

## 目录

|  |    |
|--|----|
| 一、牛市重要的基础：股市供需格局改善                           | 5  |
| 1.1 牛市重要的驱动力：股市政策驱动股权融资减少                    | 5  |
| 1.2 政策和估值对股市供需格局的影响是逆周期的                     | 6  |
| 二、这一次牛市中盈利可能会小幅企稳                            | 8  |
| 2.1 房地产市场风险对股市影响可能已经结束                       | 8  |
| 2.2 库存周期上行和美国二次通胀可能对冲对出口的担心                  | 10 |
| 2.3 化债政策对经济的正面影响通常滞后 1 年                     | 12 |
| 2.4 本轮牛市盈利情况可能好于 2014-2015 年                 | 14 |
| 三、牛市的过程：快涨—震荡—加速                             | 16 |
| 3.1 历史上牛市的三阶段：快涨—震荡—加速                       | 16 |
| 3.2 牛市存在三阶段的原因：盈利兑现速度慢，居民资金影响大于机构            | 17 |
| 3.3 当前处于牛市初震荡期，还可能会震荡一段时间                    | 18 |
| 四、这一次牛市的新特点                                  | 22 |
| 4.1 股权融资规模低于分红能否变为长期现象                       | 22 |
| 4.2 ETF 可能会成为居民流入股市的核心力量                     | 22 |
| 4.3 公募主动产品和外资对风格影响减弱                         | 24 |
| 五、风格判断：时间规律、估值比价有利于小盘成长                      | 25 |
| 51 从时间规律来看，未来 2 年有利于成长风格占优                   | 25 |
| 52 从相对估值来看，价值股 PB 比较优势已经不明显                  | 25 |
| 53 2021 年以来风格的大趋势是小盘风格，2025 年可能会大小盘快速轮动      | 26 |
| 六、行业配置：底部反转第一波领涨的板块不一定代表牛市最强赛道               | 30 |
| 61 2009-2014 年：第一波上涨多为金融周期领涨，牛市风格反而多为消费成长    | 30 |
| 62 2015-2019 年：第一波上涨 TMT 均表现强，牛市风格分别是消费牛和新半军 | 31 |
| 63 证券领涨期的风格往往不是牛市最强风格                        | 32 |
| 七、牛市三阶段的板块表现                                 | 35 |
| 风险因素   | 38 |

## 表目录

|  |    |
|--|----|
| 表 1：牛市初期和中后期股市特征的核心差异汇总                | 21 |
| 表 2：2009-2014 年第一波上涨和牛市主线风格的区别（单位：%）   | 31 |
| 表 2：2015-2019 年第一波上涨和牛市主线风格的区别（单位：%）   | 32 |
| 表 4：证券快涨期的风格不代表牛市中最强赛道（单位：%）           | 33 |
| 表 5：1994-1997 年牛市不同阶段的行业表现             | 35 |
| 表 6：1999-2001 年牛市不同阶段的行业表现             | 36 |
| 表 7：2013-2015 和 2019-2021 年牛市不同阶段的行业表现 | 37 |

## 图目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：A 股之前 3 次大级别牛市，其中两次出现在 GDP 增速放缓期（单位：点，%）    | 5  |
| 图 2：阶段性收紧 IPO、鼓励分红等政策已经改善了股市的供需结构（单位：亿元）        | 6  |
| 图 3：股权融资规模/总市值已经下降到接近 2005 年的水平（单位：%）           | 6  |
| 图 4：2024 年 1-11 月现金分红总额已经创历史新高（单位：亿元）           | 7  |
| 图 5：2024 年 1-11 月回购金额也已经达到 2016 年以来新高（单位：亿元）    | 7  |
| 图 6：2024 年 1-11 月股权融资规模低于 2007-2023 年（单位：亿元）    | 7  |
| 图 7：2024 年 1-11 月产业资本净减持规模低于 2007-2023 年（单位：亿元） | 7  |
| 图 8：2006 年中-2012 年中美国房价下降持续了 6 年（单位：点）          | 8  |
| 图 9：美国房价下降到后期二手房销售开始磨底（单位：点，万套）                 | 8  |
| 图 10：量化宽松是美股见底的信号（单位：点，百万美元）                    | 9  |
| 图 11：中国香港房价长期下行期间港股并非持续熊市（单位：点，港元/平方米）          | 9  |
| 图 12：中国香港房地产其他指标下降 3 年后磨底（单位：千平方米，份）            | 9  |
| 图 13：日本房价长期下行期间指数也多次出现反弹（单位：点）                  | 10 |
| 图 14：指数反弹期间部分房地产指标有反弹（单位：单元，件，户）                | 10 |

|   |    |
|---|----|
| 图 15: 历次出口增速从高点回落之后, 国内经济数据大多更弱 (单位: %)               | 11 |
| 图 16: 美国库存周期上行对出口的影响较大 (单位: %)                        | 11 |
| 图 17: 美国通胀可能结束下行趋势 (单位: %)                            | 11 |
| 图 18: 2015-2023 年全国地方政府负债率 (单位: %)                    | 12 |
| 图 19: 2015-2023 年全国地方政府债务率 (单位: %)                    | 12 |
| 图 20: 2015-2023 年全国地方政府偿债率 (单位: 倍数, %)                | 12 |
| 图 21: 2015-2024 年历年政府化债规模 (单位: 亿元)                    | 13 |
| 图 22: 历史上每轮化债规模合计 (单位: 亿元)                            | 14 |
| 图 23: 2014-2015 年开始 PSL 支持棚改货币化 (单位: 亿元)              | 14 |
| 图 24: 2014 年-2015 年利率持续下行 (单位: %)                     | 14 |
| 图 25: 2014-2015 年全 A 非金融两油 ROE 持续下降 (单位: 点, %)        | 15 |
| 图 26: 2014-2015 年 A 股资本开支增速维持低位 (单位: %)               | 15 |
| 图 27: 2014-2015 年油价出现大幅下跌 (单位: 点, 美元/桶)               | 15 |
| 图 28: 2014 年海外产能周期还在高位 (单位: %)                        | 15 |
| 图 29: 1994-1997 年牛市的过程 (单位: 点数)                       | 16 |
| 图 30: 1999-2001 年牛市的过程 (单位: 点数)                       | 16 |
| 图 31: 2013-2015 年牛市的过程 (单位: 点数)                       | 16 |
| 图 32: 2019-2021 年牛市的过程 (单位: 点数)                       | 16 |
| 图 33: 2005-2007 年和 2009 年的牛市中盈利兑现速度较快 (单位: 点, %)      | 17 |
| 图 34: 居民资金一旦流入很容易有牛市 (单位: 亿)                          | 18 |
| 图 35: 机构资金的增多不一定是牛市 (单位: 亿)                           | 18 |
| 图 36: 2014 年 12 月交易量高峰过后, 市场震荡了 2 个月 (单位: 点数, %)      | 18 |
| 图 37: 05-07 年牛市, 交易高峰过后, 市场也会震荡 (单位: 点数, %)           | 18 |
| 图 38: 牛市初期的 2019 年 Q1, 交易量见顶后市场震荡了 1 年 (单位: 点数, %)    | 19 |
| 图 39: 1999 年 519 行情第一波上涨后, 市场震荡休整了半年 (单位: 亿, 点数)      | 19 |
| 图 40: 2013 年牛市初期, 投资者还在困扰于 GDP 能否回升 (单位: 点数, %)       | 20 |
| 图 41: 类似 14-15 年的银证转账再也没有出现 (单位: 点, 亿)                | 20 |
| 图 42: 16 年以后两融交易量只有脉冲回升 (单位: 点数, 亿)                   | 20 |
| 图 43: 这一次分红-股权融资规模之差较大 (单位: 亿元)                       | 22 |
| 图 44: 投资者结构变化与大小盘风格的关系 (单位: 倍, 点)                     | 23 |
| 图 45: ETF 份额大幅增加, 但没有 2020 年公募主动权益产品规模增长的快 (单位: 亿份)   | 23 |
| 图 46: 公募主动权益型产规模增长速度变慢 (单位: 亿份)                       | 24 |
| 图 47: 外资流入的力度大概率也会变慢 (单位: %)                          | 24 |
| 图 48: 从时间规律来看 2022 年开始的价值风格占优有结束的可能 (单位: 倍数)          | 25 |
| 图 49: 截至 2024 年 8 月成长和消费的相对估值已经接近 2018 年底的水平 (单位: 倍数) | 26 |
| 图 50: 周期、稳定类行业相对全 A 的 PB 已经高于 2018 年水平 (单位: 倍数)       | 26 |
| 图 51: 大小盘大级别切换的时间在 5-8 年不等 (单位: 倍数)                   | 27 |
| 图 52: 大小盘估值比值在中等水平 (单位: 倍数)                           | 27 |
| 图 53: 05-07 年快牛期间, 大小盘风格每 1-2 个季度会发生一次转变 (单位: 点数, 倍)  | 28 |
| 图 54: 14-15 年快牛期间, 大小盘风格也 1-2 个季度会发生一次转变 (单位: 点数, 倍)  | 28 |
| 图 55: 19-21 年比 16-17 年涨幅更大, 风格也切换更快 (单位: 点数, 倍)       | 28 |
| 图 56: 2009-2014 年多为金融周期先涨, 最终牛市风格是消费成长 (单位: 点, 倍)     | 30 |
| 图 57: 2015-2019 年 TMT 反转第一波上涨中表现强 (单位: 点, 倍)          | 31 |
| 图 58: 券商往往会在牛初或牛中加速期有 2 个月的脉冲式表现 (单位: 点, %)           | 32 |
| 图 59: 2013-2015 年 TMT 超额收益在熊转牛第一波上涨中不强 (单位: 点, 倍)     | 34 |
| 图 60: 2019-2021 年电子和电力设备超额收益式震荡期产生的 (单位: 点, 倍)        | 34 |

