



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

牛市第二波可能有三阶段

——策略周观点

2025 年 2 月 16 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: fanjitu@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

牛市第二波可能有三阶段

2025 年 2 月 16 日

核心结论: 始于春节前的上涨, 有很大的概率发展成牛市第二波上涨, 随着资金、盈利状态和板块结构的变化, 这一波上涨大概会分为三个阶段。第一和第二阶段是起步期, 会受到春节和两会季节性的影响。Q1 季节性确定性较高的阶段是春节前 1 周到节后 2 周, 这有望成为第一阶段。从下周开始, 进入节后第 3 周, 两会前第 2 周, 胜率和赔率会有所下降。波折过后到 4 月中, 将会进入两会后数据验证期, 此时板块表现可能会扩散。5 月之后, 季节性的影响减弱, 基本面的影响重要性上升。如果是盈利驱动的牛市, 重点是验证经济恢复和盈利兑现。而如果是资金驱动的牛市, 重点是观察居民资金流入强度。近期投资者观察到港股走强, 这说明去年 10 月中旬以来海外机构投资者减仓的过程已经结束, 可以驱动港股月底或季度的上涨。但如果想要继续发展为更持久的牛市, 需要观察到居民资金更强的流入。历史上, 外资对 A 股牛熊市的影响是次要矛盾, 居民资金的流入流出和牛熊市更相关。

- **(1) 春节前是第一个节点, 两会期间是第二个节点。** A 股每年的季节性规律在 Q1 往往会比较重要。这一次牛市第二波上涨起点在 Q1, 刚开始的波动节奏会受到春节和两会的影响。投资者的经验是春节到两会是季节性较强的阶段。如果更仔细来看, 表现较强的阶段集中在春节前 1 周到节后 2 周, 随着接近两会, 胜率会略有下降, 两会期间胜率只有 41%。之前提示的春节前买点符合这一规律, 从下周开始, 进入节后第三周, 两会前两周, 胜率和赔率会有所下降。
- **(2) 4 月决断: 取决于国内居民资金或盈利二者之一能否有爆发性表现。** Q2 开始季节性的影响减弱, 基本面的影响重要性上升。如果是盈利驱动的牛市, 重点是验证经济恢复和盈利兑现。而如果是资金驱动的牛市, 重点是观察居民资金流入强度。近期投资者观察到港股走强, 这说明去年 10 月中旬以来海外机构投资者减仓的过程已经结束, 可以驱动港股月底或季度的上涨。但如果想要继续发展为更持久的牛市, 需要观察到居民资金流入。因为历史上, 外资对 A 股牛熊市的影响是次要矛盾, 居民资金的流入流出和牛熊市更相关。
- 短期来看, 我们认为鉴于公募主动产品受到渠道、口碑等方面的限制, 后续居民流入的领先指标重点需要观察融资余额和 ETF 份额增长。特别是观察融资余额/流通市值, 上一次居民通过融资余额流入驱动牛市的 14-15 年, 我们观察到了融资余额/流通市值中枢明显回升, 近期这一数值已经涨到了 16 年以来震荡区间上沿, 4 月重点观察这一比值能否突破。
- **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：牛市第二波可能有三阶段	4
二、本周市场变化	8
风险因素	12

