



Research and  
Development Center

# 牛初震荡期可能延长

——策略周观点

2025 年 5 月 11 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

## 牛初震荡期可能延长

2025 年 5 月 11 日

**核心结论:** 鉴于美国对等关税的复杂性, 我们短期的观点由乐观调整为高位震荡。从战略上, 我们认为这一次震荡是去年 10 月 8 日以来市场震荡的延伸, 震荡后有望在今年晚些时候迎来政策和资金驱动的新的突破性上涨。战术上, 我们认为震荡本质上是对关税冲击后遗症的消化, 4 月关税冲击虽然较难改变牛市大格局, 但对居民资金赚钱效应和 A 股盈利逐渐触底的过程产生了明显的扰动, 这一扰动需要时间消化, 所以后续上涨可能受制于春季行情高点的限制, 但往下空间或将会有有限, 因为 21-24 年连续多年熊市中, 外资等不稳定资金逐步离场。我们认为去年 9 月以来流入的资金, 更多是基于对政策、长期估值和产业趋势的认可, 这些资金可能很快就能稳定住。牛初震荡期, 经济有可能比熊市最低点更弱, 但市场大概率不会跌回熊市, 而是会让牛初震荡期拉长。

- **(1) 关税可能拉长牛初震荡期。** 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, 会进入震荡回撤 (时间长达半年-1 年)。我们认为, 这一次关税冲击, 让经济预期出现了更多扰动, 牛初震荡期持续半年的乐观情形大概率较难出现, 持续 1 年的可能性提高, 市场重回牛市节奏 (指数明显突破) 的时间可能要等今年晚些时候。
- **(2) 震荡期, 经济有可能比熊市最低点更弱, 但市场大概率不会跌回熊市。** 震荡期被拉长, 背后主要是因为美国对等关税不确定性较高导致盈利预期偏悲观, 这一影响类似 2013 年年中钱荒和 2020 年初疫情。这两次牛市震荡期都比较长, 因为期间出现了新的压制经济的因素。2013 年年中钱荒后, 金融紧缩导致 2014 年经济再次下台阶, 2020 年初疫情导致 20 年 Q1 经济明显大幅下降。GDP 增速创新低后, 虽然指数依然很强, 维持震荡, 但也导致震荡的时间被拉长。
- **(3) 我们分析, 未来一个季度, 不同情形的演绎节奏:**
  - **悲观情形 (小概率):** 如果出现比 4 月关税冲击更大的且突然的黑天鹅 (不可预测且概率低), 则市场可能跌回 4 月冲击的低点。
  - **中性情形 (大概率):** 关税对经济逐渐显现, 即使中美谈判缓和, 也很难取消全部加征的关税, 新增政策不断拖底, 稳增长“缓慢”发力, 则市场可能会有 1-2 个季度窄幅震荡, 之后在政策发力、居民资金流入驱动下, 重回牛市。
  - **乐观情形 (小概率):** 如果中美谈判进展顺利, 取消了大部分关税, 且剩余的关税被国内政策、企业转移产能、出口到其他国家等因素对冲掉, 则后续市场可能很难有二次回撤或震荡。
  - **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：牛初震荡期可能延长 .....	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

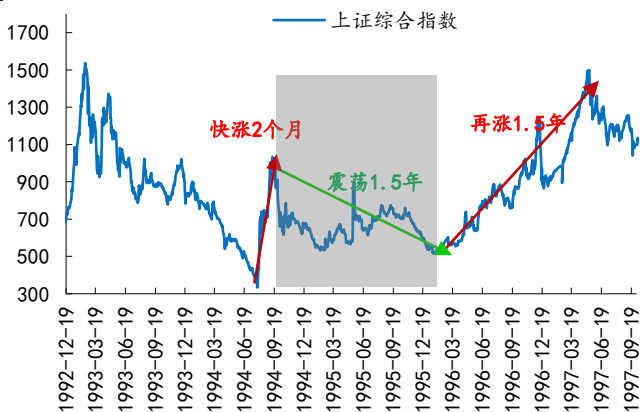
图 1：1994-1997 年牛市的过程（单位：点数） .....	4
图 2：1999-2001 年牛市的过程（单位：点数） .....	4
图 3：2013-2015 年牛市的过程（单位：点数） .....	5
图 4：2019-2021 年牛市的过程（单位：点数） .....	5
图 5：2014 年中，GDP 创新低，指数震荡（单位：点数，%） .....	5
图 6：2019-2020 年 Q1，GDP 持续下降，指数震荡（单位：点数，%） .....	5
图 7：悲观情形：2020 年疫情二次冲击（单位：点数，%） .....	6
图 8：中性情形：2013 年钱荒后的经济下降（单位：点数，%） .....	6
图 9：关税冲击可能只会拉长震荡时间，并不能改变牛市趋势（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：牛初震荡期可能延长

