



宏观经济点评

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

见微知著：谁是市场的增量资金？

7月A股迎来自下而上的牛市氛围，市场的火热是流动性宽松与政策预期共振的结果，情绪改善来自外部环境的积极变化。我们将市场资金分成四类——国家队、机构、散户、外资，尝试剖析7月A股牛市的增量资金来源

散户是核心驱动力。7月上交所新增开户196万户，小单资金净流入环比大增39%，杠杆资金显著活跃——两融余额突破2万亿，融资占比升至10.4%，且集中涌入医药、电子等热点板块。同时，固收理财、货基及黄金ETF份额缩减，印证散户资金正从避险资产转向股市。

外资呈现自发回暖迹象。北向资金日均成交额环比增长36.3%，成交占比同步提升。海外中国主题ETF近一月净流入1.99亿美元，达去年全年的47%，头部中概股ETF单月吸金创阶段性新高。

机构资金流向存在分化。公募基金仓位降至71.4%的多年低位，主动加仓乏力；但险资成为重要长线力量，一季度权益配置规模达3604亿，同比增92%，政策引导下其增配趋势将持续。

国家队托市力度减弱。宽基ETF持续净流出，汇金等国有资金在现有市场热度下入场必要性降低。

本轮行情由散户情绪升温与外资回流主导，险资提供长期支撑。后续持续性取决于居民理财迁移进度及弱美元背景下的全球流动性环境。

风险提示

1) 公开数据存在滞后性；2) 国内外局势与资本市场政策出现超预期变化。



7月，A股迎来自下而上的牛市氛围，创业板指单月涨幅超过8%，沪深两市日成交额屡屡站上1.5万亿的台阶。

市场的火热是流动性宽松与政策预期共振的结果，情绪改善来自外部环境的积极变化。全球“TACO”交易和联储降息预期日趋成熟为美元流动性改善提供支点。在弱美元带来的流动性宽松环境中，全球权益市场7月表现多数上涨，越南指数上涨近10%，新兴市场整体跑赢发达市场。

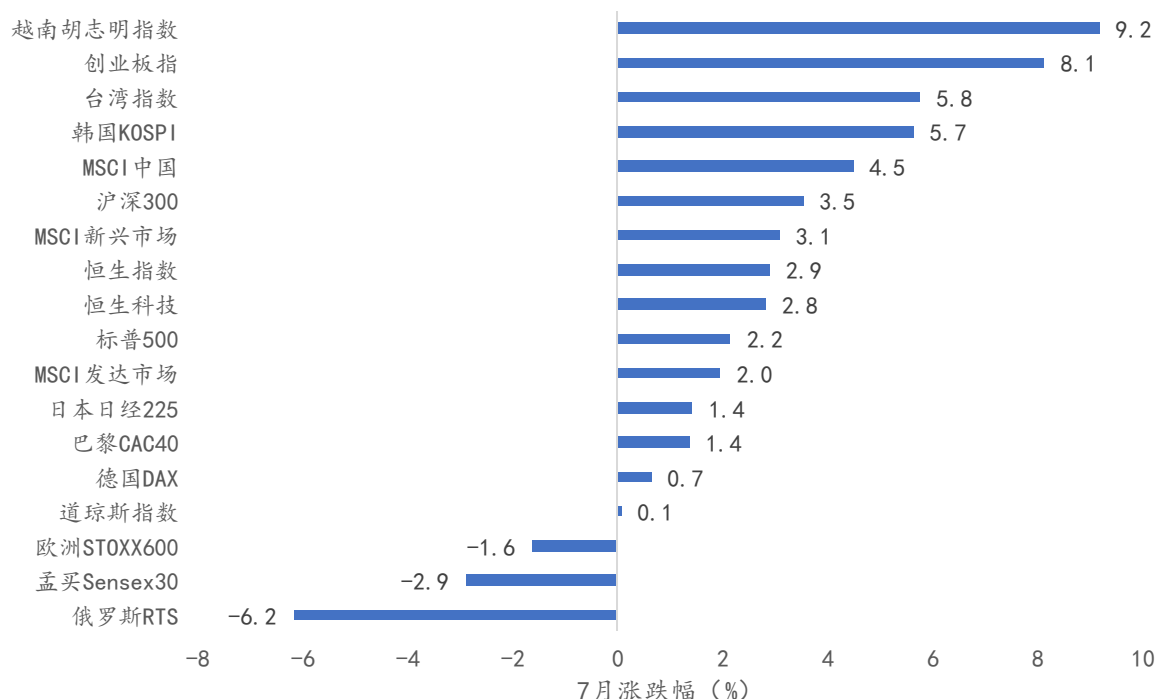
牛市气氛里，是哪类资金在为A股推波助澜？我们将市场资金分成四类——国家队、机构、散户、外资，一探究竟。