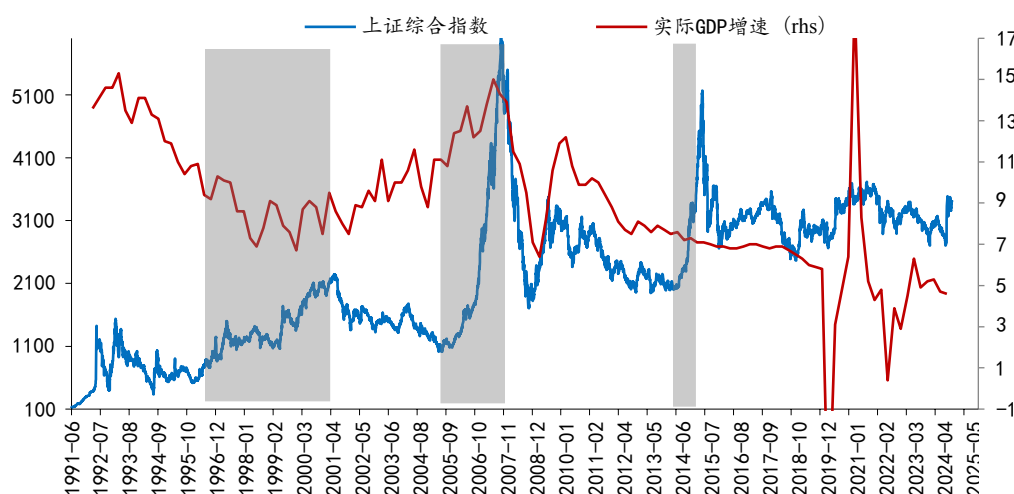
# 一、牛市重要的基础：股市供需格局改善

## 1.1 牛市重要的驱动力量：股市政策驱动股权融资减少

**A 股历史上三次大级别牛市中只有一次依赖盈利。**A 股历史上较大级别的牛市主要是3次，分别是 1996-2001 年、2006-2007 年和 2014-2015 年，期间指数的涨幅均高达 150% 以上。但这三次大级别牛市，其中有两次均出现在 GDP 增速放缓的过程中（1996-2001 年和 2014-2015 年），而三次牛市均有政策对股市微观投资者结构改善的影响。

1996-2001 年股市大牛市，政策层面始于 1994 年 7 月，《人民日报》发表证监会与国务院有关部门共商稳定和发展股票市场的措施的文章。宣布三项“救市”措施，分别为“停发新股、允许券商融资、成立中外合资基金”，俗称“三大政策”。2005-2007 年牛市，始于 2004 年国务院发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（简称国九条），之后的股权分置改革，推动大股东让利给二级市场投资者。2014-2015 年牛市，背后也有政策的积极影响，2014 年 5 月，国务院发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（简称新国九条），随后私募快速发展，股市迎来明显的增量资金。

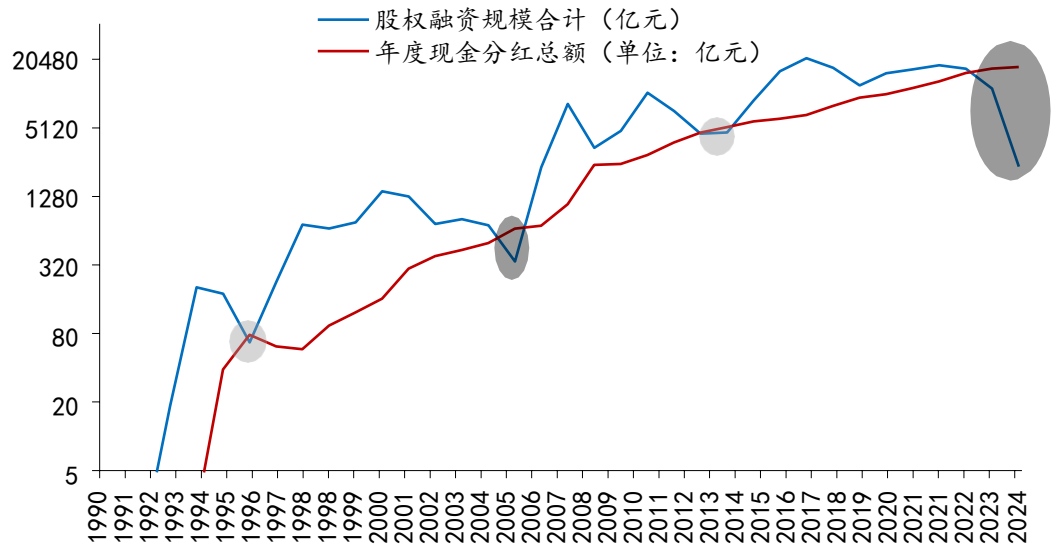
图 1：A 股之前 3 次大级别牛市，其中两次出现在 GDP 增速放缓期（单位：点，%）



资料来源：万得，

我们认为这一次熊牛转折，最重要的力量之一是来自股市供需格局的转变。A 股的投资者结构中，上市公司和大股东是重要的力量之一，历史上大部分时候，A 股都是融资市（融资规模大于分红），但少部分时候，也出现过股权融资规模低于上市公司分红。分别是 1995 年、2005 年、2013 年，这几次过后，不管经济是否改善，股市都会出现较大级别的牛市。2023 年下半年以来，随着股权融资规模的下降，股市的供需结构也在扭转，我们认为这是牛市最重要的力量之一。我们预计，短期内股权融资规模尚难快速回升。

图 2：阶段性收紧 IPO、鼓励分红等政策已经改善了股市的供需结构（单位：亿元）



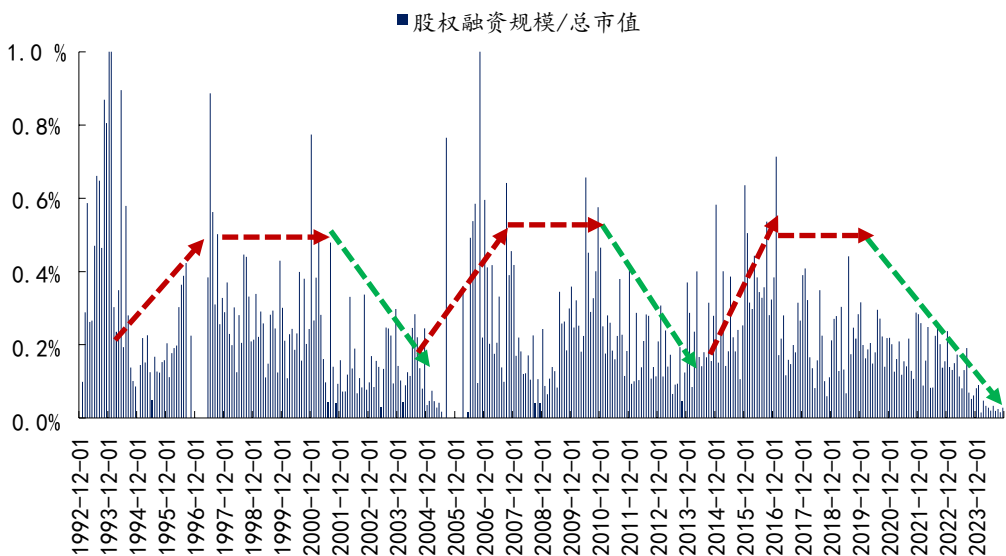
资料来源：万得，注：

2024 年数据截至 11 月。

### 1.1 政策和估值对股市供需格局的影响是逆周期的

股权融资规模/总市值已经下降到了较低水平。目前股权融资规模/总市值已经低于 2012-2013 年 IPO 暂停期间水平，基本接近 2005 年的水平。股市股权融资规模主要受到股市估值和政策的影响。牛市中，股市估值抬升，股权融资规模大幅放量，增加股市供给，直到改变牛市的惯性。熊市中，股市估值持续下降，政策收紧 IPO，股权融资额快速下降，从而减少股市供给，直到改变熊市的惯性。

