



Research and
Development Center

金融能否重演 14 年下半年行情？

——策略周观点

2025 年 5 月 18 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

金融能否重演 14 年下半年行情？

2025 年 5 月 18 日

核心结论：近期公募新规出台，投资者对银行和非银关注度上升，“低配+制度变化”上一次带来大级别行情是在 2014 年下半年。当下与之对比，相同的地方是：（1）公募低配较多，2010-2013 年熊市和 GDP 下台阶导致低配，2022-2024 年 9 月熊市和 GDP 下台阶导致低配；（2）新增的制度变化，2014 年是沪港通开通，2025 年是公募新规。不同的地方是，14 年银行股低估更多、下半年有较大的居民增量资金大幅流入。我们认为，上周银行券商偏强，短期原因是板块轮动的后期，投资者高低切。要想发展为更大的行情，需要有增量资金流入强化，今年晚些时候（Q4）有可能。

- **（1）2014 年 Q4 金融领涨原因之一：公募低配。**历史上公募基金超配金融主要出现在 06-10 年，之后一直都是低配（相比其在 A 股自由流通市值占比）。期间一个有意思的阶段是 2014 年 Q2-Q4，2010-2014 年初，由于 GDP 下台阶和股市连续多年偏弱，公募基金连续多年减配金融，在 2014 年 Q1，公募基金低配非银 6.20%、低配银行 13.85%。在随后的 2014 年下半年，GDP 虽然依然偏弱，但金融股领涨市场，公募基金大幅增配金融。
- **（2）原因之二：制度变化（沪港通开通）+ 央行降息。**期间主要的变化我们认为有两点：第一（更为重要），2014 年下半年沪港通正式开通，AH 股正式接轨，而接轨之前 A 股比 H 股更便宜，银行股是主要代表性板块。14 年下半年第二个变化是 11 月 22 日的降息，国内整体流动性环境进一步宽松。
- **（3）原因之三：从 PB-ROE 估值角度看估值修复空间。**14 年下半年金融股上涨，从估值角度也是可以解释的。我们以银行股的 PB-ROE 为例，2010-2013 年，由于经济下降，投资者担心银行盈利下降，事后来看 ROE 趋势是下降的，但由于投资者过于担心，导致银行 PB 下降速度远快于 ROE，从图 4 中，能够看到 2013 年底 PB-ROE 散点较大幅度偏离长期趋势，由此导致 14 年银行股的修复性上涨。这一次由于投资者对房地产风险的担心，银行的 PB-ROE 散点 2023 年底又一次较大幅度偏离长期趋势，2024 年开始，银行正在开启又一次估值修复。
- **（4）短期视角（月度）：券商板块有可能是轮动的最后一棒。**我们对比 2018 年底以来的券商超额收益与全 A 指数走势，能够发现，券商产生超额收益的情形一是：指数快速上涨期。情形二是市场上涨或反弹末期。鉴于现在的居民资金流入强度不大，盈利短期也没有发生较大乐观变化，股市大概率没有进入加速上涨的理由，所以上周的券商异动，我们理解为短期内板块轮动的概率更高。

- **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：金融能否重演 14 年下半年行情？	5
二、本周市场变化	10
风险因素	13