鉴于美国对等关税的复杂性，我们短期的观点由乐观调整为高位震荡。从战略上，我们认为这一次震荡是去年10月8日以来市场震荡的延伸，震荡后有望在今年早些时候迎来政策和资金驱动的新的突破性上涨。战术上，我们认为震荡本质上是对关税冲击后遗症的消化，4月关税冲击虽然较难改变牛市大格局，但对居民资金赚钱效应和A股盈利逐渐触底的过程产生了明显的扰动，这一扰动需要时间消化，所以后续上涨可能受制于春季行情高点的限制，但往下空间或将有限，因为21-24年连续多年熊市中，外资等不稳定资金逐步离场。我们认为去年9月以来流入的资金，更多是基于对政策、长期估值和产业趋势的认可，这些资金可能很快就能稳定住。牛初震荡期，经济有可能比熊市最低点更弱，但市场大概率不会跌回熊市，而是会让牛初震荡期拉长。

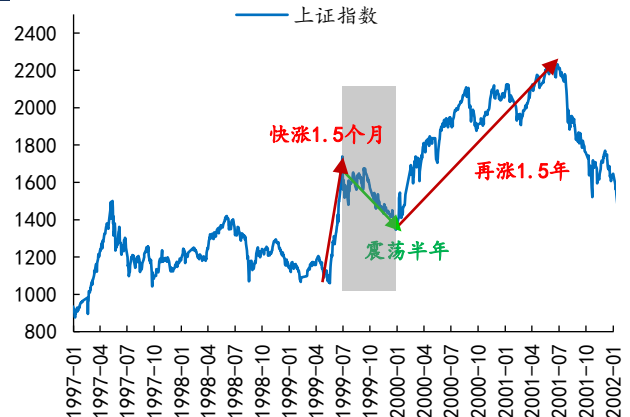
(1) 关税可能拉长牛初震荡期。牛市初期一般快速涨一波修复熊市或之前1年大部分跌幅后，会进入震荡回撤（时间长达半年-1年）。1994年8-9月牛市初期，市场快涨2个月，随后震荡休整1年半，1996-1997年进入牛市中后期，市场持续稳定上涨1年半。1999年5月19日-7月初，牛市初期，市场快涨1个半月，随后震荡半年，直到2000年初才进入新的上涨趋势，2000-2001年中的牛市中后期，市场持续稳定上涨了1年半。

图1：1994-1997年牛市的过程（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

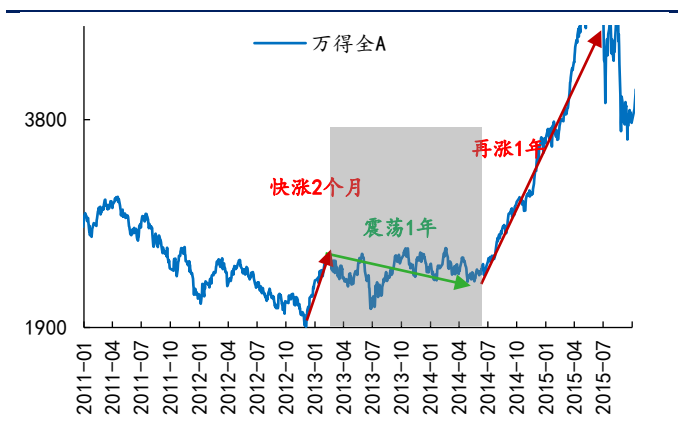
图2：1999-2001年牛市的过程（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

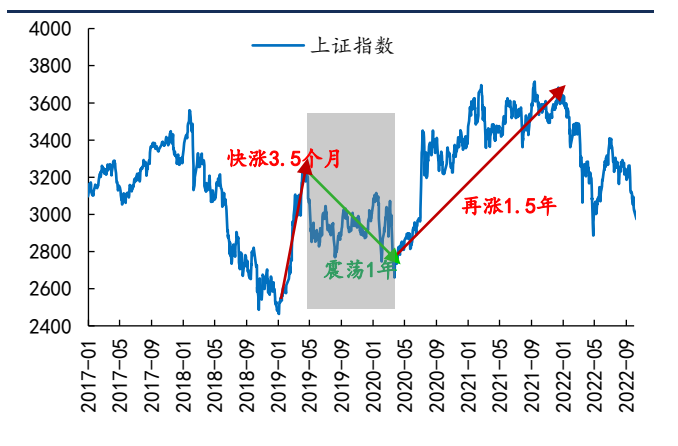
2012年12月-2013年1月，熊市刚结束的2个月，市场快速上涨，但随后的2023年Q2-2014年Q1，市场震荡了1年，直到2014年Q2-2015年Q2，市场才有持续上涨的牛市。2019年Q1，牛市初期，市场快涨1个季度，随后震荡1年，直到2020年Q2才进入新的上涨趋势（牛市中后期）。我们认为，这一次关税冲击，让经济预期出现了更多扰动，牛初震荡期持续半年的乐观情形大概率较难出现，持续1年的可能性提高，市场重回牛市节奏（指数明显突破）的时间可能要等今年早些时候。

