

宋婧琪

从业资格证号：F03100886

投资咨询证号：Z0021165

联系电话：0571-28132632

邮箱：songjingqi@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

## 风格轮动研究：大小盘风格怎么把握？

报告日期：

2025年06月30日

### 报告内容摘要：

#### ◆ 大小盘风格的驱动因素与规律：

(1) A股风格轮动的现象长期存在，其中大小盘风格的轮动呈现出3-5年左右的周期性规律。过去15年间，A股在2010年、2013年、2015年与2021年小市值风格明显跑赢大市值风格，而其余年份多以大市值风格占优为主。其中，大盘风格的相对优势通常呈现高胜率、低盈亏比的特征，相应地，小盘风格占优时的相对收益更大，但持续时间往往较短。

(2) 小盘风格占优往往出现在实际利率下行阶段。在美股市场中，政策利率与实际利率同步变动，这是因为当宏观经济遭遇剧烈波动时，美联储通常会快速且大力度地做出响应。因此，联邦基金利率可作为观察美股大小盘风格的直接指标。相比之下，A股大小盘风格的判断更为复杂，原因有二：

其一，经济结构转型的背景下，我国利率中枢长期下移，目前10年期国债收益率正式进入“1”字头时代。因此，单纯从政策利率的视角去观察A股大小盘风格，会发现两者关联并不显著。

其二，我国宏观流动性向股市传导存在明显时滞，这与A股中小投资者占比高有关。因此，A股大小盘风格通常受到降息力度与物价水平的双轮驱动，而小盘风格的占优集中在实际利率显著下行的年份，如2015年与2021年。

#### ◆ 未来大小盘风格怎么看？

当前市场仍处于牛市第一阶段。本轮牛市的拐点已于2024年9月24日确认，目前市场正处于牛市初期的余温阶段，核心特征为实际利率高位震荡，股指主要以估值炒作为主线，大小盘风格偏向于均衡。展望后市，预计这一状态将延续至2025年下半年，期间四大股指区间震荡运行，上方看至2023年高点，大小盘风格此消彼长，全年小盘风格有望保持小幅优势。

未来1-2年，股指市场有望启动牛市第二阶段，特征为结构性牛市。参考2020-2021年经验，第二阶段牛市的启动需要依托宏观叙事的突破，这可能来自于中美贸易战被迫中断、美联储大跨步降息，或是国内经济数据（主要是物价指数）修复等等。目前，上证50等大盘股指存在估值向上重塑的预期，有望率先开启冲顶行情。长期而言，中美降息周期共振、AI驱动企业新一轮资本开支等因素都将推动实际利率有效下行，对应中证1000等小盘风格在牛市中后期占据主导地位。

综合来看，我们对接下去大小盘风格运行的推演如下：2025年下半年仍是牛市准备期，预计大小盘风格相对均衡，此消彼长的轮动规律下，股指期货大小盘风格套利可参考1月、3月的两个极值位置作为入场点。未来1-2年内，市场有望突破2023年高点并进入牛市第二阶段，预计上证50等大盘风格会率先走强，随后中证1000等小盘风格接棒主导牛市中后期行情。

#### ◆ 风险提示：

(1) 国内政策力度不及预期；(2) 美联储降息急刹车；(3) 经济数据失速下行；

## 目录

一、	长期存在的风格轮动现象.....	4
二、	大小盘风格的驱动因素 .....	5
	1、 来自美股的经验启示.....	5
	2、 A股大小盘风格的历史回顾 .....	7
	3、 大小盘风格的驱动因素总结 .....	9
三、	2025年下半年的风格怎么看? .....	10
	1、 盈利拐点未至, 实际利率预计走平 .....	10
	2、 下半年仍是估值驱动行情.....	12
	3、 单边趋势预计震荡, 大小盘风格此消彼长 .....	14
四、	未来1-2年大小盘风格展望.....	15
	1、 上证50预计率先冲顶 .....	15
	2、 中证1000的盈利突破.....	18
五、	大小盘风格展望总结.....	20

## 图表目录

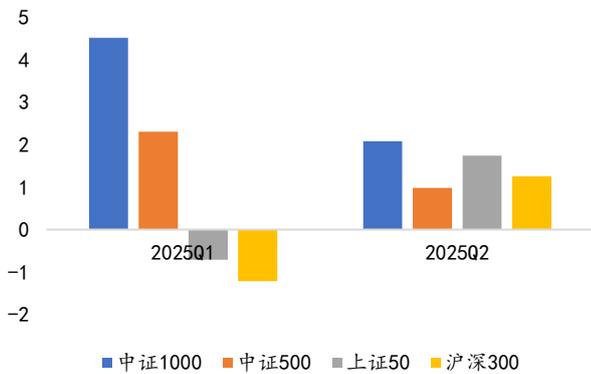
图 1: 2025 年以来大小盘指数涨跌情况	4
图 2: 融资余额与大小盘风格	4
图 3: 多大盘空小盘历史盈亏比	4
图 4: 多大盘空小盘历史收益	4
图 5: 美股大小盘风格轮动回顾	5
图 6: 美股大小盘风格与股市走势	6
图 7: 美股大小盘风格与失业率	6
图 8: 美股大小盘风格与宏观经济	6
图 9: 美股大小盘风格与政策利率	6
图 10: A 股大小盘风格轮动回顾	8
图 11: A 股大小盘风格与货币流动性	8
图 12: A 股大小盘风格与宏观经济	8
图 13: 美国名义利率与实际利率	9
图 14: 2019-2024 年我国 CPI 与 PPI	9
图 15: 2019-2024 年我国降息力度对比	9
图 16: 实际利率与大小盘风格	9
图 17: A 股利润分布情况	10
图 18: A 股及主要股指净利润增速	11
图 19: A 股及主要股指 ROA	11
图 20: A 股及主要股指利润规模占比	11
图 21: A 股行业利润表现	11
图 22: 工业产能利用率处于低位	11
图 23: 规模以上工业企业利润	11
图 24: 信用周期与工业企业利润	12
图 25: 企业债券与政府债券占社融规模比重	12
图 26: A 股各行业资产负债率情况	12
图 27: 工业企业利润与股指盈利周期	12
图 28: 上证 50 涨跌幅结构拆分	13
图 29: 沪深 300 涨跌幅结构拆分	13
图 30: 中证 500 涨跌幅结构拆分	13
图 31: 中证 1000 涨跌幅结构拆分	13
图 32: 上证 50、沪深 300 滚动市盈率	13
图 33: 中证 500、中证 1000 滚动市盈率	13
图 34: 上一轮贸易战期间股指走势回顾	14
图 35: 股息债息差	16
图 36: 国债期限利差	16
图 37: 全部 A 股分红情况变化	16
图 38: 各宽基指数股息率变化	16
图 39: 中美利差与人民币掉期点	16
图 40: 同业存单利率与国债收益率	16
图 41: A 股及各股指资本开支同比增长率	18
图 42: 2021 年股指累计收益率	18
图 43: 中证 1000 目标位置参考	20
图 44: 2025 年下半年大小盘风格运行区间参考	20
图 45: 2020 年牛市走势回顾	20
图 46: 2021 年牛市走势回顾	20
表格 1: 2024 年以来股市政策梳理	17
表格 2: 2020-2024 年各行业资本开支与营业收入增速 (%)	19

## 一、长期存在的风格轮动现象

2025年初以来，以上证50、沪深300、中证500以及中证1000所代表的大小盘风格呈现此消彼长的轮动态势。一季度，受国产AI+概念带动，小盘成长类股指普遍走势亮眼，其中中证1000、中证2000等2月分别录得涨幅7.26%、9.47%。然而，进入二季度后，资金高位分歧迹象变浓，叠加中美贸易战打响，市场风格再次向大盘占优方向靠近。探究本轮风格切换的背后，投资者结构的变化是直接原因。自2024年9月以来，两融余额剧烈波动，以中证1000的小盘风格相对于沪深300代表的大盘风格产生超额收益，两者呈现出较高的同步性。

从更长期的视角来看，A股风格轮动的现象长期存在，其中大小市值风格的轮动呈现出3-5年左右的周期性规律。过去15年间，A股在2010年、2013年、2015年与2021年小市值风格明显跑赢大市值风格，而其余年份多以大市值风格占优为主。其中，大盘风格的相对优势通常呈现高胜率、低盈亏比的特征，相应地，小盘风格占优时的相对收益更大，但持续时间往往较短。

图 1：2025 年以来大小盘指数涨跌情况



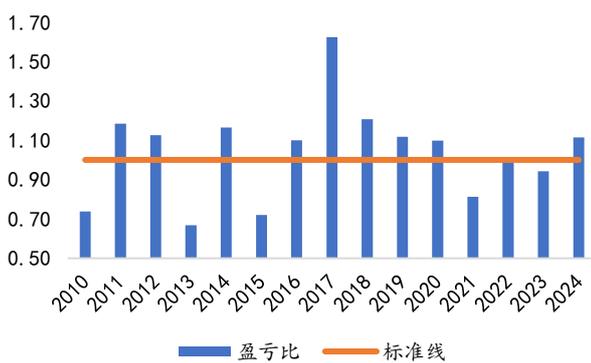
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 2：融资余额与大小盘风格