表目录

表 1：配置建议表	9
-----------------	---

图目录

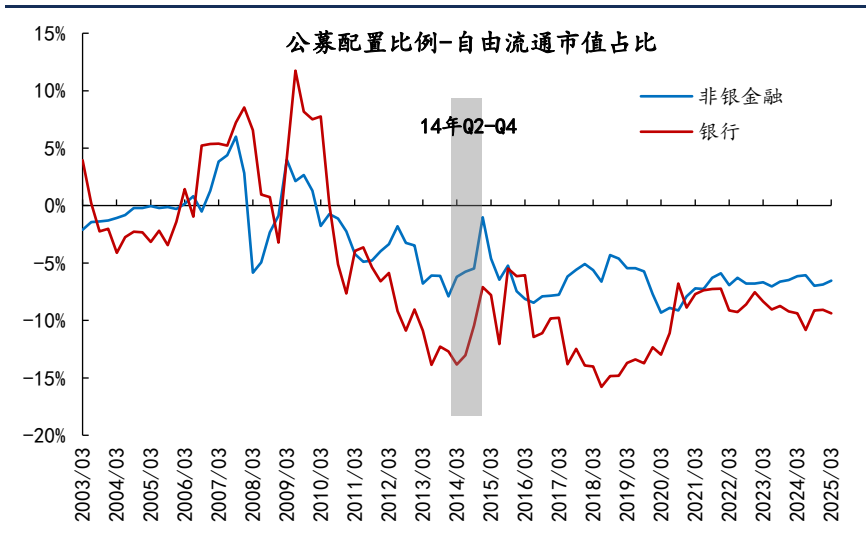
图 1: 2014 年 Q1 末公募低配金融较多, 下半年迎来较大修复 (单位: %)	5
图 2: 2014 年 11 月沪股通+央行降息双重催化 (单位: %)	6
图 3: 14 年 Q4, A 股相对 H 股由低估快速转为高估 (单位: %)	6
图 4: 13 年银行 PB-ROE 散点过度偏离趋势后, 14 年迎来修复 (单位: 倍, %)	6
图 5: 证券既可能是牛市主升浪的信号, 也可能是轮动的最后一棒 (单位: 点数, %)	7
图 6: 关税冲击拉长了震荡期, 下一次上涨可能要今年晚些时候 (单位: 点数)	7
图 7: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)	10
图 8: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)	10
图 9: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)	10
图 10: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)	10
图 11: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)	11
图 12: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)	11
图 13: 2025 年至今全球大类资产收益率 (单位: %)	11
图 14: 港股通累计净买入 (单位: 亿元)	11
图 15: 融资余额 (单位: 亿元)	11
图 16: 新发行基金份额 (单位: 亿份)	12
图 17: 基金仓位估算 (单位: %)	12
图 18: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)	12
图 19: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)	12
图 20: 长期国债利率走势 (单位: %)	12
图 21: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)	12

一、策略观点：金融能否重演 14 年下半年行情？

近期公募新规出台，投资者对银行和非银关注度上升，“低配+制度变化”上一次带来大级别行情是在 2014 年下半年。当下与之对比，相同的地方是：（1）公募低配较多，2010-2013 年熊市和 GDP 下台阶导致低配，2022-2024 年 9 月熊市和 GDP 下台阶导致低配；（2）新增的制度变化，2014 年是沪港通开通，2025 年是公募新规。不同的地方是，14 年银行股低估更多、下半年有较大的居民增量资金大幅流入。我们认为，上周银行券商偏强，短期原因是板块轮动的后期，投资者高低切。要想发展为更大的行情，需要有增量资金流入强化，今年晚些时候（Q4）才有可能。

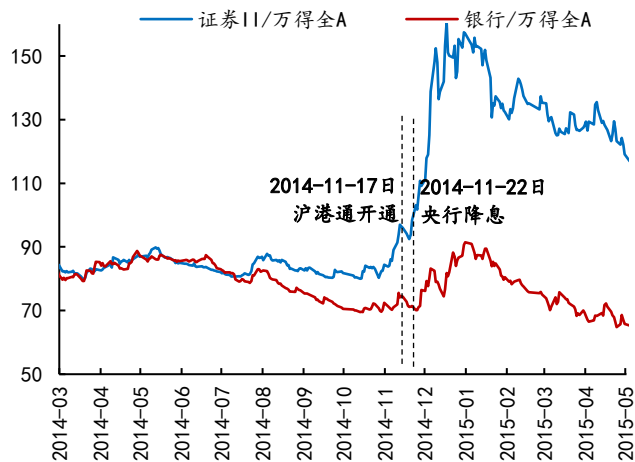
（1）2014 年 Q4 金融领涨原因之一：公募低配。历史上公募基金超配金融主要出现在 06-10 年，之后一直都是低配（相比其在 A 股自由流通市值占比）。期间一个有意思的阶段是 2014 年 Q2-Q4，2010-2014 年初，由于 GDP 下台阶和股市连续多年偏弱，公募基金连续多年减配金融，在 2014 年 Q1，公募基金低配非银 6.20%、低配银行 13.85%。在随后的 2014 年下半年，GDP 虽然依然偏弱，但金融股领涨市场，公募基金大幅增配金融。

