

策略周评 20250817

谁在“做多”，谁仍“畏高”？

2025 年 08 月 17 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 蒋琚逸

执业证书：S0600525040004

jiangjy@dwzq.com.cn

自 4 月关税冲击以来，A 股已开启长达四个月的趋势性行情，慢牛格局逐渐显现。近期市场热度进一步上升，本周后半周沪指接连突破去年高点 3674、3700 两大关口，成交额站上 2 万亿元。趋势性行情下，各路资金谁在“做多”，谁仍“畏高”？

■ 近期市场上行突破主要由活跃资金驱动

- 1、**游资活跃度创年内新高。**8 月上半月，龙虎榜上榜营业部日均成交金额达 308 亿元，创今年以来月度级别新高。市场情绪指数较全 A 展现出更好弹性，同样反映短线情绪高涨。
- 2、**杠杆资金持续净流入。**自 6 月下旬起，杠杆资金持续净流入，期间累计规模超 2000 亿元，推动融资余额突破 2 万亿元关口。两融交易额占比提升至 10%以上，交易热度显著提升。
- 3、**私募发行端扩容显著、仓位提升。**今年以来私募备案规模扩张，上半年量化产品成为市场增量主力，收益均值约 16.3%，备案总数达 2448 只，占全市场私募证券产品备案总量的 45%；而量化私募机构数量仅占总私募数的不到 15%。7 月私募主观多头凭借其仓位集中、进攻性强等优势，单月回报表现达 5.9%，反超量化多头（5.7%）。整体来看，上半年私募仓位持续提升，基于华润信托数据，6 月私募股票多头平均仓位为 61.1%，较去年年末提升 5.3pct，预计二季度私募资金净流入接近 2000 亿元。

■ 散户正在入场，但整体“畏高”情绪偏重，参与度还不高

今年以来，散户直接参与股市的热情难言高涨，整体偏观望态度：

- 1、**场外散户尚未“跑步进场”。**5 月以来，个人投资者新开户逐月边际改善，但绝对数值仍偏弱。7 月，上交所 A 股新增开户 196 万，基本与 4 月持平，低于 2、3 月，显示场外居民资金尚未出现集中涌入的迹象。
- 2、**场内散户有加仓动作，但力度有限。**从趋势看，今年散户资金流入速率明显慢于去年“924”后。近几周，小单刻画的散户资金流相比 5-6 月边际回升，本周净流入 1134 亿元，但活跃程度较一季度周均 1312 亿元还有较大差距，凸显其“畏高”情绪。证券客户保证金变动也可侧面印证：地方统计局数据显示，6 月保证金余额增速 19.4%，仍处于 2015 年以来 64%、2019 年以来 58%的分位水平。

过去几年市场调整形成的“疤痕效应”，也抑制了散户通过间接渠道布局 A 股的意愿：

- 1、**ETF 方面**，与“924”后资金大幅净流入不同，今年以来剔除国家队增持后，存量 ETF 净赎回超 2000 亿元。近期，散户偏好的 ETF 净赎回进一步扩大，本周净流出 161 亿元，达 2024 年以来单周新高，推测主要受散户止盈情绪驱动。
- 2、**主动权益方面**，从混合型基金月度份额变动看，年初至今存量产品净赎回 1296 亿份。新发产品中，近期偏股基金发行强度有所提升：6 月至 8 月中旬被动产品合计成立 704 亿份，主动权益浮动费率产品新发 303 亿份，二者合计占偏股基金新发的主要部分，但整体发行强度与近 10 年历史水平相比仍偏弱。

由此可见，目前散户对本轮上涨行情的“牛市”属性仍存犹豫，主要原因在于：

- 1、**趋势确认需要更强的信号。**散户或需看到更持续、有力的上涨以确认趋势。

相关研究

《并购重组跟踪（三十一）》

2025-08-11

《全球市场反弹：美联储降息预期又升温——港股&海外周观察》

2025-08-11

- 2、**直接参与难度加大。**去年“924”是市场超跌后的估值修复，呈普涨行情，赚钱效应显著，利于散户入场；而今年大盘的上涨呈现结构性特征，轮动快、节奏难把握，若追涨杀跌，投资体验与获得感均有限。
- 3、**解套赎回压力显现。**随着近期指数突破，越来越多主动偏股基金净值接近或回到成本线，部分散户倾向获利了结。从历史经验看，2023年以来市场回暖常伴随存量基金解套与净赎回，如去年10月大幅净赎回1165亿份，因此未来负债端赎回压力或将持续。不过，赎回资金后续仍可能通过新发基金或ETF等渠道回流市场。

