

## 期货研究报告

## 宏观金融研究

## 股指专题

走势评级：短期-震荡

中短期-看涨

宋靖琪

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

## “牛市”走到哪一步了？

报告日期：

2025年9月2日

## 报告内容摘要：

## ◆ 大势研判：牛市仍在途中

乐观情绪并未透支。当前经济数据多数进入筑底阶段，只要未来政策支撑不出现急转弯或是过早退出的情况，国内宏观风险可视为已基本释放。对于股指而言，历史上宏观风险出清后通常伴随着牛市预期的提前启动，而这一阶段行情的持续时间与上涨空间则取决于市场情绪的发酵节奏。从当前情况看，尽管8月杠杆资金加速入场，但融资余额占A股流通市值的比重依然维持在稳定区间，股指风险溢价亦较历史中枢水平存在继续收敛的空间。这一现象表明，当前市场情绪尚未出现过渡乐观的透支情况，整体尾部风险可控，遇回踩行情可视为重新入场做多的机会。

## ◆ 节奏研判：本轮行情偏向慢牛

本轮牛市不同于以往任何一轮，中美周期劈叉是本轮牛市的独特背景。我们认为，自新冠疫情后中美两国在经济周期与政策周期上的高度分化，由此引发的中美利差极端倒挂是本轮牛市区别于过往的核心原因。目前，美联储降息窗口已正式打开，国内经济指标也逐步进入筑底阶段，这两大信号意味着中美周期劈叉的格局将向着收敛的方向演进。因此，股指大周期向上的趋势已经可以确定，只是上行节奏还存在一些争议。综合考量下，本轮股指牛市更像是2015年与2019年的结合，预计上涨节奏更慢、持续时间更长、上行空间更大。一方面，当前美国PPI等价格指标显示其去通胀进程尚未完成，而国内仍面临一定通缩压力，这使得中美周期正式形成共振的拐点还需要一定时间酝酿。另一方面，在中美利差仍处相对高位的背景下，无论是国内政策的出台力度，还是经济自身的修复速度，都可能受到一定制约。

## ◆ 后市展望与策略建议：

综合来看，无论是中美周期共振的长期视角出发，还是从市场情绪发酵的短期视角来看，股指牛市的进程都还有很长的延伸空间，不过行情节奏宜慢不宜快。考虑到8月市场上行斜率偏高、9月宏观面进入真空期以及近期资金高位分歧转浓等因素，预计9月上行节奏将放缓，尤其是前半月或有阶段性回踩动作，但风险程度可控。未来新一轮强攻行情的启动，大概率仍将依赖美联储降息故事的发酵，时间点上关注9月中旬联储议息会议前后。

单边操作上，短期建议日内顺势滚动，关注急跌后布局趋势多单的机会，其中8月初位置附近支撑较强，若调整至该位置附近可适当加大仓位。组合方面，本轮行情背景下，大小盘风格的分化不会太过极端，预计仍是轮动上行为主。目前，IF-IM等多大盘空小盘组合已跑出正收益，建议继续持有，参考8月初水平作为第一止盈位。

## ◆ 风险提示：

(1) 国内经济失速下行；(2) 国内政策力度不及预期；(3) 中美关系恶化；(4) 美联储政策转紧；

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

## 目录

一、	大势研判：牛市仍在途中.....	3
1、	盈利周期触底，国内风险基本释放.....	3
2、	乐观情绪并未透支，牛市仍在途中.....	4
二、	运行节奏研判：本轮行情偏向慢牛.....	5
1、	本轮行情不同于以往任何一轮.....	5
2、	中美周期劈叉是本轮牛市的独特背景.....	5
三、	总结.....	7

## 图目录

图 1:	规模以上工业企业利润 (%).....	3
图 2:	股指归母净利润增速 (%).....	3
图 3:	投资者风险偏好上升.....	4
图 4:	融资余额占流通市值比重稳定.....	4
图 5:	股息债息差与中美利差 (%).....	6
图 6:	中美经济周期劈叉是本轮主要背景 (%).....	6
图 7:	2015 年“散户+杠杆资金”推升水牛行情.....	6
图 8:	2019 年“外资+机构”推升白马股行情.....	6
图 9:	历史降息力度与股指走势.....	6
图 10:	中证 1000 指数与 IF-IM 组合走势参考.....	7

