



Research and
Development Center

居民和产业资本对牛熊市影响可能比机构大

——策略周观点

2025 年 9 月 7 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

居民和产业资本对牛熊市影响可能比机构大

2025 年 9 月 7 日

核心结论：用精准的数据界定机构和居民资金不太容易，如果考虑增量部分，我们认为银证转账、融资余额、公募主动权益基金、私募基金等份额的变动，大多主要来自居民的资金流入，而保险、外资属于更为纯粹的机构资金。从历史数据能够看到，居民资金的变动幅度更大，和牛熊市波动更为同步，保险和外资流入的节奏和牛熊市偏差较大。另一个对牛熊市影响比较大的资金是产业资本，历史上产业资本大部分时间是流出的（股权融资规模>分红），但一旦转入流入，后续大概率是牛市，比如 1995、2005、2013、2023-2024，这几个时间点过后，1 年内都开启了牛市。多个渠道都能观察到居民资金的流入，但投资者对居民资金流入的强度和范围还有分歧，其实每一次牛市，居民资金流入的强度都是一般是逐渐加强的，流入的渠道刚开始只有局部，到牛市后期才是所有渠道都有资金流入。当下的居民资金流入力度虽然比 2014-15 年牛市后期慢，但比 2014 年 6-9 月牛市初期并不慢，而且也呈现出部分渠道资金更多、资深投资者更早入市的迹象。产业资本流出项有增加，但依然大幅低于 2020-2022 年，所以牛市大概率尚未进入后期。

- **（1）居民和产业资本对牛熊市影响比机构大。**用精准的数据界定机构和居民资金不太容易，如果考虑增量部分，我们认为银证转账、融资余额、公募主动权益基金、私募基金等份额的变动，大多主要来自居民的资金流入，而保险、外资属于更为纯粹的机构资金。从历史数据能够看到，居民资金的变动幅度更大，高峰期能够达到 1.5-2.5 万亿的年度资金流入，而且和牛熊市波动更为同步，2014-15、2019-2021 年居民资金流入的年份均是牛市。纯粹的机构类资金（保险和北上）年度资金波动高峰期能达到 5000-7000 亿，保险和外资流入的节奏和牛熊市偏差较大，2018 年和 2022 年机构资金流入，但市场是熊市。
- **（2）居民资金流入逐渐增强，之前的牛市也出现过资深股民比小股民更早更强流入。**多个渠道都能观察到居民资金的流入，但投资者对居民资金流入的强度和范围还有分歧，其实每一次牛市，居民资金流入的强度一般是逐渐加强的，流入的渠道刚开始只有局部，到牛市后期才是所有渠道都有资金流入。比如，从开户数来看，今年 6-8 月连续 3 个月回升，当尚未突破年初 3 月的高点，但如果观察 2014 年的数据，2014 年 6-8 月连续 3 个月回升后也没有突破 14 年 3 月高点，直到 14 年 9 月才突破。2014 年牛市中，如果观察不同规模投资者账户数变化，能够看到 14-15 年牛市，明显是资金规模更大的账户增加更多，14 年 7-9 月，指数刚开始进入连续上涨的第一个季度，也是规模更大的账户增长更快。所以，当下的居民资金流入力度虽然比 2014-15 年牛市后期慢，但比 2014 年 6-9 月牛市初期并不

慢，而且也呈现出部分渠道资金更多、资深投资者更早入市的迹象。

- **(3) 产业资本流出项有增加，但依然大幅低于 2020-2022 年。**历史上如果股权融资规模低于分红容易开启牛市，而到了牛市中后期，股权融资和产业资本减持往往会快速增加到历史高点。目前来看，IPO 融资规模有回升，但依然低于 2019-22 年水平，大股东减持规模有增加，但依然低于 2020-22 年的水平。所以产业资本的流入力度尚未达到牛市后期的强度，牛市大概率很难结束。
- **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：居民和产业资本对牛熊市影响比机构大.....	5
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 1：2014-15、2019-2021 年居民资金流入的年份均是牛市（单位：亿元）	5
图 2：保险和外资流入的节奏和牛熊市偏差较大（单位：亿元）	5
图 3：股权融资规模低于上市公司分红之后易开启牛市（单位：亿元）	6
图 4：6 月以来，A 股新增开户数稳步回升（单位：万户）	6
图 5：牛市中不同投资者入场速度有差异（单位：%）	6
图 6：IPO 融资规模有回升，但依然低于 19-22 年水平（单位：亿元）	7
图 7：减持规模有增加，但依然低于 20-22 年水平（单位：亿元）	7
图 8：下半年可能都是牛市主升浪（单位：点数）	7

