

2025 年 A 股 3 季度投资策略：慢牛行情远未结束 居民资产入市空间巨大

2025 年 8 月 27 日

3 季度策略

专题报告

分析师

林阳 电话：021-65465572 邮箱：liny@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480524080001

主要观点：

短期流动性推动是主因。利率持续下行背景下，随着房地产市场步入中期调整，居民投资渠道减少，同时，近几年实体经济中可投资机会显著减少，居民存款的两大投向房地产和实体投资都处于下降状态，而 A 股市场历史上熊长牛短，行情多呈现脉冲式特点，对居民存款整体吸引力仅仅限于脉冲行情阶段，难以长期维持。本次开始自去年 9.24 的行情，呈现出不同于以往的慢牛态势，市场持续时间较长，市场结构性机会较多，赚钱效应开始出现量变到质变的特点，尤其是短期利率下行带来的银行理财收益率快速下行，导致居民存款意愿进一步下降，在居民收入预期较为谨慎的背景下，持币观望情绪显著提升。从近期开户趋势来看，机构新开户积极性远高于个人，尤其是 6、7 两月开户积极性明显高于个人投资者，机构对市场的敏感度往往领先与散户。

基本面预期改善提供风险偏好提升：经济数据较为平淡，规模以上工业增加值增速 7 月继续回落，预示工业生产仍处于收缩状态。从固定资产投资增速可以看到，7 月增速明显回落。从社会消费品零售总额增速来看，7 月下滑较为明显。从 PMI 走势来看，7 月也出现了明显下行，预示未来经济有再次探底的风险。支撑市场上涨的是预期改善，中国需要一定程度的科技泡沫。流动性推动的行情，流动性不是原因，而是表象，更多取决于流动性变化的原因，分子端短期仍处于收缩阶段，市场短期更加依赖分母端变化，中期则展望分子端改善。分母端的无风险利率仍有下行空间，美联储主席鲍威尔释放鸽派信息，9 月美联储降息预期增强，中期利率下行空间打开，为中国利率下行提供了契机。风险溢价短期来看对市场的影响更大，市场情绪更多在交易预期改善，这其中包括政策层面、基本面层面和外部层面。

政策层面，财政托底意图明显，几大基础设施项目开工，同时，货币政策保持宽松且美国降息提供更大操作空间，同时加大刺激内需，大力提升科技实力；从基本面来看，3 季度经济即使存在一定压力，但新旧动能转换如火如荼，反内卷改善传统过度竞争行业盈利状况，市场对 4 季度经济并不悲观；从外部层面来看，中美关税谈判尚未有最终定论，但市场对此已经明显脱敏，中国出海步伐不会因此停止，全球经济格局虽然处于变化之中，中国的全球竞争力不断增强是不争的事实，外部压力最困难时刻已经过去，全球经济共振的预期逐步提升，有利于中国外部环境改善。而短期最大核心变量是存款搬家，低利率使得更多资金进入股市，对于预期改善将会起到逐步强化的作用。从一些反应市场风险溢价指标来看，股权风险溢价已经处于趋势性上升通道。从股息率与十年期国债收益率对比也可以看到，比值水平高于 1 以上，股市吸引力相比债市始终处于优势水平。

以大科技为代表的结构性行情在相当长时间内将会是常态，中国资本市场需要一个长期的科技泡沫不断刺激新动能快速发展，一个成熟的资本市场体现的资源优化配置功能在今后较长时间内将会强化于大科技板块，形成类似于美国纳斯达克市场的结构性特征，大而美的科技巨头逐步形成，辅之以一大批高成长性中小公司，市场综合指数将很难跑赢科技指数。

指数中期上升空间仍然巨大，远期大概率创历史新高，中期 66 万亿增配空间，长期 300 万亿增配空间。当前阶段，中国资本市场进入新的前所未有的阶段，用过往经验看待未来的市场存在较大局限性，需要打开新的思路。与过往两次 A 股牛市行情不同的是，中国经济目前在全球所处的地位已经发生较大变化，中国经济从追赶者已经向引领者转变，中国在全球的经贸体系中已经处于领先地位，已经成为全球最大的制造国，在各个重要的领域中逐步发展为全球的领先者，拥有全球最完备的产业链生态系统，我国拥有 41 个工业大类、207 个工业中类、666 个工业小类，是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。中国资产在全球的配置价值逐步显现，中国股市资产的价值重估已经从量变向质变转变。

低利率是当前存款搬家的主要推动者，中国资本市场长期熊长牛短的特征，使得居民对股票市场的参与度相对较低，过去两年居民存款较快增长，在去年 924 行情之前并未明显入市，究其原因在于股票市场存在的种种问题影响了投资者的信心。

本轮行情的核心变量就是政策面重塑了大众对中国股票市场的信心。新“国九条”对资本市场制度建设提出了一系列举措。

管理层对市场调控力度显著增强，以中央汇金公司为代表的国家队，不断增持稳定股市，对指数调控能力日益提升，有力地维护了市场的稳定。

根据 2020 年第七次人口普查数据，全国家庭总户数为 4.94 亿户，其中城镇家庭 2.92 亿户，乡村家庭 2.02 亿户，按照城镇家庭计算，中期将会有 64 万亿新增家庭资产配置股票、基金资产，乡村家庭按照五分之一计算，总计有 72 万亿增量空间配置，从几十年的更长时间维度来看，总计有 300 万亿以上增量配置空间。以目前 A 股总市值 94 万亿对比，市场指数中期上涨空间较大，且未考虑机构与外资配置空间。我们有理由相信，中期中国股票指数的上涨空间巨大，且大概率会创出历史新高。

短期我们看好指数继续慢牛走势，下一个目标 4000 点，指数呈现震荡走高趋势，热点依然以大科技为核心，科技牛是行情主线，同时关注反内卷受益的周期板块和政策扶持的消费板块，在经济基本面逐步好转的情况下，市场在未来有望从极端结构性牛市向均衡牛市转化。