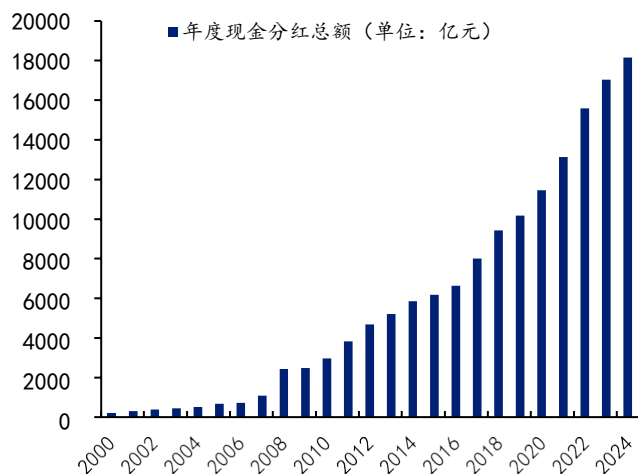
图 3：股权融资规模/总市值已经下降到接近 2005 年的水平（单位：%）



资料来源：万得，

**2024年1-11月分红和回购规模均达到历史高位水平。**从年度数据来看，2024年1-11月上市公司累计分红金额达到18157亿元。对比历史同期来看，已经达到2000年以来年度分红金额新高。2024年1-11月，上市公司回购金额为4852亿元，月均回购规模为434.5亿元，月均回购规模也高于2016年以来的所有年份。

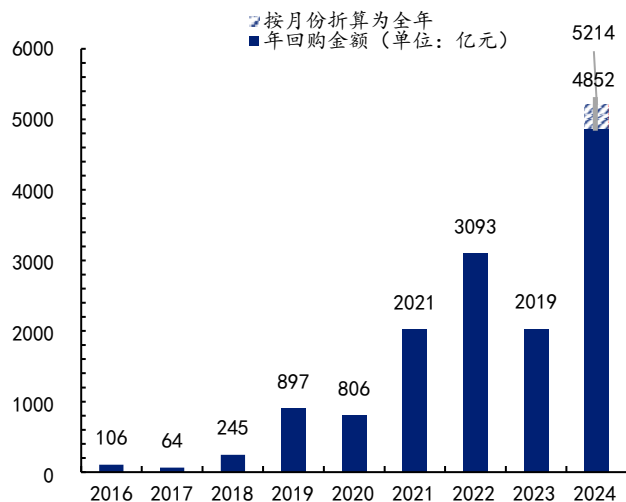
图 4：2024 年 1-11 月现金分红总额已经创历史新高（单位：亿元）



资料来源：万得，

注：横轴 2024 统计区间为 2024 年 1-11 月。

图 5：2024 年 1-11 月回购金额也已经达到 2016 年以来新高（单位：亿元）

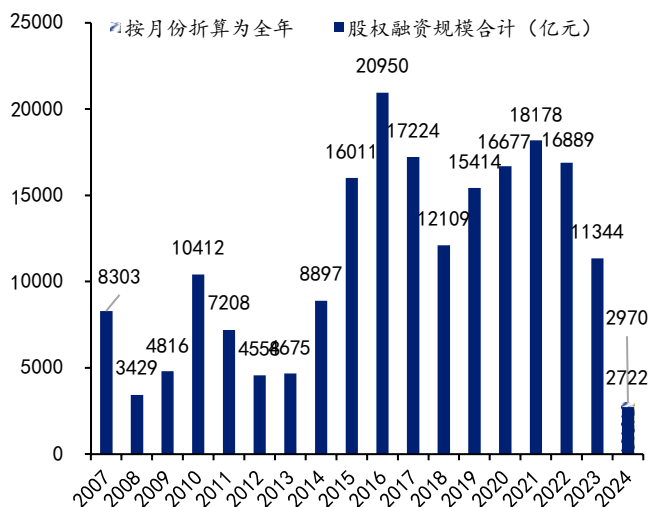


资料来源：万得，

注：横轴 2024 统计区间为 2024 年 1-11 月。

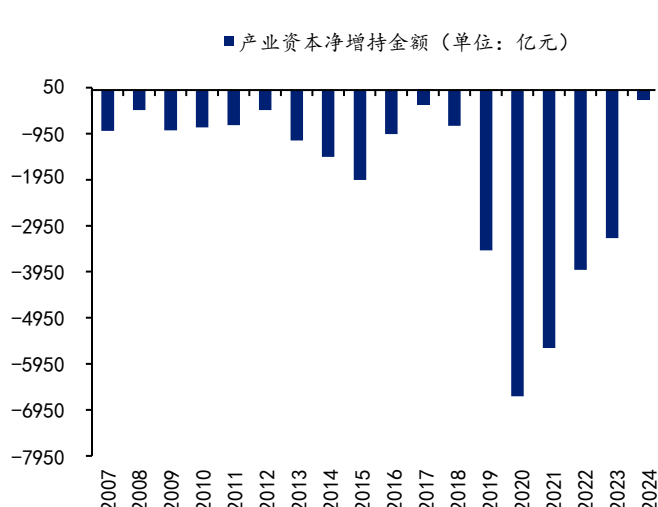
**2024年1-11月股权融资规模和产业资本净减持规模均接近2007年以来最低水平。**股权融资规模为2722亿元，月均融资规模约247亿元，低于2007-2023年的全部年份，更接近2006年之前的水平。2024年1-11月上市公司累计净减持规模为199.65亿元，月均减持规模约为18亿元，月均减持规模为2007年以来最低。

图 6：2024 年 1-11 月股权融资规模低于 2007-2023 年（单位：亿元）



资料来源：万得，

图 7：2024 年 1-11 月产业资本净减持规模低于 2007-2023 年（单位：亿元）



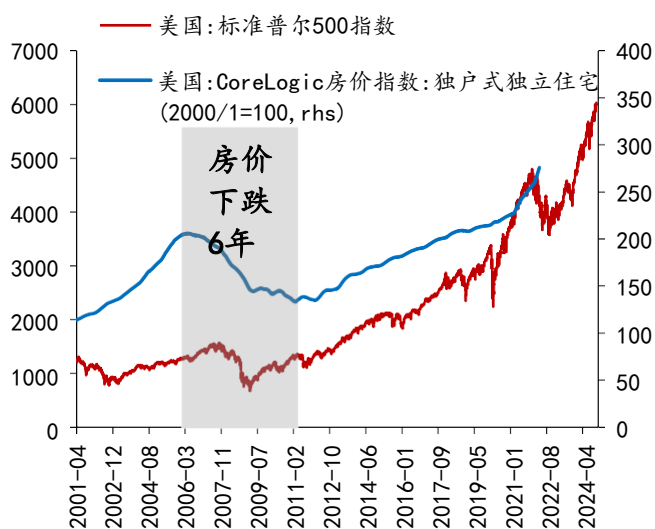
资料来源：万得，

## 二、这一次牛市中盈利可能会小幅企稳

### 2.1 房地产市场风险对股市影响可能已经结束

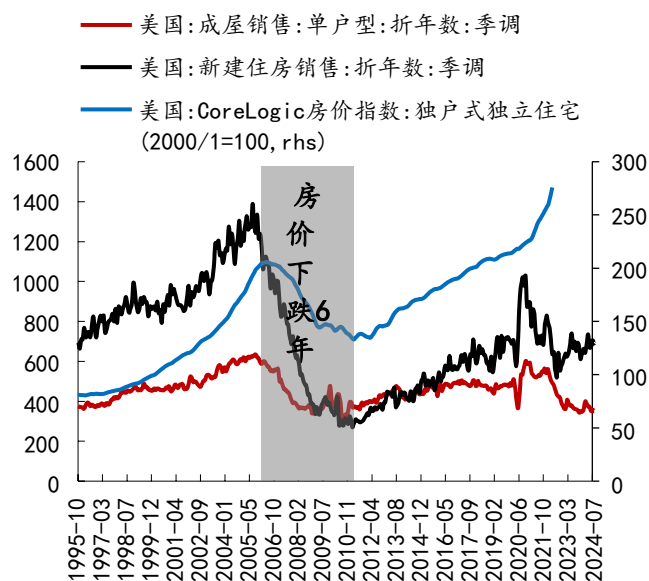
从海外经验来看，次贷危机后美国房价持续下降了 6 年，但美股熊市仅持续 1 年半即开始企稳回升。2006 年中-2012 年中，受次贷危机影响，美国房价持续下降了 6 年，但标普 500 熊市出现在 2007 年 10 月-2009 年 3 月，仅持续了一年半的时间。同时，房价下降到后期，二手房销售开始磨底。