一、策略观点：居民和产业资本对牛熊市影响比机构大

用精准的数据界定机构和居民资金不太容易，如果考虑增量部分，我们认为银证转账、融资余额、公募主动权益基金、私募基金等份额的变动，大多主要来自居民的资金流入，而保险、外资属于更为纯粹的机构资金。从历史数据能够看到，居民资金的变动幅度更大，和牛熊市波动更为同步，保险和外资流入的节奏和牛熊市偏差较大。另一个对牛熊市影响比较大的资金是产业资本，历史上产业资本大部分时间是流出的（股权融资规模>分红），但一旦转入流入，后续大概率是牛市，比如 1995、2005、2013、2023-2024，这几个时间点过后，1 年内都开启了牛市。多个渠道都能观察到居民资金的流入，但投资者对居民资金流入的强度和范围还有分歧，其实每一次牛市，居民资金流入的强度一般是逐渐加强的，流入的渠道刚开始只有局部，到牛市后期才是所有渠道都有资金流入。当下的居民资金流入力度虽然比 2014-15 年牛市后期慢，但比 2014 年 6-9 月牛市初期并不慢，而且也呈现出部分渠道资金更多、资深投资者更早入市的迹象。产业资本流出项有增加，但依然大幅低于 2020-2022 年，所以牛市大概率尚未进入后期。

(1) 居民和产业资本对牛熊市影响比机构大。用精准的数据界定机构和居民资金不太容易，如果考虑增量部分，我们认为银证转账、融资余额、公募主动权益基金、私募基金等份额的变动，大多主要来自居民的资金流入，而保险、外资属于更为纯粹的机构资金。从历史数据能够看到，居民资金的变动幅度更大，高峰期能够达到 1.5-2.5 万亿的年度资金流入，而且和牛熊市波动更为同步，2014-15、2019-2021 年居民资金流入的年份均是牛市。纯粹的机构类资金（保险和北上）年度资金波动高峰期能达到 5000-7000 亿，保险和外资流入的节奏和牛熊市偏差较大，2018 年和 2022 年机构资金流入，但市场是熊市。

图 1：2014-15、2019-2021 年居民资金流入的年份均是牛市（单位：亿元）

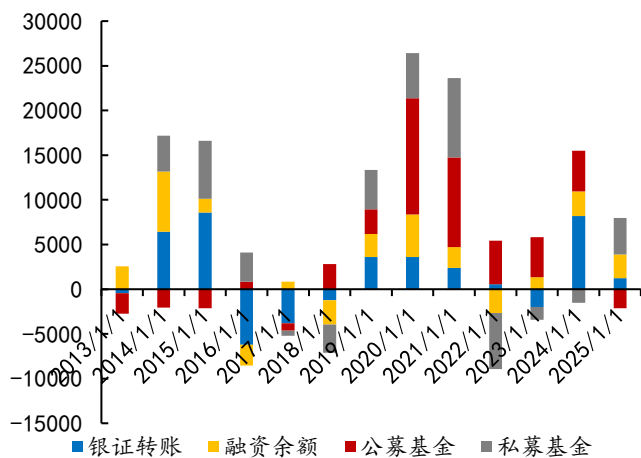
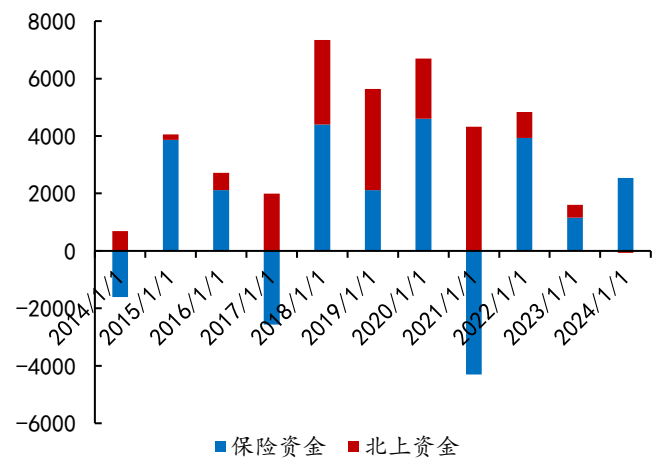