风险提示：基本面复苏低于预期；政策不及预期；外部形势恶化。

目 录

1. 短期流动性推动是主因	4
1.1 利率持续下行是居民存款流入股市的主要动力	4
1.2 机构大户等专业投资者引领行情	5
2. 基本面预期改善提供风险偏好提升	7
2.1 经济数据较为平淡	7
2.2 支撑市场上涨的是预期改善，中国需要一定程度的科技泡沫期	9
3. 指数中期上升空间仍然巨大，远期必将创历史新高	10
4. 风险提示	14

插图目录

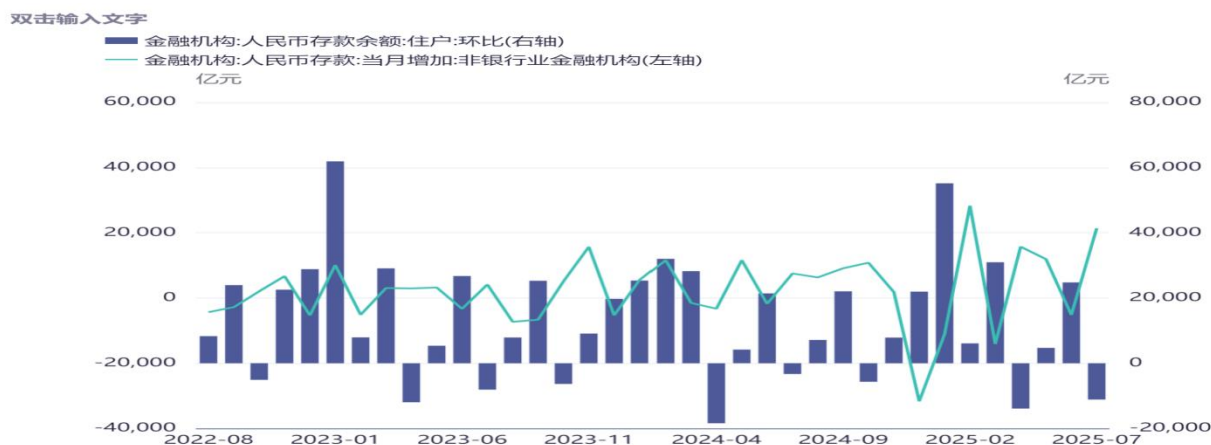
图 1：人民币存款与非银行业存款	4
图 2：利率与居民杠杆率	4
图 3：居民存款与 A 股市值比例	5
图 4：A 股开户数量（万户）	5
图 5：A 股融资余额（万亿）	5
图 6：A 股融资额占市值比例	6
图 7：两融新开户数	6
图 8：规模以上工业企业增加值增速	7
图 9：固定资产投资增速	7
图 10：社会消费品零售总额增速	8
图 11：PMI 新订单指数	8
图 12：股权风险溢价（ERP）趋势图	9
图 13：股息率/十年期国债收益率	9
图 14：中信风格指数 2025 年涨幅（%）	10
图 15：中证行业指数 2025 年涨幅（%）	10
图 16：中国商品出口金额占世界总量比重	11
图 17：中国制造业增加值占比对比图	11
图 18：人民币存款与非银行业金融机构存款	11
图 19：A 股上市公司立案调查数量（家）	12
图 20：中央汇金持股市值	12

1. 短期流动性推动是主因

1.1 利率持续下行是居民存款流入股市的主要动力

随着 A 股市场走出持续上行的慢牛走势，7 月居民存款减少 1.1 万亿，同时，非银存款新增 2.14 万亿，存款搬家效应显现。

图1：人民币存款与非银行业存款



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

利率持续下行背景下，随着房地产市场步入中期调整，居民投资渠道减少，同时，近几年实体经济中可投资机会显著减少，居民存款的两大投向房地产和实体投资都处于下降状态，而 A 股市场历史上熊长牛短，行情多呈现脉冲式特点，对居民存款整体吸引力仅仅限于脉冲行情阶段，难以长期维持。

本次开始自去年 9.24 的行情，呈现出不同于以往的慢牛行情，市场持续时间较长，市场结构性机会较多，赚钱效应开始出现量变到质变的特点，尤其是短期利率下行带来的银行理财收益率快速下行，导致居民存款意愿进一步下降，在居民收入预期较为谨慎的背景下，持续走强的股市吸引力显著提升。

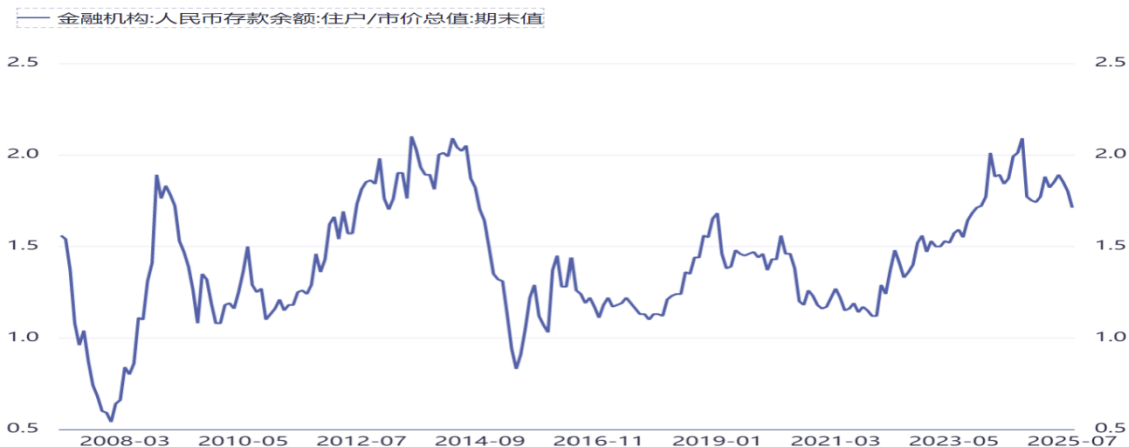
图2：利率与居民杠杆率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从居民存款与 A 股市值比值也可以看到，目前存款相对于 A 股市值处于历史高位水平，距离历史低点有较大空间，预示着居民存款搬家的空间是较大的，目前的趋势性转变仍处于初始阶段。