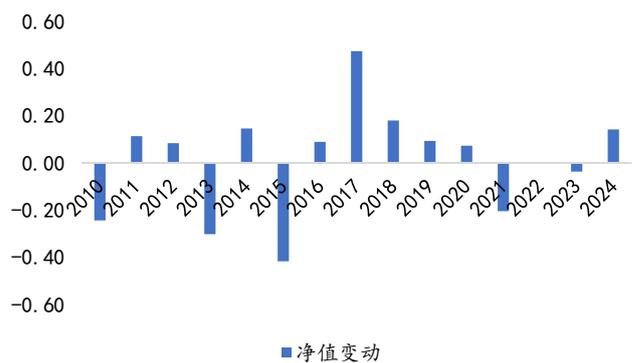
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 3：多大盘空小盘历史盈亏比



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 4：多大盘空小盘历史收益



资料来源：Wind，信达期货研究所

## 二、大小盘风格的驱动因素

### 1、来自美股的经验启示

自1990年以来，美股曾经历过四轮较为显著的小盘股占优阶段：

1) 1990年-1993年：石油危机、海湾战争等多重冲击下，美国经济遭受重创。美联储迅速采取了宽松的货币政策，联邦基金目标利率从1989年底的8.25%一路下调至1992年的3%。在经济数据探底回升与宽松的流动性环境下，美股小市值风格持续跑赢。

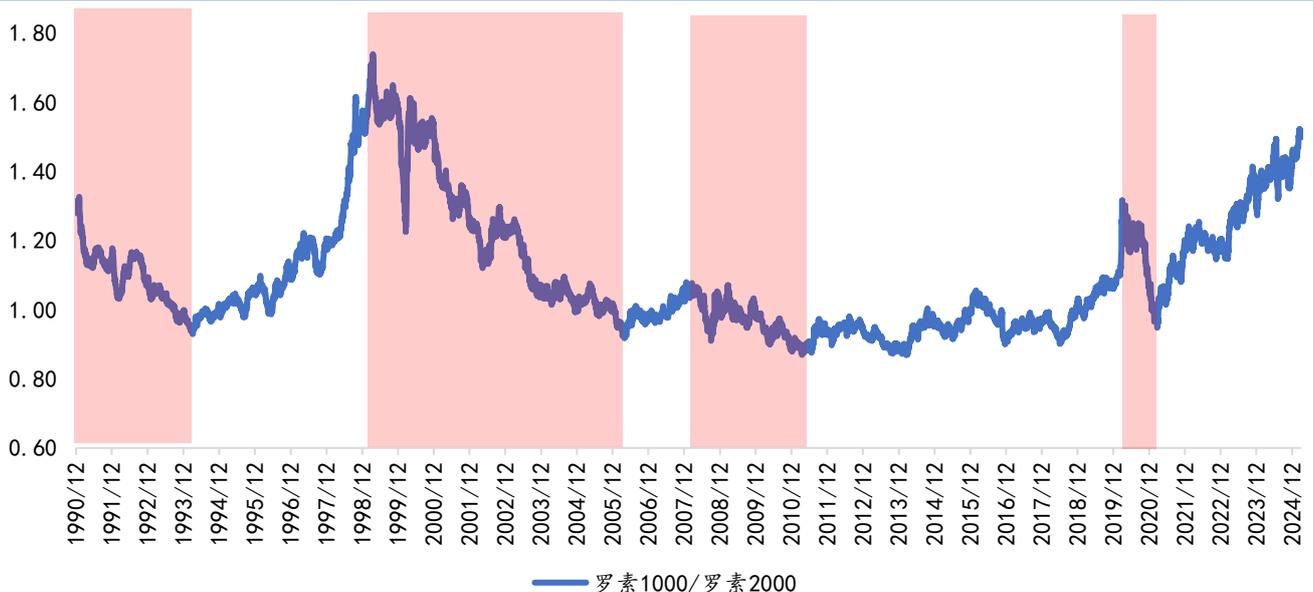
2) 2000年-2005年：互联网泡沫破裂后，以科技股为代表的美股股价大幅下挫，期间纳斯达克指数跌幅接近80%。与此同时，宏观经济增长同步放缓，劳动力市场失业率一度攀升至6%以上。为应对严峻的经济形势，美联储再次开启大规模降息周期，联邦基金目标利率由2000年的6.5%调降至2003年的1.0%。在这一背景下，美股市场呈现出小盘股占优特征。

3) 2008年-2010年：次贷危机的爆发令本已阶段性缓和的美国经济再次面临下行压力，GDP增速一度下跌至负值，失业率急剧飙升至10%。这一阶段，美联储货币政策大幅转向，包括将联邦基金目标利率下限降至0且开始实施QE。与此同时，美股市场在一系列政策刺激下开始企稳修复，期间小盘股风格再次活跃。

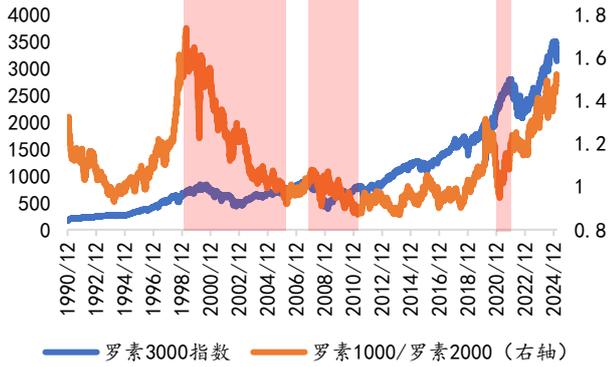
4) 2020年-2021年：新冠疫情全球蔓延，各国央行纷纷推出财政与货币刺激政策，美联储再次于2020年3月大跨步降息150bp，为市场输送流动性。美股市场中，小盘风格的表现显著超越大盘股风格。

从美股历史来看，几轮显著的小盘风格占优行情，基本都出现在宏观经济触底回升、美联储开启降息周期的阶段。一方面，中小企业信用评级相对较低，更容易在低利率环境中受益，这使得市场在货币政策宽松时期对企业盈利改善的预期不断强化。另一方面，随着资金机会成本降低，投资者对估值弹性更高的小盘股偏好显著上升。