# 一、大势研判：牛市仍在途中

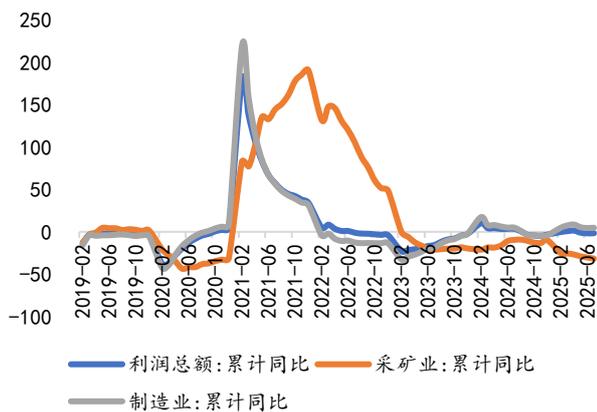
## 1、盈利周期触底，国内风险基本释放

截至8月底，A股上市公司半年报已基本披露完毕。从业绩兑现情况来看，2025年上半年，全部A股利润增速呈现底部回升态势，其中中小盘指数成分股的修复力度相对显著。不过，行业间的分化特征依旧突出，尤其是以房地产为代表的传统顺周期行业利润继续处于负增长区间，但相较于2024年年报降幅已大幅收窄。

宏观高频数据上看，1-7月我国规模以上工业企业利润同比下降1.7%，降幅较前值收敛0.1个百分点，盈利增速的周期底已经出现。值得注意的是，本轮利润修复的主要支撑来自于中游制造业的大幅回温，主要得益于设备更新等政策在今年上半年集中发力，而上游采矿业的负向拖累依旧显著。此外，伴随着财政补贴的退坡，近期部分行业利润的回升势头也有所放缓，这意味着当前经济的内生动力依旧不足。

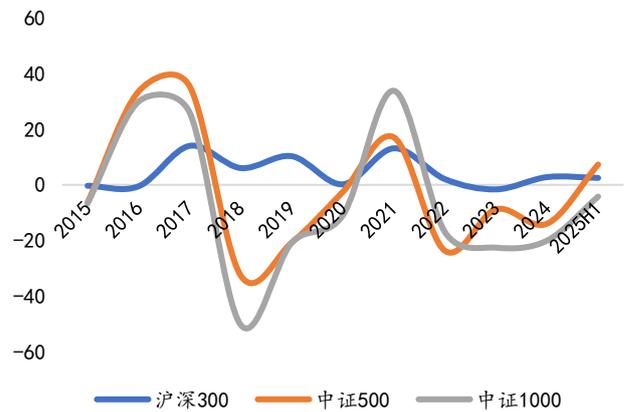
综合来看，伴随着经济数据多数进入筑底阶段，只要未来政策支撑不出现急转弯或是过早退出的情况，国内宏观风险可视为已基本释放。

图 1：规模以上工业企业利润 (%)



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 2：股指归母净利润增速 (%)