图表 1：A股成交额持续上升



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 2：2025 年 7 月全球权益市场收涨居多（%）



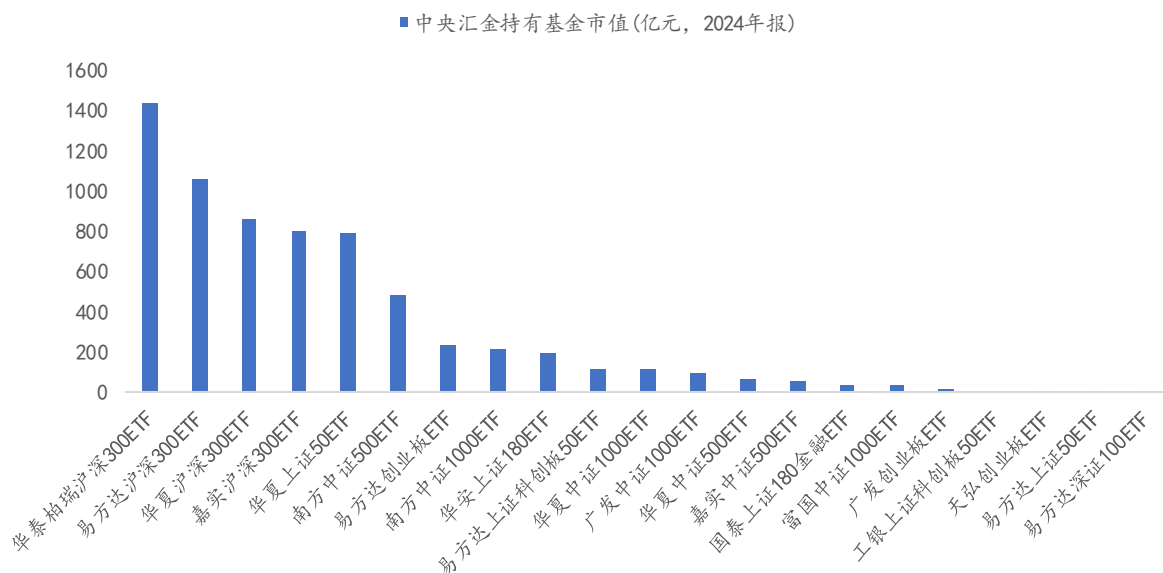
来源：Wind, 国金证券研究所

一、国家队：意料之中的缺席



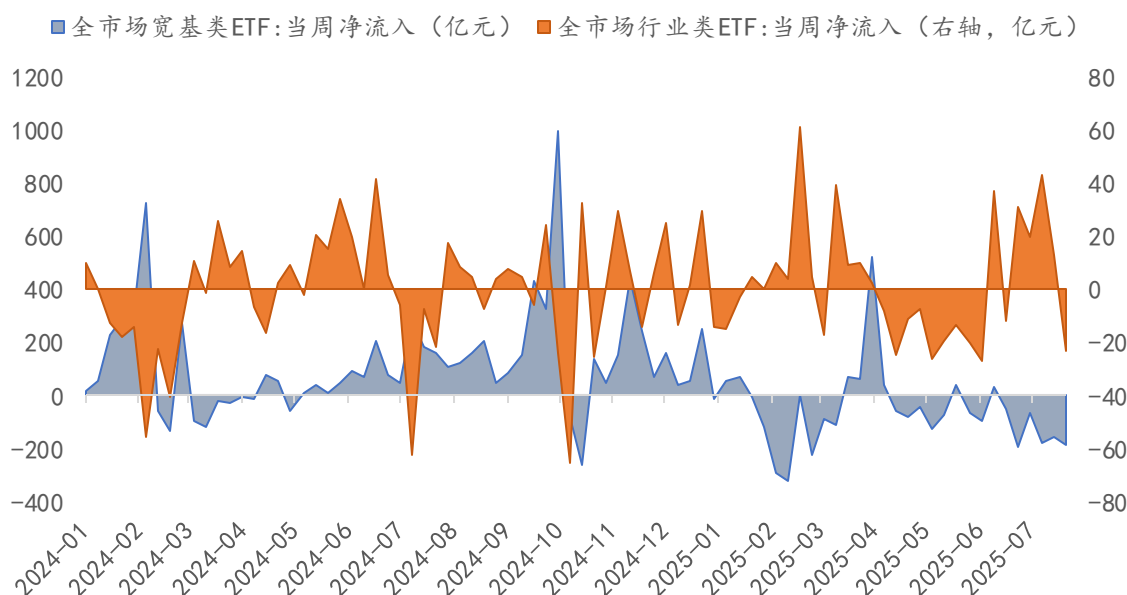
中央汇金公司的国有资金被视为市场的“定海神针”，其主要持有沪深 300、上证 50、中证 500 等宽基 ETF。今年 5 月以来，宽基类 ETF 持续净流出，而表征市场资金的行业类 ETF 则在 7 月迎来持续净流入。在当前市场点位和成交热度下，国家队下场的必要性或许有限。

图表3：中央汇金所持有的ETF基金总市值（亿元）



来源：Wind, 国金证券研究所

图表4：A股全市场宽基类ETF、行业类ETF资金净流量



来源：Wind, 国金证券研究所

二、机构：公募加仓动力有限，保险资金稳步入市

自 7 月以来，单笔挂单超百万元的机构“超大单”资金持续净流出；同时，公募基金重仓的科技、金融、消费等板块日均成交额节节攀升。

结合 2025 年公募二季报数据，主动偏股型公募基金 A 股股票仓位占比 71.4%，过去一年继续下降了 3.8 个百分点，目前资产净值为 3.4 万亿，是过去 20 个季度以来的新低。由此看，公募基金主动加仓动力有限，重仓板块的成交热度