图 2：保险和外资流入的节奏和牛熊市偏差较大（单位：亿元）



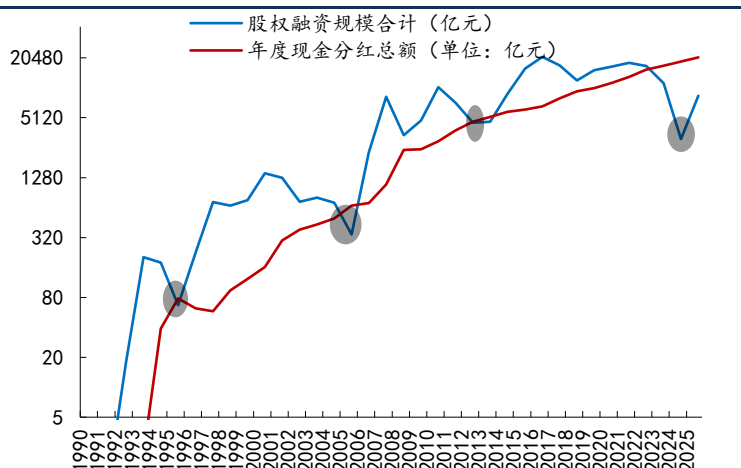
资料来源：万得，信达证券研发中心

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：2025 年数据截至 2025 年 8 月

另一个对牛熊市影响比较大的资金是产业资本，历史上产业资本大部分时间是流出的（股权融资规模>分红），但一旦转入流入，后续大概率是牛市，比如 1995、2005、2013、2023-2024，这几个时间点过后，1 年内都开启了牛市。

图 3：股权融资规模低于上市公司分红之后易开启牛市（单位：亿元）

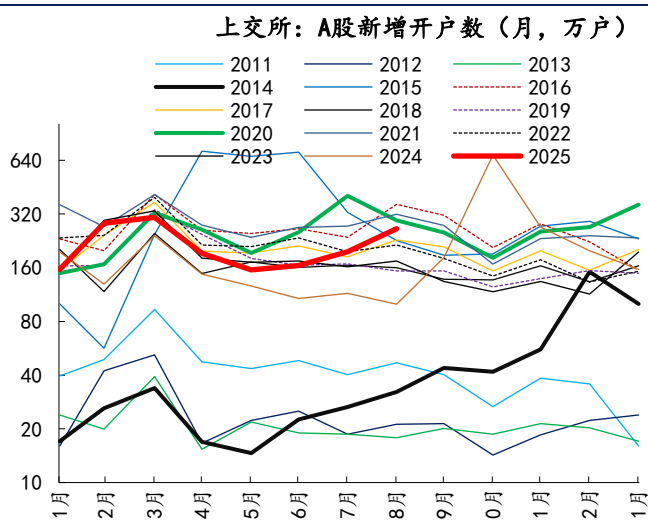


资料来源：万得，信达证券研发中心

注：纵坐标采用对数刻度，原始数据未处理

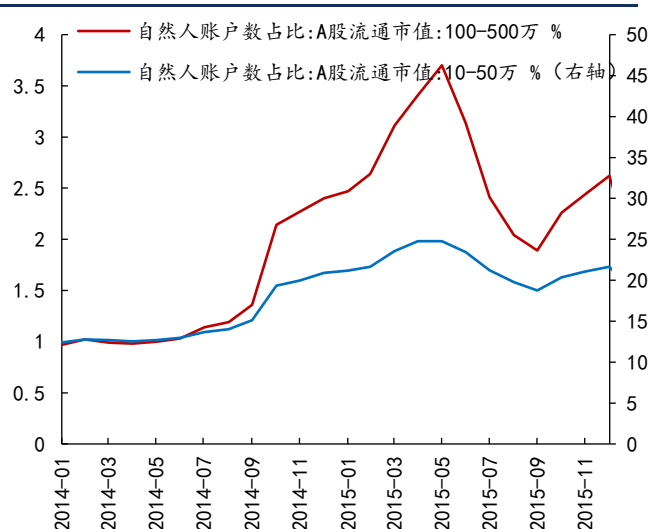
(2) 居民资金流入逐渐增强，之前的牛市也出现过资深股民比小股民更早更强流入。多个渠道都能观察到居民资金的流入，但投资者对居民资金流入的强度和范围还有分歧，其实每一次牛市，居民资金流入的强度一般是逐渐加强的，流入的渠道刚开始只有局部，到牛市后期才是所有渠道都有资金流入。比如，从开户数来看，今年6-8月连续3个月回升，当尚未突破年初3月的高点，但如果观察2014年的数据，2014年6-8月连续3个月回升后也没有突破14年3月高点，直到14年9月才突破。2014年牛市中，如果观察不同规模投资者账户数变化，能够看到14-15年牛市，明显是资金规模更大的账户增加更多，14年7-9月，指数刚开始进入连续上涨的第一个季度，也是规模更大的账户增长更快。所以，当下的居民资金流入力度虽然比2014-15年牛市后期慢，但比2014年6-9月牛市初期并不慢，而且也呈现出部分渠道资金更多、资深投资者更早入市的迹象。