图 1：2014 年 Q1 末公募低配金融较多，下半年迎来较大修复（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

（2）原因之二：制度变化（沪港通开通）+ 央行降息。期间主要的变化我们认为有两点：第一（更为重要），2014 年下半年沪港通正式开通，AH 股正式接轨，而接轨之前 AH 股溢价指数下跌，A 股比 H 股更便宜，银行股是主要代表性板块。金融股超额收益的起点和 2014 年 11 月沪港通开通时间点一致，开通后，AH 股溢价指数快速上涨，到 15 年初，A 股变得比 H 股更贵，之后金融股超额收益结束。14 年下半年第二个变化是 11 月 22 日的降息，国内整体流动性环境进一步宽松。

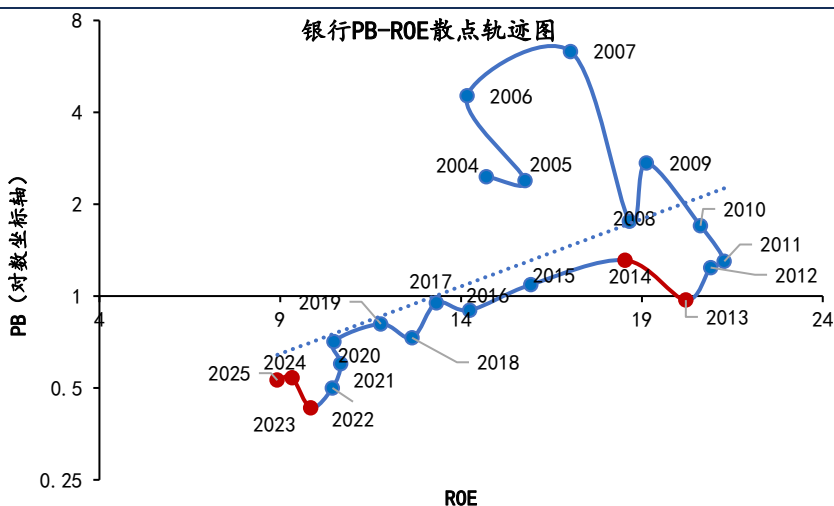
图 2：2014 年 11 月沪股通+央行降息双重催化（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：14 年 Q4，A 股相对 H 股由低估快速转为高估（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 原因之三：从 PB-ROE 估值角度看估值修复空间。14 年下半年金融股上涨，从估值角度也是可以解释的。我们以银行股的 PB-ROE 为例，2010-2013 年，由于经济下降，投资者担心银行盈利下降，事后来看 ROE 趋势是下降的，但由于投资者过于担心，导致银行 PB 下降速度远快于 ROE，从图 4 中，能够看到 2013 年底 PB-ROE 散点较大程度偏离长期趋势，由此导致 14 年银行股的修复性上涨。这一次由于投资者对房地产风险的担心，银行的 PB-ROE 散点 2023 年底又一次较大程度偏离长期趋势，2024 年开始，银行正在开启又一次估值修复。