图 3：2013-2015 年牛市的过程（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

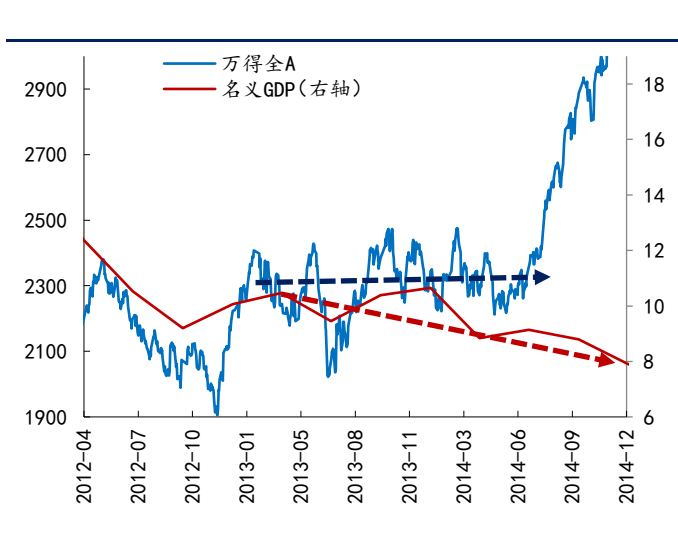
图 4：2019-2021 年牛市的过程（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

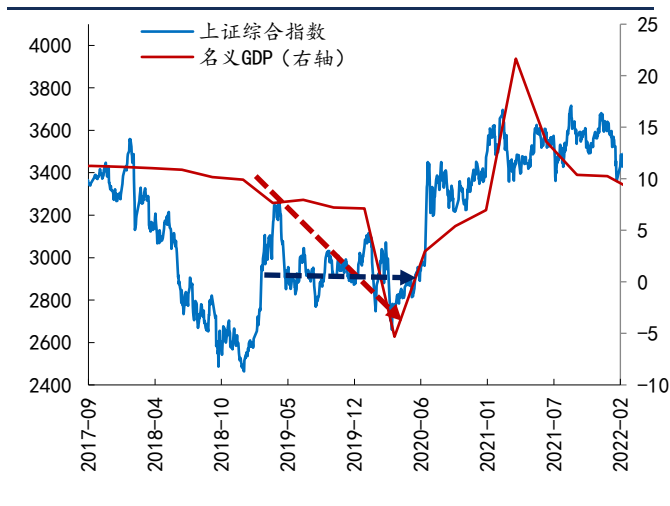
**(2) 震荡期，经济有可能比熊市最低点更弱，但市场大概率不会跌回熊市。**震荡期被拉长，背后主要是因为美国对等关税不确定性较高导致盈利预期偏悲观，这一影响类似 2013 年年中钱荒和 2020 年初疫情。这两次牛市震荡期都比较大，因为期间出现了新的压制经济的因素。2013 年年中钱荒后，金融紧缩导致 2014 年经济再次下台阶，2020 年初疫情导致 20 年 Q1 经济明显大幅下降。GDP 增速创新低后，虽然指数依然很强，维持震荡，但也导致震荡的时间被拉长。

图 5：2014 年中，GDP 创新低，指数震荡（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：2019-2020 年 Q1，GDP 持续下降，指数震荡（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

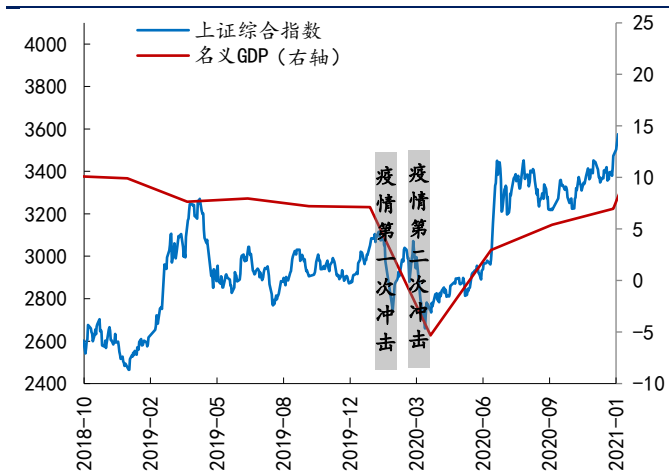
### (3) 我们分析，未来一个季度，不同情形的演绎节奏：

**悲观情形（小概率）：**如果出现比 4 月关税冲击更大的且突然的黑天鹅（不可预测且概率低），则市场可能跌回 4 月冲击的低点。可以参考 2020 年初疫情后的第二次冲击，期间由于海外疫情，导致投资者认为疫情由短期内可以控制转变为疫情短期内控制不住，对经济的担心更持久。