表目录

表 1：配置建议表	7
-----------------	---

图目录

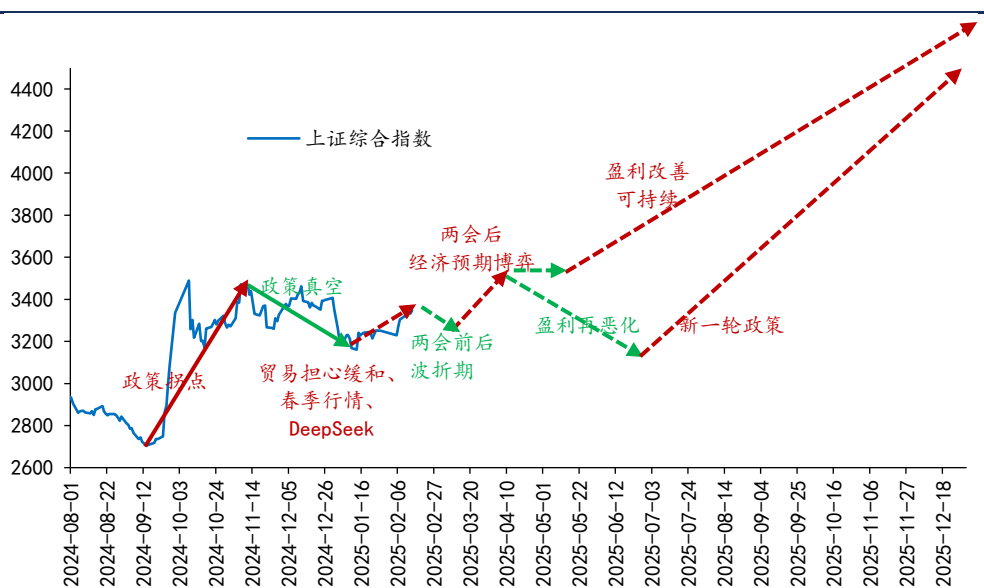
图 1：当下处在牛市第二波上涨初期（单位：点数）	4
图 2：2009-2024 年春节前后万得全 A 强弱变化（单位：%）	5
图 3：2008-2024 年两会前后万得全 A 强弱变化（单位：%）	5
图 4：居民资金一旦流入很容易有牛市（单位：亿）	5
图 5：北上资金净买入和 A 股牛市相关性不高（单位：亿）	5
图 6：融资余额/流通市值能否突破 16 年以来上限？（单位：点数）	6
图 7：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 8：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	8
图 9：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	8
图 10：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 11：全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：%）	11
图 21：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	11

一、策略观点：牛市第二波可能有三阶段

始于春节前的上涨，有很大的概率发展成牛市第二波上涨，随着资金、盈利状态和板块结构的变化，这一波上涨大概会分为三个阶段。第一和第二阶段是起步期，会受到春节和两会季节性的影响。Q1 季节性确定性较高的阶段是春节前 1 周到节后 2 周，这有望成为第一阶段。从下周开始，进入节后第 3 周，两会前第 2 周，胜率和赔率会有所下降。波折过后到 4 月中，将会进入两会后数据验证期，此时板块表现可能会扩散。5 月之后，季节性的影响减弱，基本面的影响重要性上升。如果是盈利驱动的牛市，重点是验证经济恢复和盈利兑现。而如果是资金驱动的牛市，重点是观察居民资金流入强度。近期投资者观察到港股走强，这说明去年 10 月中旬以来海外机构投资者减仓的过程已经结束，可以驱动港股月底或季度的上涨。但如果想要继续发展为更持久的牛市，需要观察到居民资金更强的流入。历史上，外资对 A 股牛熊市的影响是次要矛盾，居民资金的流入流出和牛熊市更相关。

(1) 牛市第二波节奏推演。我们认为，始于春节前的上涨，有很大的概率发展成牛市第二波上涨，现在还处在刚刚起步阶段。我们认为，随着资金、盈利状态和板块结构的变化，这一波上涨大概会分为三个阶段。第一个阶段是 1 月中旬以来，恰好是春节前后，我们认为季节性的资金回流、数据利空空窗期、DeepSeek 横空出世等因素是驱动上涨的主要原因，资金状态更多表现为交易性资金和海外资金的回流，板块表现比较分化，集中在 AI 相关的 TMT。第二个阶段可能是两会后到 4 月中，此时市场的关注点将会是居民资金回流、开春后的经济数据、一季报，此时板块表现可能会比较均衡，博弈性资金可能会做补涨板块，价值型资金可能会基于高频盈利数据布局。第三个阶段是 5 月以后，此时更重要的将会是验证 2-4 月所有乐观变化的持续性，盈利层面如果有年度改善的逻辑，或居民资金流入的速度开始再次大幅加快，则牛市高度有望进一步展开。