图3：居民存款与 A 股市值比例

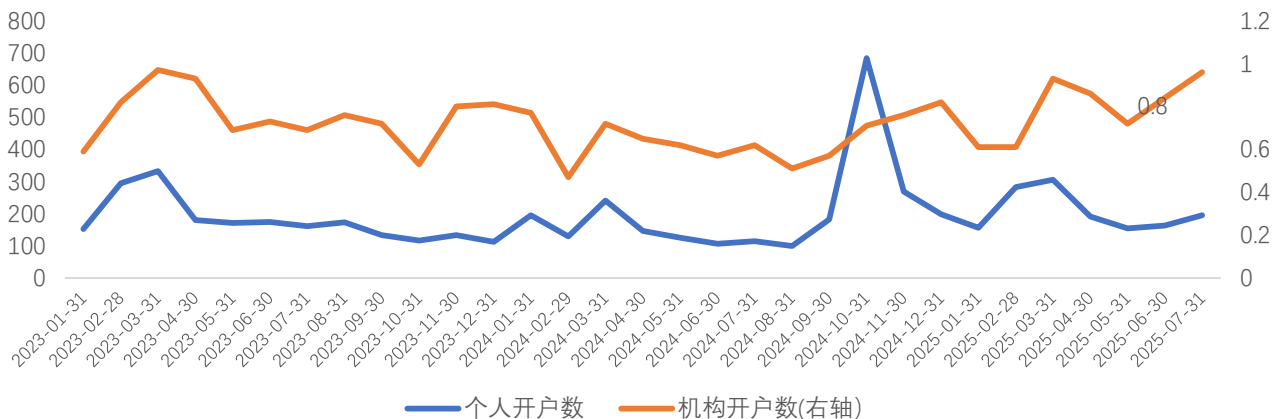


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.2 机构大户等专业投资者引领行情

从近期开户趋势来看，机构新开户积极性远高于个人，尤其是 6、7 两月开户积极性明显高于个人投资者，机构对市场的敏感度往往领先与散户。

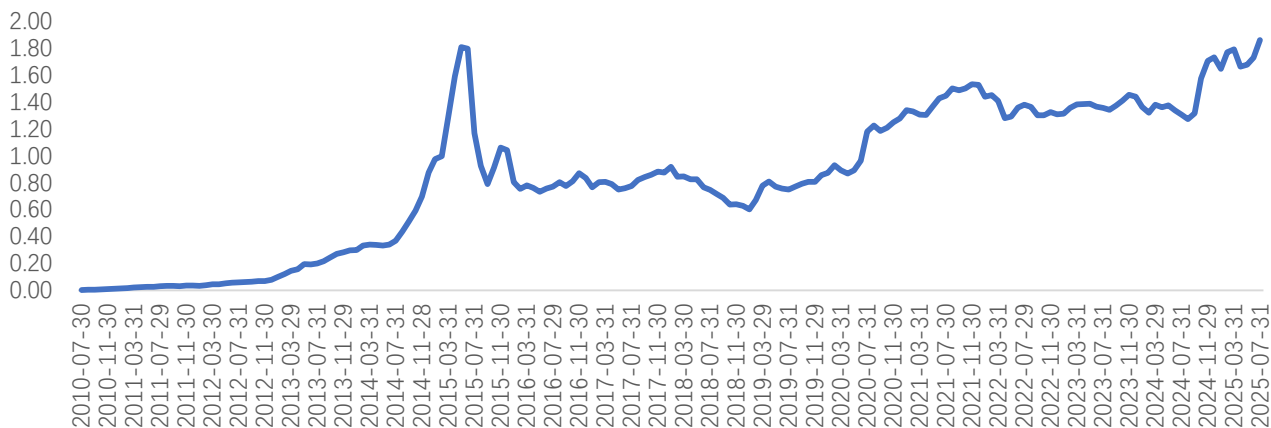
图4：A 股开户数量（万户）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

A 股融资余额已经超过 2015 年 1.81 万亿的高点，以中大户为代表的投资者入市意愿明显增强。

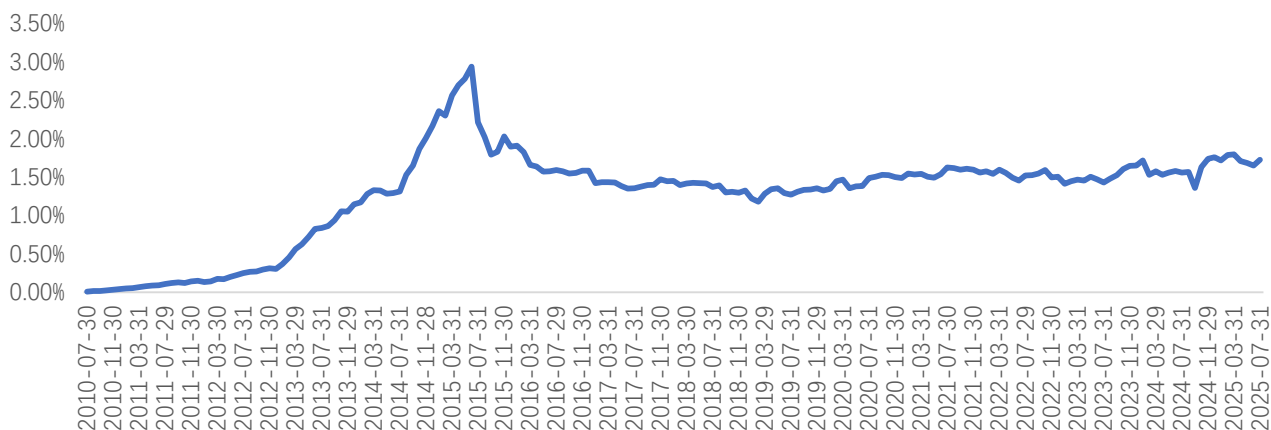
图5：A 股融资余额（万亿）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