**中性情形（大概率）：**关税对经济逐渐显现，即使中美谈判缓和，也很难取消全部加征的关税，新增政策不断拖底，稳增长“缓慢”发力，则市场可能会有 1-2 个季度窄幅震荡，之后在政策发力、居民资金流入驱动下，

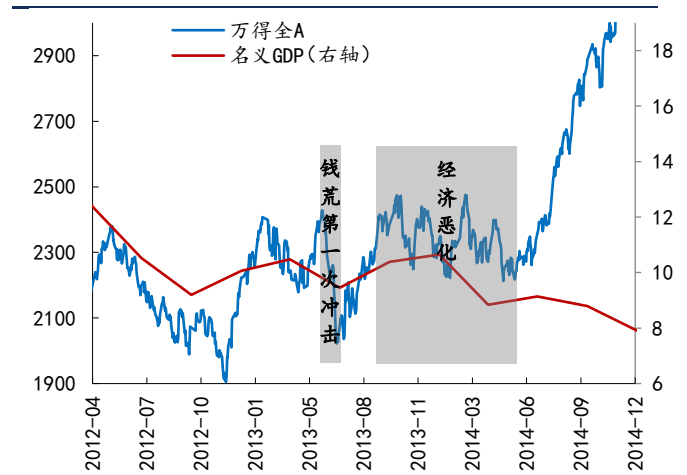
重回牛市。这一情形可借鉴 2013 年底-2014 年中，市场窄幅震荡的案例，期间钱荒对经济的影响滞后出现，经济指标明显偏弱，但由于没有新增的突发黑天鹅，经济下滑的原因是 13 年钱荒、11-12 年产能过剩的延续，所以市场回撤幅度较小，但时间较长（2 个季度）。

图 7：悲观情形：2020 年疫情二次冲击（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：中性情形：2013 年钱荒后的经济下降（单位：点数，%）



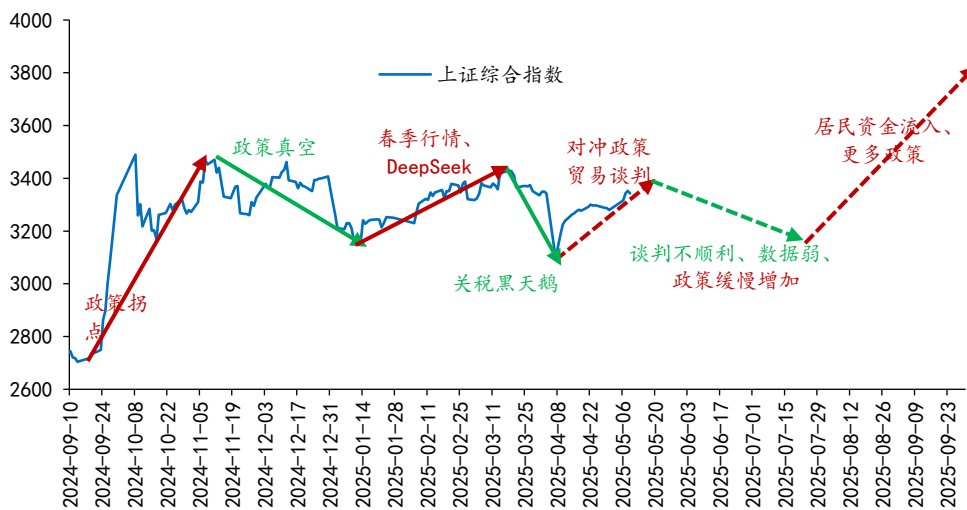
资料来源：万得，信达证券研发中心

**乐观情形（小概率）：**如果中美谈判进展顺利，取消了大部分关税，且剩余的关税被国内政策、企业转移产能、出口到其他国家等因素对冲掉，则后续市场可能很难有二次回撤或震荡。虽然 4 月出口数据较好，但鉴于 18-19 年的中美关税提高的经验，出口数据走弱往往会有滞后，所以现在来看乐观情形依然属于小概率事件。

**（4）短期 A 股大势研判观点：**谈判和政策预期部分兑现，反弹进入后期，5 月下旬到 7 月可能会有二次“小幅”回撤。历史上较大的利空冲击，往往会先杀估值再杀盈利，持续过程较长。但由于这一次关税冲击出现在牛市初期，市场整体估值位置较低，这一次杀估值阶段调整较多，但杀业绩阶段可能只有小幅回撤。历史上类似的案例有 13 年年中钱荒和 20 年初疫情。关税第一次冲击的低点大概率是今年的低点，过去 1 个月，国内政策和关税谈判预期驱动市场反弹，本周这两点均部分利多兑现。我们预计 Q2-Q3 盈利的担心还会持续，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 有望回归牛市状态。