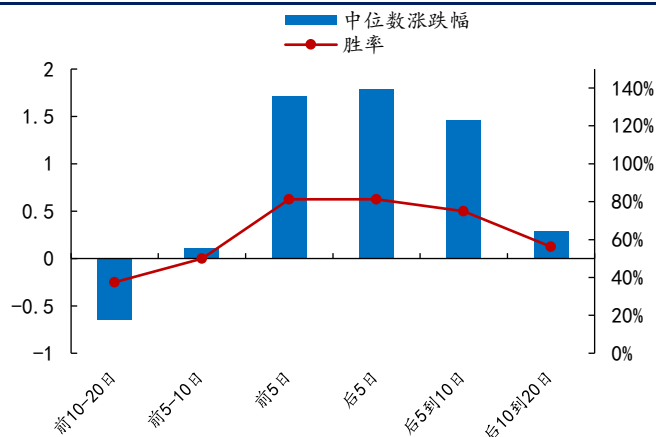
图 1：当下处在牛市第二波上涨初期（单位：点数）



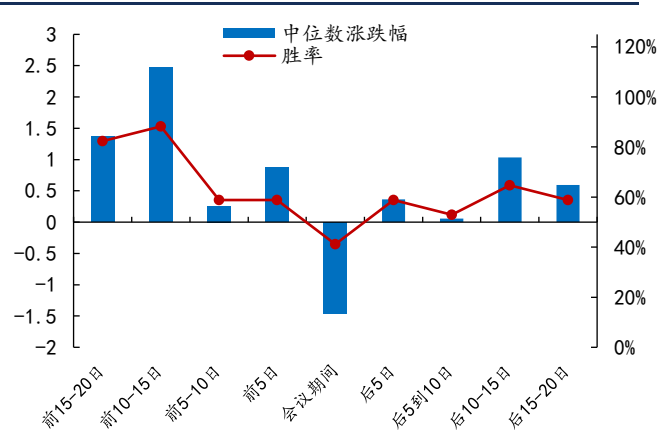
资料来源：万得，信达证券研发中心

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。

(2) 春节前是第一个节点，两会期间是第二个节点。A 股每年的季节性规律在 Q1 往往会比较重要。这一次牛市第二波上涨起点在 Q1，刚开始的波动节奏会受到春节和两会的影响。投资者的经验是春节到两会是季节性较强的阶段。如果更仔细来看，表现较强的阶段集中在春节前 1 周到节后 2 周，随着接近两会，胜率会略有下降，两会期间胜率只有 41%。之前提示的春节前买点符合这一规律，从下周开始，进入节后第三周，两会前两周，胜率和赔率会有所下降。

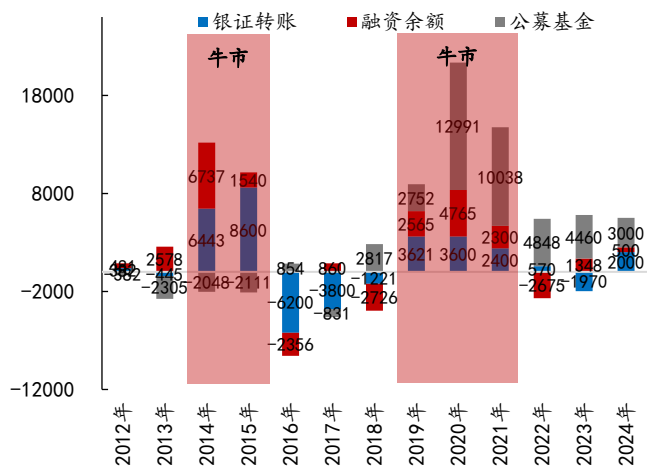
图 2：2009-2024 年春节前后万得全 A 强弱变化（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