应该看到，虽然融资绝对量已经超过 2015 年，但现在的货币供应量和 A 股市值与 10 年前相比体量都大了许多，融资相对市值占比还是明显低于当时的。

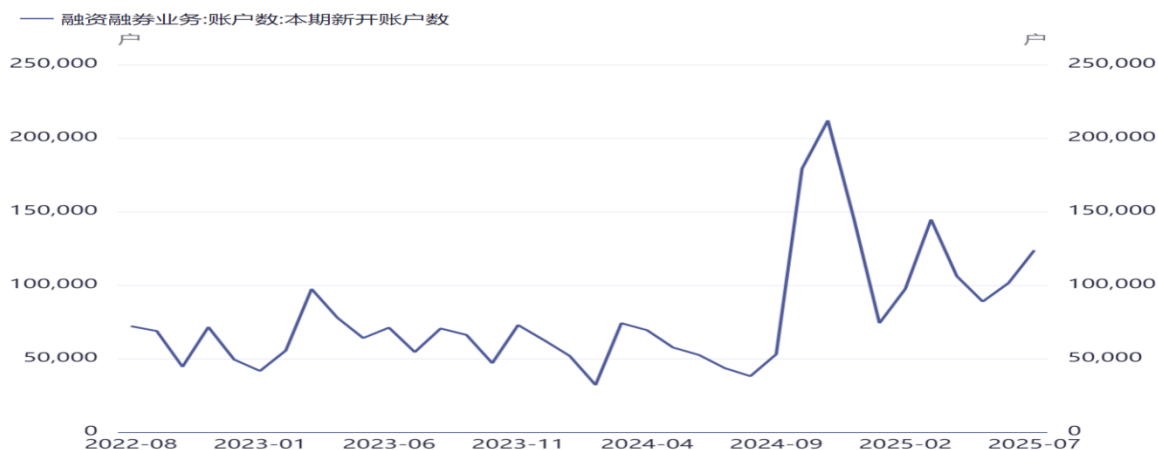
图6：A 股融资额占市值比例



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从两融开户数可以看出，开户数量并未超过去年 9.24 期间，甚至不及 2 月高点，说明市场存量客户加杠杆的意愿更强。

图7：两融新开户数



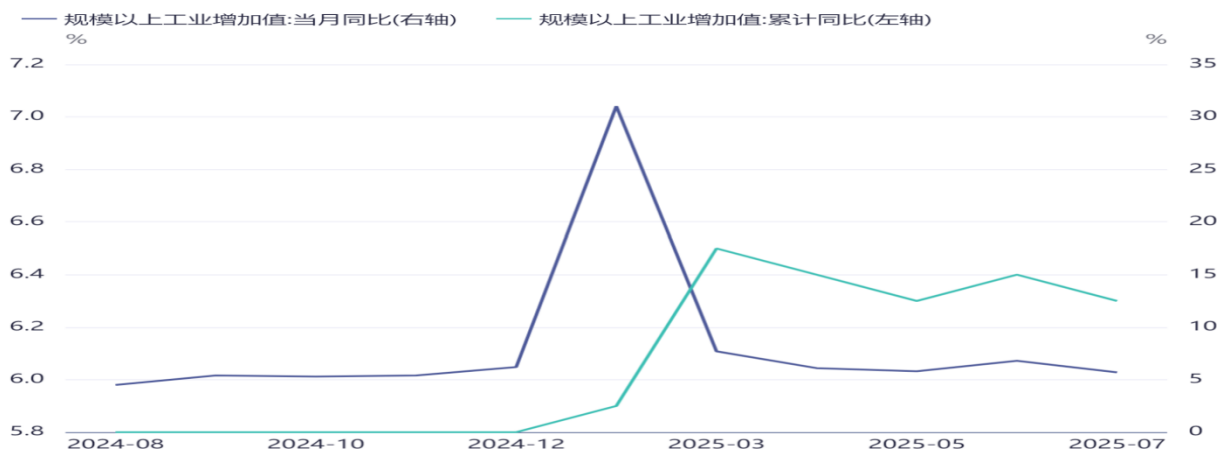
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2. 基本面预期改善提供风险偏好提升