图 8：2006 年中-2012 年中美国房价下降持续了 6 年（单位：点）



资料来源：万得，

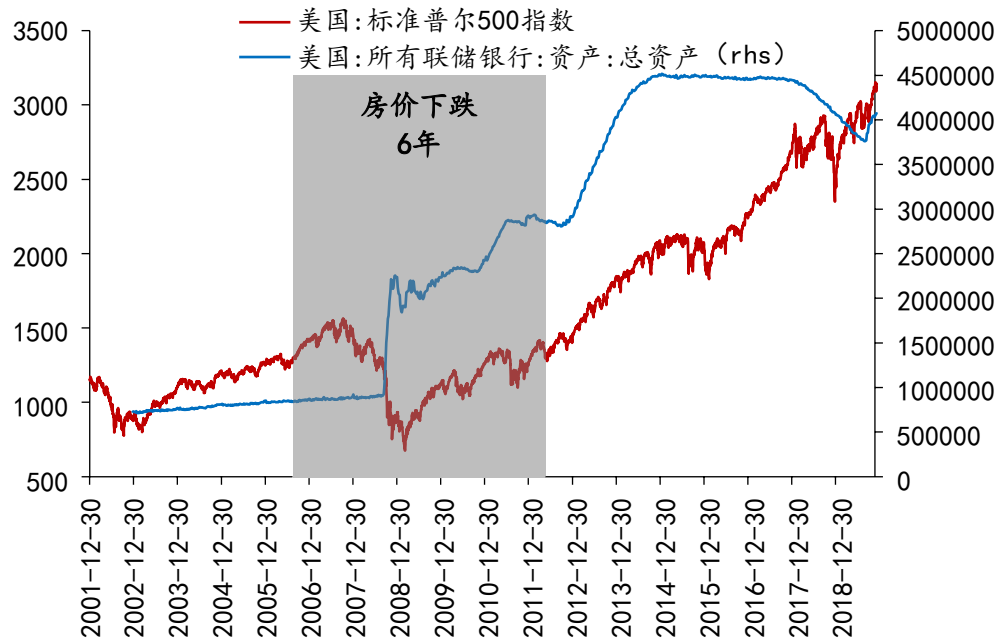
图 9：美国房价下降到后期二手房销售开始磨底（单位：点，万套）



资料来源：万得，

出现这种情况主要是从 2008 年底开始，美联储开启了量化宽松。第一次量化宽松（QE1）后，经济依然偏弱，后续还有 QE2、QE3，直到 2014 年量化宽松才停止，但股市的反转在 QE1 后就开始了。国内 2014-2015 年的货币宽松和房地产棚改政策也是类似的，确认经济企稳回升是 2016 年以后，但股市牛市已经在政策全面转向的 2014 年下半年就展开了。所以当下来看，我们认为 9 月的政策拐点，方向上也标志着熊市的结束，短期效果和力度如何大概率只影响市场的节奏。

图 10: 量化宽松是美股见底的信号 (单位: 点, 百万美元)



资料来源：万得，

中国香港房地产市场长期下行期间，港股也并非持续熊市。1998 年受亚洲金融危机影响，中国香港房地产市场从 1998 年到 2003 年房价出现连续 6 年下降，但除房价外，其他房地产指标下降 3 年后开始磨底。在房地产市场下行期间恒生指数出现过两段熊市，分别是 1997 年 8 月-1998 年 8 月（1 年）、2000 年 7 月-2003 年 6 月（3 年）。中间 1998 年 8 月-2000 年 7 月恒生指数走强了近 2 年。

图 11: 中国香港房价长期下行期间港股并非持续熊市 (单位: 点, 港元/平方米)

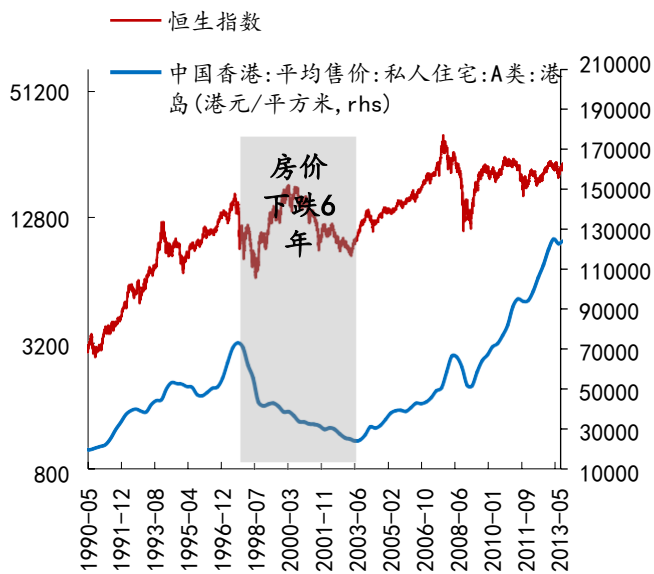
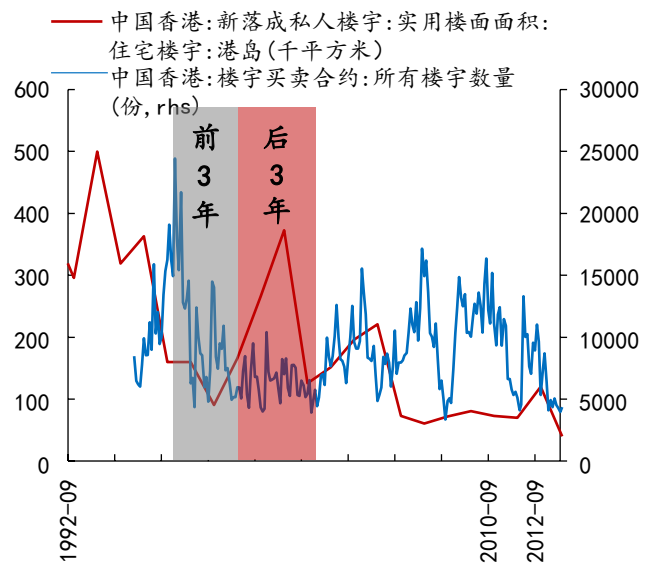


图 12: 中国香港房地产其他指标下降 3 年后磨底 (单位: 千平方米, 份)