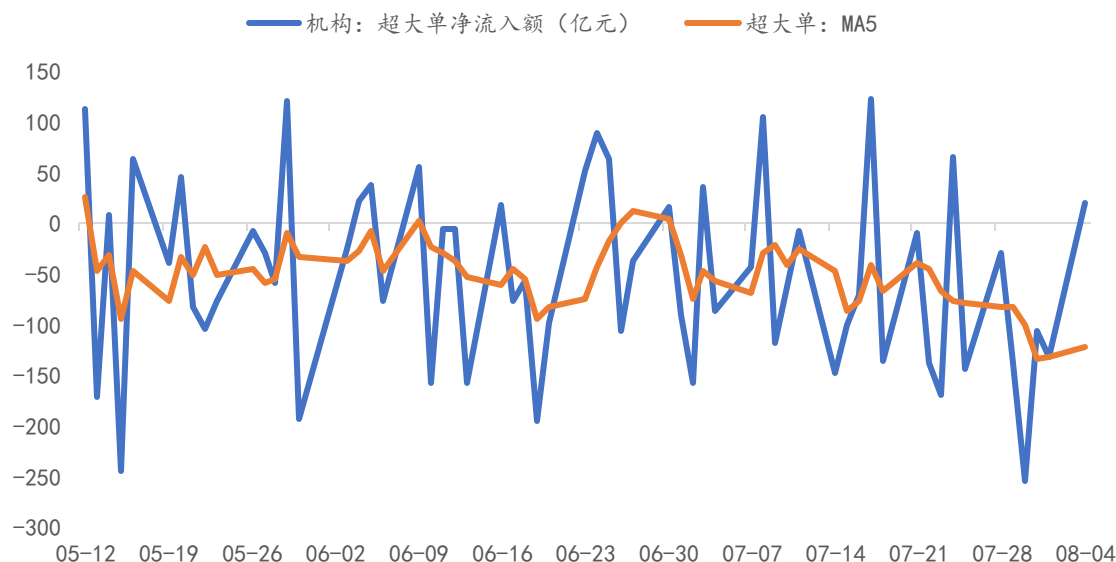


或由其他资金贡献。

其中险资入市是一个长期变量。根据 Wind 数据，今年一季度财产险和人身险公司新增持有股票与证券投资基金规模达到 3604 亿，创 2022 年三季度以来新高，是去年同期的 1.92 倍。

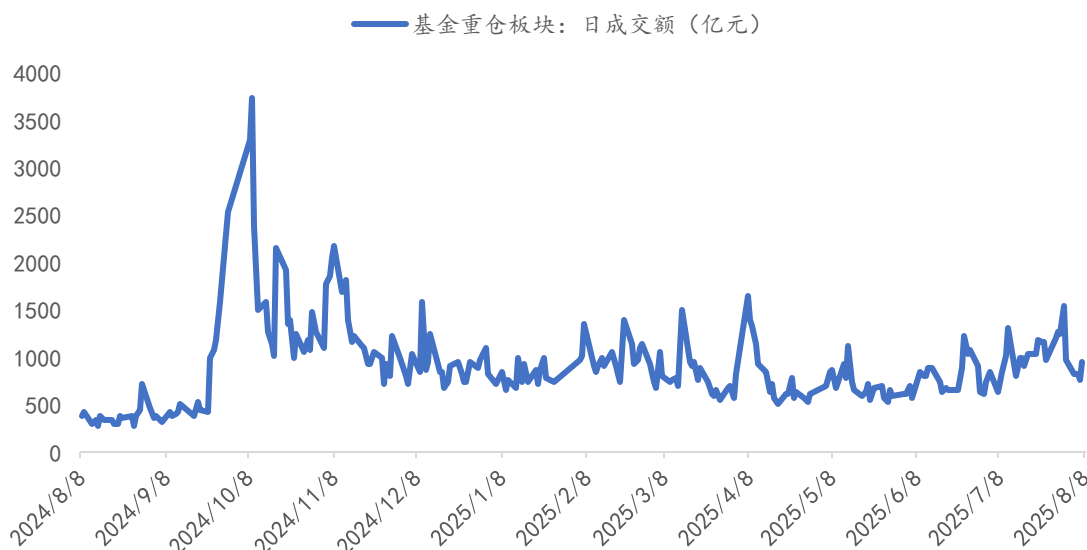
今年 1 月，政策层要求大型国有保险公司力争从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股，并在现有基础上继续稳步提高投资股市的比例¹，险资的配置力量值得重视。