■ 展望后市，FOMO资金有望逐步入场

居民资产搬家是不可忽视的趋势力量。

- 1、**低利率产品到期后，资金有望向权益资产腾挪。**居民定期存款、理财产品预计在今年下半年到明年进入到到期高峰，低利率环境下，定期存款、理财产品的吸引力将会下降，居民资金有望向权益资产进行迁移，为市场带来增量流动性。
- 2、**本轮居民资金入市进度偏缓。**今年6月，居民存款达162万亿，创下历史新高；相对全A总市值处于2008年以来74%历史高位，与12年中、19年初水平相近。7月居民存款减少1.1万亿，非银存款环比多增2.14万亿，提示资本市场回暖、利率下行驱动的居民存款搬家已初现端倪。
- 3、**从资金流量看，居民端潜在增量资金充裕。**2014-15年杠杆牛及2019-21年核心资产行情期间，散户类资金（保证金变动+公募新发）净流入约3.8万亿元、5.6万亿元；而本轮自去年9月至今年6月，仅约1.5万亿，结合M2及A股总市值的扩大，本轮居民资金入市的潜在空间还有很大。

外资、险资等机构资金也有望加大流入。

- 1、**弱美元趋势下，外资有望流入。**基于外汇管理局口径，今年以来外资已扭转此前净减持态势，5-6月净增持境内股票和基金188亿美元。从中期维度看，弱美元依然是基准假设，美元下行周期中全球流动性将加速外溢，全球风险资产、尤其是新兴市场资产将会走强。
- 2、**险资等中长期资金也将加大入市。**一季度保险资金运用余额环比增加5%，预计约有4000多亿规模投向股市。年内保险资金长期投资试点加速推进，三批试点合计金额2220亿元正陆续投入市场。政策引导下，险资等中长期资金入市力度有望进一步加大。

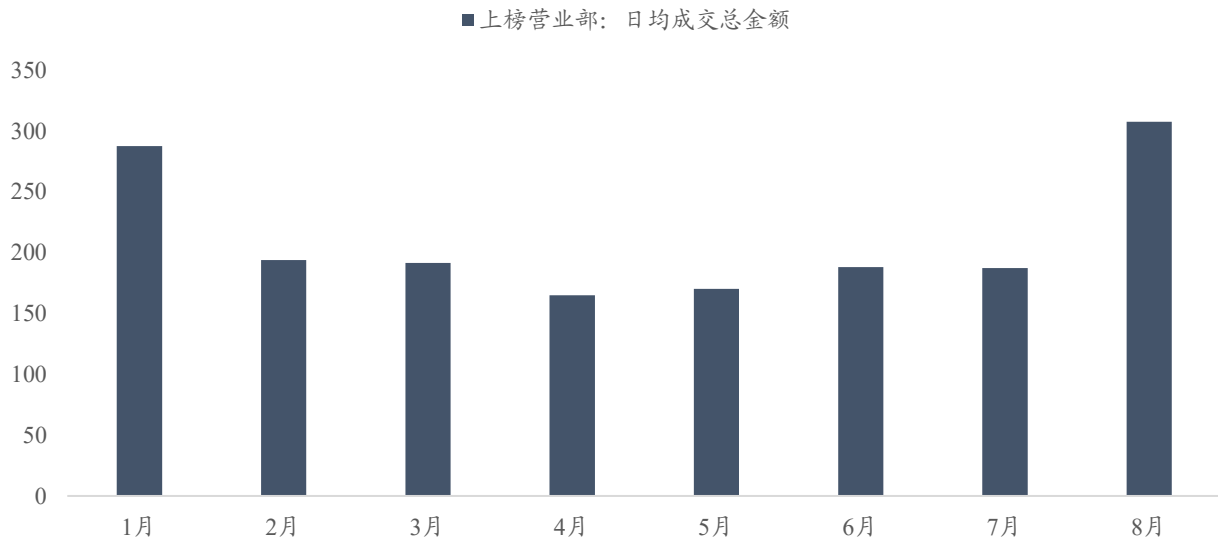
■ 总结与展望

总结而言，自4月关税冲击以来，A股慢牛行情的形成主要由活跃资金驱动，游资活跃度创年内新高，杠杆资金持续净流入，私募发行端扩容显著、仓位提升。散户正在入场，但对本轮上涨行情的“牛市”属性仍存犹豫，整体“畏高”情绪偏重，目前参与度还不高。