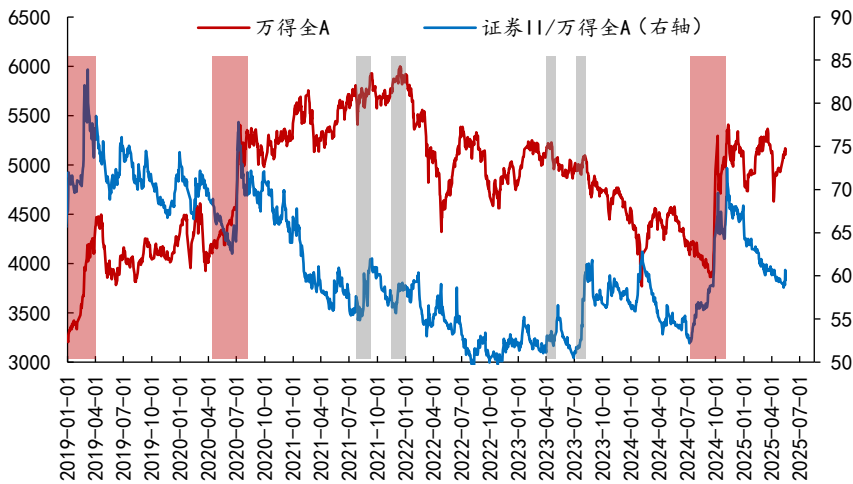
图 4：13 年银行 PB-ROE 散点过度偏离趋势后，14 年迎来修复（单位：倍，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(4) 短期视角（月度）：券商板块有可能是轮动的最后一棒。年初以来银行股一直很强，上周的变化是券商也有阶段性表现，券商历史上既可能是牛市的旗手，也可能是板块轮动的最后一棒。我们对比 2018 年底以来的券商超额收益与全 A 指数走势，能够发现，**券商产生超额收益的情形一是：指数快速上涨期。**比如 2019 年 Q1、2020 年 6-7 月和 2024 年 9-11 月，市场处在牛市中最快的上涨阶段，此时券商均有 30%-50% 的超额收益。**券商产生超额收益的情形二是：市场上涨或反弹末期。**比如 2021 年 8-9 月、2021 年 12 月、2023 年 4 月和 2023 年 7-8 月，此时券商的领涨反而需要警惕。鉴于现在的居民资金流入强度不大，盈利短期也没有发生较大乐观

变化，股市大概率没有进入加速上涨的理由，所以上周的券商异动，我们理解为短期内板块轮动的概率更高。

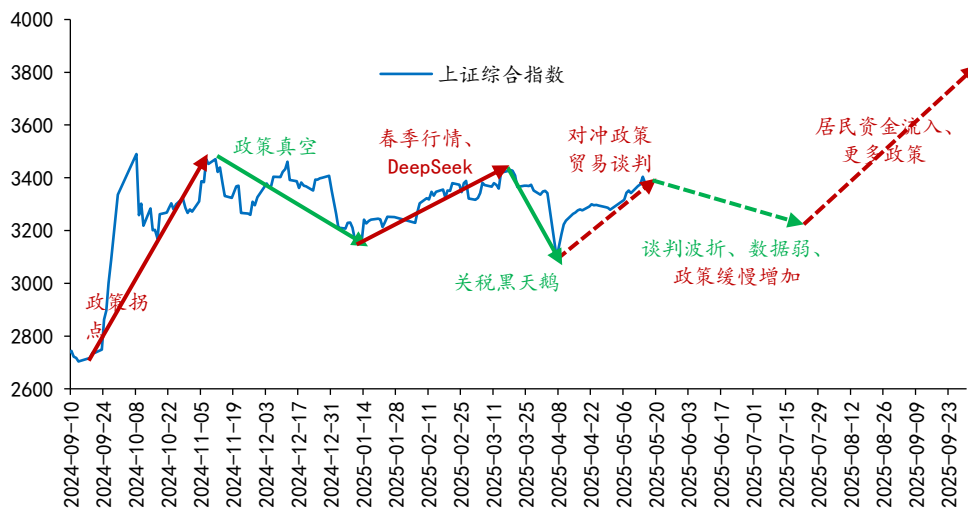
图 5：证券既可能是牛市主升浪的信号，也可能是轮动的最后一棒（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(5) 短期 A 股大势研判观点：谈判和政策预期部分兑现，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，而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 6：关税冲击拉长了震荡期，下一次上涨可能要今年晚些时候（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。

本周较强的配置逻辑：**公募基金改革、新消费**。(1) **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，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。这一变化和市场高位调整形成共振，导致上周银行非银等板块有所表现。月度来看，券商上涨可能是4月反弹以来轮动末期的补涨，年度来看，金融股可能在下一次指数上涨期会有较大的行情。**(2) 新消费：有业绩的方向往往在市场震荡走弱期间更突出。**自下而上来看，业绩趋势和产业逻辑如果能实现共振，超额收益持续的时间往往能较长，新消费属于这一情形。自上而下看，宏观层面外需不确定，内需确定性更强，后续还可能有稳内需的政策，新消费也有望受益。

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) 我们认为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大；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，内需确定性更强，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，经济强或政策支持下也可能受益；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