图表5：机构超大单净流入规模持续下降



来源：Wind, 国金证券研究所

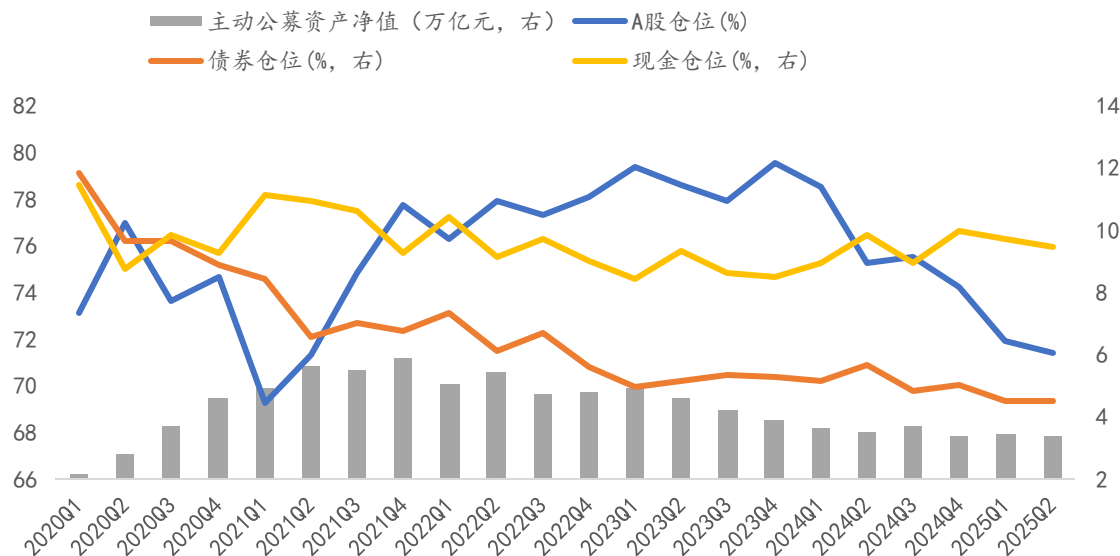
图表6：7月基金重仓板块成交额有所上升



来源：Wind, 国金证券研究所

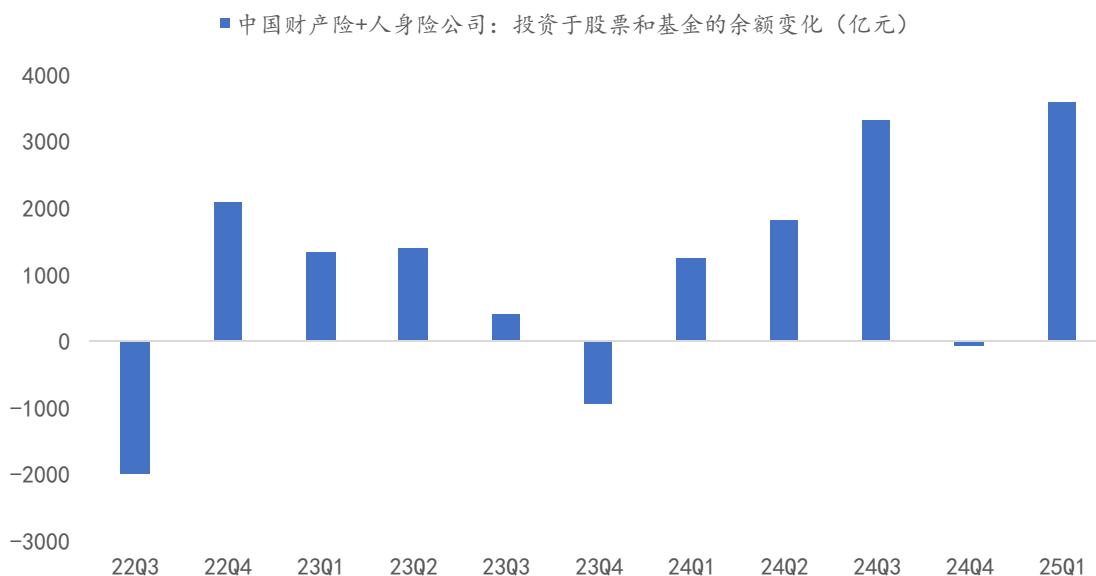
图表7：25Q2主动偏股类公募资产净值整体持稳，A股仓位进一步下降

¹ https://www.gov.cn/zhengce/202501/content_7000658.htm



来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 今年一季度险资入市节奏加快



来源: Wind, 国金证券研究所

三、散户: 主题炒作的主力军

7月牛市行情中, 散户是主要的增量资金来源。一方面, 中小投资者开户数量有所回升, 7月上交所A股新增开户数量达到196万户, 虽低于去年“924行情”时的热度, 却也居近三年来60%分位数水平以上。另一方面, 挂单额低于4万元的小单净流量持续上升, 7月全月净流入额较6月环比大增39%。此外, 7月A股龙虎榜成交总额达338亿元, 较6月增加7.5%, 市场对于短线炒作的情绪有所上升。

