、螺纹钢（2.81%）、LME 锌（2.73%）领涨，NYMEX 原油（-0.69%）领跌。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金（11.68%）、富时 100（5.95%）、富时发达市场指数（5.21%）排名较高，而日经 225（-2.80%）、美元指数（-1.69%）排名靠后。

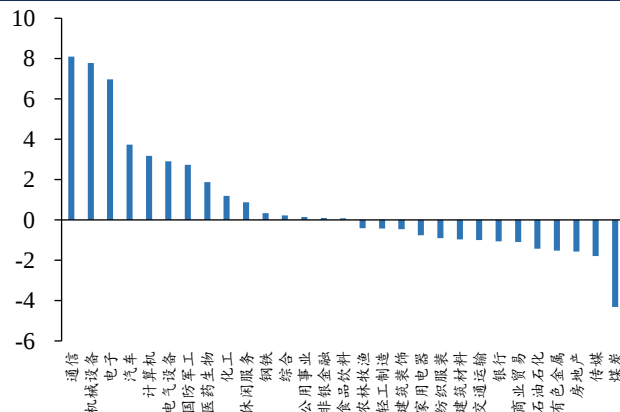
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计 479.38 亿元（前值净流入 204.33 亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行 15261 亿元，累计净投放 4818 亿元。截至 2025 年 2 月 22 日，银行间拆借利率本周均值相比前期上升，十年期国债收益率本周均值相比前期有所上升。普通股票型基金本周仓位均值相比前期上升，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期有所下降。

图 9: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



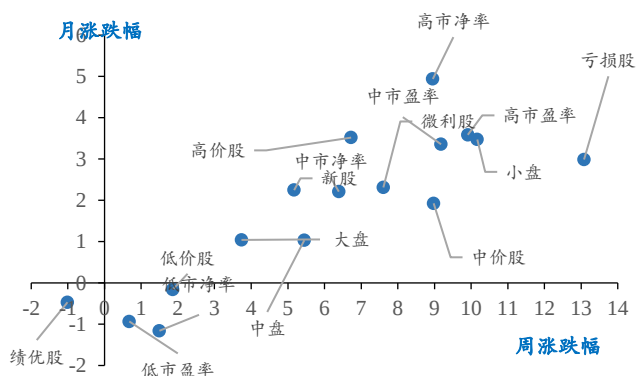
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 10: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)

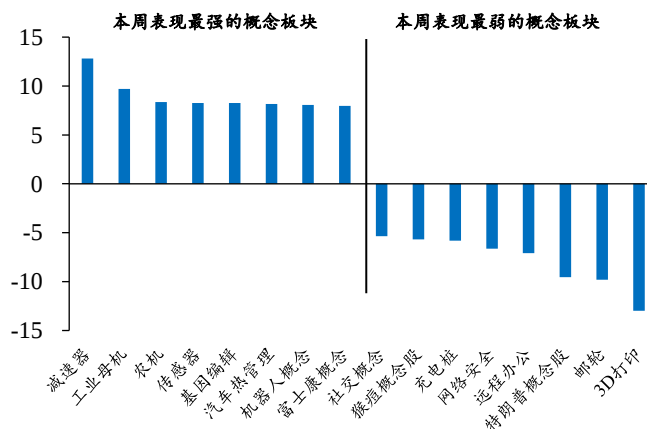


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 11: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)



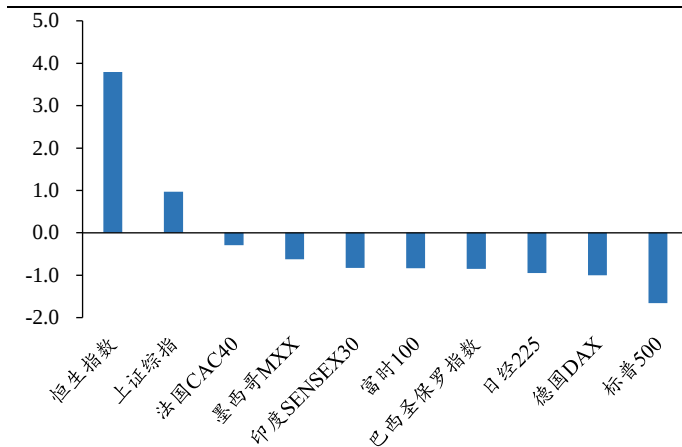
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 12: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