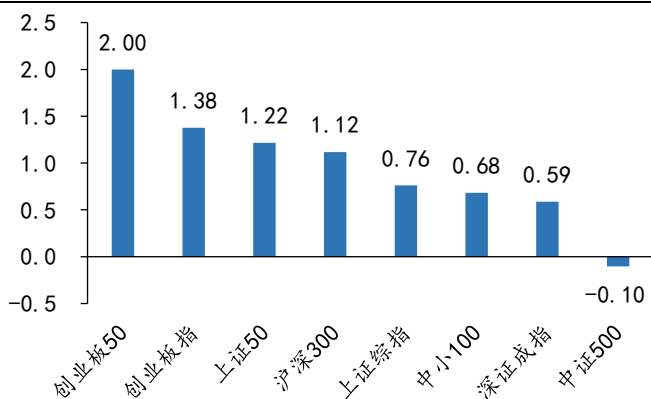
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数大多上涨，其中创业板 50 (2.00%)、创业板指 (1.38%)、上证 50 (1.22%) 涨幅居前，中证 500 (-0.10%)、深证成指 (0.59%)、中小 100 (0.68%) 表现靠后。申万一级行业中，非银金融 (2.49%)、汽车 (2.40%)、交通运输 (2.06%) 领涨，计算机 (-1.26%)、国防军工 (-1.18%)、传媒 (-0.77%) 领跌。概念股中，猴痘概念股 (16.62%)、NFT (15.67%)、区块链 (12.15%) 领涨，太赫兹 (-2.55%)、3D 打印 (-2.51%)、卫星概念 (-2.40%) 领跌。

本周全球股市重要指数大多上涨，其中标普 500 (5.27%)、印度 SENSEX30 (3.62%)、墨西哥 MXX (2.54%) 领涨，日经 225 (0.67%)、上证综指 (0.76%)、德国 DAX (1.14%) 涨幅靠后。本周商品市场重要指数中，PTA (4.51%)、铁矿石 (4.19%)、LME 铝 (2.65%) 表现靠前，国际黄金 (-4.31%)、玻璃 (-3.81%) 跌幅较大。另外在 2025 年全球大类资产年收益率指标中，黄金 (21.37%)、富时新兴市场指数 (7.63%)、富时 100 (6.26%) 排名较高，而布伦特原油 (-12.47%)、南华工业品指数 (-7.51%)、美元指数 (-6.91%) 排名靠后。

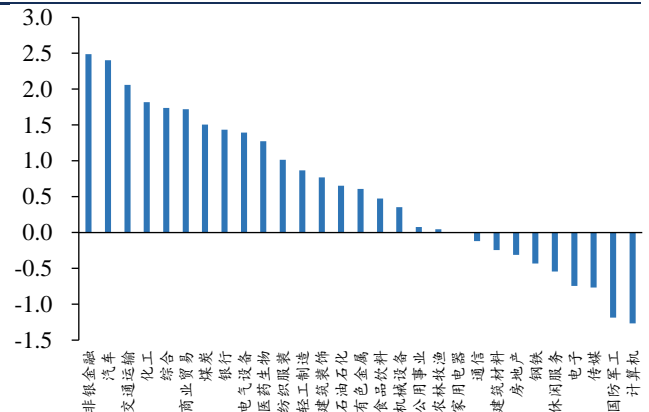
A 股市场资金方面，本周南下资金净流出 (港股通) 共计 80.48 亿元 (前值净流入 67.75 亿元)。本周央行公开市场操作逆回购发行 4860 亿元，累计净回笼 3501 亿元。截至 2025 年 5 月 16 日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所上升。普通股票型基金本周仓位均值相比前期上升，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期上升。

图 7: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



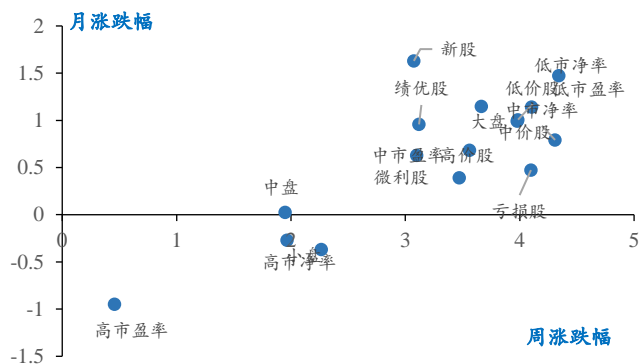
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 8: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