更值得注意的是, A股杠杆资金正在卷土重来。截至7月31日, 融资余额占市场总成交额的比例为10.4%, 较6月底上升了0.94个百分点。且两融余额仍在进一步攀升, 8月5日两融余额时隔10年重破2万亿大关, 与十年前不同的是, 当前A股杠杆结构更加健康, 融资余额占比较十年前的高点20%仍有差距。

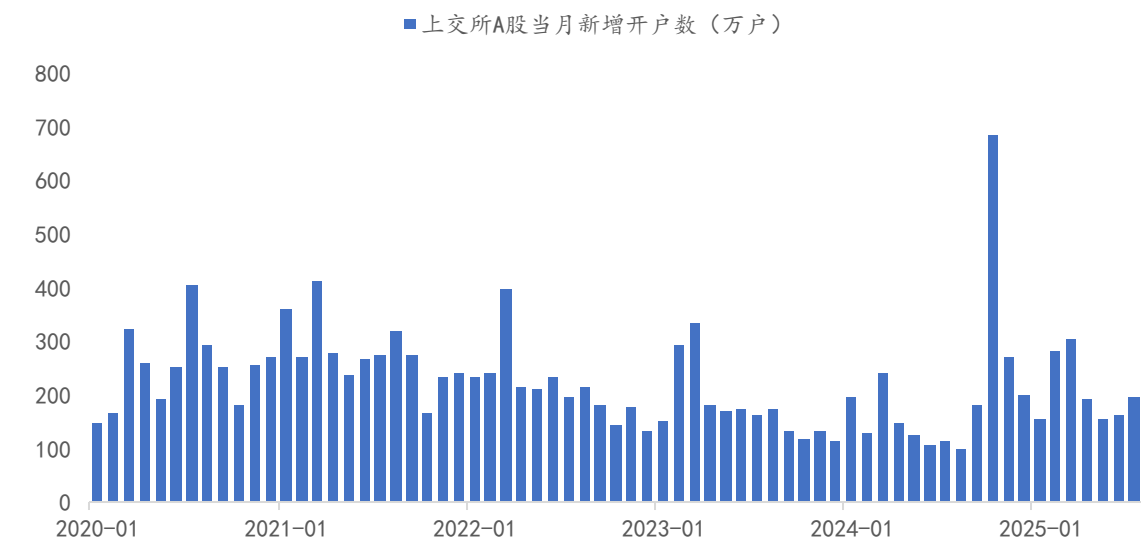
从板块上看, 杠杆资金7月主要买入了医药生物、电子、计算机、电力设备、有色金属等热点主题行业, 支撑了上述



行业的短期股价表现。

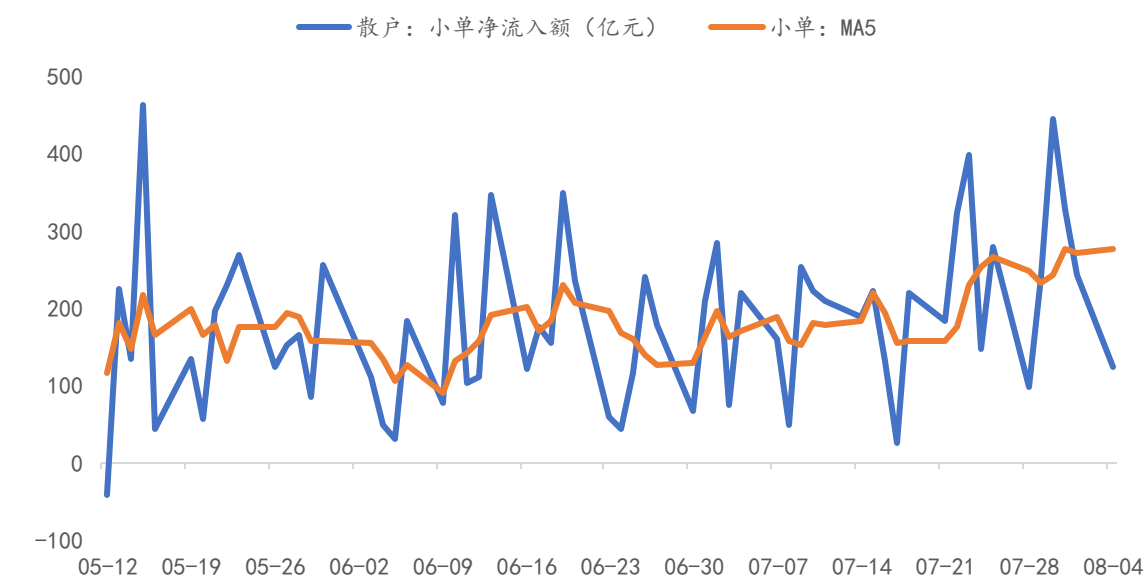
同时，散户资金也在从其他避险资产中撤离。根据 Wind 统计，7 月全市场固收类理财产品规模环比减少 217 亿元，货币型基金份额减少 95 亿份，债券型基金份额增加 157 亿份，国内前三大黄金 ETF 份额分别减少 2.2 亿份、0.1 亿份、1.2 亿份。以上现象佐证了散户对本轮主题牛市的炒作情绪。