2.1 经济数据较为平淡

规模以上工业增加值增速 7 月继续回落，预示工业生产仍处于收缩状态。

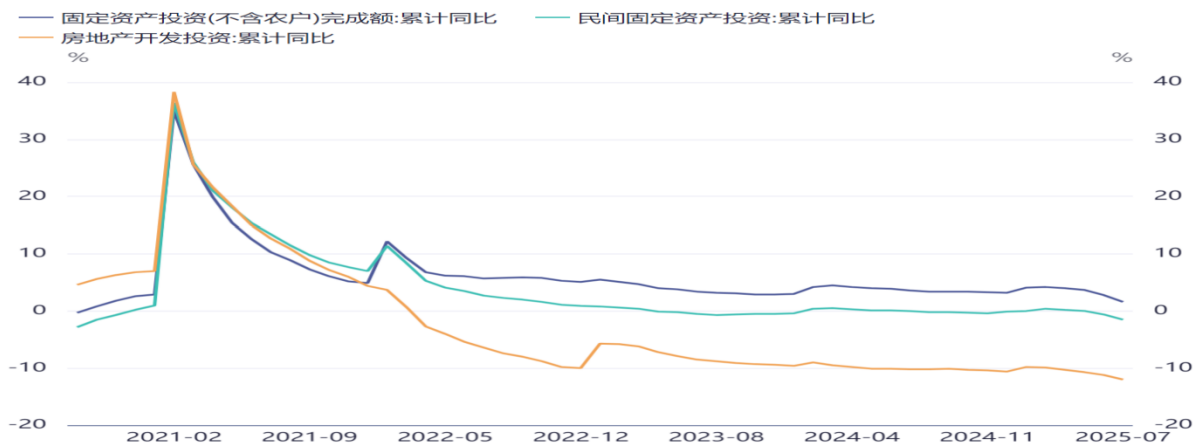
图8：规模以上工业企业增加值增速



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从固定资产投资增速可以看到，7 月增速明显回落。

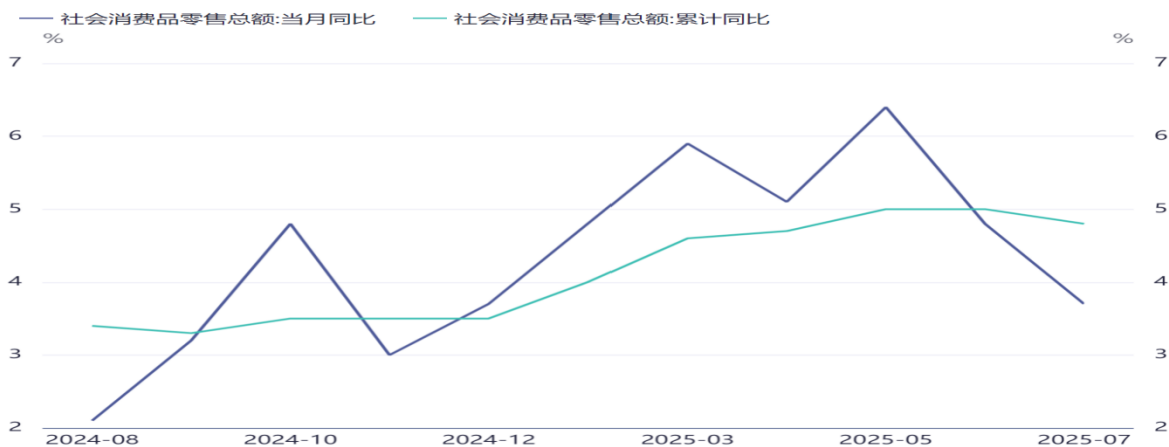
图9：固定资产投资增速



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从社会消费品零售总额增速来看，7月下滑较为明显。

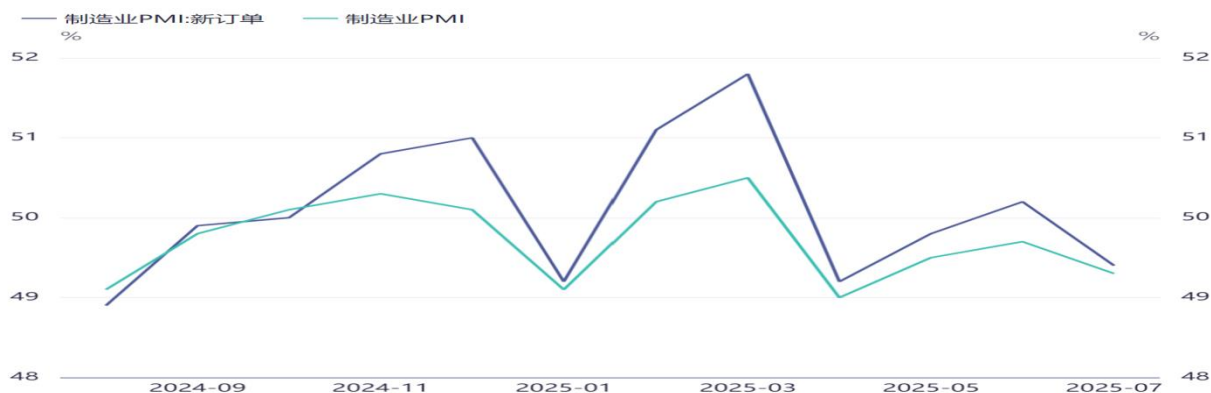
图10：社会消费品零售总额增速



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从PMI走势来看，7月也出现了明显下行，预示未来经济有再次探底的风险。

图11：PMI新订单指数



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2.2 支撑市场上涨的是预期改善，中国需要一定程度的科技泡沫

流动性推动的行情，流动性不是原因，而是表象，更多取决于流动性变化的原因，分子端短期仍处于收缩阶段，市场短期更加依赖分母端变化，中期则展望分子端改善。

分母端的无风险利率仍有下行空间，美联储主席鲍威尔释放鸽派信息，9 月美联储降息预期增强，中期利率下行空间打开，为中国利率下行提供了契机。风险溢价短期来看对市场的影响更大，市场情绪更多在交易预期改善，这其中包括政策层面、基本面层面和外部层面。

政策层面，财政托底意图明显，几大基础设施项目开工，同时，货币政策保持宽松且美国降息提供更大操作空间，同时加大刺激内需，大力提升科技实力；从基本面来看，3 季度经济即使存在一定压力，但新旧动能转换如火如荼，反内卷改善传统过度竞争行业盈利状况，市场对 4 季度经济并不悲观；从外部层面来看，中美关税谈判尚未有最终定论，但市场对此已经明显脱敏，中国出海步伐不会因此停止，全球经济格局虽然处于变化之中，中国的全球竞争力不断增强是不争的事实，外部压力最困难时刻已经过去，全球经济共振的预期逐步提升，有利于中国外部环境改善。

而短期最大核心变量是存款搬家，低利率使得更多资金进入股市，对于预期改善将会起到逐步强化的作用。从一些反应市场风险溢价指标来看，股权风险溢价已经处于趋势性上升通道。从股息率与十年期国债收益率对比也可以看到，比值水平高于 1 以上，股市吸引率相比债市始终处于优势水平。