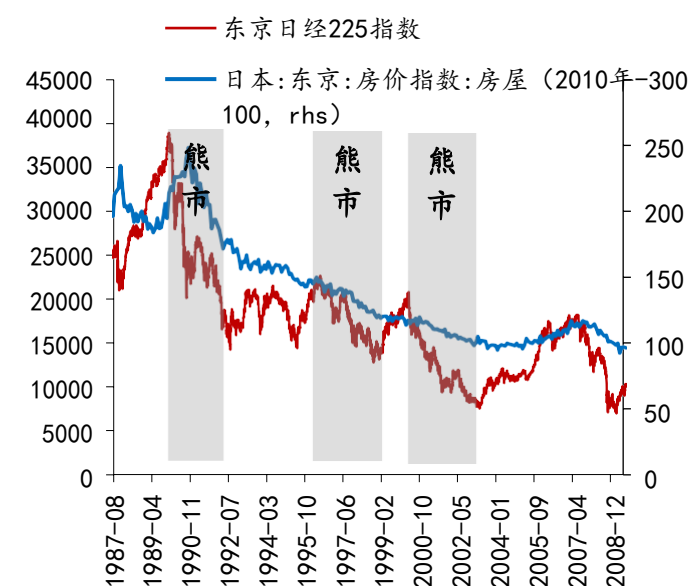
资料来源：万得，

资料来源：万得，



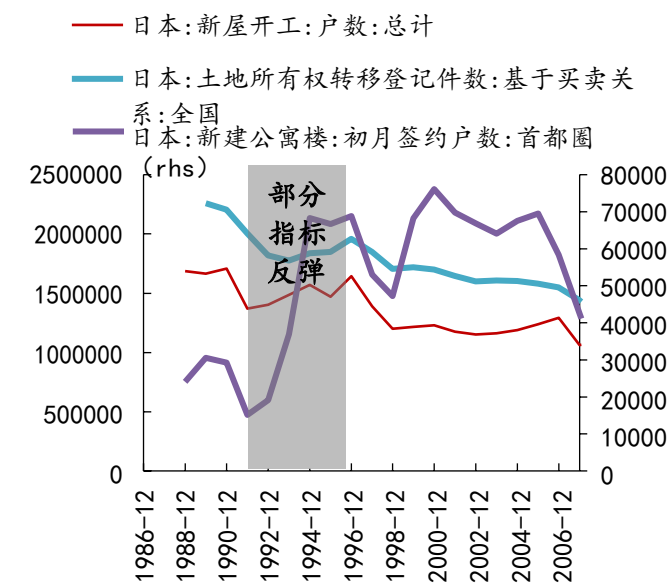
日本房地产市场长期下行期间，日股多次出现过时间长达 1 年的反弹。另外一种较悲观的情形是，日本 1990 年房地产泡沫破裂后，房价在 1990 年-2004 年持续 14 年下滑，期间房价没有出现过年度反弹。在房地产市场长期下降期间日经 225 指数出现过三段熊市，1990 年 1 月-1992 年 8 月、1996 年 7 月-1998 年 10 月、2000 年 4 月-2003 年 4 月。不过需要注意的是，即使房价持续十几年长期下行，期间日股也出现过多次时间长达 1 年的大反弹。在指数反弹期间，虽然房价仍在持续下降，但新开工、房地产销售等部分指标出现了阶段性反弹。

图 13: 日本房价长期下行期间指数也多次出现反弹 (单位: 点)



资料来源: 万得,

图 14: 指数反弹期间部分房地产指标有反弹 (单位: 单元, 件, 户)



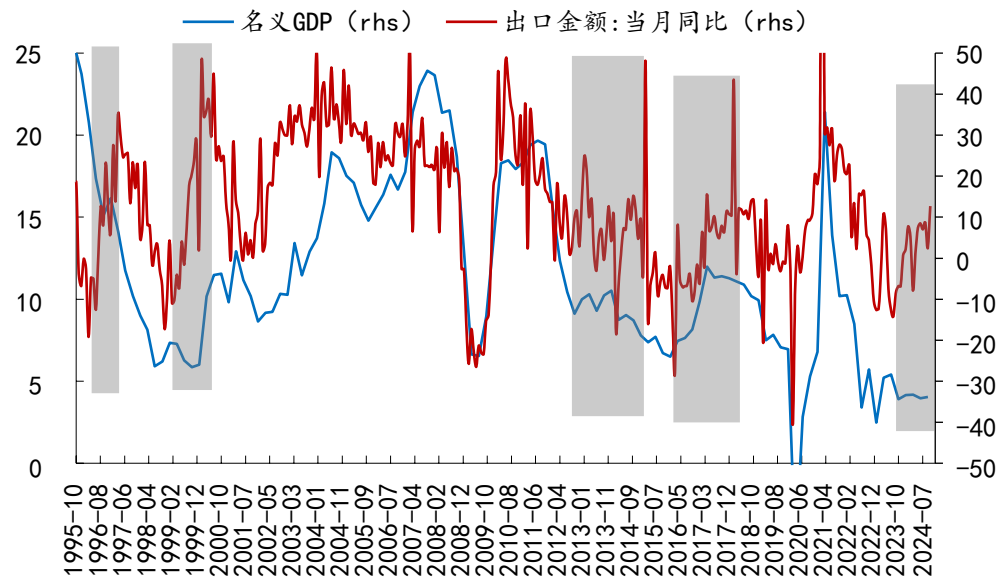
资料来源: 万得,

## 2.1 库存周期上行和美国二次通胀可能对冲对出口的担心

2024 年出口是中国经济各分项中表现最好的数据之一，但大部分投资者对 2025 年出口数据有一定的担心。主要因为：（1）1996 年以来历次出口数据好于 GDP，大多情况下都没改变国内经济格局，之后出口回落期间，国内经济数据大多更弱，只有 1999 年例外。

（2）特朗普当选美国总统后，2025 年美国贸易政策存在较大的不确定性。

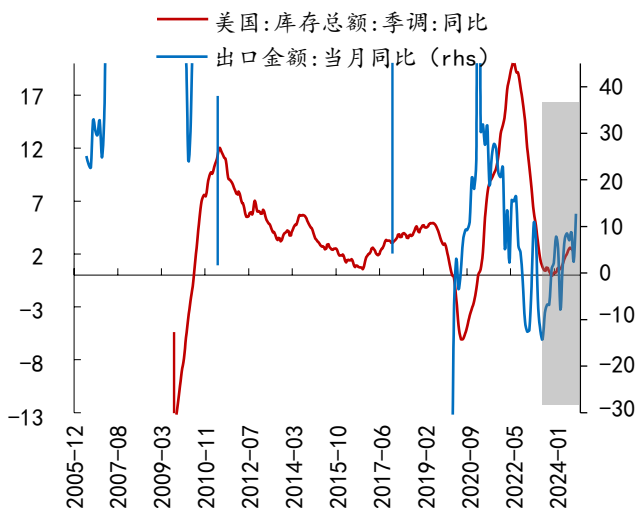
图 15: 历次出口增速从高点回落之后, 国内经济数据大多更弱 (单位: %)



资料来源: 万得,

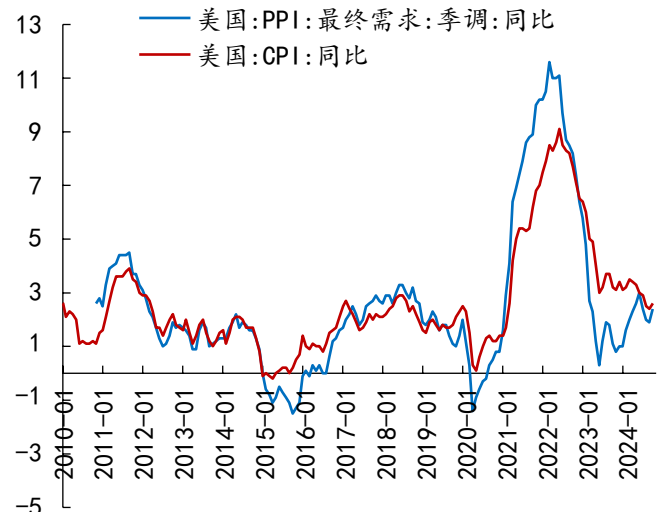
但我们认为, 美国库存周期的上行和美国二次通胀的迹象可能在一定程度上对冲对出口的担心。因为历史数据表明, 1-2 年内, 美国的库存周期对出口的影响较大。而美国现在的库存周期依然处在上行期。与此同时, 特朗普胜选后, 根据其前期贸易保护主义、严格的移民政策等政策主张, 可能从供给端抬升商品通胀中枢, 带来美国通胀结束下行趋势。我们认为, 出口数据从 2020 年疫情后, 就开始变得较强了, 很重要的催化因素是海外的高通胀。美国二次通胀的迹象有望和美国库存周期上行一起对冲对出口的担心。

图 16: 美国库存周期上行对出口的影响较大 (单位: %)



资料来源: 万得,

图 17: 美国通胀可能结束下行趋势 (单位: %)