图表9：7月上交所当月开户数小幅上升



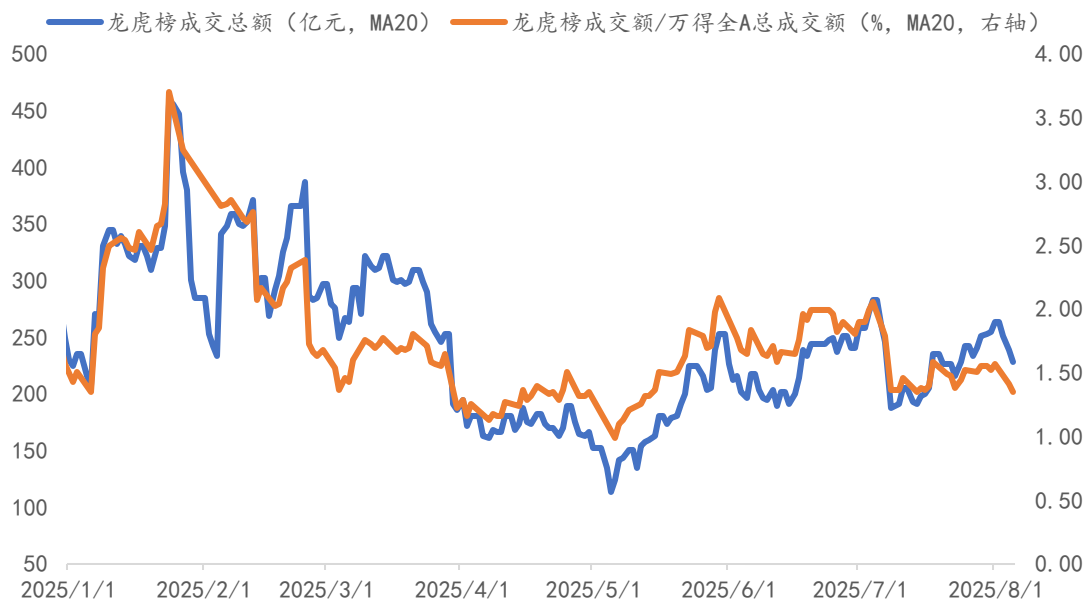
来源：Wind, 国金证券研究所

图表10：散户小单净流入规模持续上升



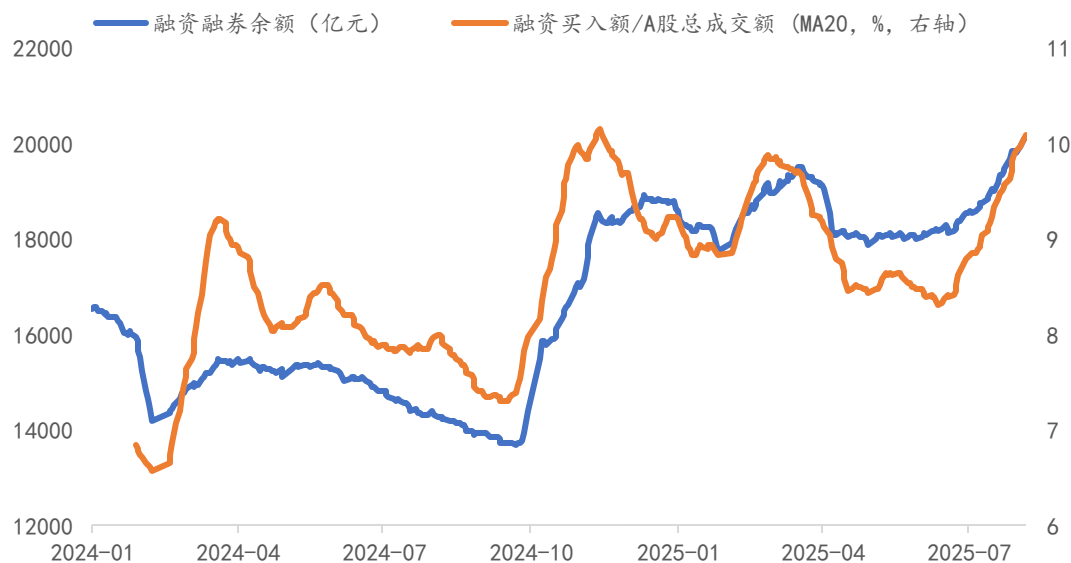