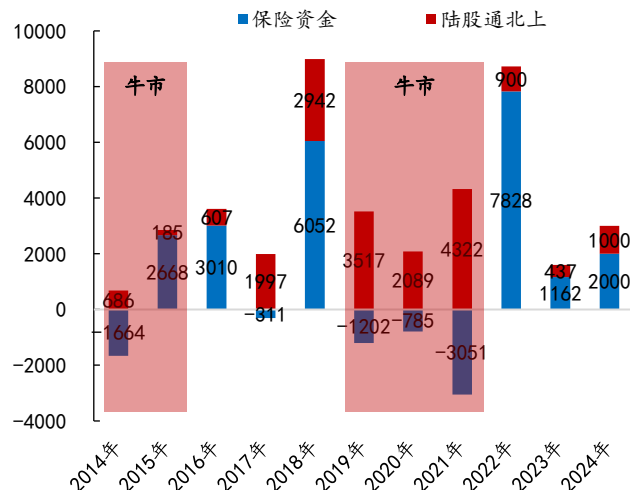
图 3：2008-2024 年两会前后万得全 A 强弱变化（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 4 月决断：取决于国内居民资金或盈利二者之一能否有爆发性表现。Q2 开始季节性的影响减弱，基本面的影响重要性上升。如果是盈利驱动的牛市，重点是验证经济恢复和盈利兑现。而如果是资金驱动的牛市，重点是观察居民资金流入强度。近期投资者观察到港股走强，这说明去年 10 月中旬以来海外机构投资者减仓的过程已经结束，可以驱动港股月底或季度的上涨。但如果想要继续发展为更持久的牛市，需要观察到居民资金流入。因为历史上，外资对 A 股牛熊市的影响是次要矛盾，居民资金的流入流出和牛熊市更相关。

图 4：居民资金一旦流入很容易有牛市（单位：亿）


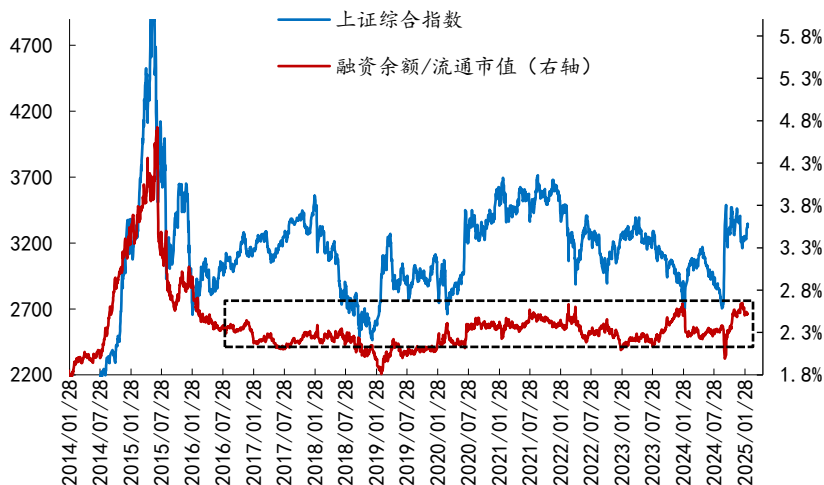
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：北上资金净买入和 A 股牛市相关性不高（单位：亿）


资料来源：万得，信达证券研发中心

短期来看，我们认为鉴于公募主动产品受到渠道、口碑等方面的限制，后续居民流入的领先指标重点需要观察融资余额和 ETF 份额增长。特别是观察融资余额/流通市值，上一次居民通过融资余额流入驱动牛市的 14-15 年，我们观察到了融资余额/流通市值中枢明显回升，近期这一数值已经涨到了 16 年以来震荡区间上沿，4 月重点观察这一比值能否突破。

图 6：融资余额/流通市值能否突破 16 年以来上限？（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

（4）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。近期由于盈利数据披露进入空窗期、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。

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）> 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