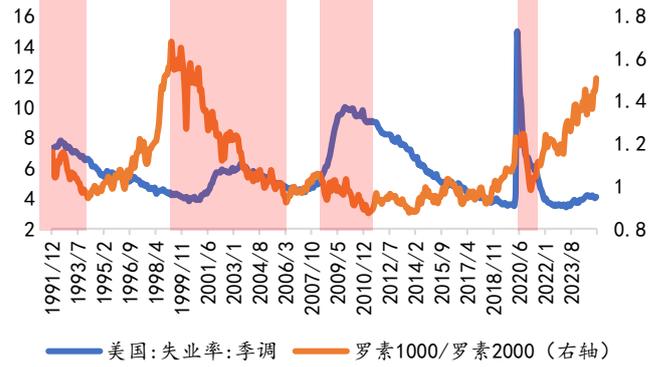
图 5：美股大小盘风格轮动回顾



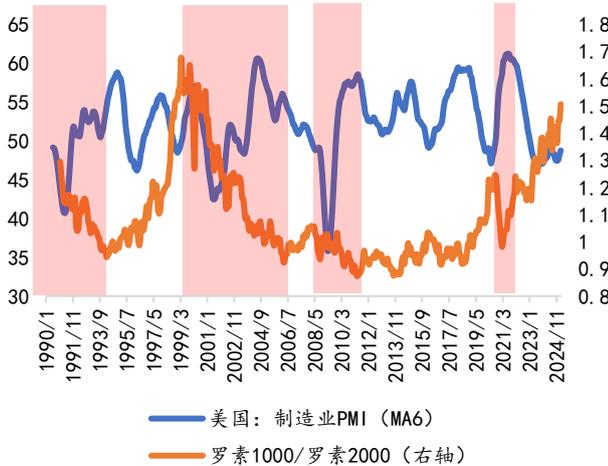
资料来源：Wind，信达期货研究所

**图 6：美股大小盘风格与股市走势**


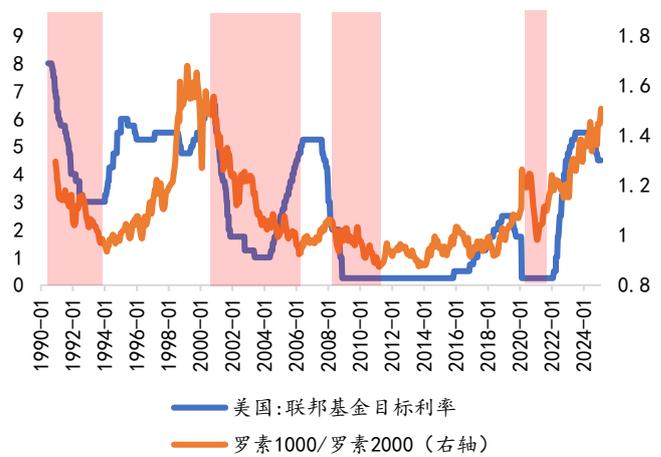
资料来源：Wind，信达期货研究所

**图 7：美股大小盘风格与失业率**


资料来源：Wind，信达期货研究所

**图 8：美股大小盘风格与宏观经济**


资料来源：Wind，信达期货研究所

**图 9：美股大小盘风格与政策利率**


资料来源：Wind，信达期货研究所

## 2、A股大小盘风格的历史回顾

同样的，我们复盘A股历史上大小盘风格的轮动轨迹：

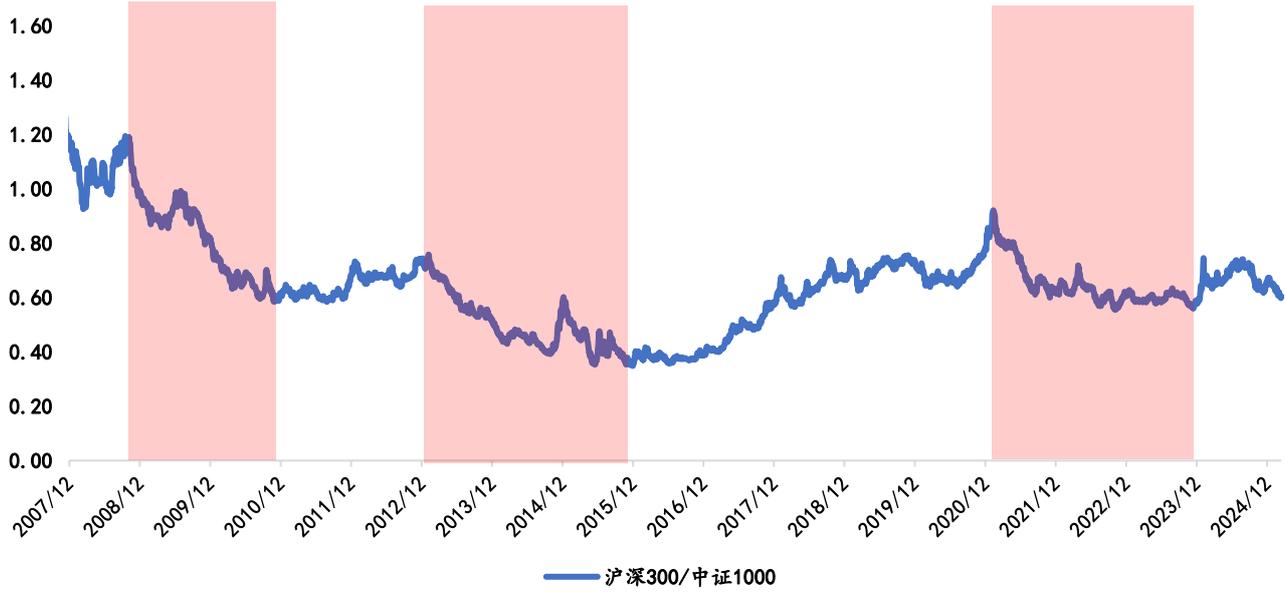
1) 2008-2010年：美国次贷危机爆发后，国际恐慌情绪快速蔓延，我国出口增速下滑明显，宏观经济面临下行压力。为应对困局，货币政策从原本的稳健转向适度宽松，2008年9月至12月间，央行四次调降存款准备金率，五次调降存贷款基准利率。在国内需求逐步企稳、流动性充裕的背景下，A股呈现出明显的小盘风格。

2) 2011-2012年：通胀压力高企促使央行货币政策快速转紧，2011年，国内累计6次上调存款准备金率，大型金融机构存款准备金率一度攀升至21.5%的高位。与此同时，宏观经济增速开始进入长期换挡期。2012年末，我国GDP增速降至7.9%，这也是自2000年以来首次跌破8%。受此影响，A股股指开始进入漫长熊市，大盘风格在这一阶段更具优势。

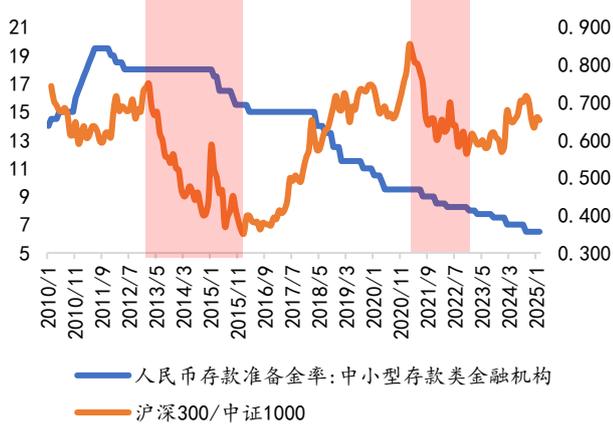
3) 2013-2015年：尽管经济下行的压力仍存，但相较于前两年，已显露出阶段性企稳迹象。在此期间，以房地产为代表的传统产业面临深度调整，央行为此多次采取降准降息的政策“组合拳”，如2015年五次下调存款与贷款基准利率，四次下调存款准备金率。股指市场上，智能手机、移动互联网等新兴产业迎来爆发式增长，市场投机热情被点燃，具体体现在两融、配资规模大幅扩张，成交换手率居高不下。多重因素叠加之下，A股风格在这一阶段再次向小盘股占优切换。

4) 2016-2020年：供给侧改革推出后，2016-2017年我国GDP增速保持稳定，CPI、PPI等物价指标呈现温和上涨态势。然而，伴随着2018年中美贸易战打响，国内宏观经济的下行压力再次加大，其中GDP增速从2018年初的6.9%逐步下滑至2019年12月的6.1%。直至2020年初，受新冠疫情与中美签署第一阶段经贸协议等事件影响，经济数据才开始出现探底回升趋势。流动性方面，除2020年疫情时期外，货币政策在这一阶段保持稳健中性基调，2016-2019年间，一年期LPR仅出现15bp的小幅下调。对应到股指市场上，上证50、沪深300等大盘指数在这一时期表现更强。

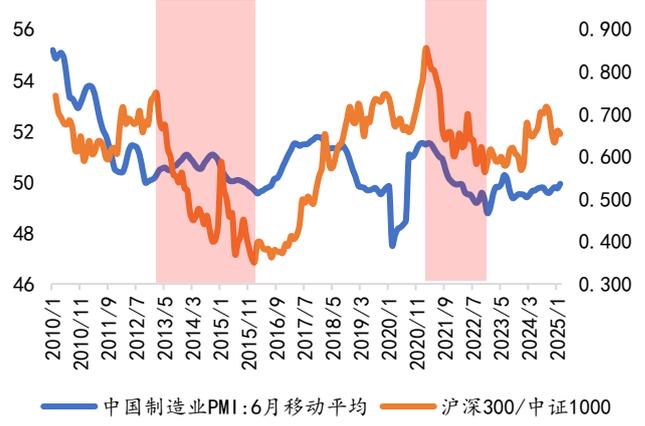
5) 2021年-至今：房地产“三道红线”政策落地，传统经济下行压力再度来袭，GDP增速开启5%保卫战。期间，国内降准降息等宽松政策持续加码，其中5年期LPR由2021年的4.65%下滑至2025年的3.5%，大型金融机构存款准备金率也从12.5%下调至9.5%。股指方面，A股呈现出小盘占优风格，尤其在中美博弈、科技“卡脖子”等问题的催化下，新能源、芯片国产替代等概念在这一时期热度飙升，成为市场资金追逐的热点。

**图 10: A 股大小盘风格轮动回顾**


资料来源: Wind, 信达期货研究所

**图 11: A 股大小盘风格与货币流动性**


资料来源: Wind, 信达期货研究所

**图 12: A 股大小盘风格与宏观经济**


资料来源: Wind, 信达期货研究所

### 3、大小盘风格的驱动因素总结

总结来看，小盘风格占优往往出现在实际利率下行阶段。在美股市场中，政策利率与实际利率同步变动，这是因为当宏观经济遭遇剧烈波动时，美联储通常会快速且大力度地做出响应。因此，联邦基金利率可作为观察美股大小盘风格的直接指标。

相比之下，A股大小盘风格的判断更为复杂，原因有二：

其一，在经济结构转型的背景下，我国利率中枢长期下移，目前10年期国债收益率正式进入“1”字头时代。因此，单纯从政策利率的视角去观察A股大小盘风格，会发现两者关联并不显著。