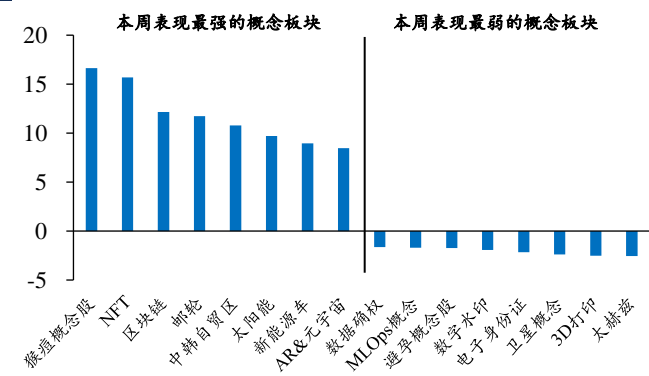
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 9: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)

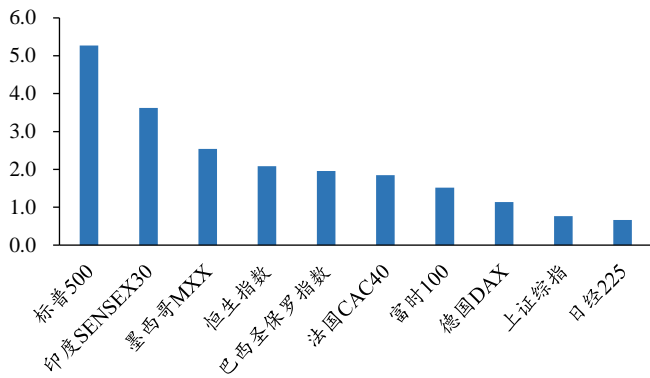


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

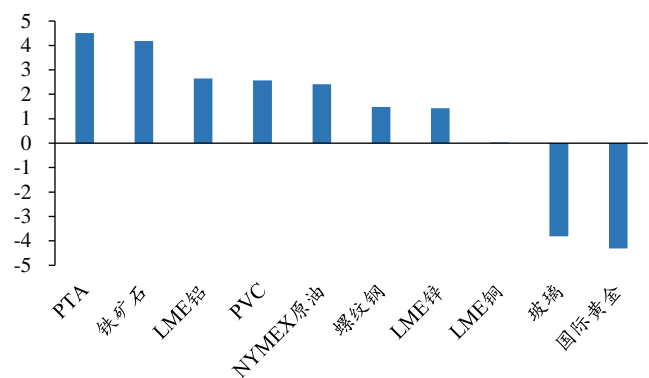
图 10: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



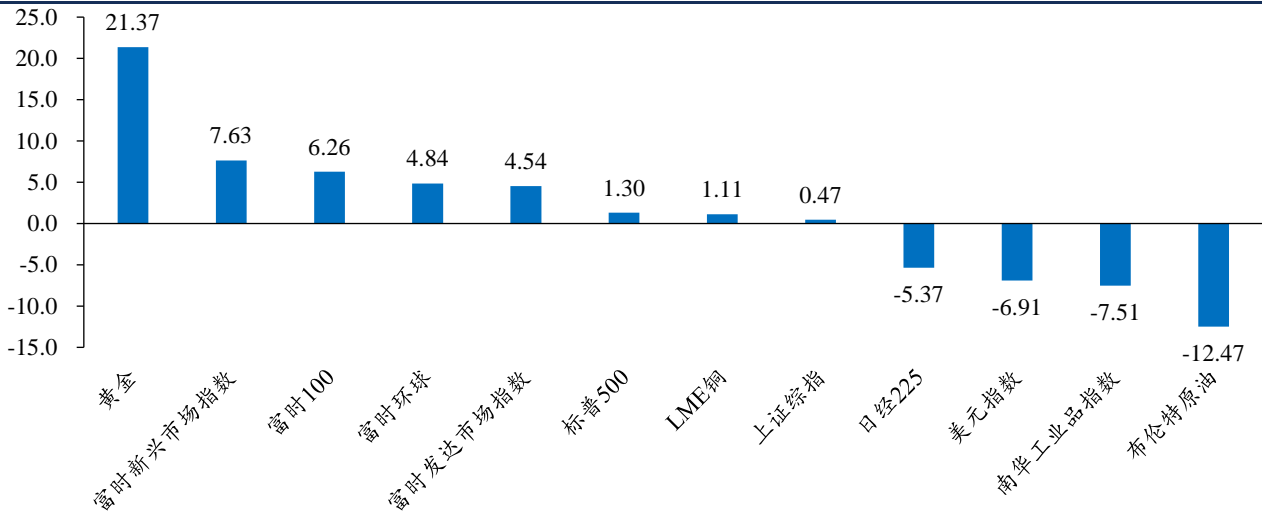
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