图 4：6月以来，A股新增开户数稳步回升（单位：万户）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：牛市中不同投资者入场速度有差异（单位：%）

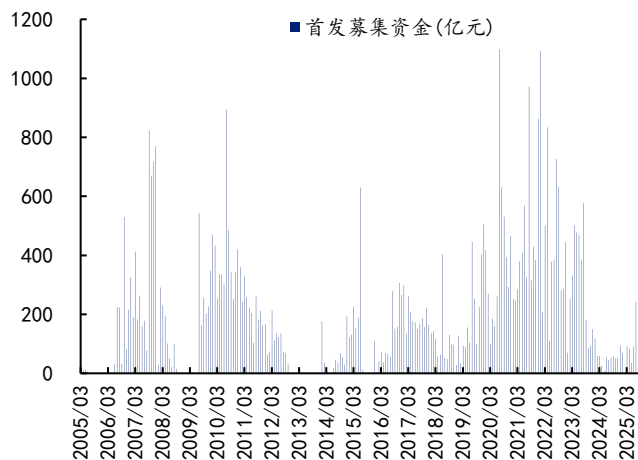


资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 产业资本流出项有增加，但依然大幅低于2020-2022年。历史上如果股权融资规模低于分红容易开启牛市，而到了牛市中后期，股权融资和产业资本减持往往会快速增加到历史高点。目前来看，IPO融资规模有

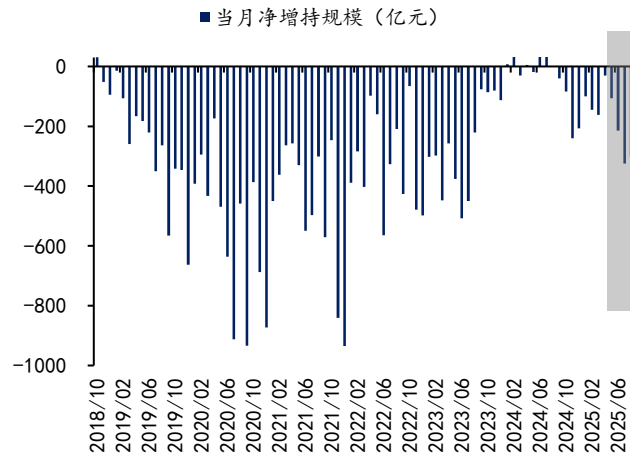
回升，但依然低于 2019-22 年水平，大股东减持规模有增加，但依然低于 2020-22 年的水平。所以产业资本的流入力度尚未达到牛市后期的强度，牛市大概率很难结束。

图 6：IPO 融资规模有回升，但依然低于 19-22 年水平（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

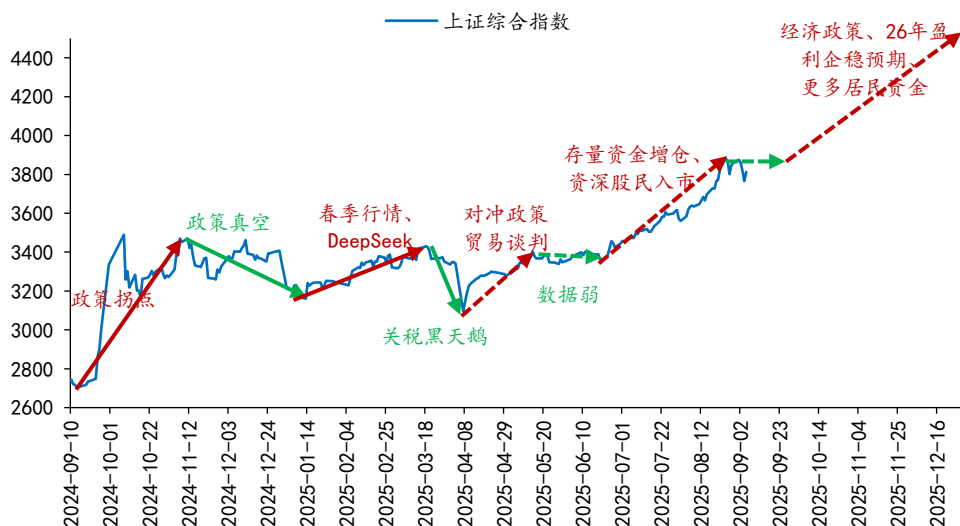
图 7：减持规模有增加，但依然低于 20-22 年水平（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