展望后市，短期来看，在流动性驱动下市场有望维持相对强势，在指数高位运行、尝试突破前高的过程中，可能会经历波动放大、震荡整固的阶段。行业配置上，建议关注：1)科技方向相对低位的消费电子、智驾、国产算力、AI软件；2)新消费、反内卷相关品种；3)主题投资如商业航天、脑机接口等。中期维度，政策底、资产荒和美元降息周期三重逻辑均未改变，市场趋势向上依然具备确定性。FOMO资金将逐步入场，居民资产搬家是不可忽视的趋势力量、潜在增量资金充裕，外资、险资等机构资金也有望加大流入。

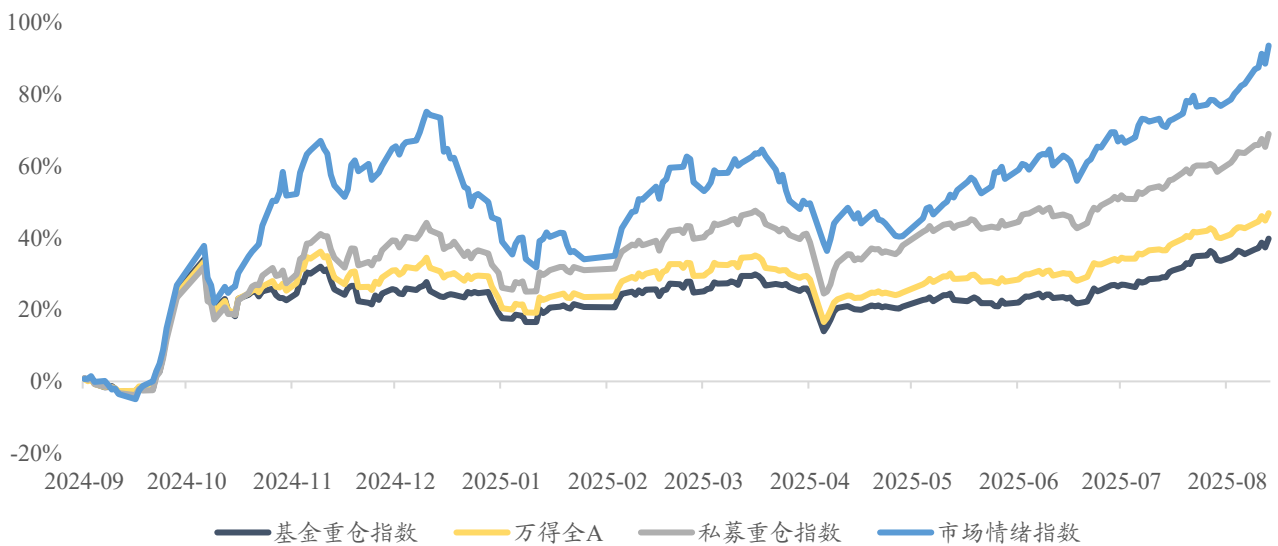
- **风险提示：**经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险等

图1：龙虎榜上榜证券营业部日均成交金额（单位：亿元）



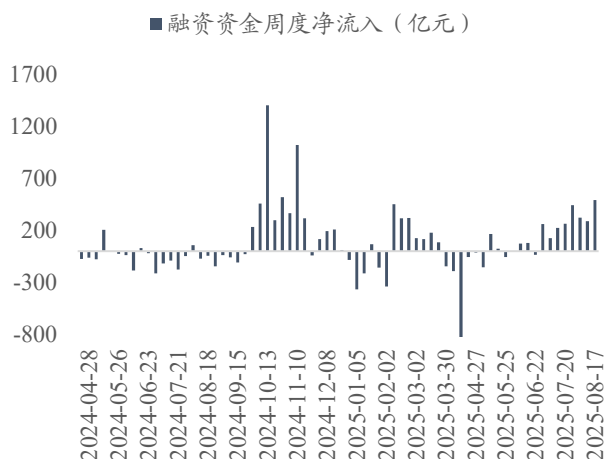
数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图2：市场情绪等指数去年9月以来累计涨跌幅（单位：%）