图 9：关税冲击可能只会拉长震荡时间，并不能改变牛市趋势（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。

**本周新增的行业配置逻辑：地缘冲突、公募基金改革。**（1）**军工**：印巴地缘冲突催化本周行情，新一轮需求周期有望开启，“自主可控”政策方向明确。（2）**指数权重（金融、大盘）**：证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，对基金公司中长期业绩考核权重、基金产品业绩指标权重提出新要求，短期可能推动主动基金提高低配板块仓位，持仓向指数权重靠拢。

**季报期后重回成长的配置面临挑战。**经验上业绩风险期过后，部分投资者会重新关注成长。比如今年 1 月年报业绩预告后 2 月重回成长。但考虑到以下三个因素，我们认为这一次不确定性较大：（1）季报等因素带来的季节性规律在年底到年初比较明显，但 5-10 月规律性往往不强，因为基本面数据披露间隔不长；（2）万得全 A 指数从 4 月 9 日以来反弹幅度可观，后续指数反弹速度或放慢。而成长风格更容易在市场上涨期间活跃；

（3）AI 和机器人等成长方向长期产业趋势依然不错，但短期能否出现新的类似 DeepSeek 的产业突变存在不确定性。

**配置风格：季度内偏大盘价值。**（1）如果是业绩较强的成长股牛市，则超额收益往往比较连续，如果是业绩不稳定的成长股牛市，则经历过持续活跃表现后，往往会有季度的休整；（2）关税对指数的冲击结束，但对板块的影响或将继续。我们预计外需相关方向还会偏弱，国内稳增长政策预期可能还会反复出现，有利于价值风格；（3）美国股市的调整，影响了全球科技股的估值。

**配置方向：（1）进可攻退可守（银行、钢铁、建筑）**：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达；长期破净个股占比多，市值管理受益方向。（2）**新消费**：自下而上，业绩趋势和产业逻辑能自洽；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，新消费也有望受益。（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）**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。（5）**房地产**：估值位置偏低；稳增长政策可能还有新增举措。

**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	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。
	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）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，未来一个季度，AI 和机器人可能会面临两个扰动：（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。

资料来源：信达证券研发中心



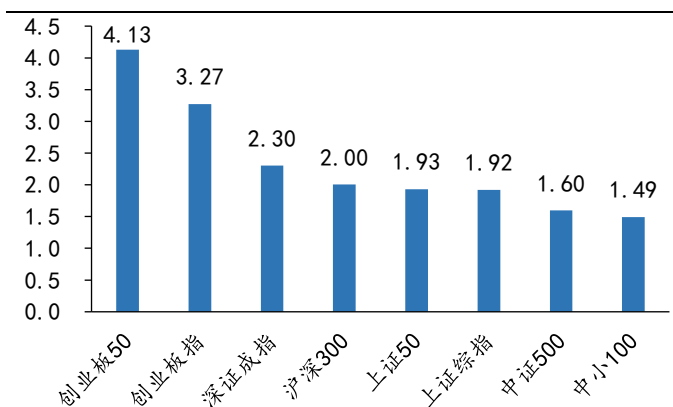
## 二、本周市场变化

本周A股主要指数大多上涨，其中创业板50（4.13%）、创业板指（3.27%）、深证成指（2.30%）涨幅居前，中小100（1.49%）、中证500（1.60%）、上证综指（1.92%）涨幅靠后。申万一级行业中，国防军工（6.33%）、通信（4.96%）、电气设备（4.02%）领涨，房地产（0.41%）、电子（0.64%）、商业贸易（0.88%）涨幅较小。概念股中，成飞概念（14.07%）、军民融合（8.09%）、3D打印（7.69%）领涨，基因编辑（-9.96%）、阿尔茨海默（-7.57%）、CAR-T（-4.16%）领跌。

本周全球股市重要指数涨跌分化，其中上证综指（1.92%）、日经225（1.83%）、德国DAX（1.79%）领涨，印度SENSEX30（-1.30%）、标普500（-0.47%）、富时100（-0.48%）领跌。本周商品市场重要指数中，NYMEX原油（4.75%）、PTA（3.17%）、国际黄金（2.92%）表现靠前，玻璃（-4.78%）、PVC（-2.51%）、螺纹钢（-2.29%）跌幅较大。另外在2025年全球大类资产年收益率指标中，黄金（26.05%）、富时100（4.67%）、富时新兴市场指数（4.43%）排名较高，而布伦特原油（-14.42%）、南华工业品指数（-8.77%）、美元指数（-7.43%）排名靠后。