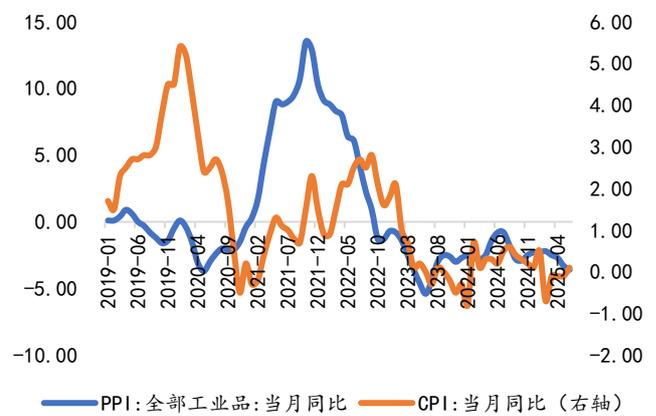
其二，我国宏观流动性向股市传导存在明显时滞，这与A股中小投资者占比高有关。因此，A股大小盘风格通常受到降息力度与物价水平的双轮驱动，而小盘风格的占优通常集中在实际利率显著下行的年份，如2015年与2021年。

图 13：美国名义利率与实际利率



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 14：2019-2024 年我国 CPI 与 PPI



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 15：2019-2024 年我国降息力度对比

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
1年期MLF	-0.05	-0.30	0.00	-0.20	-0.25	-0.50
7天期OMO	-0.05	-0.30	0.00	-0.20	-0.20	-0.30
1年期LPR	-0.16	-0.30	-0.05	-0.15	-0.20	-0.35
5年期LPR	-0.05	-0.15	0.00	-0.35	-0.10	-0.60

资料来源：Wind，信达期货研究所

图 16：实际利率与大小盘风格



资料来源：Wind，信达期货研究所

### 三、2025 年下半年的风格怎么看？

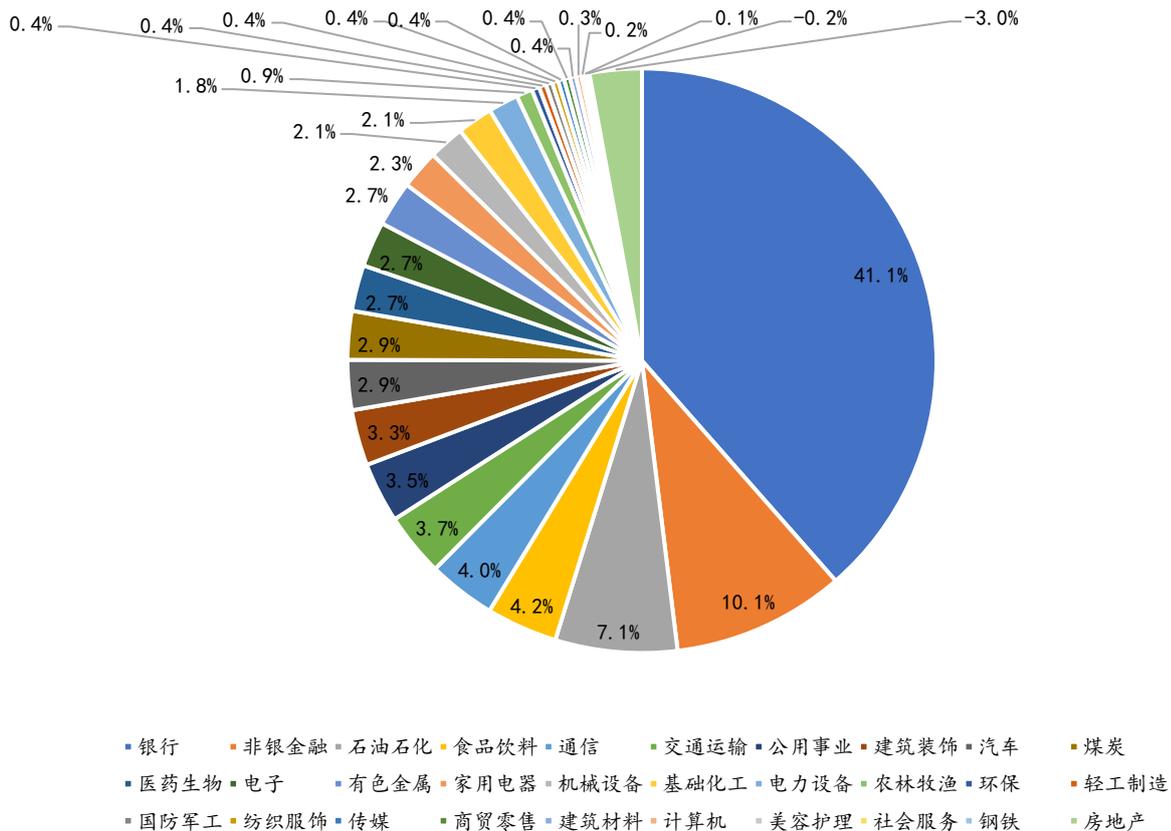
#### 1、盈利拐点未至，实际利率预计走平

从最新财报数据来看，2025 年一季度 A 股净利润增速延续磨底态势，尚未出现明显拐点，其中，中证 500、中证 1000 等中小盘股业绩有所改善，上证 50、沪深 300 等大盘股整体变化不大。分行业看，一季度盈利最抢眼的是 TMT 板块，包括计算机、传媒、电子等行业净利润增速排名靠前，房地产、煤炭等传统顺周期行业延续负增长，但降幅较 2024 年底已明显收窄。

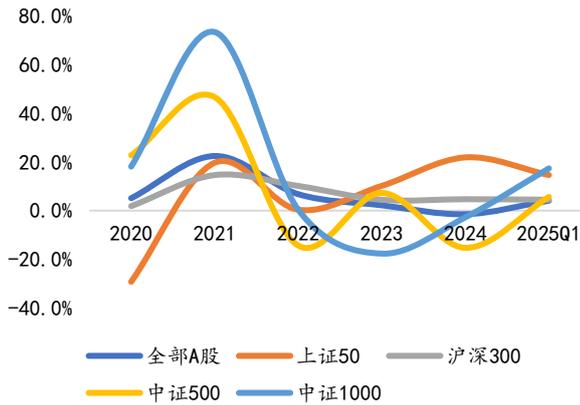
目前，传统经济周期筑底的判断不断得到印证，但复苏拐点的出现仍面临较大难度。2025 年 1-5 月，我国规模以上工业企业利润同比下降 1.10%，地产需求疲软持续拖累工业企业经营效益。与此同时，大规模设备更新与消费品以旧换新等政策推动中下游行业利润结构性改善，其中电子设备制造、通用设备制造等利润增速均超 10%，铁路船舶航空航天等运输设备制造、电子信息制造等也呈现逆势增长态势。

股市方面，银行、非银金融、石油石化三大板块合计占 A 股归母净利润的比重超过 50%，其中沪深 300 成分股所占利润比重超过 80%，这意味着全 A 盈利周期仍由传统周期性行业主导。展望下半年，工业产能利用率持续处于低位，若中美贸易摩擦再度升级令出口需求回落，预计 A 股（尤其是上证 50、沪深 300 等权重指数）盈利端将继续面临压力。