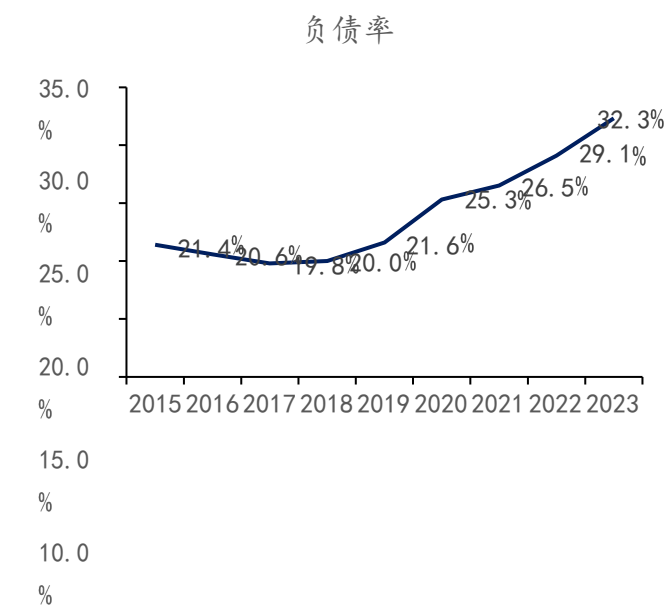


资料来源: 万得,

## 2.1 化债政策对经济的正面影响通常滞后 1 年

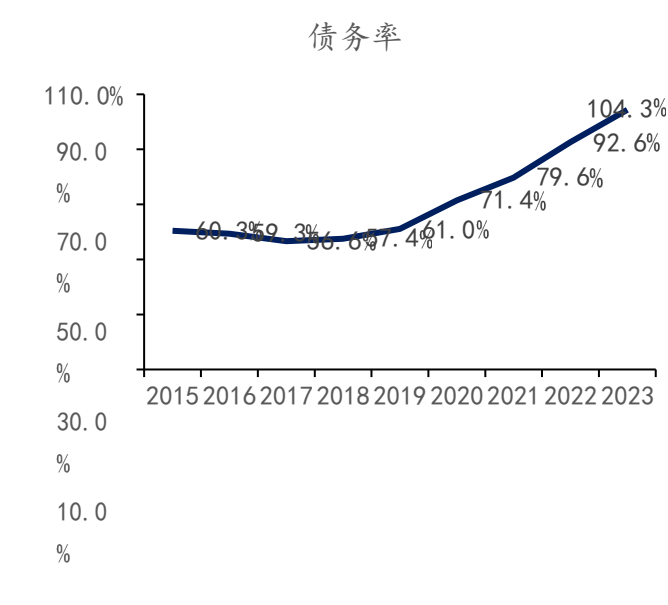
地方政府债务压力风险在可控范围内，但债务压力有逐年上升的趋势。衡量地方政府债务压力主要采用“负债率”、“债务率”、“偿债率”三个指标。负债率为政府债务余额和 GDP 的比值，警戒线通常为 60%。截至 2023 年我国地方政府负债率为 32.3%，整体低于警戒线，但是有持续上升的趋势。债务率为政府债务余额和当年综合财力的比值，综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+转移支付。目前中央对地方的转移支付数据仅公布到 2022 年，截至 2023 年末我国地方政府债务率为 104.3%，首次超过 100% 的警戒线，地方政府财政偏紧的问题仍然存在。此外，从偿债率指标（偿还债务本息额和当年综合财力的比值）来看，截至 2023 年末我国地方政府偿债率为 12.5%，低于通用的 20% 警戒线，但上升速度较快。

图 18：2015-2023 年全国地方政府负债率（单位：%）



资料来源：万得，

图 19：2015-2023 年全国地方政府债务率（单位：%）



资料来源：万得，

图 20：2015-2023 年全国地方政府偿债率（单位：倍数，%）

14.0 %  
12.0 %  
10.0 %  
8.0 %  
6.0 %  
4.0 %  
2.0 %

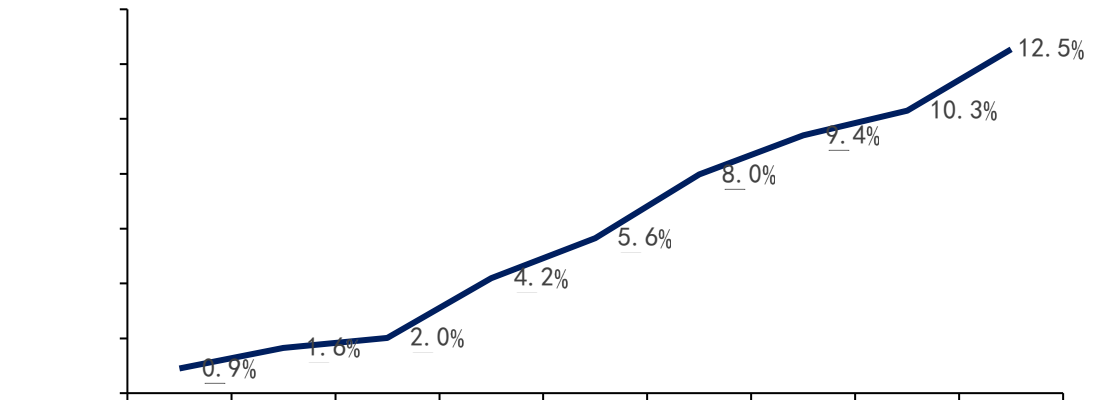
0.0 %



偿债

率

2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023

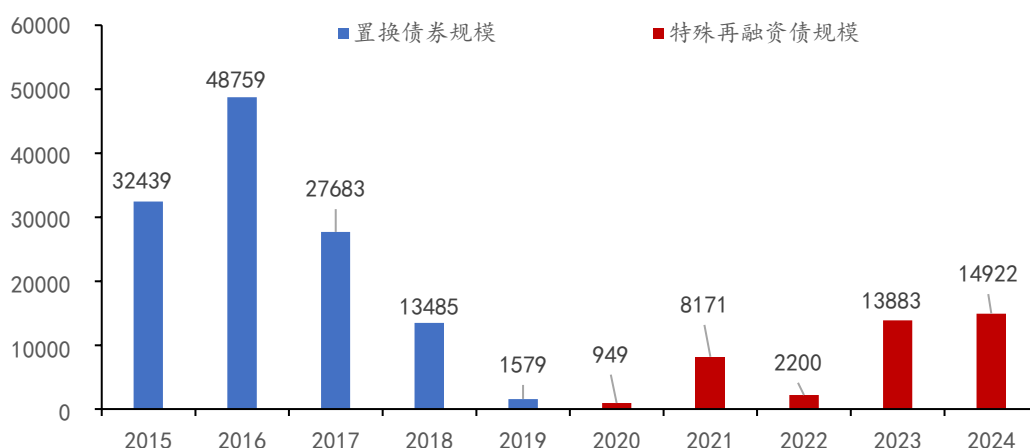


资料来源：万得，

2015-2018 年发行 12.2 万亿置换债券。经过置换，到 2018 年末基本完成既定的存量政府债务置换目标。2019 年开始进行全国建制县（区）隐性债务化解试点，全年共发行置换债券 1579 亿元。2020 年-2022 年共发行特殊再融资债券 1.1 万亿。其中 2020 年 12 月-2021 年 9 月全国建制县（区）隐性债务化解试点扩容阶段，累计发行 6278 亿特殊再融资债。2021 年，北京市、上海市和广东省纳入全国“全域无隐性债务”第一批试点省市，2021 年 10 月-2022 年 6 月三省合计发行特殊再融资债 5042 亿元。

2023 年 10 月开始了第四轮地方政府化债，2023 年 10 月-2024 年 11 月共计发行特殊再融资债券规模超过 2.88 万亿，其中 2024 年年内已发行特殊再融资债 1.49 万亿元。

图 21：2015-2024 年历年政府化债规模（单位：亿元）

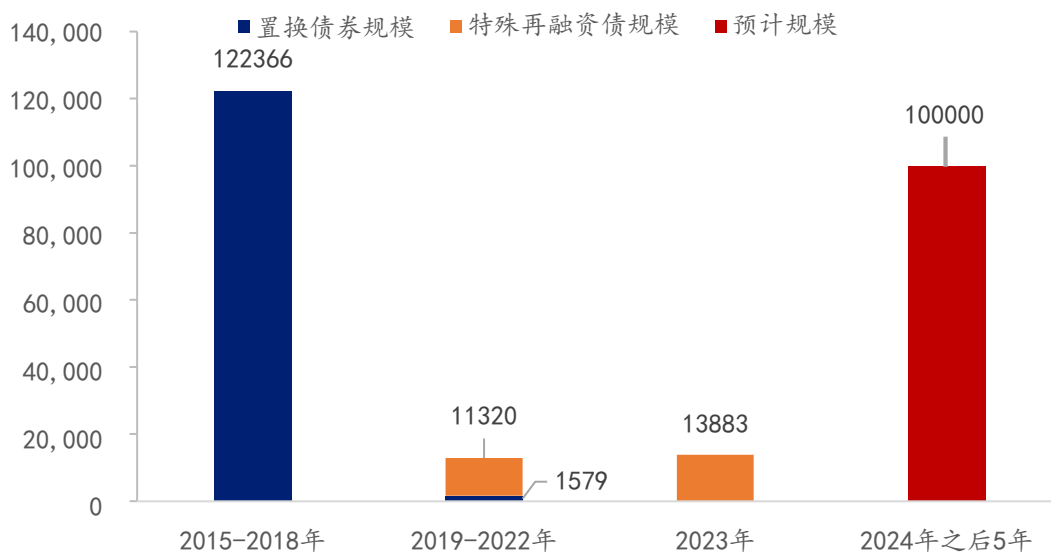


资料来源：万得，企业预警通，  
注：2024 年数据截至 2024 年 11 月

11 月 8 日，财政部部长蓝佛安在举行的十四届全国人大常委会第十二次会议新闻发布会上介绍，从 2024 年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。同时也明确，2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。这次置换，近三年密集安排 8.4 万亿元，显著降低了近几年地方需消化的隐性债务规模。据财政部估算五年累计可节约 6000 亿元左右。