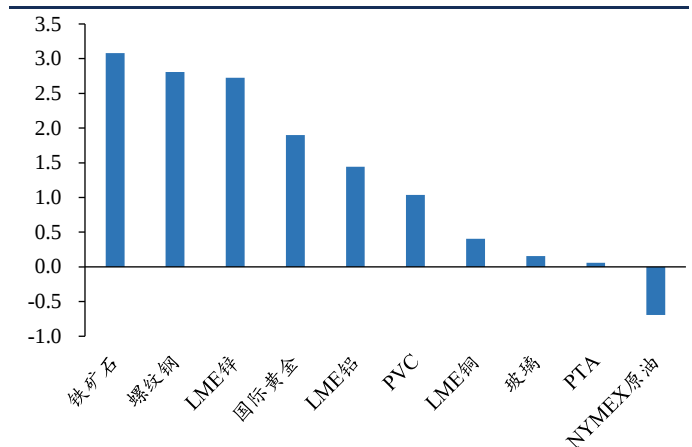


图 13：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



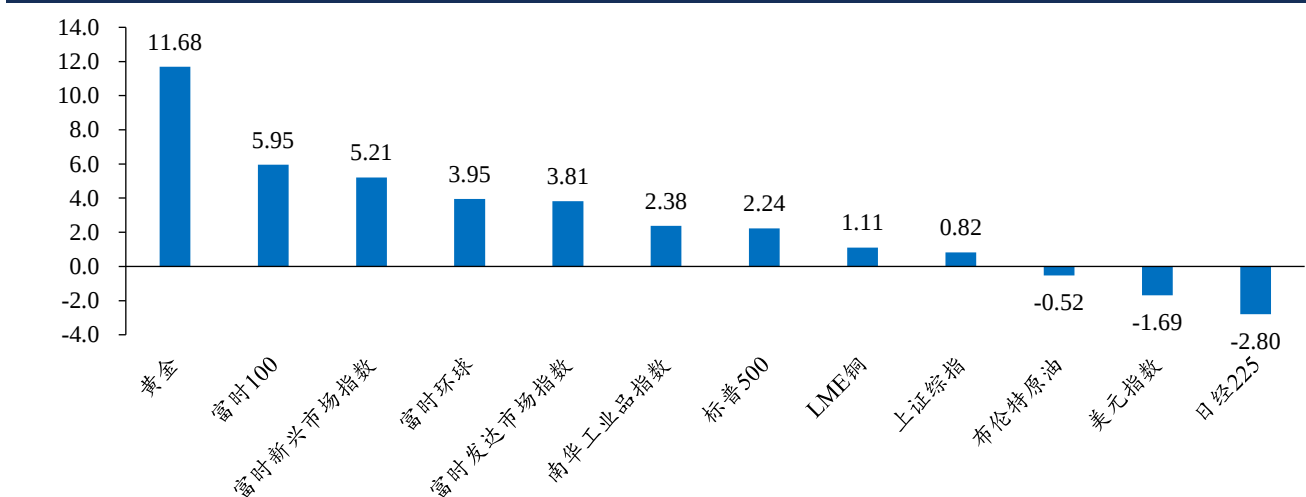
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 14：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

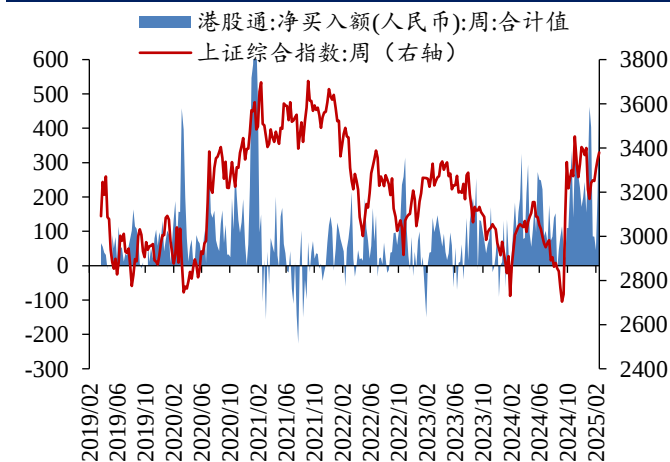
图 15：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）



资料来源：万得，iFinD，信达证券研发中心

注：统计日期截至 2025 年 2 月 21 日

图 16：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

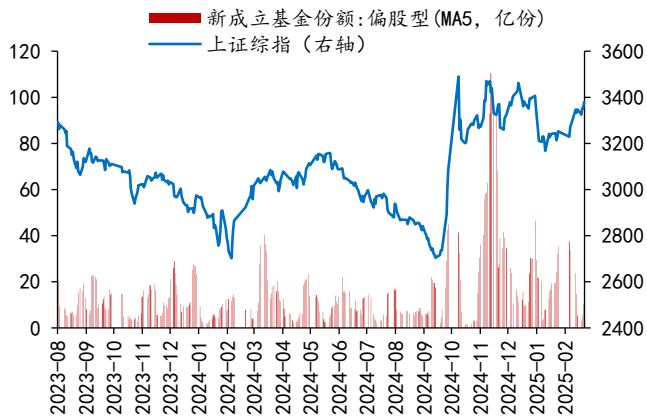
图 17：融资余额（单位：亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