图12：股权风险溢价（ERP）趋势图



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

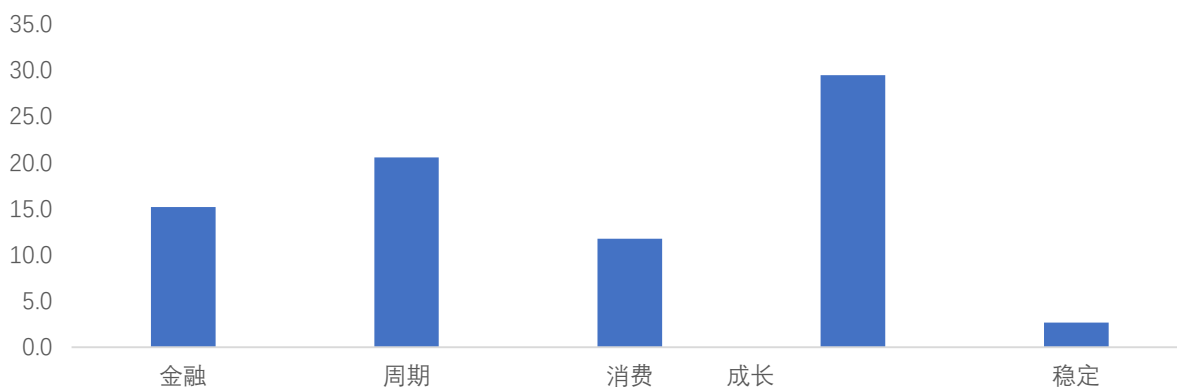
图13：股息率/十年期国债收益率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

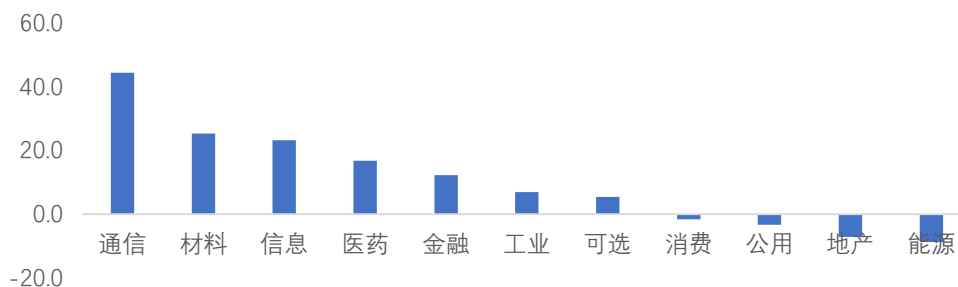
从这轮市场上涨的结构来看，呈现显著的不均衡性，结构性特征明显，前期以银行为代表的大金融提升指数突破压力位，后期进入大科技为代表的成长股领涨，大科技做为核心板块演绎牛市行情，而传统动能板块表现相对较弱，市场的风险偏好更多倾向于景气周期方向，与市场的新旧动能转化紧密相关。

图14：中信风格指数 2025 年涨幅（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图15：中证行业指数 2025 年涨幅（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

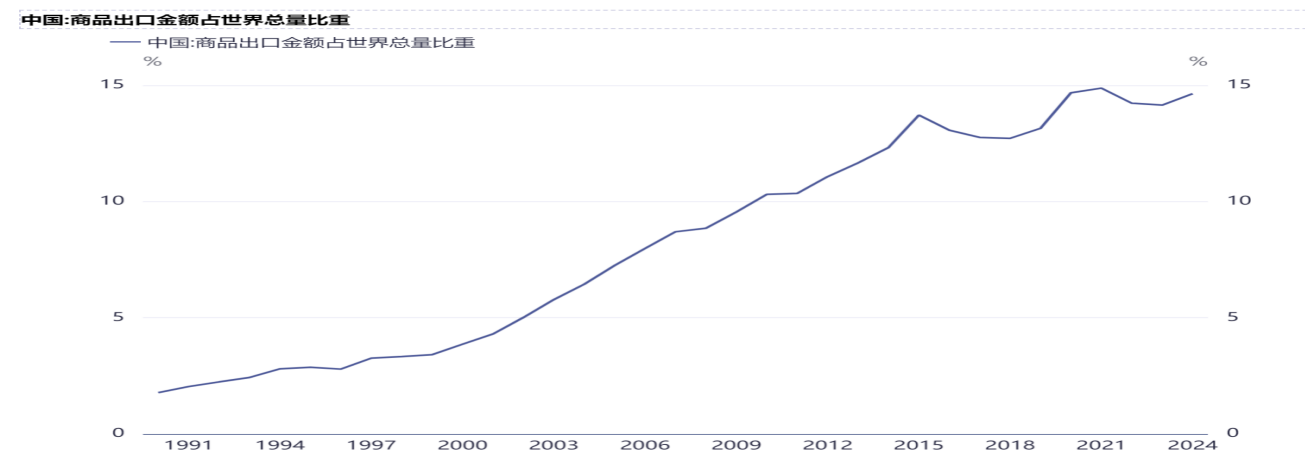
我们认为，以大科技为代表的结构性行情在相当长时间内将会是常态，中国资本市场需要一个长期的科技泡沫不断刺激新动能快速发展，一个成熟的资本市场体现的资源优化配置功能在今后较长时间内将会强化于大科技板块，形成类似于美国纳斯达克市场的结构性特征，大而美的科技巨头逐步形成，辅之以一大批高成长性中小公司，市场综合指数将很难跑赢科技指数。

3. 指数中期上升空间仍然巨大，远期大概率创历史新高

本轮指数涨到 3800 点附近，市场对指数中期空间看法仍有分歧，有对市场估值水平担忧的，有对科技股泡沫担忧的，有对基本面前景不明担忧的，可以说，每一轮牛市上涨到一定程度都伴随着各种质疑和担忧。影响市场中期上行的核心因素都是不一样的，和当时的经济发展阶段和全球经济背景紧密相连。