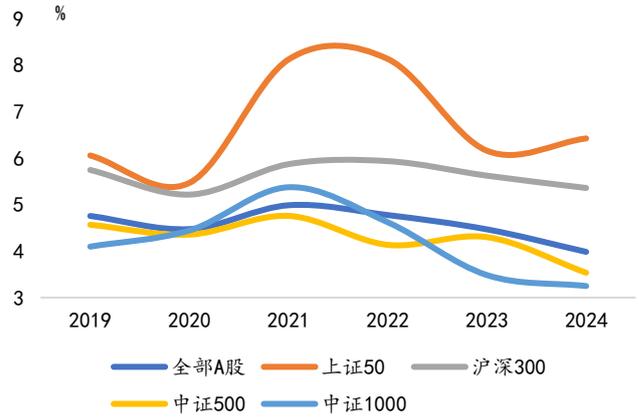
图 17：A 股利润分布情况



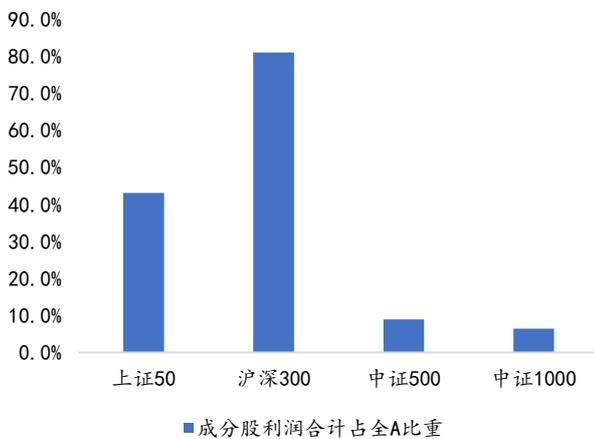
资料来源：Wind，信达期货研究所

**图 18: A股及主要股指净利润增速**


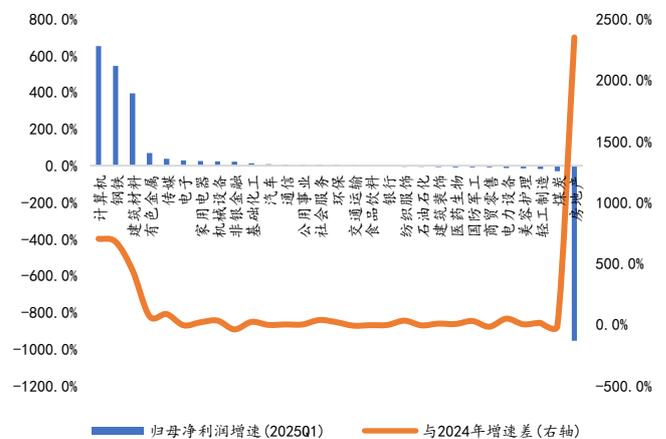
资料来源: Wind, 信达期货研究所

**图 19: A股及主要股指 ROA**


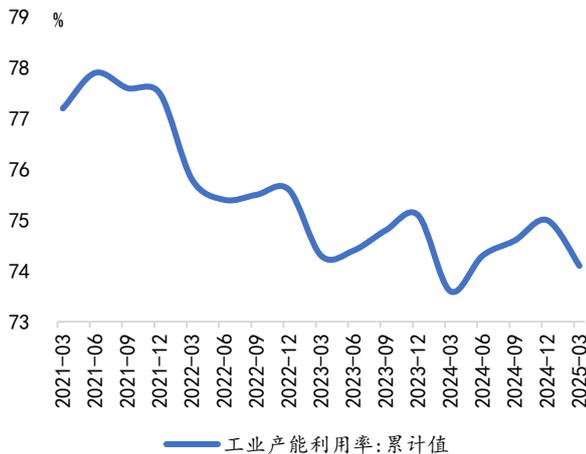
资料来源: Wind, 信达期货研究所

**图 20: A股及主要股指利润规模占比**


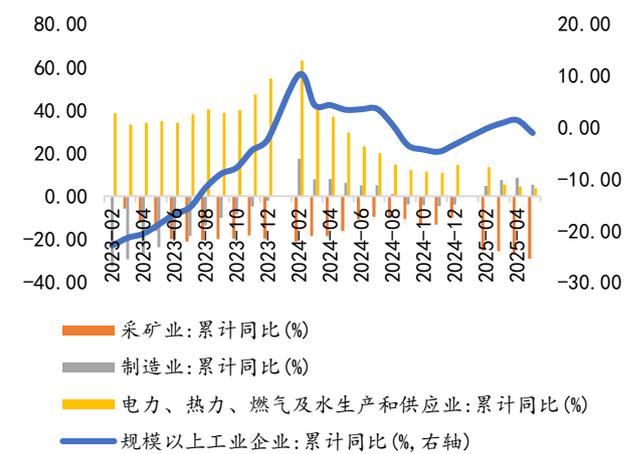
资料来源: Wind, 信达期货研究所

**图 21: A股行业利润表现**


资料来源: Wind, 信达期货研究所

**图 22: 工业产能利用率处于低位**


资料来源: Wind, 信达期货研究所

**图 23: 规模以上工业企业利润**


资料来源: Wind, 信达期货研究所

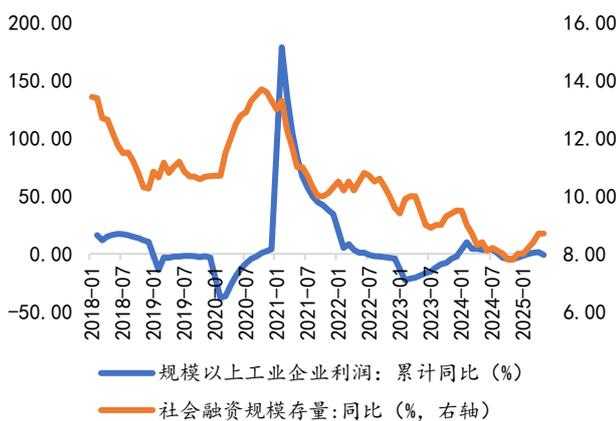
## 2、下半年仍是估值驱动行情

从结构拆分来看，近年我国股指行情多以估值驱动为主，这也市A股相较于海外多数市场投资难度更高的关键所在，而这一特征预计在2025年下半年仍将延续。

**其一，杠杆结构调整熨平盈利端波动。**传统周期性行业在运行中普遍拥有高杠杆特征，这使得以M1、社融等为代表的信用周期指标与A股盈利周期在历史上高度同步。然而，这一现象自2022年起逐渐弱化。房地产“三道红线”政策实施后，企业债券在社会融资规模中的占比持续走低，截至2025年5月已跌破8%，反观政府债券占比稳步攀升，同期已突破20%。这种“政府加杠杆、企业降杠杆”的结构性转变，令A股近年利润增速趋于平缓，总量获得支撑的同时，企业有效需求转化不足。数据显示，全部A股的总资产报酬率已由2018年的5.09%下滑至2024年的3.98%，而与财政投资方向关联紧密的上证50的资产报酬率却逆势上扬，同一阶段由5.95%上升至6.42%。

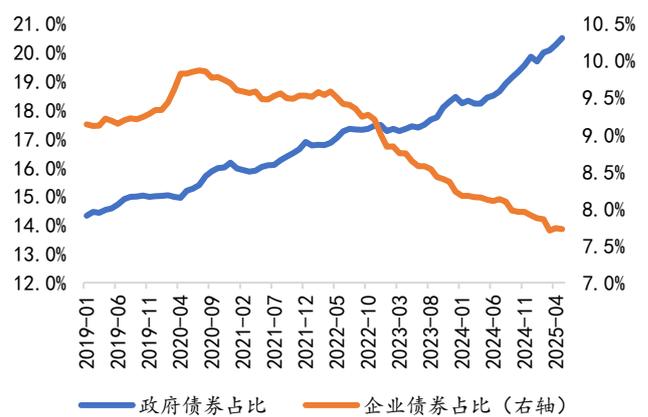
**其二，估值继续成为下半年主要变量。**当前A股主要股指的估值水平已不算低，上证50、沪深300、中证500、中证1000滚动市盈率普遍突破近3年的90%分位数水平。尽管从5年视角看，估值距离2020年末的高点仍有继续上探空间，但需要注意的是，2020年估值抬升形成于中美贸易战缓和、经济数据向好的背景下，而当前市场暂缺乏类似的宏观叙事。因此，短期内指数估值仍将围绕上半年的中枢水平波动，这意味着震荡市的股市还将延续一段时间。

图 24：信用周期与工业企业利润



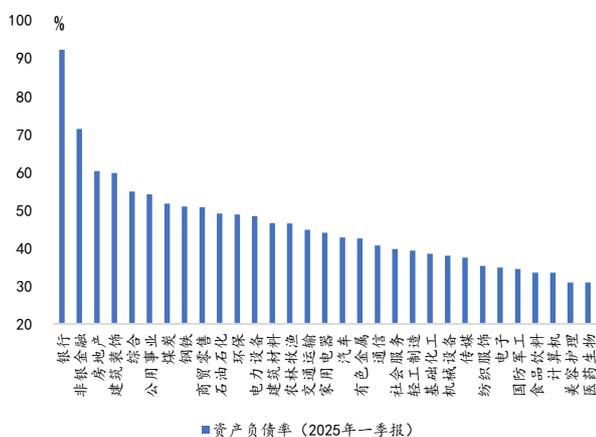
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 25：企业债券与政府债券占社融规模比重



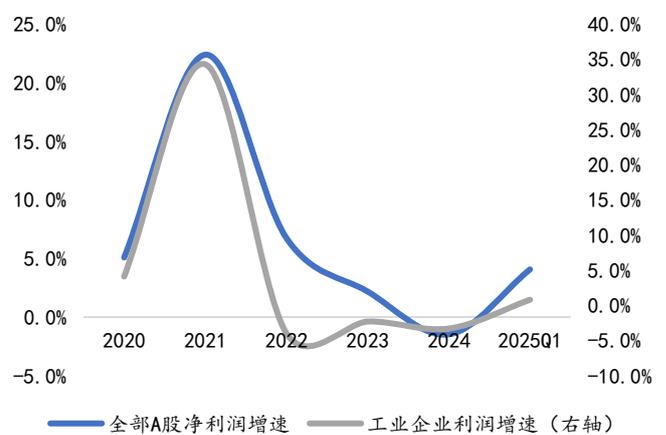
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 26：A 股各行业资产负债率情况