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

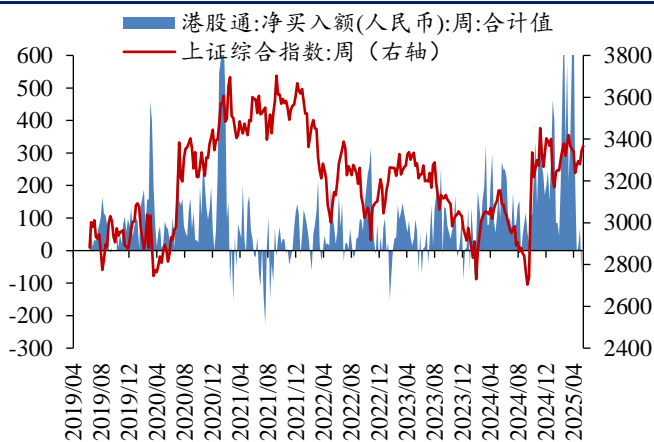
图 12: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

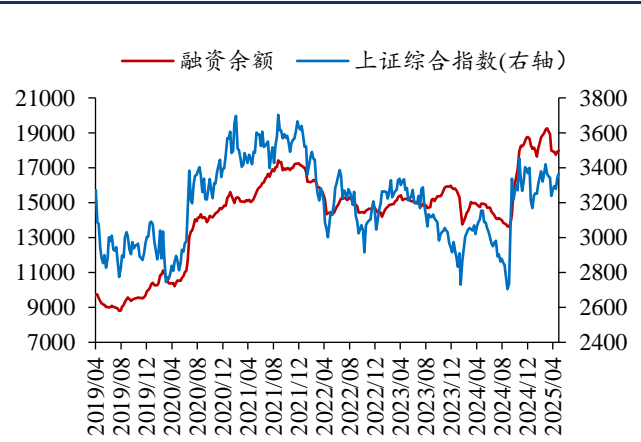
图 13: 2025 年至今全球大类资产收益率 (单位: %)


资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

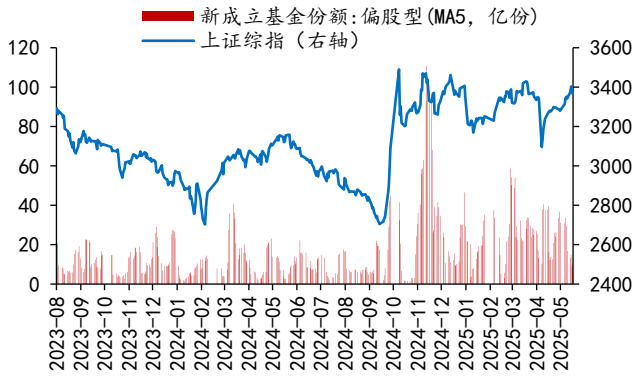
注: 统计日期截至 2025 年 5 月 16 日

图 14: 港股通累计净买入 (单位: 亿元)