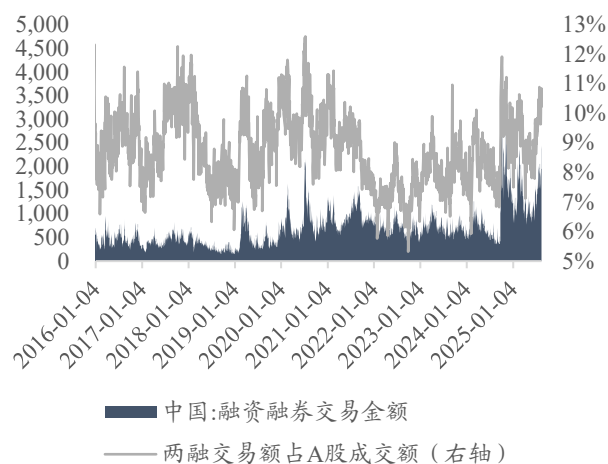
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2023 年以来碳酸锂价格持续承压



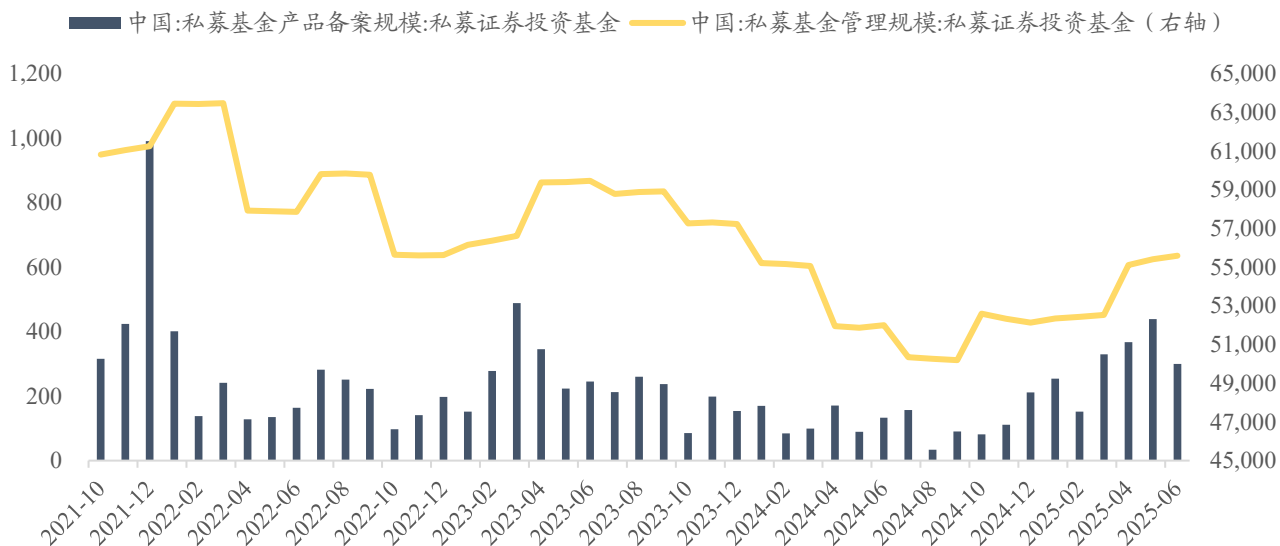
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2023 年以来光伏硅料、组件价格持续下跌