（4）当下的判断：9 月波动略有增加，但依然不改牛市主升浪的大趋势。随着下半年政策预期增多，股市逐渐对当期盈利脱敏，股市结构性赚钱效应已经接近 1 年，后续居民资金大概率会逐渐增加，股市大概率已经进入主升浪。上周市场波动加大，我们认为背后主要原因是：（1）换手率过快回升：每一轮牛市都会有多次换手率比较接近的高点，换手率较高后，市场容易出现震荡或休整。上周换手率 5 日均值已经高于 2024 年 9 月 24 日-10 月 8 日期间换手率均值；（2）部分板块交易拥挤：8 月市场交易量和涨幅过度集中在算力，历史上即使是牛市还没结束，部分赛道加速涨 1 个月也会休整。鉴于并没有观察到实质性利空，我们认为调整的空间大概率已经完成，后续还会有一定的震荡，但不改牛市主升浪的判断。

图 8：下半年可能都是牛市主升浪（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。

（5）近期配置观点：高低切也要保持仓位弹性，金融内部增配非银，AI 内部增加应用端配置，周期股半

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

年内也有望存在弹性表现。

配置风格展望：牛市中期风格和牛市初期往往会有些变化。牛市初期风格和牛市后期风格类似，牛市中期风格容易扩散。牛市最强行业风格，牛市中期反而不强。2005-2007 年牛市中最强风格是金融，次之是周期，但牛市中期，最强风格是周期，金融略跑输市场。2013-2015 年牛市中最强风格是成长，但牛市中期最强是金融，成长最弱。2019-2021 年牛市中最强风格是成长和消费，而牛市中期最强是消费，次之是周期，成长排第三。

牛市中期大小盘往往会剧烈波动，前半段和后半段风格大多不同。2005-07 年：牛初小盘，牛中先大后小，牛末大盘。2013-15 年：牛初小盘，牛中先小后大，牛末小盘。2019-21 年：牛初大盘，牛中先小后大，牛末小盘。

配置行业展望：(1) **金融：由银行转配非银。**金融整体估值较好，之前最强的是有高股息特征的银行，后续可能非银的弹性会逐渐增加，牛市概率上升，非银的业绩弹性大概率存在；(2) **有色金属：**产能格局强，若经济偏弱，则受影响较小，若经济偏强或政策支持，则受益较多；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。(3) **电力设备：**成长中少数处在低位的板块，2026 年基本面逐渐触底企稳概率高；(4) **周期（钢铁、建材、化工）：**当前环境下，稳供给政策或将出台，年底可能还会有需求稳定政策。

表 1：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	行业组合	非银、电力设备、有色金属、化工
行业配置观点	消费	地产链相关消费依然偏弱，但受益于新渠道新产品的消费逐渐走出独立行情。后续关注消费的投资机会可能会主要集中在两个方向：(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较强，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，AI 和机器人处在季度回撤的尾声：(1) A 股历史上，几乎不依赖业绩的成长股牛市阶段有 2014-2015 年、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) 美股科技股反弹，也会影响全球 AI 产业链的估值。
	金融地产	金融的估值依然存在较高性价比，内在上涨逻辑主要是两点：(1) 房地产下滑虽然没有结束，但金融体系冲击或已结束，由此导致银行等行业的估值有望迎来修复。(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。
	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。周期主题性机会有望集中在有色金属，全面性机会建议关注国内政策。

资料来源：信达证券研发中心

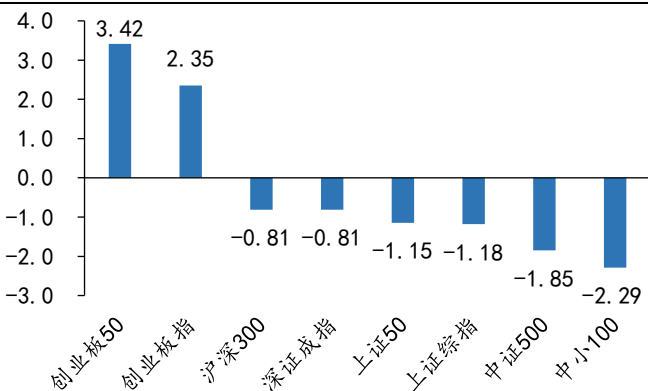
二、本周市场变化

本周A股主要指数大多下跌，其中创业板50（3.42%）、创业板指（2.35%）涨幅靠前，中小100（-2.29%）、中证500（-1.85%）、上证综指（-1.18%）跌幅靠前。申万一级行业中，电气设备（7.39%）、综合（5.38%）、有色金属（2.12%）领涨，国防军工（-10.25%）、计算机（-7.27%）、非银金融（-4.96%）领跌。概念股中，基因编辑（11.60%）、卫星概念（10.15%）、钠离子电池（6.76%）领涨，充电桩（-13.65%）、国产航母（-8.53%）、太赫兹（-7.86%）领跌。