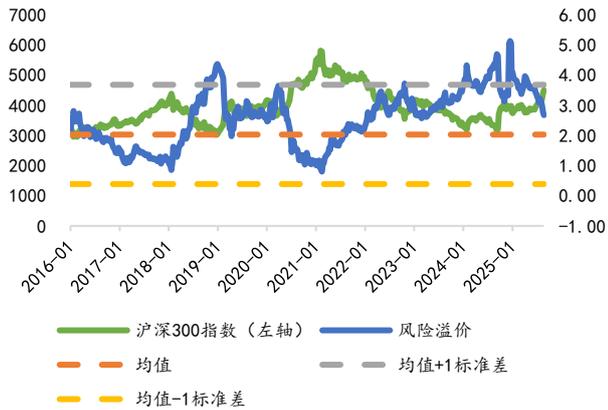


资料来源：Wind，信达期货研究所

## 2、 乐观情绪并未透支，牛市仍在途中

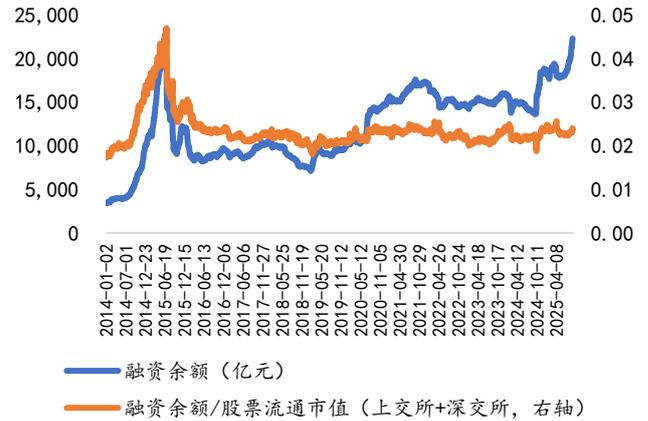
对于股指而言，历史上宏观风险出清后通常伴随着牛市预期的提前启动，而这一阶段行情的持续时间与上涨空间则取决于市场情绪的发酵节奏。从当前情况看，尽管8月杠杆资金加速入场，但融资余额占A股流通市值的比重依然维持在稳定区间，股指风险溢价亦较历史中枢水平存在继续收敛的空间。这一现象表明，当前市场情绪尚未出现过渡乐观的透支情况，整体尾部风险可控，遇回踩行情可视为重新入场做多的机会。

图 3：投资者风险偏好上升



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 4：融资余额占流通市值比重稳定



资料来源：Wind，信达期货研究所

## 二、运行节奏研判：本轮行情偏向慢牛

### 1、本轮行情不同于以往任何一轮

本轮股指牛市于2024年9月启动，国内一揽子政策密集出台后，各路资金加速增配股市，期间A股市场换手率一度突破2015年牛市的水平。不过，即便同处于“强预期弱现实”的抢跑行情阶段，本轮行情与过去两轮（2015年、2019年）仍表现出明显差异。具体来看：

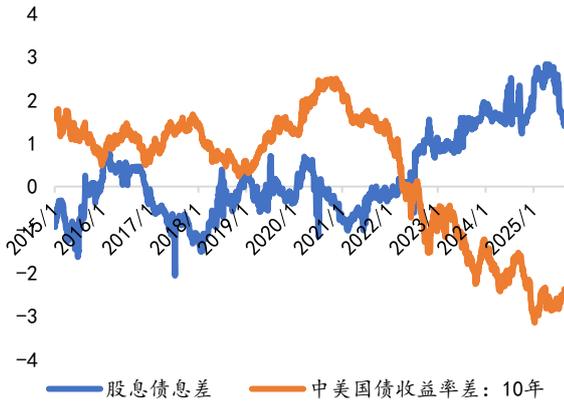
1) 2015年的水牛行情由改革预期与密集降息政策触发，杠杆资金与散户疯狂涌入，最终推动行情呈现“上行斜率陡峭、持续时间短、波动剧烈”的特征。对比来看，本轮行情虽同样伴随着融资余额快速攀升，但从其占A股流通市值的比重来看，市场情绪远没到极端水平。这一现象表明，当前各类资金的力量处于相对均衡的状态，这对于本轮行情的持续性是有利的。

2) 2019年牛市主要由外资大举入场与国内机构化程度加深所主导，在此背景下，指数整体上行斜率更为缓和，市场波动也相对较低。但在本轮行情中，以上两股关键力量均未发生明显变化，流动性主要来源于居民等国内资金，这使得本轮股指波动中枢高于2019年。值得注意的是，本轮公募基金由主动向被动化管理转型的结构特征较为突出，这使得ETF等被动型产品对市场的托底与稳定作用相较于过去更强。

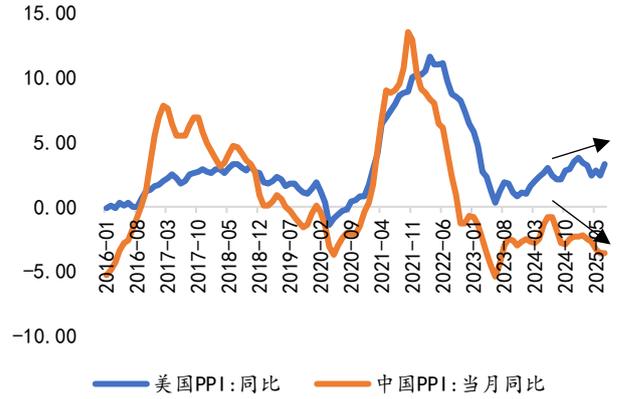
### 2、中美周期劈叉是本轮牛市的独特背景

我们认为，自新冠疫情后中美两国在经济周期与政策周期上的高度分化，由此引发的中美利差极端倒挂是本轮牛市区别于过往的核心原因。目前，美联储降息窗口已正式打开，国内经济指标也逐步进入筑底阶段，这两大信号意味着中美周期劈叉的格局将向着收敛的方向演进。因此，股指大周期向上的趋势已经可以确定，只是上行节奏还存在一些争议。