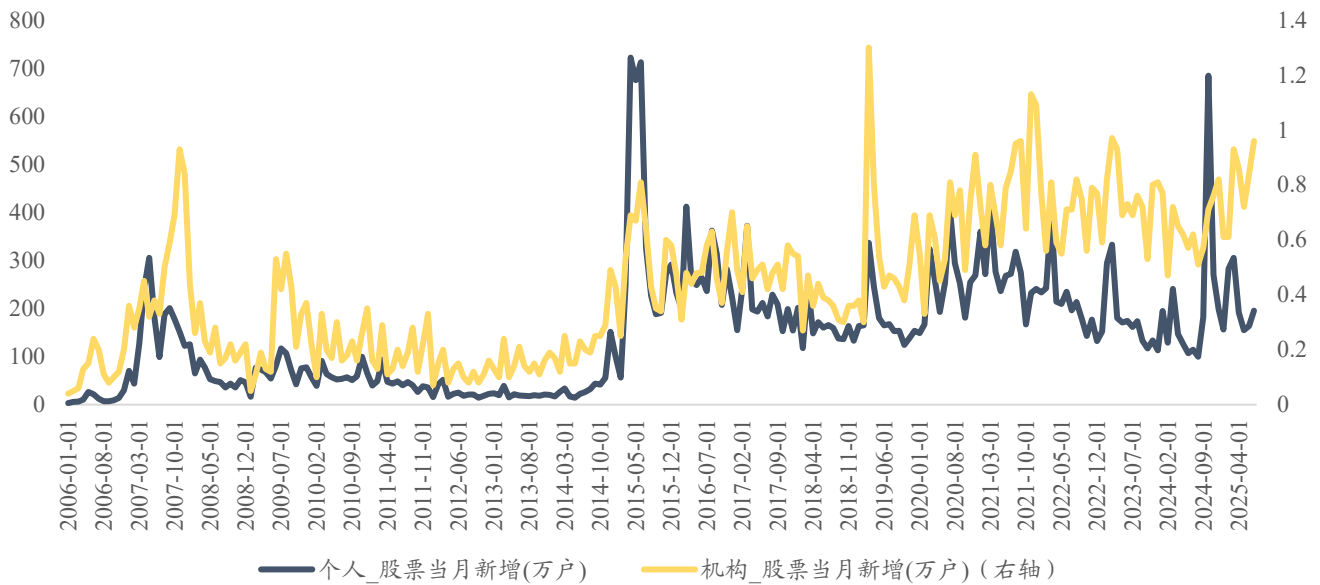
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：私募产品备案规模呈扩张趋势（单位：）



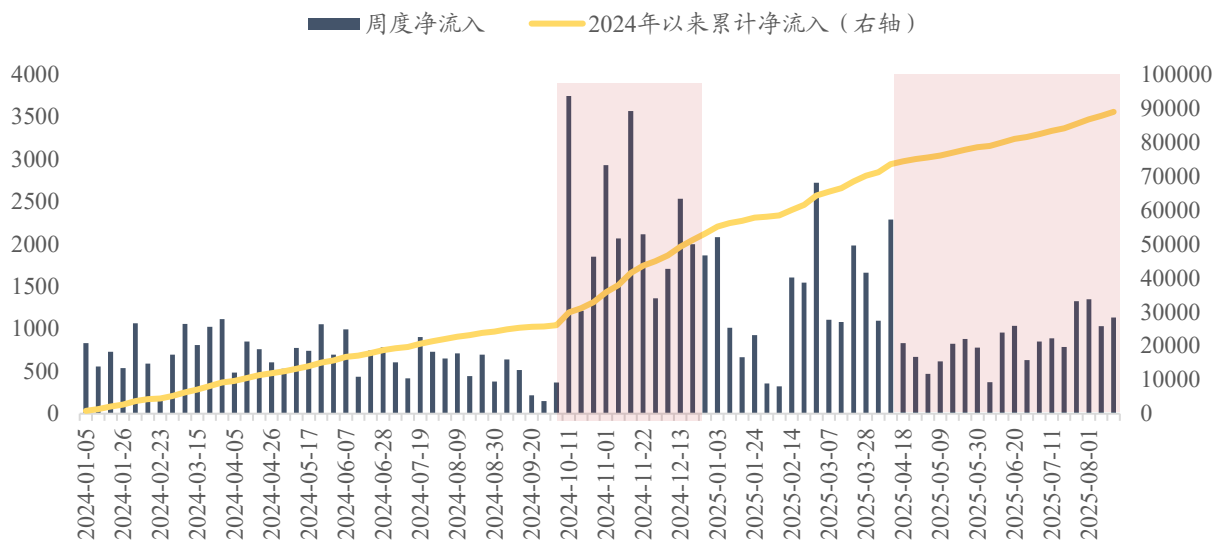
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：上交所投资者开户统计（单位：万户）