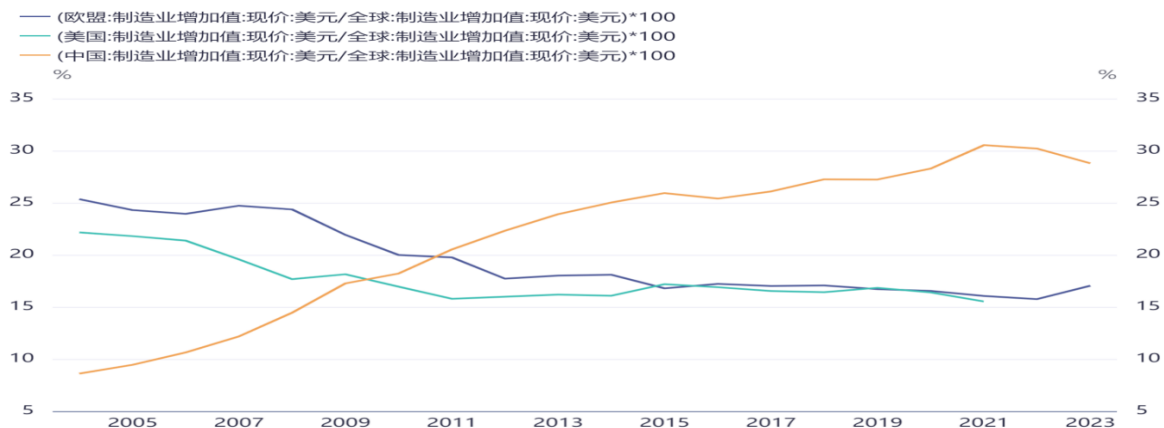
当前阶段，中国资本市场进入新的前所未来的阶段，用过往经验看待未来的市场存在较大局限性，需要打开新的思路。与过往两次 A 股牛市行情不同的是，中国经济目前在全球所处的地位已经发生较大变化，中国经济从追赶者已经向引领者转变，中国在全球的经贸体系中已经处于领先地位，已经成为全球最大的制造国，在各个重要的领域中逐步发展为全球的领先者，拥有全球最完备的产业链生态系统，我国拥有 41 个工业大类、207 个工业中类、666 个工业小类，是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。中国资产在全球的配置价值逐步显现，中国股市资产的价值重估已经从量变向质变转变。

图16：中国商品出口金额占世界总量比重



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

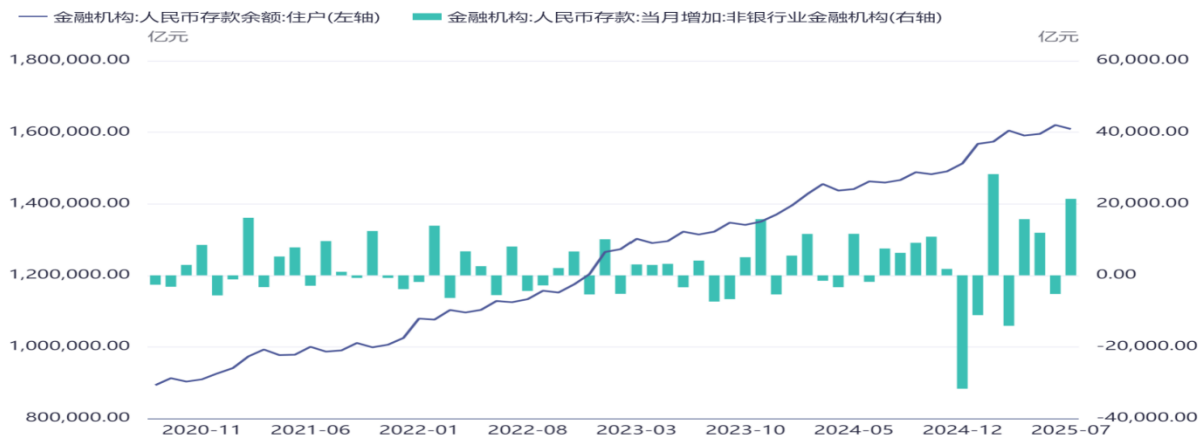
图17：中国制造业增加值占比对比图



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

低利率是当前存款搬家的主要推动者，中国资本市场长期熊长牛短的特征，使得居民对股票市场的参与度相对较低，过去两年居民存款较快增长，在去年 924 行情之前并未明显入市，究其原因在于股票市场存在的种种问题影响了投资者的信心。