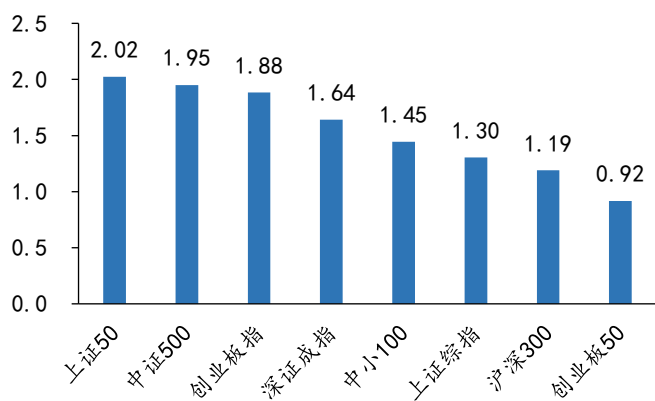
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数全数上涨，其中上证 50 (2.02%)、中证 500 (1.95%)、创业板指 (1.88%) 领涨。申万一级行业多数上涨，其中传媒 (9.54%)、计算机 (7.77%)、商业贸易 (3.52%) 领涨，煤炭 (-1.50%)、国防军工 (-0.59%) 领跌。概念股中，基因编辑 (20.77%)、DRG/DIP (17.97%)、华为鲲鹏 (12.49%) 领涨，特朗普概念股 (-5.95%)、阿尔茨海默 (-3.19%)、太阳能 (-3.11%) 领跌。

本周全球股市重要指数涨跌分化，其中恒生指数 (7.04%)、德国 DAX (3.33%)、巴西圣保罗指数 (2.89%) 领涨，印度 SENSEX30 (-2.47%) 领跌。本周商品市场重要指数涨跌分化，其中 PTA (0.69%)、PVC (0.62%)、LME 铜 (0.61%) 领涨，玻璃 (-6.27%)、螺纹钢 (-2.82%) 领跌。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金 (9.57%)、富时 100 (6.84%)、富时发达市场指数 (5.20%) 排名较高，而日经 225 (-1.87%)、美元指数 (-1.55%) 排名靠后。

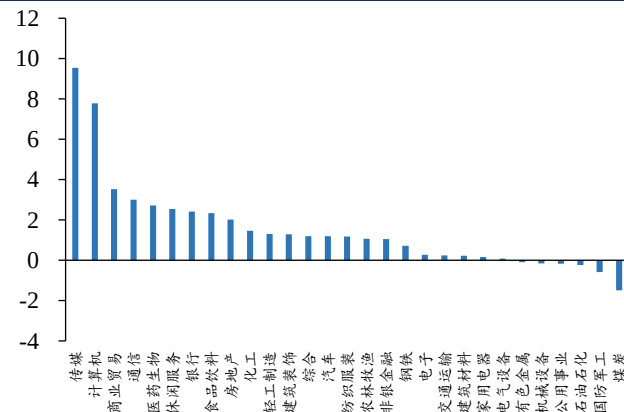
A 股市场资金方面，本周南下资金净流入 (港股通) 共计 204.33 亿元 (前值净流入 45.43 亿元)。本周央行公开市场操作逆回购发行 10443 亿元，累计净投放 -5609 亿元。截至 2025 年 2 月 15 日，银行间拆借利率本周均值相比前期上升，十年期国债收益率本周均值相比前期有所上升。普通股票型基金本周仓位均值相比前期上升，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期有所上升。

图 7：A 股主要指数周涨跌幅 (单位：%)



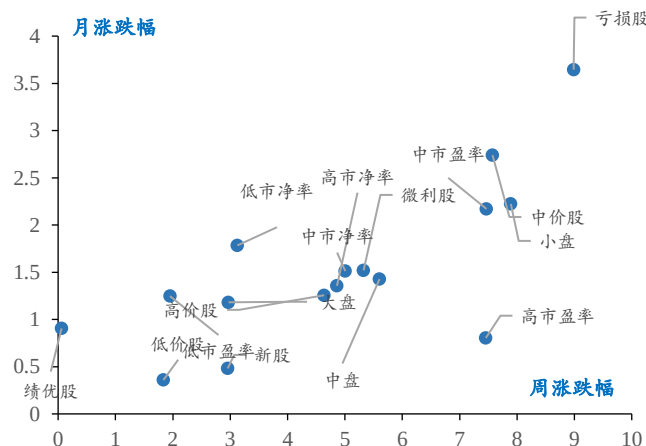
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 8：申万一级行业周涨跌幅 (单位：%)