本周全球股市重要指数大多上涨，其中墨西哥MXX（3.02%）、恒生指数（1.36%）、印度SENSEX30（1.13%）表现靠前，德国DAX（-1.28%）、上证综指（-1.18%）、法国CAC40（-0.38%）表现靠后。本周商品市场重要指数中，国际黄金（3.66%）、LME锌（2.75%）表现靠前，NYMEX原油（-3.19%）、PTA（-2.20%）、螺纹钢（-0.83%）、LME铝（-0.10%）表现靠后。另外在2025年全球大类资产年收益率指标中，黄金（37.82%）、富时新兴市场指数（15.72%）、富时环球（13.83%）排名较高，而布伦特原油（-12.02%）、美元指数（-9.91%）、南华工业品指数（-4.37%）排名靠后。

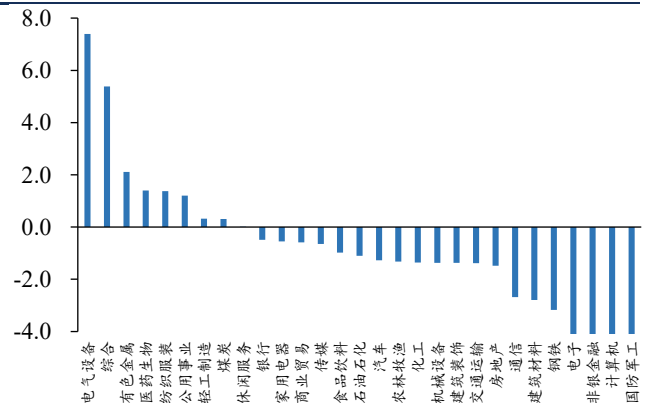
A股市场资金方面，本周南下资金净流入（港股通）共计302.69亿元（前值净流入204.31亿元）。本周央行公开市场操作逆回购发行10684亿元，累计净投放量-12047亿元。截至2025年9月6日，银行间拆借利率本周均值相比前期下降，十年期国债收益率本周均值相比前期有所上升。普通股票型基金本周仓位均值相比前期上升，偏股混合型基金本周仓位均值相比前期上升。

图9：A股主要指数周涨跌幅（单位：%）



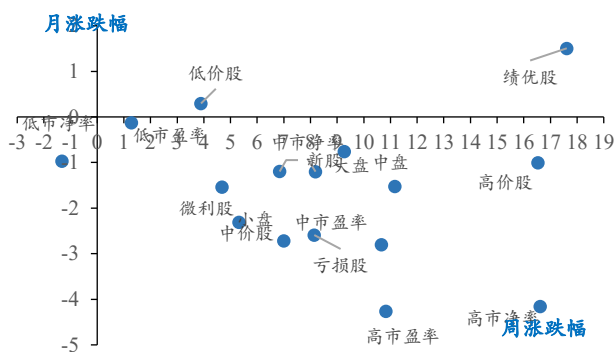
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图10：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



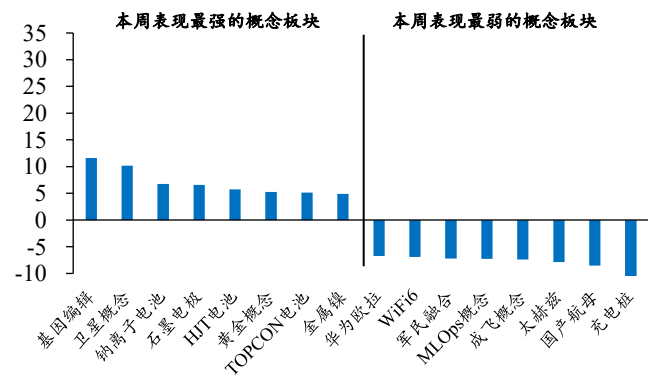
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图11：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