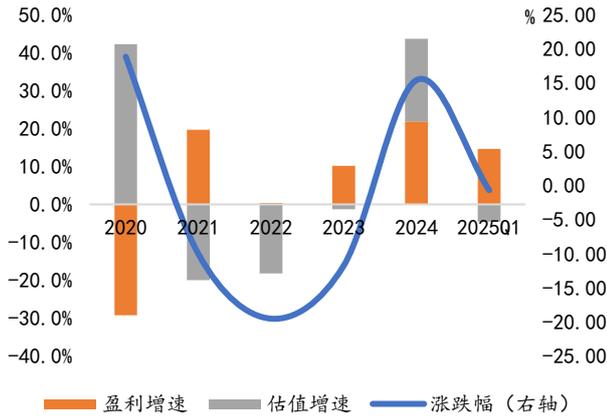


资料来源：Wind，信达期货研究所

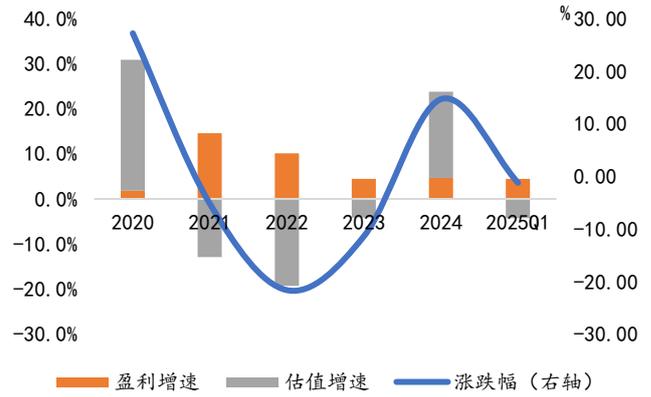
图 27：工业企业利润与股指盈利周期



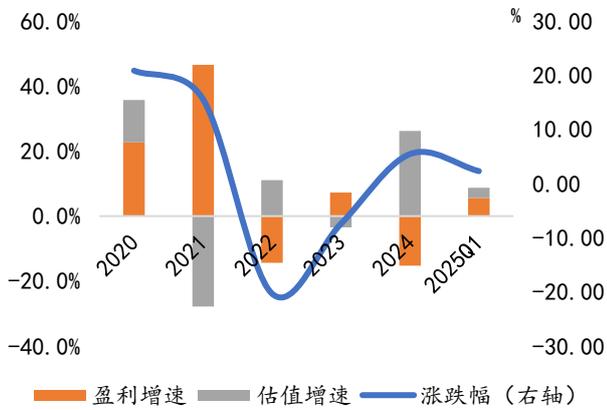
资料来源：Wind，信达期货研究所

**图 28：上证 50 涨跌幅结构拆分**


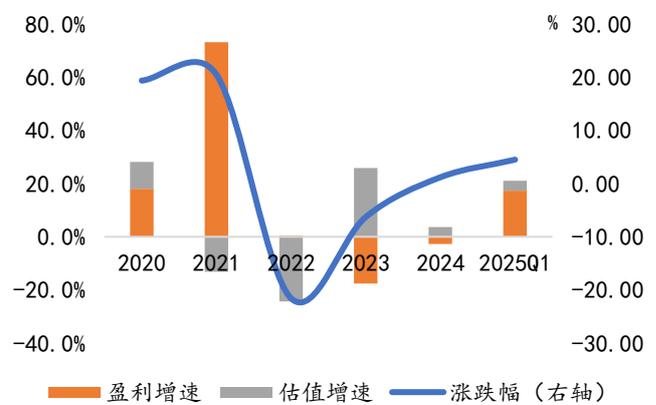
资料来源：Wind，信达期货研究所

**图 29：沪深 300 涨跌幅结构拆分**


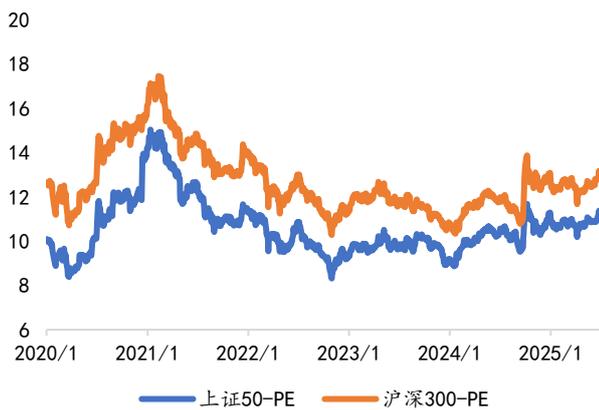
资料来源：Wind，信达期货研究所

**图 30：中证 500 涨跌幅结构拆分**


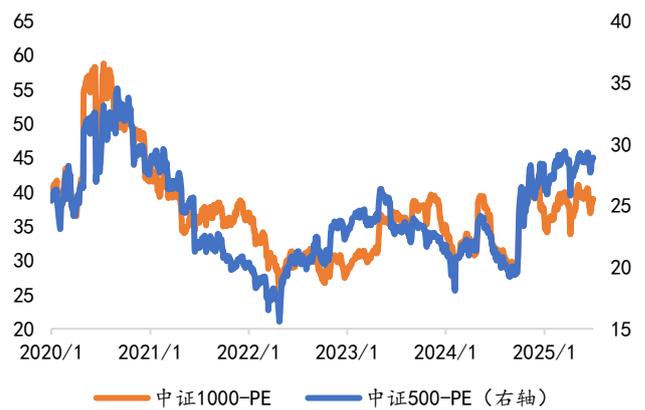
资料来源：Wind，信达期货研究所

**图 31：中证 1000 涨跌幅结构拆分**


资料来源：Wind，信达期货研究所

**图 32：上证 50、沪深 300 滚动市盈率**


资料来源：Wind，信达期货研究所

**图 33：中证 500、中证 1000 滚动市盈率**


资料来源：Wind，信达期货研究所

### 3、单边趋势预计震荡，大小盘风格此消彼长

综合来看，在现有的宏观因素出现明显变化前，我们维持股指区间震荡的基准预判，其中上证 50 参考运行区间 2450-3050，沪深 300 参考运行区间 3500-4500，中证 500 参考运行区间 5100-6900，中证 1000 参考运行区间 5200-7100。

结构方面，震荡阶段大小盘预计仍是此消彼长的均衡态势，运行区间参考 1 月、3 月的两个极值位置，全年小盘风格小幅占优。

图 34：上一轮贸易战期间股指走势回顾



资料来源：Wind，信达期货研究所

## 四、未来 1-2 年大小盘风格展望

### 1、上证 50 预计率先冲顶

横向对比来看，当前 A 股股息率在大类资产中的吸引力并不低。2024 年 4 月，新“国九条”表示要强化上市公司现金分红监管，对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。同年 11 月，证监会配套发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，鼓励上市公司制定并披露中长期分红规划，合力提高分红率。政策持续发力的背景下，A 股分红规模稳步增长。截止 2024 年，全 A 分红金额达 2.4 万亿元，近三年累计分红占利润比重达 101.3%，较 2023 年的 87.8% 大幅提升。目前，不少板块的股息率已超过理财产品收益率（包括山煤国际、平煤股份等煤炭股股息率突破 6%），与十年期国债的收益差也创下 2018 年以来新高。

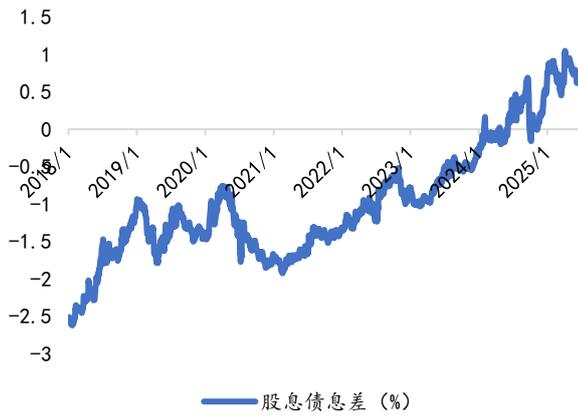
尽管如此，当前中长线资金入场速度依旧较慢，主要原因有二：

其一，我国股指长期以来波动较大，尤其在熊市阶段，股息收益难以完全覆盖股价下跌带来的损失，这令资金对 A 股的配置意愿偏向谨慎。

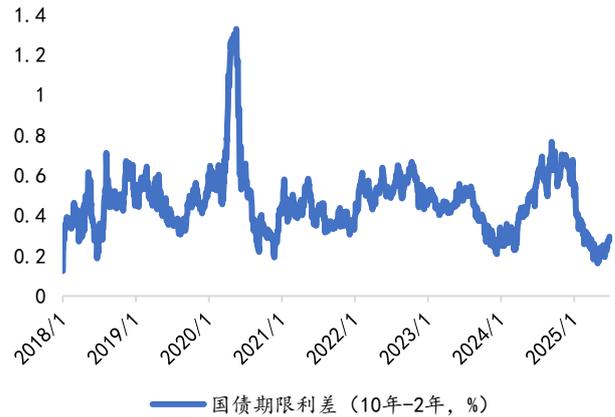
其二，银行间市场存在的套利机会很大程度上阻碍了货币向股市传导。例如，中美利差倒挂为市场在过去三年间创造显著套利空间，投资者通过构建“掉期交易+债券收益率”可实现近似于美债利率（4.5-5%）的稳定回报率。此外，同业存单套利、票据套利等操作同样抑制了大资金对于股指的增配意愿。