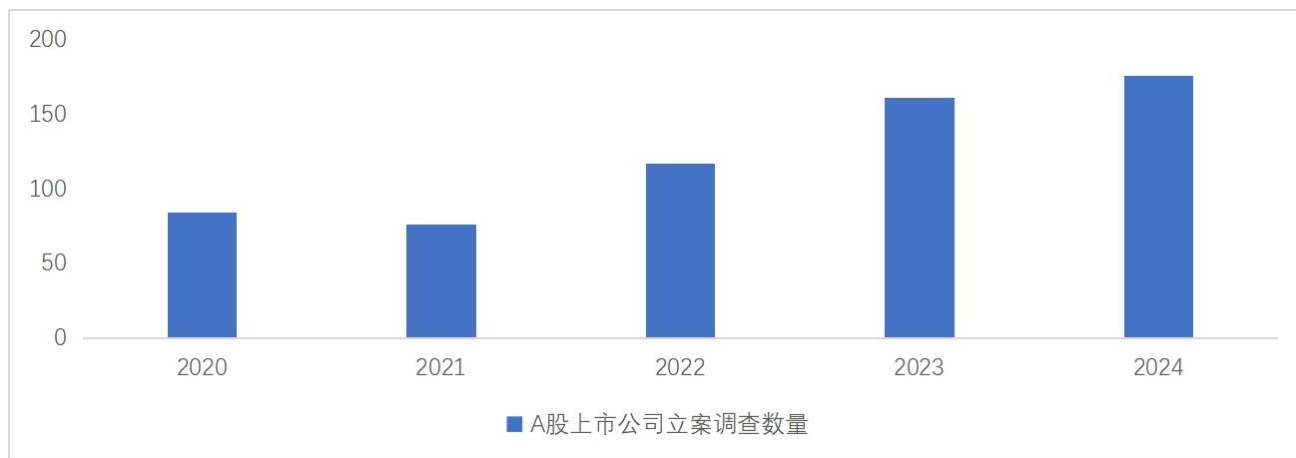
图18：人民币存款与非银行业金融机构存款



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

本轮行情的核心变量就是政策面重塑了大众对中国股票市场的信心。新“国九条”对资本市场制度建设提出了一系列举措，1+N 的政策体系里，1 是指导性政策文件，就是《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》，N 就是若干配套制度。涉及九大条款，主要包括：严把发行上市准入条件；严格上市公司监管；加大退市监管力度；加强机构监管；加强交易监管；大力推动中长期资本入市；进一步深化改革，促进新质生产力发展；推进高质量发展合力。上市公司重大违法违规查处机制日益完善，2022 年起上市公司案例调查数量明显增加，处罚力度显著增加，投资者保护机制逐步完善，上市公司违法违规成本显著提升，资本市场综合治理水平显著提升。

图19：A 股上市公司立案调查数量（家）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

管理层对市场调控力度显著增强，以中央汇金公司为代表的国家队，不断增持稳定股市，对指数调控能力日益提升，有力地维护了市场的稳定，尤其在中美关税激烈博弈期间，有效地稳定了市场指数，对国家的金融安全起到了定海神针的作用，通过国家队和引导机构长期投资价值公司，顺利突破 3400 点压力位，开启了新一轮指数上涨行情。

图20：中央汇金持股市值



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从中国资产重估和中国资本市场高质量发展两个方向来看，中国股市的长期价值将得到充分体现，目前与其他主要经济体股市长期走牛的反差将会得到纠正，中国股市长牛的格局将会形成。

从居民资产搬家的潜力来看，做为全球两大经济体，美国的经验更具有实际意义，美股也是全球最发达的资本市场，根据美联储 2022 年消费者财务状况调查（SCF），约有 58.9% 的美国家庭以直接或者间接的方式持有股票，在全球主要经济中处于较高水平，其中，美国家庭（包括未持有者的总和）直接和间接持有股票和基金占总资产比例为 35%，如果只观察实际上持有股票和基金家庭，则股票和基金占家庭资产的比例高达 54%。中国股市做为全球除美国资产之外最具投资价值的资产，随着股市不断走牛，居民参与度有望与美国看齐。

目前中国股票开户数量为 3.8 亿户左右，由于一人多户因素，实际开户数可能在 3.5 亿左右，按 14 亿人口计算占比为 25%，考虑到通过公募基金、银行理财以及养老保险企业年金间接参与股市比重较大，实际股市参与度比例不应低于 30%。根据《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，居民金融资产占比较低，住房资产占比高达 70%，金融资产占比约 20%，金融资产中股票和基金的配置占比仅约 10-15%，换算成总资产的比例为 2-3%，相比较美国家庭股票和基金配置占总资产比例超过 35%，差距较大。

根据中国人民银行 2019 年发布的《中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，中国城镇居民家庭户均总资产约为 317 万，住房资产占比 60-70%，金融资产占比 20%，其他资产（汽车、工商业经营资产等）占 10-20%，在金融资产中，现金、活期存款和定期存款超过 50%，理财产品占比约 15-20%，通常是略高于存款的收益，人寿保险、养老金占 10%，股票、基金等高风险资产约占 10-15%，占总资产比例为 2-3%，按照 2.5% 比例计算城镇居民户均持有 7.9 万股票基金资产，按照美国 35% 的水平，则中国城镇家庭未来股票、基金等资产配置可达到 110.9 万，考虑到中国资产比例里，有 60-70% 的房产，且房产负债比例较高，短期仍以金融资产内部结构性转化为主，同时房产向股市转化的进程未来可能会随着两者收益率变化有所加快，更长时间维度达到美国水平是有可能的。短期内，金融资产内现金、活期存款和定期存款以及理财向股市转化更快更直接，我们认为这个比例可能会上升较快，从目前 10-15% 上升到 50% 以上短期内有可能实现。我们按照占金融资产比例 50% 计算，中国城镇家庭未来股票、基金等资产配置可达到 31.7 万。综合来看，中国城镇家庭未来股票基金等持有数量中期可以看到 30 万，户均配置增量为 22 万，远期可以看到 100 万以上，增量超过 100 万。

根据 2020 年第七次人口普查数据，全国家庭总户数为 4.94 亿户，其中城镇家庭 2.92 亿户，乡村家庭 2.02 亿户，按照城镇家庭计算，中期将会有 64 万新增家庭资产配置股票、基金资产，乡村家庭按照五分之一

计算，总计有 72 万亿增量空间配置，从几十年的更长时间维度来看，300 万亿以上增量配置空间。

以目前 A 股总市值 94 万亿对比，市场指数中期上涨空间较大，且未考虑机构与外资配置空间。我们有理由相信，中期中国股票指数的上涨空间巨大，且大概率会创出历史新高。

短期我们看好指数继续慢牛走势，下一个目标位是突破 4000 点，指数呈现震荡走高趋势，热点依然以大科技为核心，科技牛是行情主线，同时关注反内卷受益的周期板块和政策扶持的消费板块，在经济基本面逐步好转的情况下，市场在未来有望从极端结构性牛市向均衡牛市转化。

4. 风险提示

基本面复苏低于预期；政策不及预期；外部形势恶化。

分析师简介

林阳

中国社科院金融学硕士，长期从事行业和策略研究，曾任中信建投策略分析师、东兴证券基金部基金经理、自营部投资经理，目前为东兴研究所策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526