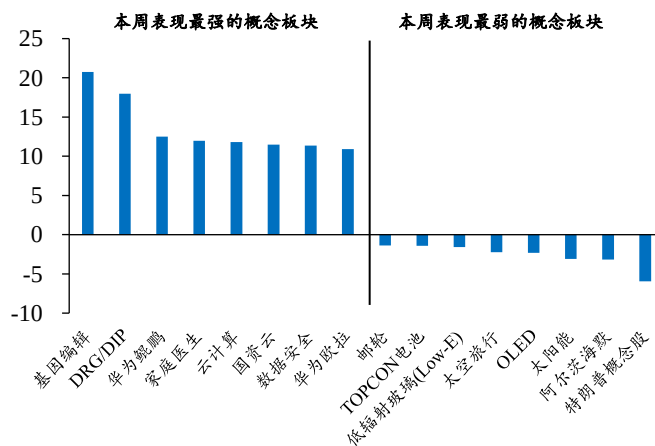
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 9：申万风格指数周/月涨跌幅 (单位：%)



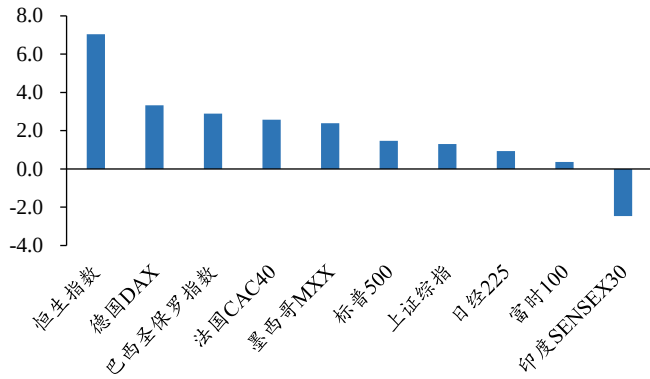
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 10：概念类指数周涨跌幅 (单位：%)



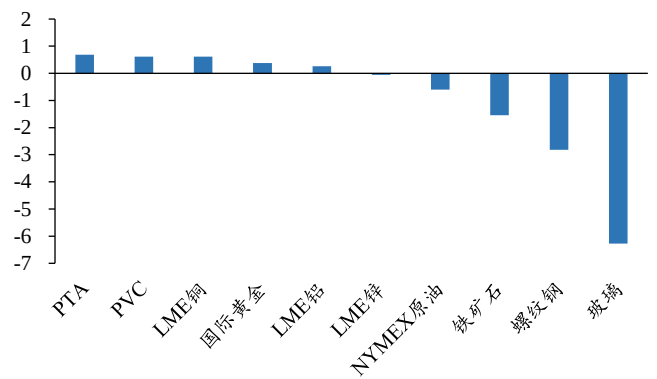
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 11：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