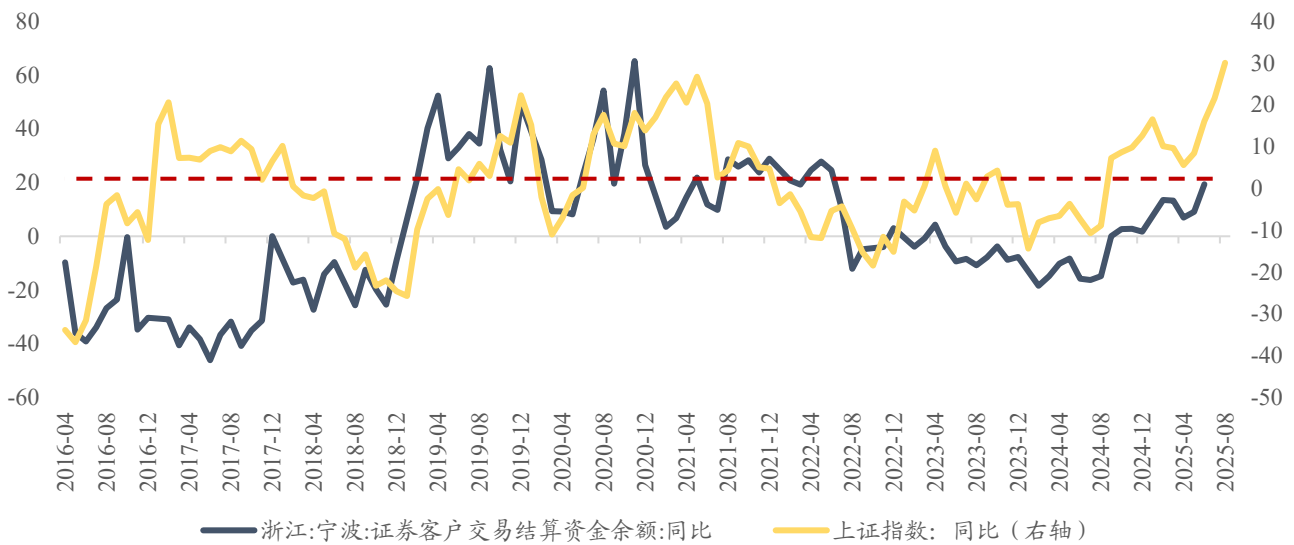
数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图7：以小单刻画的散户资金净流入（单位：亿元）



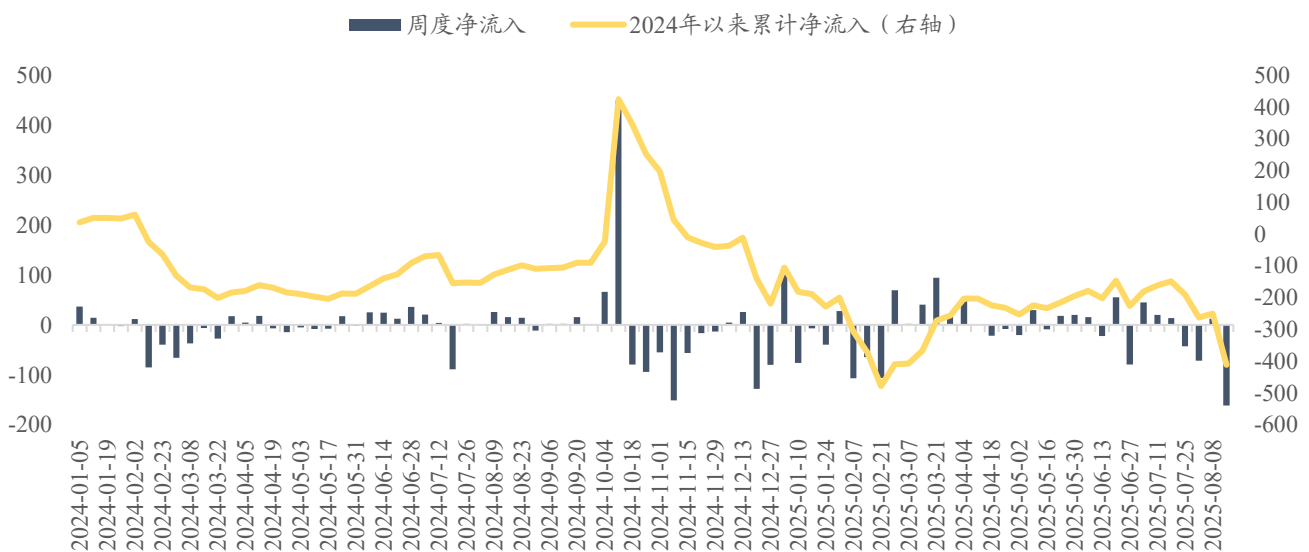
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：地方统计局口径下，当地证券客户保证金余额增速仍处于偏低位（单位：%）