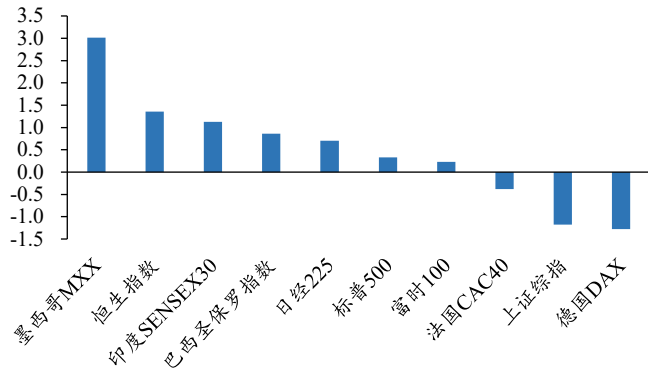
图12：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

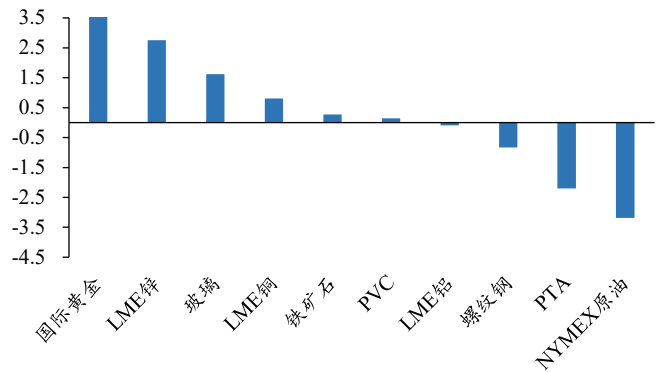


图 13：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



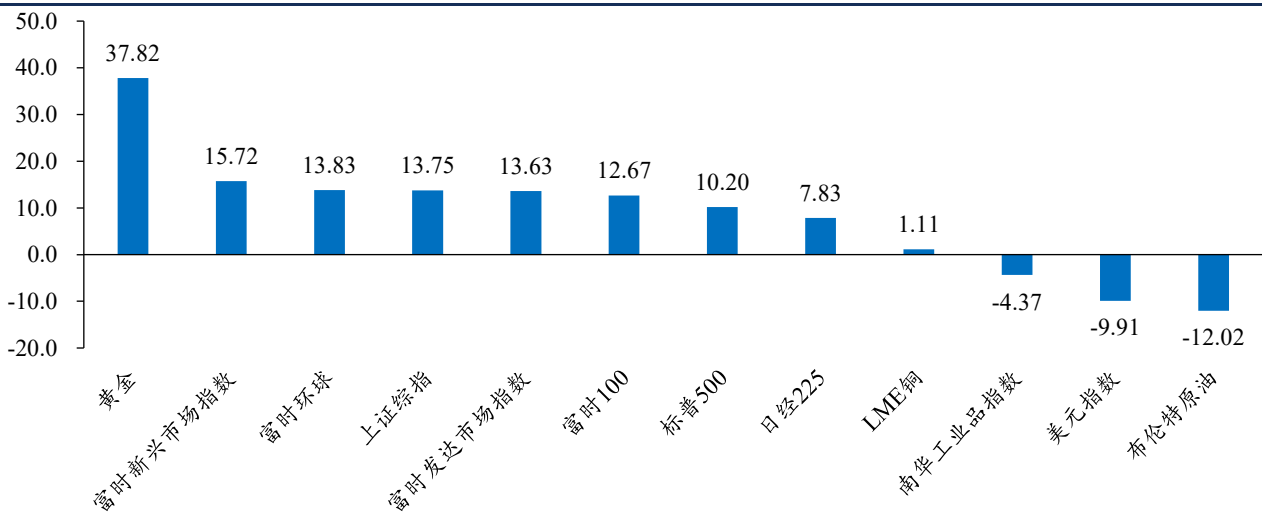
资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

图 14：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

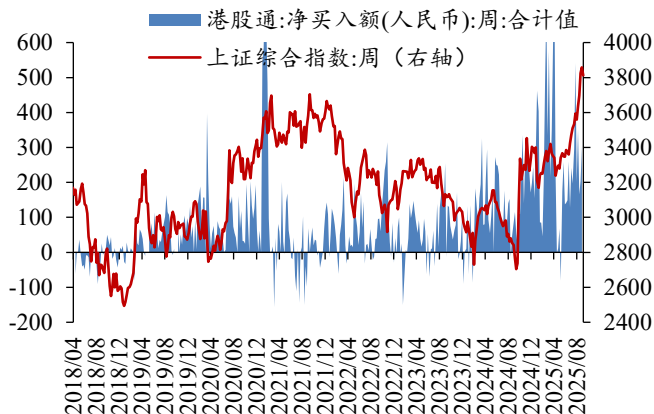
图 15：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）