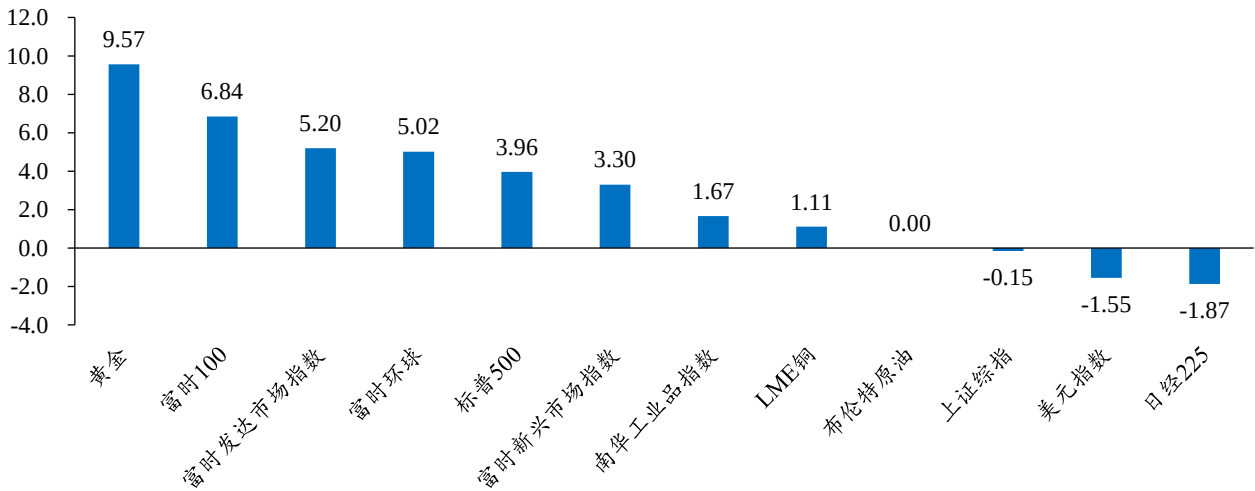
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 12：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）



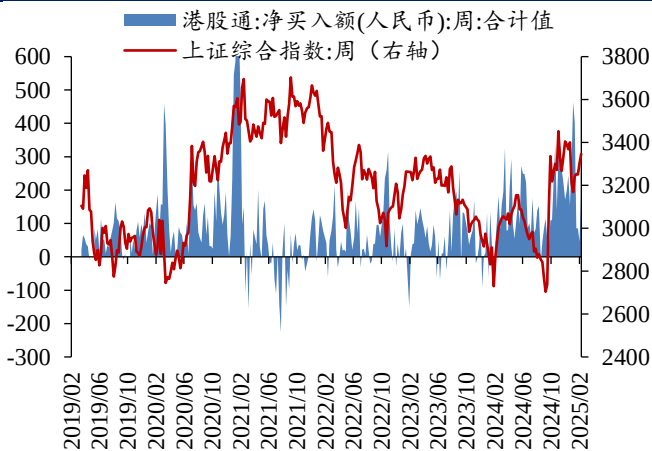
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

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 2 月 14 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

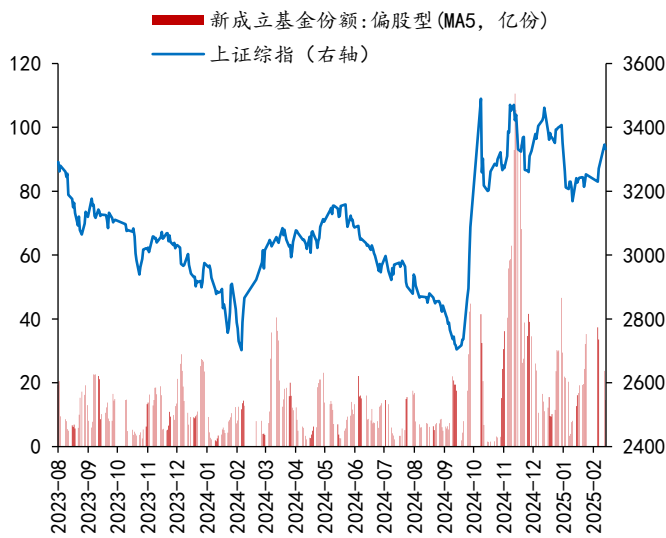
图 15：融资余额（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