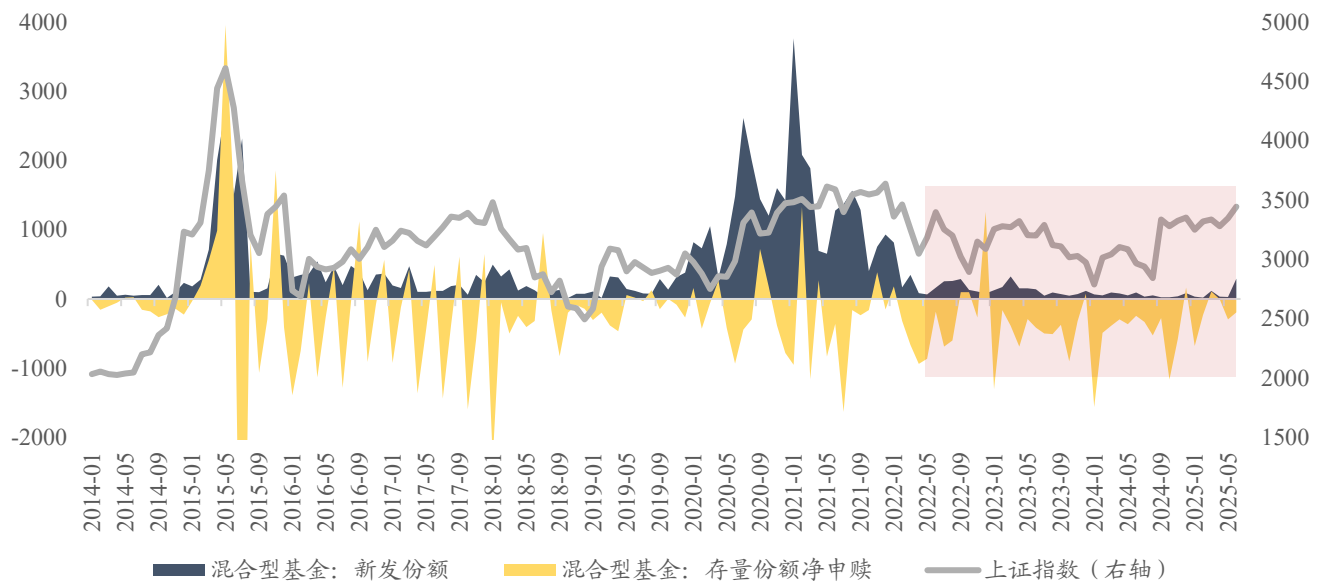
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：散户偏好的ETF资金周度净流入情况（单位：亿元）



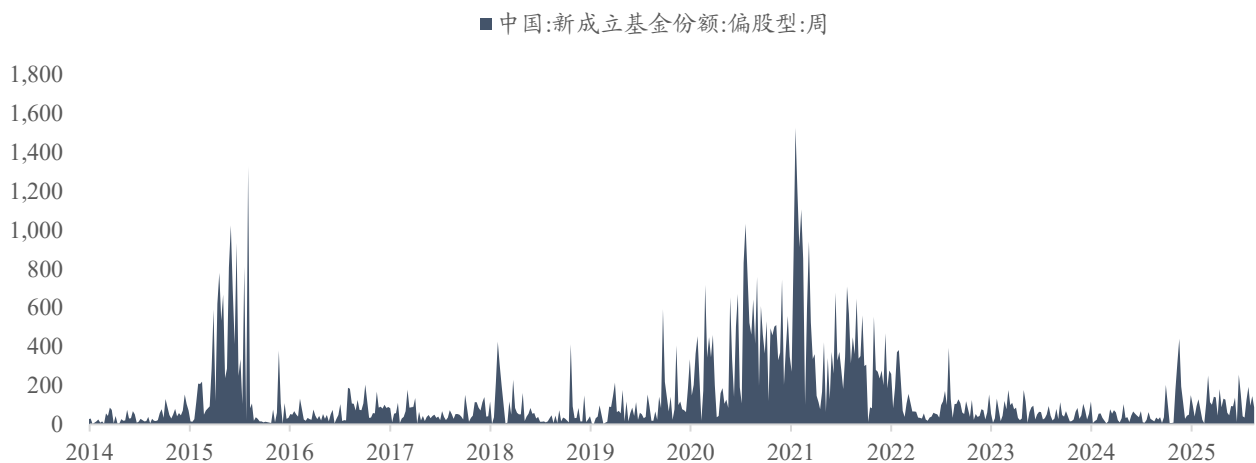
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2023年以来市场回暖常伴随存量基金解套与净赎回（单位：亿份；点）