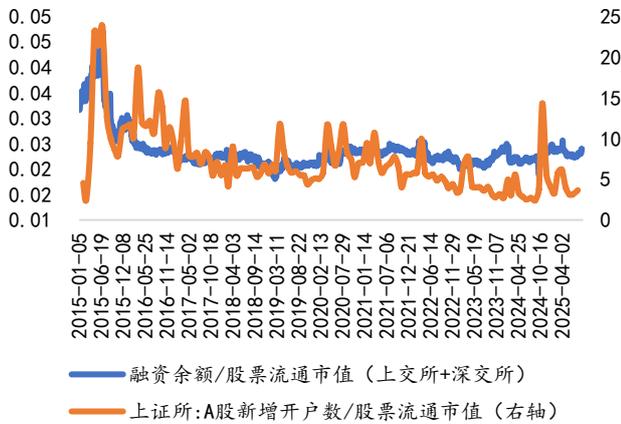
综合考量下，本轮股指牛市更像是2015年与2019年的结合，预计上涨节奏更慢、持续时间更长、上行空间更大。一方面，当前美国PPI等价格指标显示其去通胀进程尚未完成，而国内仍面临一定通缩压力，这使得中美周期正式形成共振的拐点还需要一定时间酝酿。另一方面，在中美利差仍处相对高位的背景下，无论是国内政策的出台力度，还是经济自身的修复速度，都可能受到一定制约。

**图 5：股息债息差与中美利差 (%)**


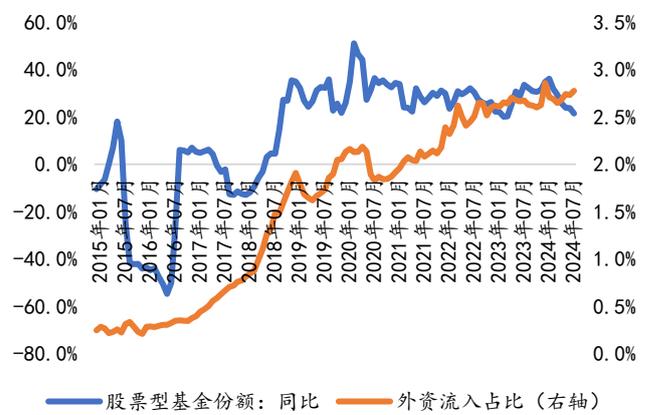
资料来源：Wind，信达期货研究所

**图 6：中美经济周期同步又是本轮主要背景 (%)**


资料来源：Wind，信达期货研究所

**图 7：2015 年“散户+杠杆资金”推升水牛行情**


资料来源：Wind，信达期货研究所

**图 8：2019 年“外资+机构”推升白马股行情**


资料来源：Wind，信达期货研究所

**图 9：历史降息力度与股指走势**


资料来源：Wind，信达期货研究所

### 三、总结

综合来看，无论是中美周期共振的长期视角出发，还是从市场情绪发酵的短期视角来看，股指牛市的进程都还有很长的延伸空间，不过行情节奏宜慢不宜快。考虑到8月市场上行斜率偏高、9月宏观面进入真空期以及近期资金高位分歧转浓等因素，预计9月上漲节奏将放缓，尤其是前半月或有阶段性回踩动作，但风险程度可控。未来新一轮强攻行情的启动，大概率仍将依赖美联储降息故事的发酵，时间点上关注9月中旬联储议息会议前后。

单边操作上，短期建议日内顺势滚动，关注急跌后布局趋势多单的机会，其中8月初位置附近支撑较强，若调整至该位置附近可适当加大仓位。组合方面，本轮行情背景下，大小盘风格的分化不会太过极端，预计仍是轮动上行为主。目前，IF-IM等多大盘空小盘组合已跑出正收益，建议继续持有，参考8月初水平作为第一止盈位。

图 10：中证 1000 指数与 IF-IM 组合走势参考



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个月以内)	中短期(1-3个月)	中长期(3-6个月)	长期(6个月以上)
强烈看涨	上涨 15%以上	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%	上涨 5-15%
震荡	振幅 -5%~+5%	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%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	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