针对上述问题，央行于 2024 年 4 月通过市场利率定价自律机制发布了《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》，同年 11 月审议通过了《关于优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议》，旨在规范并疏通利率传导，压缩同业套利空间。在对冲工具完善方面，近期证监会发布公告并明确自 2025 年 10 月 9 日起允许境外合格投资者参与场内 ETF 期权交易，交易目的限定为套期保值。一揽子政策陆续发力后，目前包括国债期限利差、信用利差、同业存单利率等显著下行，中长线资金入市的路径已较过去更为畅通。不过，中美利差持续处于压力区间，资本充足率等监管要求也为金融机构在增配股票构成了限制，这些问题仍在等待解决。

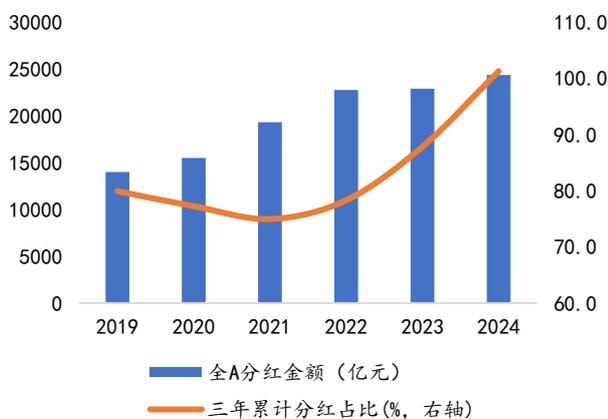
综合来看，中长线资金入市推动指数估值重塑的故事已经开启，但着眼于下半年，这一路径尚处于预期抢跑阶段。参考 2020 年的经验，未来若能伴随着传统经济周期的回暖（如中美贸易战停止），市场兑现速度将显著加快。届时，业绩稳定、分红率高的上证 50 指数预计率先迎来中枢的抬升，成为本轮突破震荡市的主导力量。

**图 35: 股息债息差**


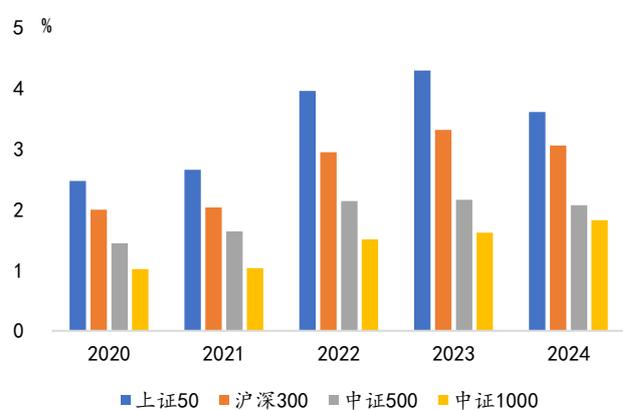
资料来源: Wind, 信达期货研究所

**图 36: 国债期限利差**


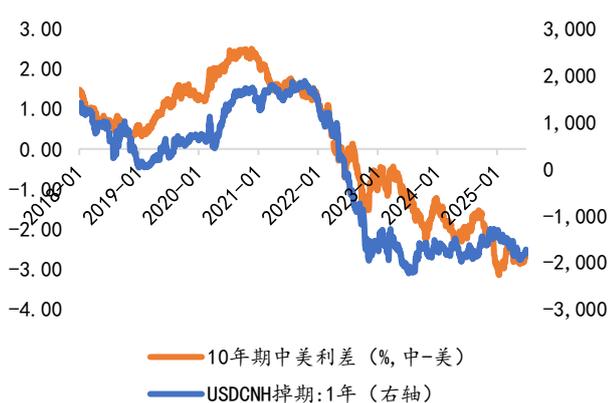
资料来源: Wind, 信达期货研究所

**图 37: 全部 A 股分红情况变化**


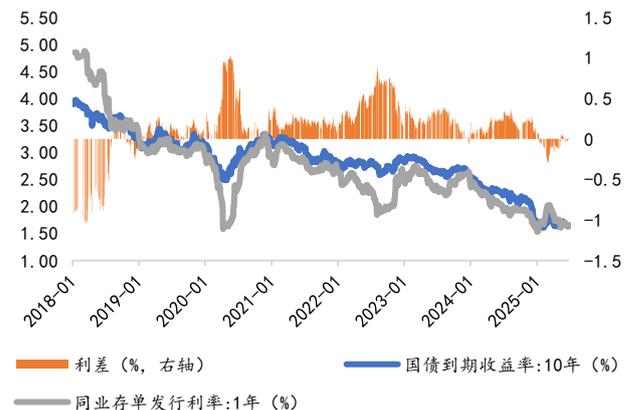
资料来源: Wind, 信达期货研究所

**图 38: 各宽基指数股息率变化**


资料来源: Wind, 信达期货研究所

**图 39: 中美利差与人民币掉期点**


资料来源: Wind, 信达期货研究所

**图 40: 同业存单利率与国债收益率**


资料来源: Wind, 信达期货研究所

**表格 1：2024 年以来股市政策梳理**

时间	事件	主要内容
2024 年 4 月 12 日	国务院发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	进一步完善发行上市制度。提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准…构建资本市场防假打假综合惩戒体系…深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局。进一步严格强制退市标准…加强证券基金机构监管…加强交易监管，增强资本市场内在稳定性…大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量…
2024 年 4 月 12 日	证监会发布了《关于严格执行退市制度的意见》的配套政策文件	进一步严格强制退市标准。增加一年严重造假、多年连续造假退市情形，坚决打击恶性和长期系统性财务造假…逐步拓宽多元化退出渠道…以优质头部公司为“主力军”，推动上市公司之间吸收合并…大力削减“壳”资源价值…切实加强监管执法工作…加大对违规规避退市行为的监管力度，触及退市标准的坚决退市…更大力度落实投资者赔偿救济…
2024 年 9 月 24 日	证监会研究制定了《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	支持上市公司向新质生产力方向转型升级…鼓励上市公司加强产业整合…进一步提高监管包容度…提升重组市场交易效率…提升中介机构服务水平…依法加强监管…
2024 年 9 月 27 日	中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》	建设培育鼓励长期投资的资本市场生态，鼓励具备条件的上市公司回购增持，有效提升上市公司投资价值。严厉打击资本市场各类违法行为…完善适配长期投资的资本市场基础制度…大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展…完善各类中长期资金入市配套政策制度，建立健全商业保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制…
2024 年 11 月 15 日	证监会正式发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	上市公司应当聚焦主业，提升经营效率和盈利能力，同时可以结合自身情况，综合运用并购重组、股权激励、员工持股计划等促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量…董事会秘书应当做好投资者关系管理和信息披露相关工作…鼓励控股股东、实际控制人长期持有上市公司股份，保持上市公司控制权的相对稳定…主要指数成份股公司应当制定上市公司市值管理制度…长期破净公司应当制定上市公司估值提升计划…上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员等应当切实提高合规意识…
2025 年 5 月 7 日	证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》	优化基金运营模式，建立健全基金公司收入报酬与投资者回报绑定机制…完善行业考核评价制度，全面强化长周期考核与激励约束机制…对基金投资收益全面实施长周期考核机制，其中三年以上中长期收益考核权重不低于 80%…大力提升公募基金权益投资规模与占比，促进行业功能发挥…促进行业高质量发展，加快建设一流投资机构…
2025 年 5 月 7 日	国新办举行新闻发布会，主题为“一揽子金融政策支持稳增长预期”	进一步扩大保险资金长期投资的试点范围。近期拟再批复 600 亿元，为市场注入更多的增量资金…调整偿付能力监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%，鼓励保险公司加大入市力度…全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用…

资料来源：公开资料整理，信达期货研究所

## 2、中证 1000 的盈利突破

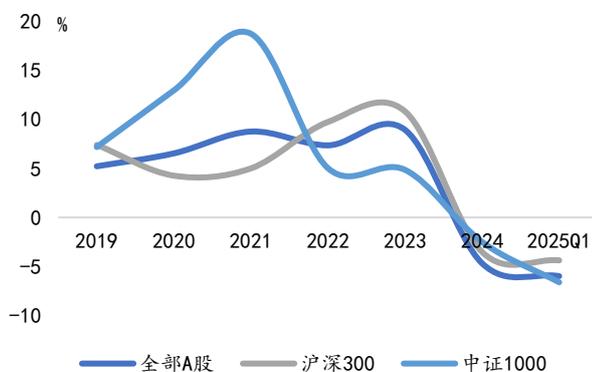
在传统周期承压的背景下，中小创板块凭借其轻资产运营模式与更低的利润基数，更容易走出独立行情。2025 年初以来，AI 产业链成为市场炒作的焦点，带领以中证 1000 为代表的小盘指数显著跑赢大盘。从一季度财报数据来看，TMT 相关赛道盈利表现优异，这与 2021 年新能源产业链爆发初期高度相似。