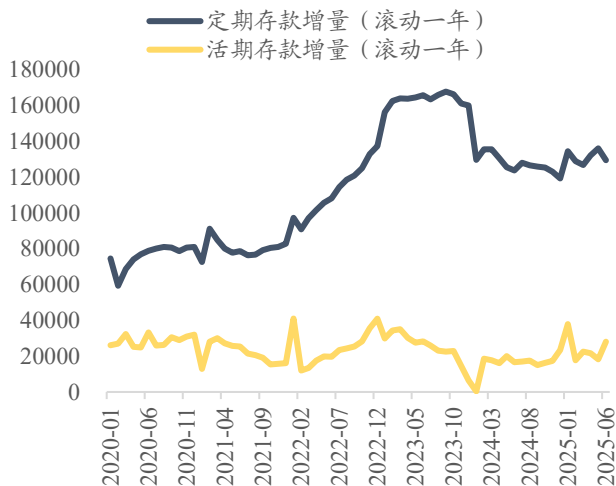
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：近期基金发行强度提升，但与近10年来历史水平对比仍偏弱（单位：亿份）



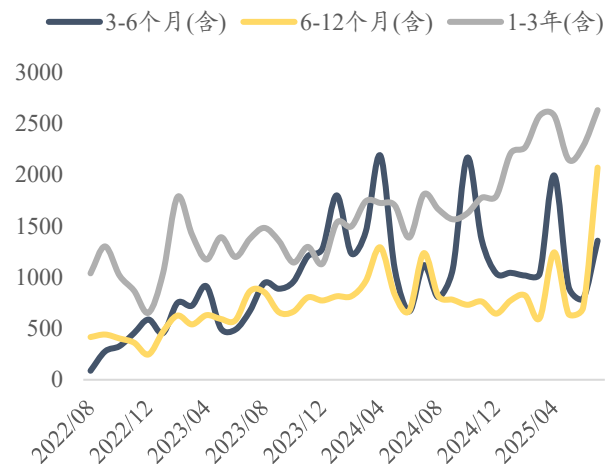
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12: 今年下半年居民存款到期高峰 (单位: 亿元)



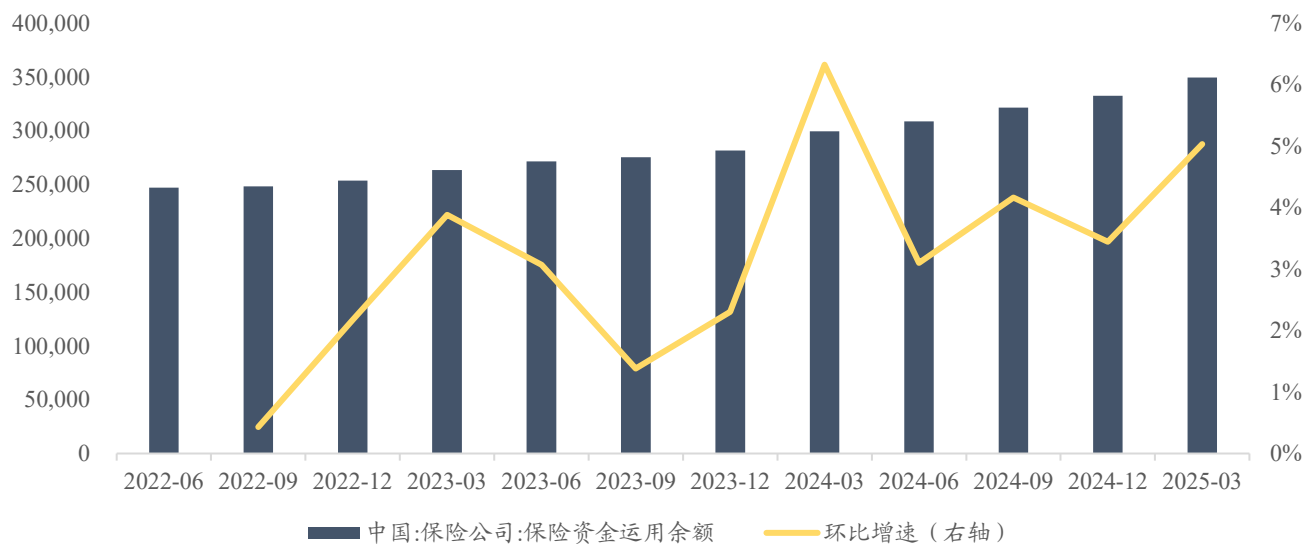
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 未来一年将有大规模理财到期 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 一季度保险资金运用余额环比增加 5% (单位: 亿元; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>