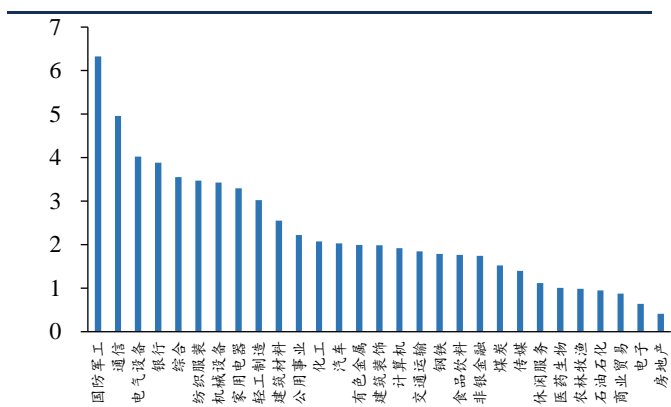
A股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计67.75亿元（前值净流入11.84亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行8361亿元，累计净回笼7817亿元。截至2025年5月9日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所下降。普通股票型基金本周仓位均值相比前期下降，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期下降。

图 10：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）



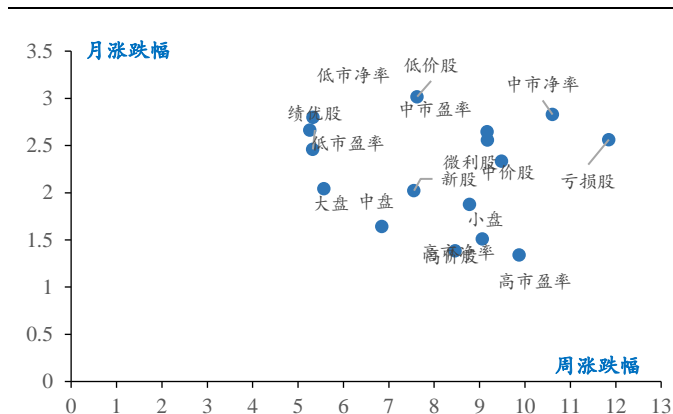
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 11：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



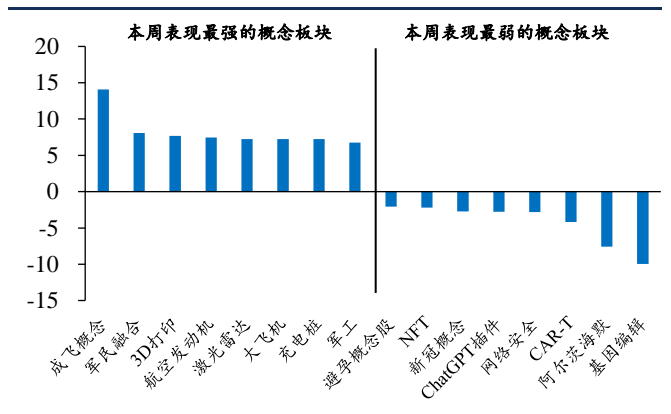
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

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

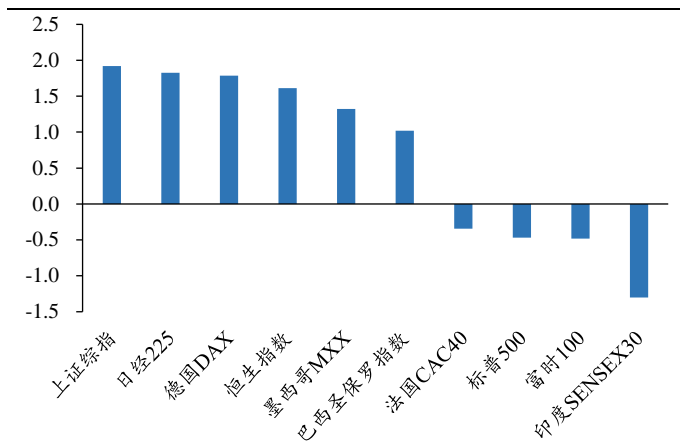
图 13：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