回顾 2021 年，新能源产业在“政策+技术+市场”的三重驱动下快速扩张，并带动化工、有色金属等上下游行业景气度同步提升。数据显示，2021-2022 年电力设备行业资本开支增速分别高达 71.5%与 42.4%，对应同期营收也实现了 60.2%、54.4%的大幅增长。对比当下，部分 AI 产业链龙头也率先扩大资本投入。2024 年，中芯国际购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金已达到 545.6 亿元，占营业收入的 94.4%。2025 年 2 月，阿里巴巴宣布未来三年将在云和 AI 基础设施投入超 3800 亿元，超过过去十年总和。

不过，相较于新能源产业，AI 下游应用场景更为广泛与分散，包括医疗、教育、交通与制造等多个领域。这种特征虽为其未来的需求爆发储备了巨大潜力，但也意味着 AI 产业从初创期到扩张期所需的时间会更长。同时，AI 技术层的环节较为复杂，无论是算力架构或是算法模型、数据安全等都面临特定的挑战。

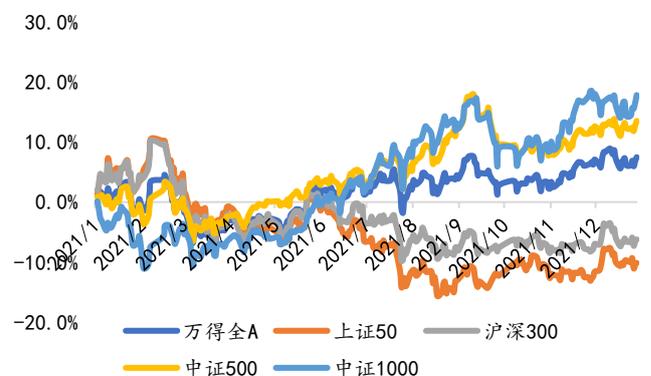
综合来看，当前 AI 产业链正处于快速扩张的初期阶段，尽管其可供投资者想象的空间更大，但未来能否真正由预期驱动向盈利兑现过渡，这至少要到 2026-2027 年才能有更明确的答案。若这一路径最终走通，市场有望重现如 2021 年的结构性牛市，中证 1000 等小盘指数将迎来盈利端修复，成为牛市中后期的主导风格。

图 41：A 股及各股指资本开支同比增长率



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 42：2021 年股指累计收益率



资料来源：Wind，信达期货研究所

**表格 2：2020-2024 年各行业资本开支与营业收入增速（%）**

	资本开支增速					营业收入增速				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
农林牧渔	127.3	-24.9	-35.7	-6.2	-21.5	63.8	20.2	16.3	4.6	-3.9
基础化工	12.0	37.6	32.1	6.0	-17.8	8.5	-2.2	19.0	-5.2	5.6
钢铁	-3.1	9.0	9.4	-7.0	-14.0	5.5	41.6	-6.5	-4.7	-9.5
有色金属	5.3	3.5	34.7	25.6	-6.1	18.9	37.3	17.3	3.0	5.2
电子	30.4	11.5	7.7	-6.2	6.1	16.3	15.0	2.1	3.7	15.0
汽车	-25.8	45.9	48.0	13.6	-7.2	4.2	13.6	4.7	14.1	5.6
家用电器	7.8	20.5	0.4	-1.9	0.8	2.5	22.3	-0.3	7.0	7.0
食品饮料	-11.9	29.8	2.1	3.4	-7.7	11.5	14.9	6.2	8.2	5.5
纺织服饰	-13.7	23.0	7.5	21.8	-16.1	-21.9	43.3	-6.7	6.8	-3.2
轻工制造	12.7	21.1	-5.9	0.5	-2.7	12.2	36.1	7.9	-0.9	1.8
医药生物	9.8	34.9	4.3	-5.9	-14.0	10.2	18.3	9.9	1.1	-1.5
公用事业	19.9	0.5	15.8	31.0	7.9	8.9	26.8	16.7	8.0	-0.6
交通运输	-4.4	18.9	-15.2	13.7	9.7	2.0	67.0	7.3	-2.3	-2.3
房地产	15.4	-16.3	-20.0	11.6	-56.9	10.3	8.7	-9.3	-4.4	-24.3
商贸零售	-18.2	10.8	-21.5	-14.1	-14.9	3.9	-20.9	-7.5	6.6	-4.9
社会服务	-19.7	-0.1	-22.4	34.7	-15.6	-25.1	-7.0	-15.9	39.1	36.6
银行	0.7	0.3	9.9	20.6	8.4	5.6	8.9	0.8	-3.5	0.1
非银金融	4.3	-0.3	-9.7	5.0	23.6	9.8	5.4	-5.1	-13.6	-1.2
综合	37.7	-29.0	6.9	-12.9	-7.5	1.1	-8.4	-25.9	69.9	-5.3
建筑材料	-5.1	40.5	15.2	-26.3	-21.8	11.7	27.4	-12.7	0.5	-14.6
建筑装饰	30.5	-23.4	5.7	12.2	-7.4	15.9	18.3	10.3	7.2	-4.0
电力设备	9.0	71.5	42.4	10.0	-23.1	23.7	60.2	54.4	15.5	-8.0
机械设备	2.1	36.1	2.1	6.5	-2.8	16.0	17.1	3.2	4.5	6.5
国防军工	-14.9	13.0	12.0	24.0	2.0	10.7	20.5	0.2	13.7	-2.2
计算机	8.5	21.4	-0.7	4.5	-0.3	1.9	14.8	6.4	5.0	5.0
传媒	-14.3	5.9	-17.3	1.5	-13.1	-3.2	13.7	-5.5	1.1	-0.3
通信	-6.2	6.1	-2.5	-0.8	-5.8	4.4	80.3	82.0	6.5	4.1
煤炭	11.7	-0.1	35.4	20.0	28.7	1.2	34.0	15.6	-9.6	-5.4
石油石化	-17.0	10.2	-1.2	11.3	-6.4	-25.1	45.6	29.0	-2.4	-2.8
环保	1.4	-23.4	-3.1	-1.8	-10.5	21.3	29.9	4.0	0.9	9.6
美容护理	77.5	-8.1	-11.3	-6.5	16.4	12.2	70.9	7.4	7.0	5.4

资料来源：公开资料整理，信达期货研究所

## 五、大小盘风格展望总结

**当前市场仍处于牛市第一阶段。**本轮牛市的拐点已于2024年9月24日确认，目前市场正处于牛市初期的余温阶段，核心特征为实际利率高位震荡，股指主要以估值炒作为主线，大小盘风格偏向于均衡。展望后市，预计这一状态将延续至2025年下半年，对应四大股指区间震荡运行，上方看至2023年高点，大小盘风格此消彼长，全年小盘风格有望保持小幅优势。

**未来1-2年，股指市场有望启动牛市第二阶段，特征为结构性牛市。**参考2020-2021年经验，第二阶段牛市的启动需要依托宏观叙事的突破，这可能来自于中美贸易战被迫中断、美联储大跨步降息，或是国内经济数据（主要是物价指数）修复等等。目前，上证50等大盘股指存在估值向上重塑的预期，有望率先开启冲顶行情。长期而言，中美降息周期共振、AI驱动企业新一轮资本开支等因素都将推动实际利率有效下行，对应中证1000等小盘风格在牛市中后期占据主导地位。

**综合来看，我们对接下去大小盘风格运行的推演如下：**2025年下半年仍是牛市准备期，预计大小盘风格相对均衡，此消彼长的轮动规律下，股指期货大小盘风格套利可参考1月、3月的两个极值位置作为入场点。未来1-2年内，市场有望突破2023年高点并进入牛市第二阶段，预计上证50等大盘风格会率先走强，随后中证1000等小盘风格接棒主导牛市中后期行情。

图 43：中证 1000 目标位置参考



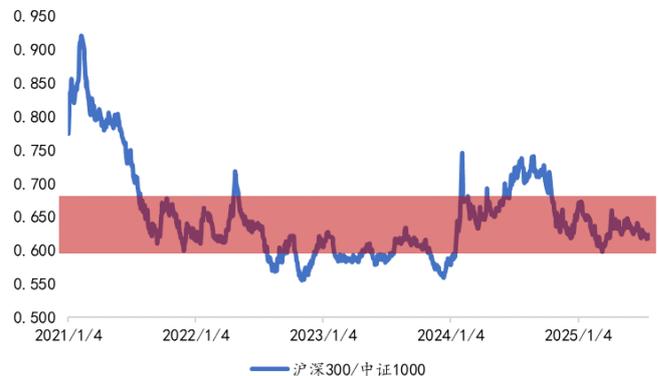
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 45：2020 年牛市走势回顾



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 44：2025 年下半年大小盘风格运行区间参考



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 46：2021 年牛市走势回顾



资料来源：Wind，信达期货研究所

## 免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

## 评级说明

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

## 【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本6亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商

品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

## 【全国分支机构】

### ■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



### 公司分支机构分布

13家分公司 5家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司  
 福建分公司、苏州分公司、四川分公司  
 宁波分公司、东北分公司、广东分公司  
 上海分公司、湖北分公司、山东分公司  
 上海浦东分公司

北京营业部、哈尔滨营业部

石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App