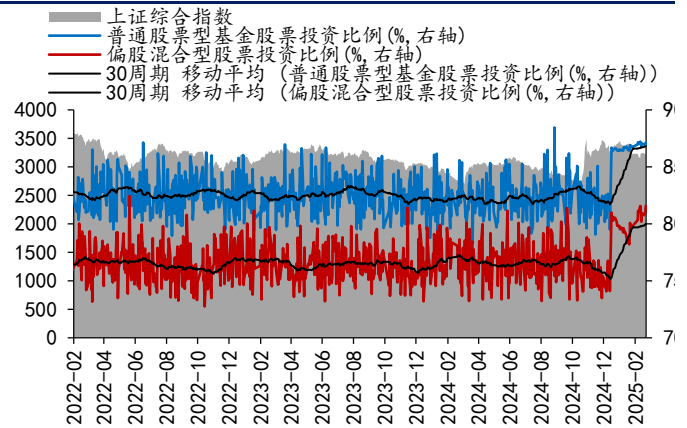


图 18：新发行基金份额（单位：亿份）



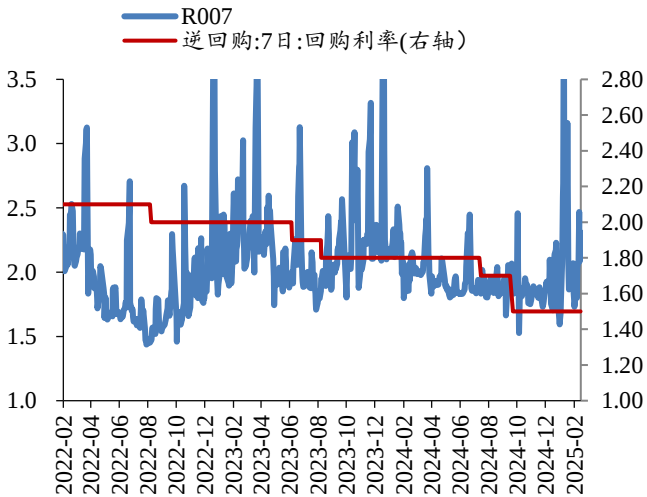
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 19：基金仓位估算（单位：%）



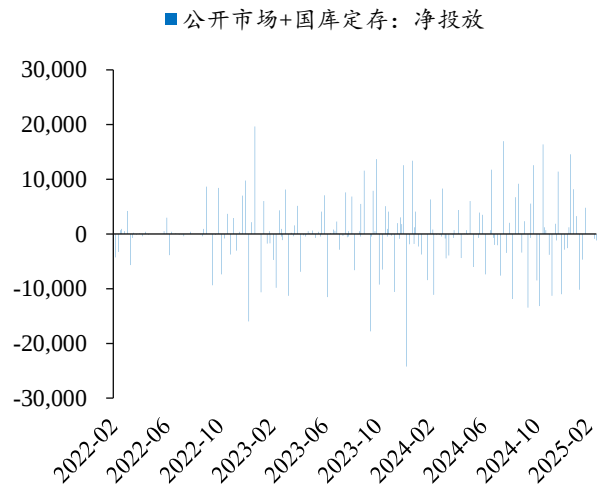
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 20：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 21：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）



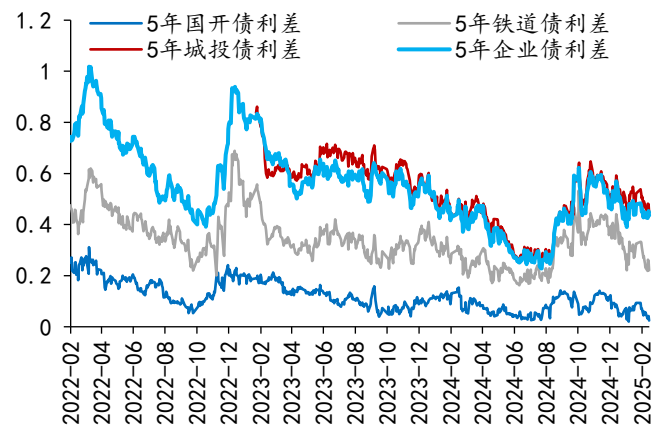
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 22：长期国债利率走势（单位：%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 23：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。

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。