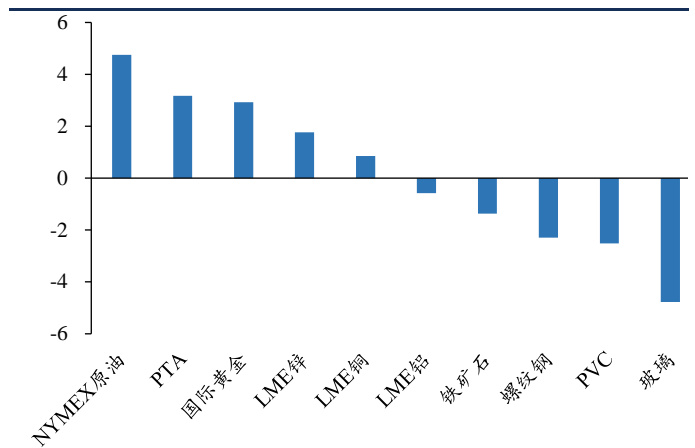


图 14：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



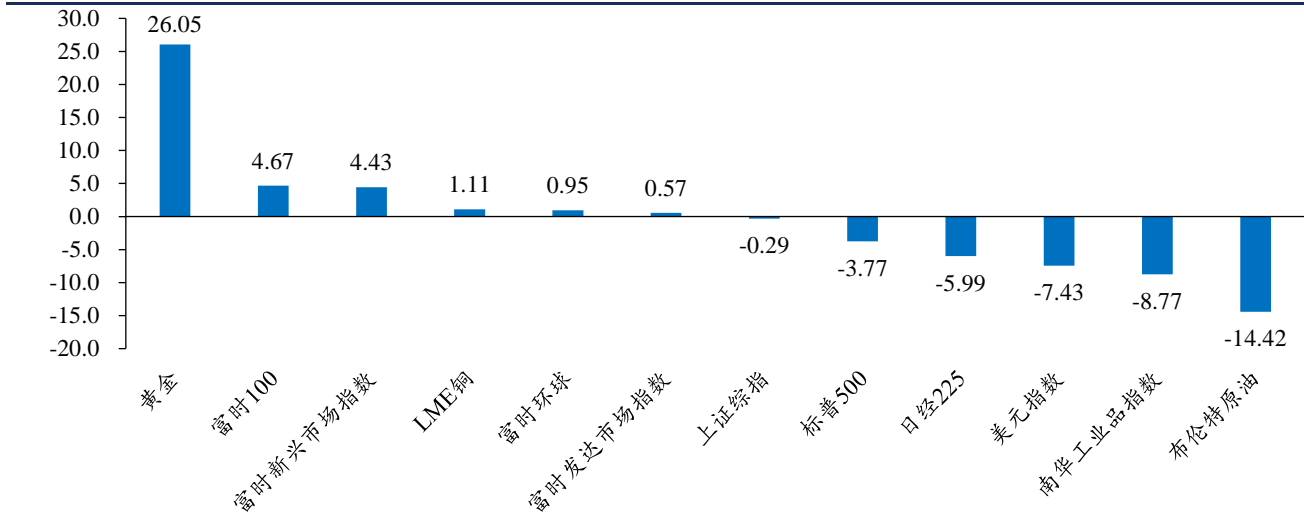
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

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

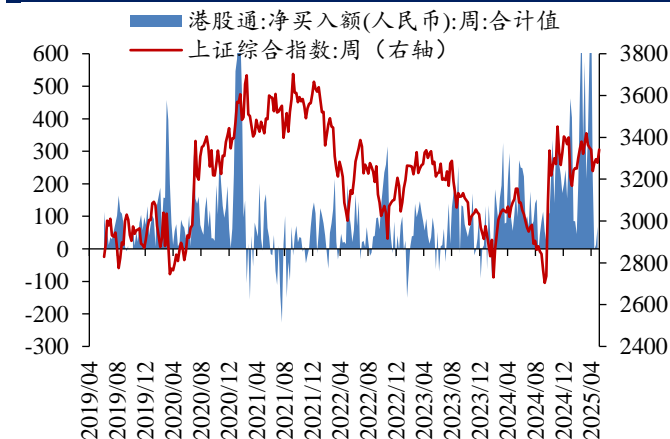
图 16：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）



资料来源：万得，iFinD, 信达证券研发中心

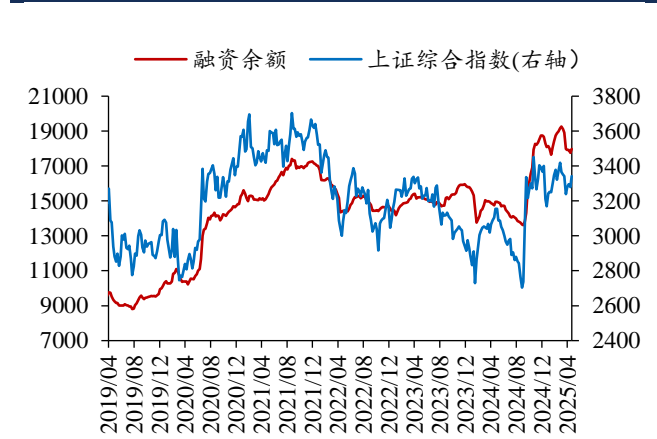
注：统计日期截至 2025 年 5 月 9 日

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

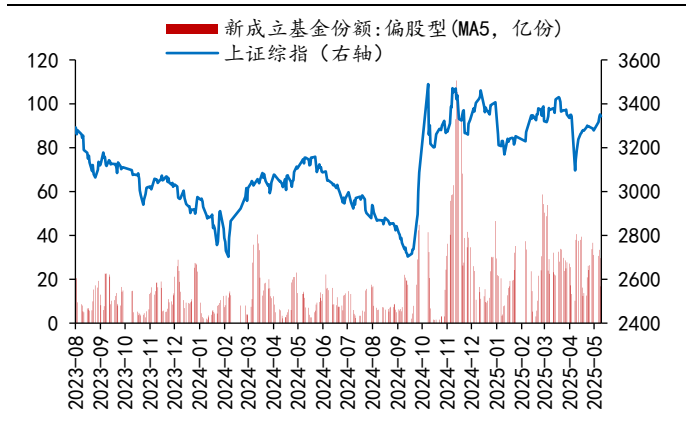
图 18：融资余额（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