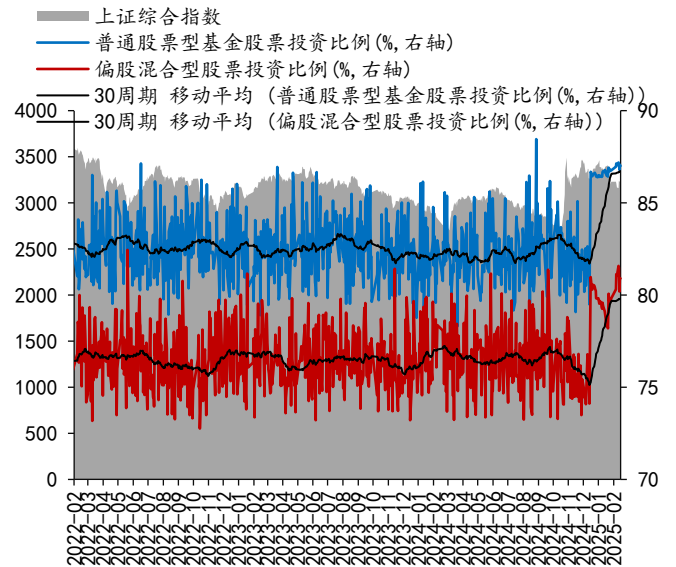


图 16: 新发行基金份额 (单位: 亿份)



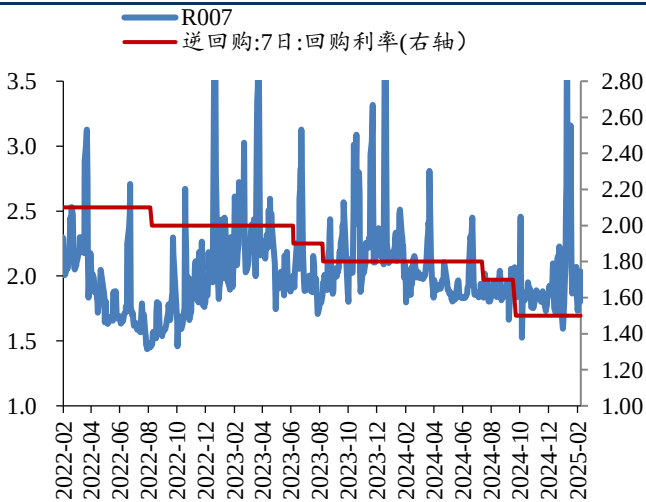
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 基金仓位估算 (单位: %)



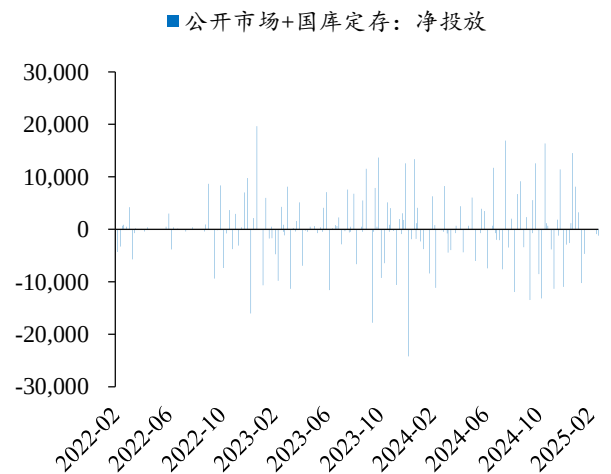
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

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

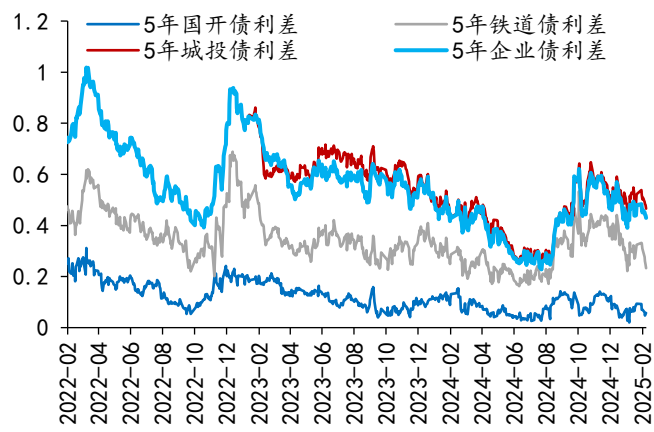
图 19: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)



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：%）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 21：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。