根据 2015-2018 年大力度化债的经验，2015 年开始发行置换债用于置换非地方政府债券形式（包括通过融资平台举债的）的地方政府债务，2016 年起 GDP 企稳。化债政策对经济的正面影响通常滞后 1 年。

图 22：历史上每轮化债规模合计（单位：亿元）



资料来源：万得，企业预警通，

### 2.1 本轮牛市盈利情况可能好于 2014-2015 年

2014-2015 年，房地产政策、货币政策、财政化债政策等稳增长增量政策持续推进，盈利反而出现较大幅度恶化。2014 年 3-5 月，全国各地集中放开限购，2014 年 5 月，国家发改委下发的《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》中，对棚改项目的融资需求进行扶持。2014 年 11 月 15 日，国常会部署加快推进价格改革，随后货币政策方面便开始了大幅宽松进程。2014 年 11 月 21 日，2012 年以来首次降息，存贷款基准利率于 2014 年 11 月 22 日及 2015 年 3 月 1 日、5 月 11 日、6 月 28 日、8 月 26 日、10 月 24 日连续六次下调（每次下调 25BP）。这次降息是 2012 年 7 月后首次降息。

图 23：2014-2015 年开始 PSL 支持棚改货币化（单位：亿元）

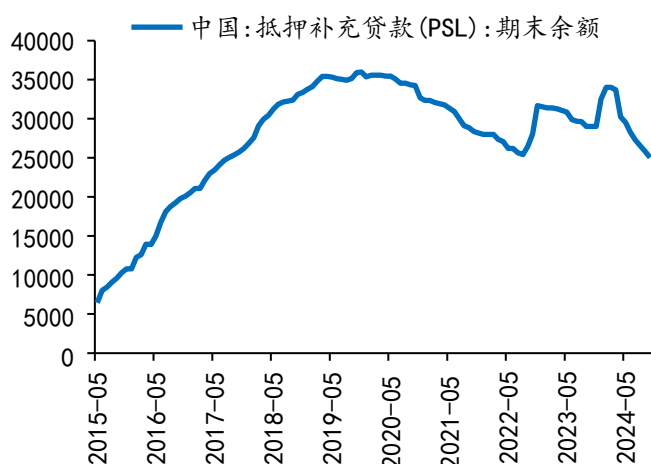
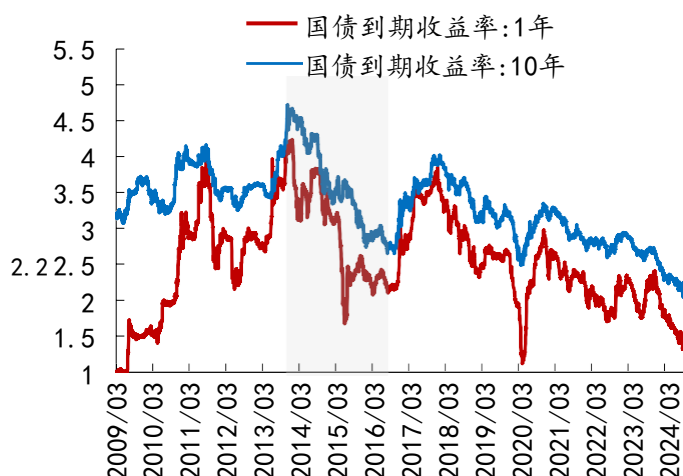
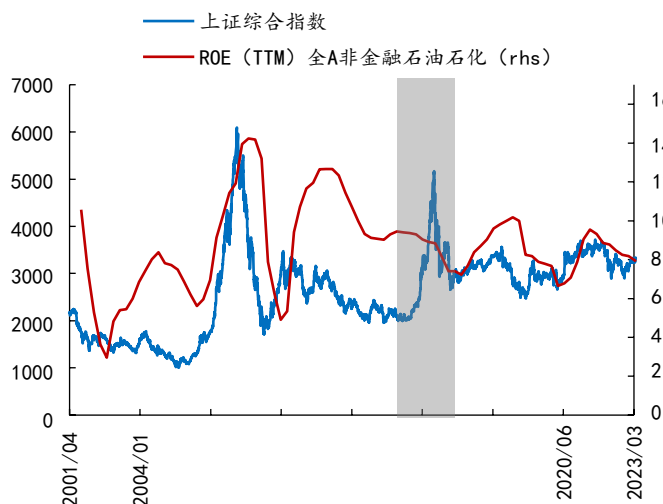


图 24：2014 年-2015 年利率持续下行（单位：%）



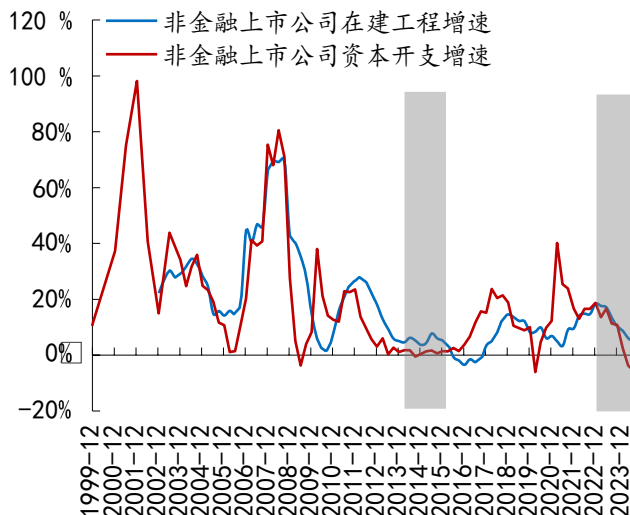
本轮牛市盈利可能会好于 14-15 年，因为产能格局更好，全球经济周期位置更安全。2014-2015 年在政策不断加码的阶段，A 股资本开支增速持续维持低位，国内新增产能不多，但上市公司盈利下降幅度较大，并没有出现产能偏紧带来的盈利回升。

图 25: 2014-2015 年全 A 非金融两油 ROE 持续下降 (单位: 点, %)



资料来源: 万得,

图 26: 2014-2015 年 A 股资本开支增速维持低位 (单位: %)



资料来源: 万得,

我们认为，背后很重要的原因是，2014-2015 年全球经济最大的变化是油价的补跌。2014 年海外产能周期的位置还在高位，到 2015 年才下降到低位，而现在美国产能周期位置并不高。另外一个原因是，由于需求疲软加上美国页岩油产量大幅提高，2014 年下半年-2015 年油价出现了较大幅度的下跌，导致全球库存周期拐头下行。我们认为，当前虽然需求端仍然偏弱，但由于产能格局相对较好，2024 年商品价格和油价整体企稳，并未出现大幅下降。

图 27: 2014-2015 年油价出现大幅下跌 (单位: 点, 美元/桶)

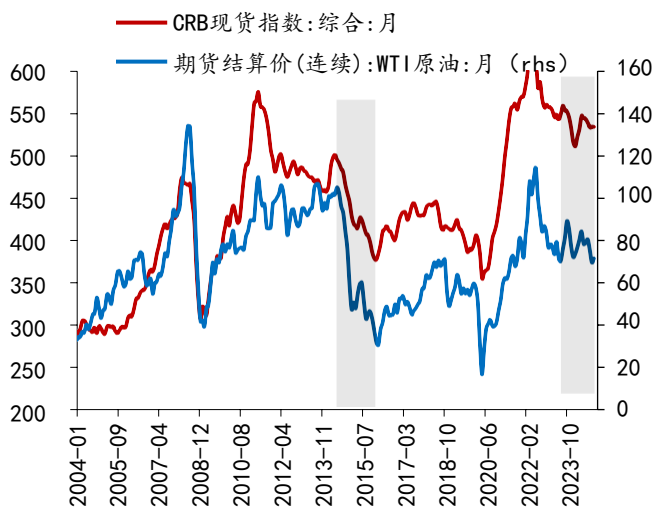
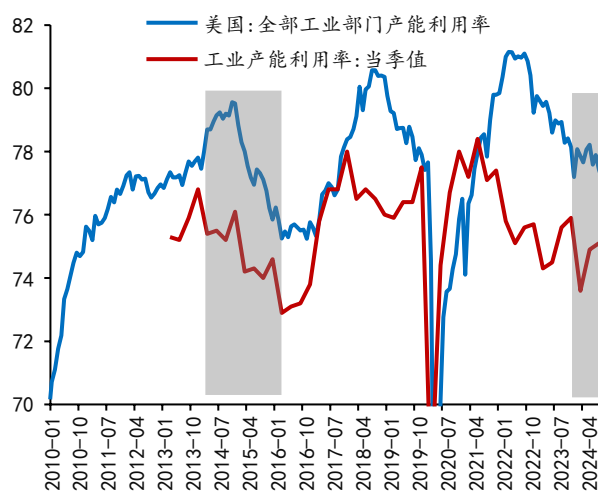