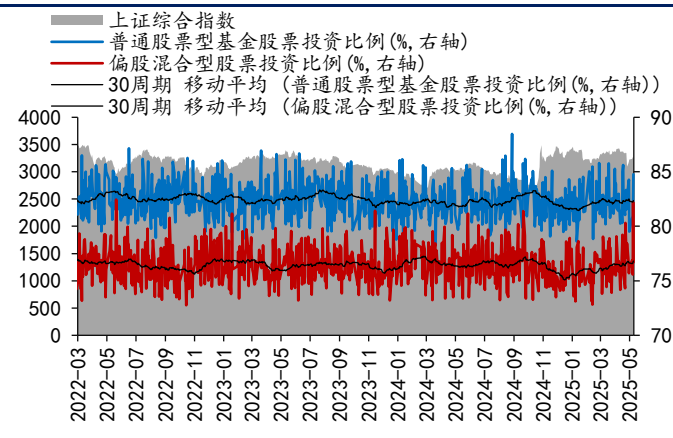


图 19：新发行基金份额（单位：亿份）



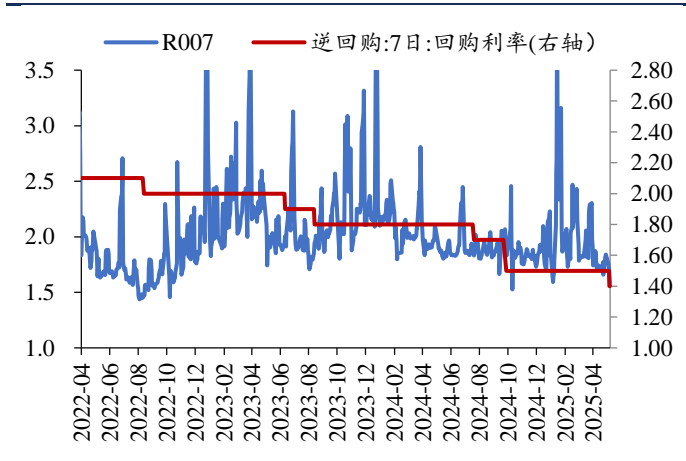
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 20：基金仓位估算（单位：%）



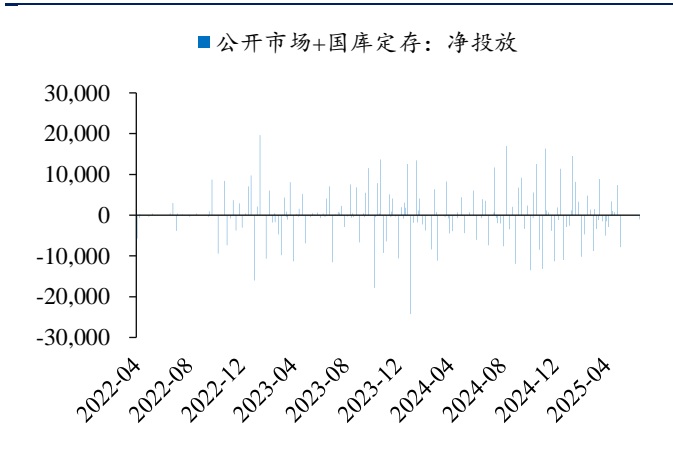
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

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）



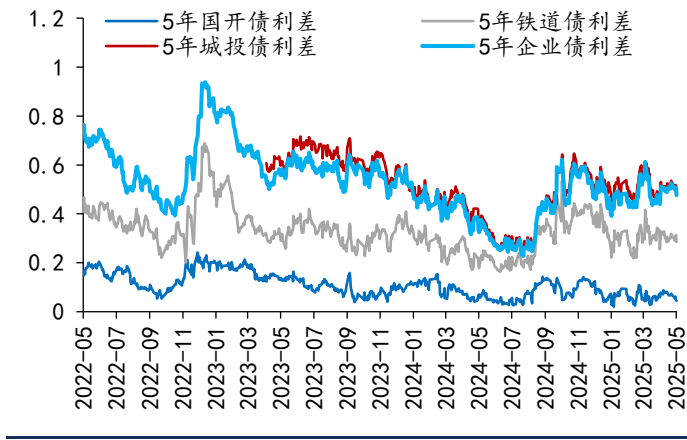
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。