资料来源：万得，iFinD, 信达证券研发中心

注：统计日期截至 2025 年 9 月 6 日

图 16：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

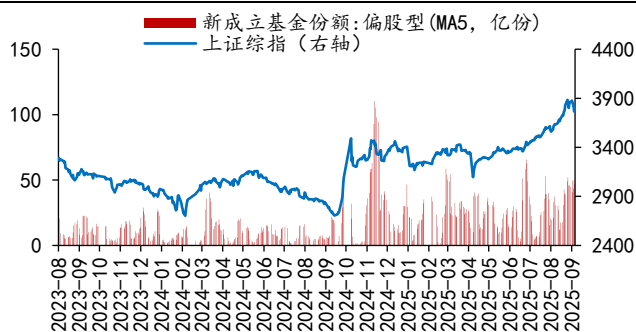
图 17：融资余额（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 信达证券研发中心

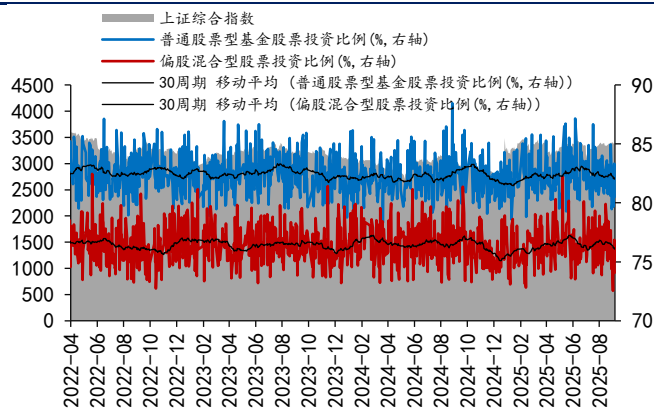


图 18: 新发行基金份额 (单位: 亿份)



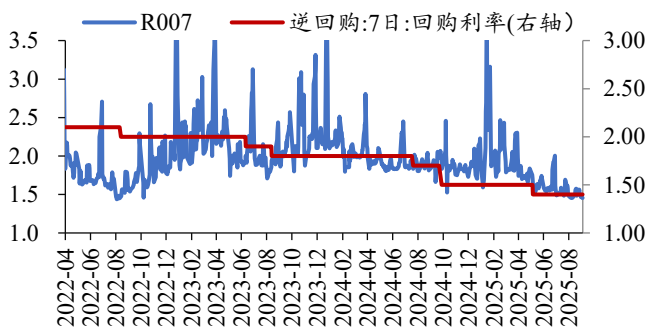
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 19: 基金仓位估算 (单位: %)



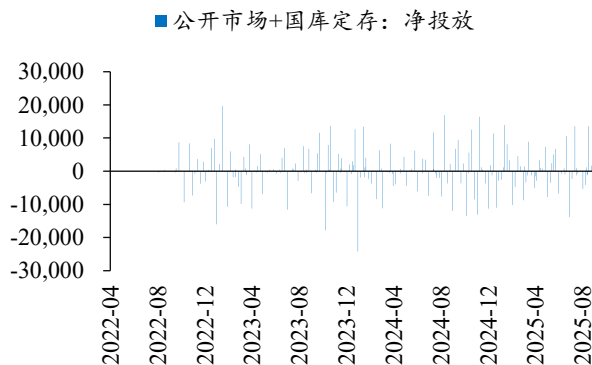
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20: 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 21: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)



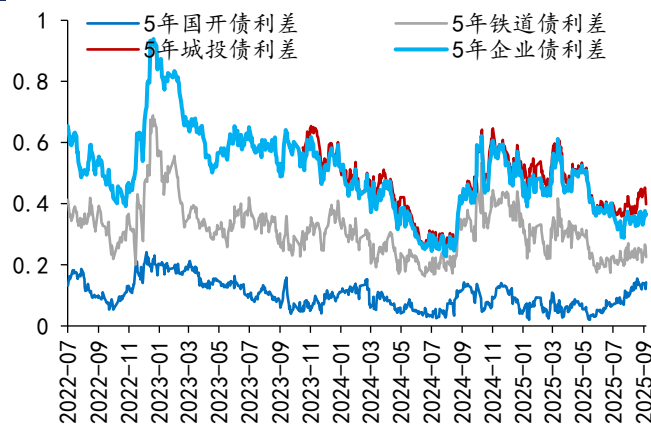
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 22: 长期国债利率走势 (单位: %)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 23: 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，12 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。