图 28: 2014 年海外产能周期还在高位 (单位: %)





### 三、牛市的阶段：快涨—震荡—加速

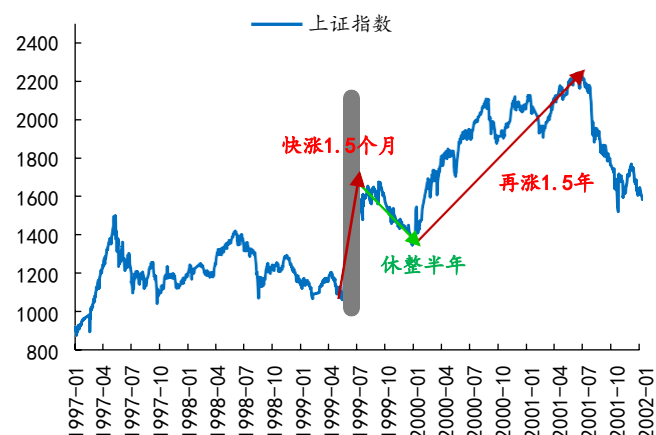
#### 3.1 历史上牛市的三阶段：快涨—震荡—加速

牛市已经确立，但现在处在牛市初期，牛市初期一般快速涨一波修复熊市或之前 1 年大部分跌幅后，会进入休整震荡。随后随着牛市主线逻辑清晰，市场赚钱效应累积时间达到 1 年以上，牛市通常开始进入中后期（持续上涨期）。1994 年 8-9 月牛市初期，市场快涨 2 个月，随后震荡休整 1 年半，1996-1997 年进入牛市中后期，市场持续稳定上涨 1 年半。1999 年 5 月 19 日-7 月初，牛市初期，市场快涨 1 个半月，随后震荡半年，直到 2000 年初才进入新的上涨趋势，2000-2001 年中的牛市中后期，市场持续稳定上涨。

图 29：1994-1997 年牛市的阶段（单位：点数）



图 30：1999-2001 年牛市的阶段（单位：点数）



资料来源：万得，

资料来源：万得，

2012 年 12 月-2013 年 1 月，熊市刚结束的 2 个月，市场快速上涨，但随后的 2013 年 Q2-2014 年 Q1，市场震荡了 1 年，直到 2014 年 Q2-2015 年 Q2，市场才有持续上涨的牛市。2019 年 Q1，牛市初期，市场快涨 1 个季度，随后震荡 1 年，直到 2020 年 Q2 才进入新的上涨趋势（牛市中后期）。

图 31：2013-2015 年牛市的阶段（单位：点数）

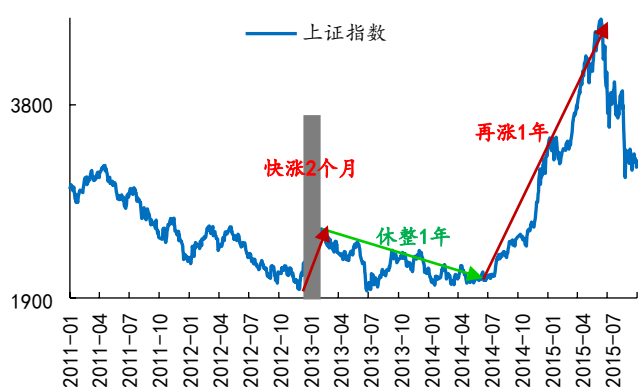
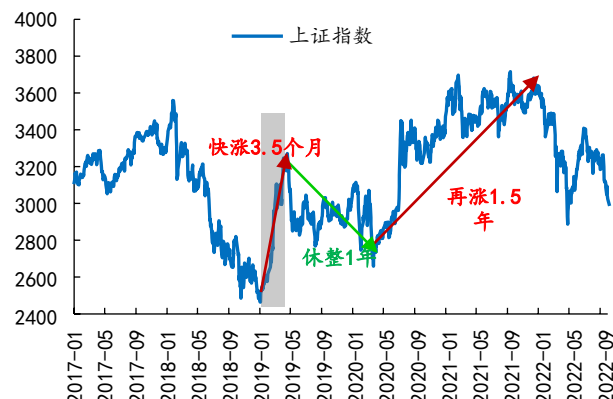


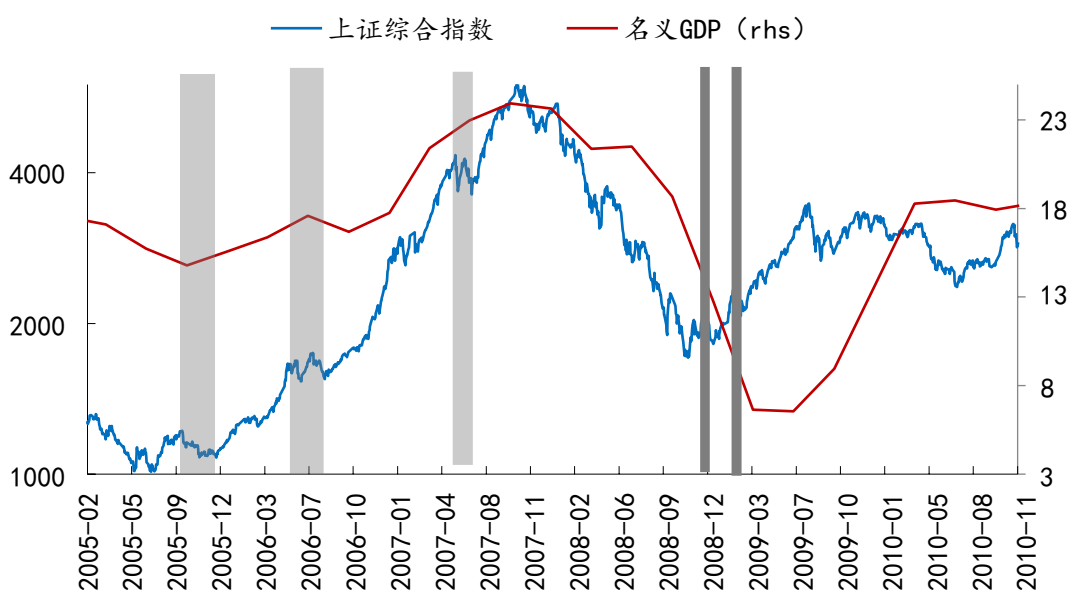
图 32：2019-2021 年牛市的阶段（单位：点数）



### 3.2 牛市存在三阶段的原因：盈利兑现速度慢，居民资金影响大于机构

**牛市存在三阶段的原因之一：很多次牛市盈利改善不强或兑现速度慢。**通常情况下，牛市初期较难马上出现盈利改善，熊转牛第一波上涨大多为涨估值阶段。而在修复了熊市中大部分跌幅后，很多老赛道都会面临估值和业绩匹配的压力。因此导致指数进入震荡休整阶段，直到牛市中后期新的产业逻辑开始出现业绩兑现，驱动指数再次进入加速上涨阶段。在 2005-2007 年和 2009 年的牛市，直观上并不符合牛市三阶段的规律，因为 2005-2007 年期间三次调整均不超过 1 个季度，2009 年牛市期间的休整时间更短，均不超过 1 个月。我们认为主要原因是这两次牛市过程中，名义 GDP 仍然较强（2005-2007 年），或者在政策驱动下，经济和盈利回升速度较快（2009 年）。

图 33：2005-2007 年和 2009 年的牛市中盈利兑现速度较快（单位：点，%）



资料来源：万得，

**牛市存在三阶段原因之二：居民资金对牛熊市的影响远超机构资金。**背后的核心原因是，A 股的投资者生态中居民资金影响大于机构。虽然公募、私募、保险、外资等机构资金最近 10 年持续成长，但公募和私募背后申购赎回的力量依然来自居民。我们把银证转账+融资余额+公募份额变化等汇总起来，能够看到，在 2014-2015 和 2019-2021 年的牛市中，均能达到连续 2-3 年万亿以上。但如果观察保险和外资，汇总在一起，年度增加不会超过万亿，大部分时候年度增加只有 3000-4000 亿左右。居民资金在牛市初期，会受到之前熊市亏钱效应的压制，流入过程不连续，但牛市中后期，居民资金大多已经开始有赚钱效应，居民资金开始持续流入。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文请访问：<https://d.book118.com/357060044035010011>