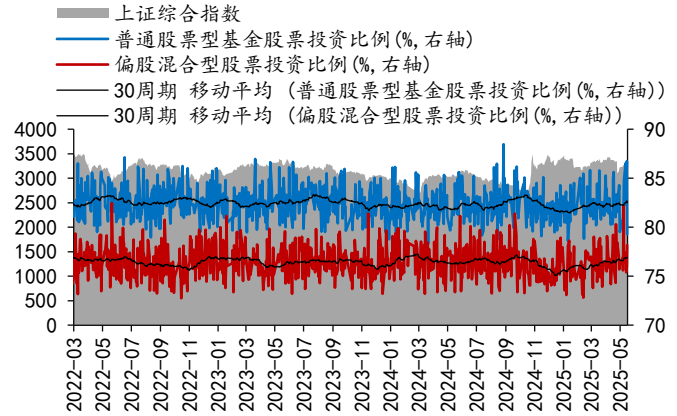
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 15: 融资余额 (单位: 亿元)


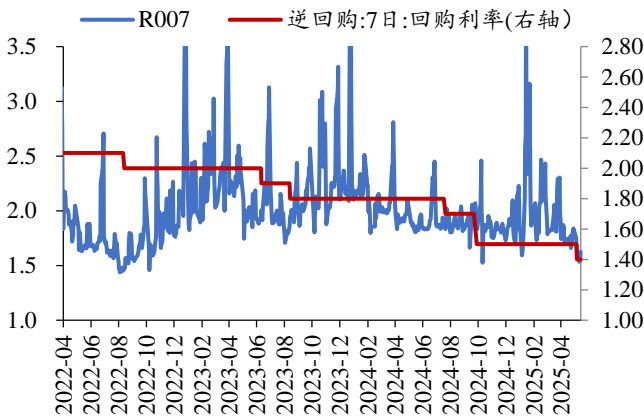
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 新发行基金份额 (单位: 亿份)


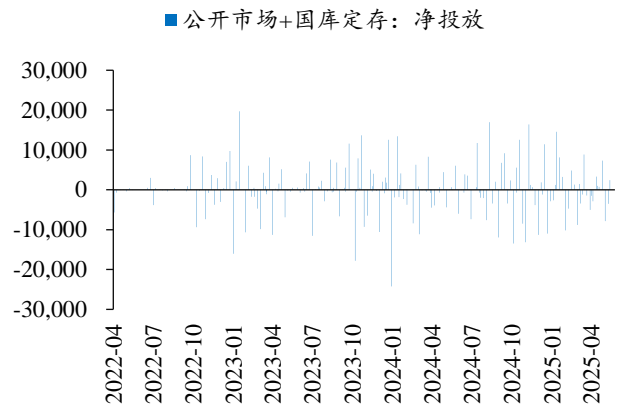
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 基金仓位估算 (单位: %)


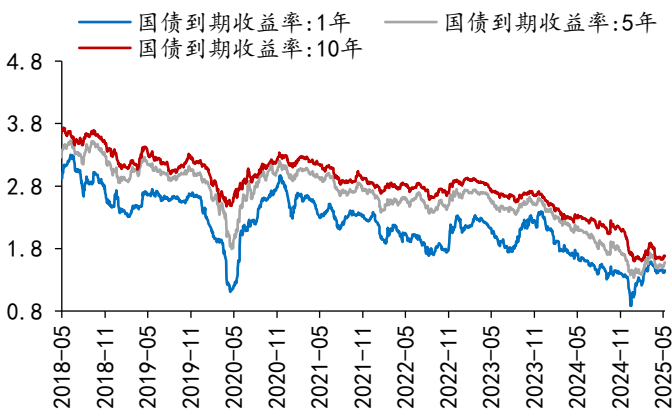
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)


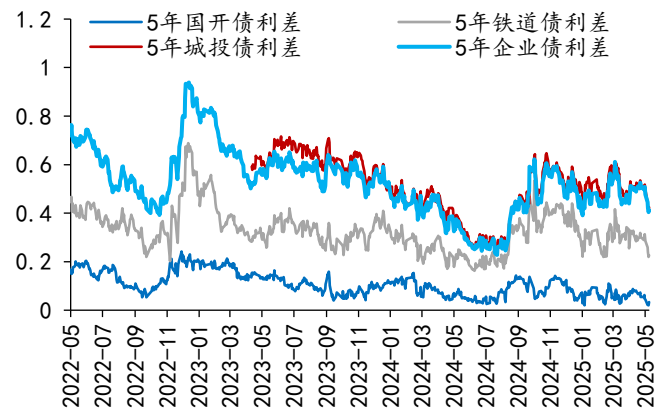
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

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，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。