来源：Wind, 国金证券研究所

图表11：7月龙虎榜成交总额上升，但成交额占A股总成交比重变化不大



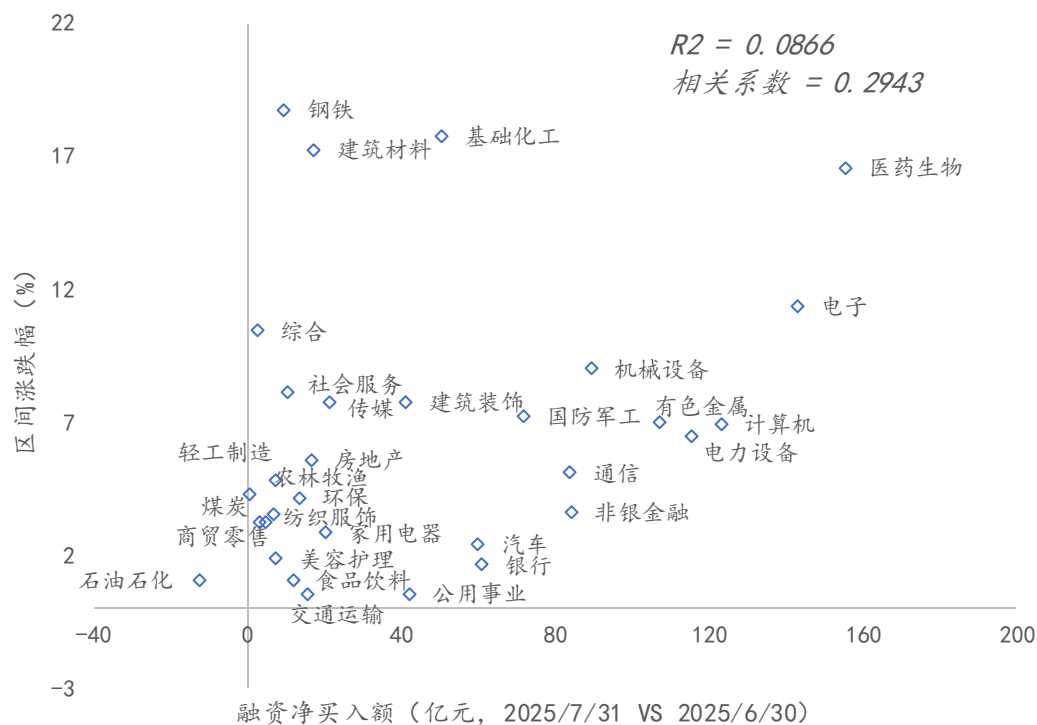
来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 两融余额、融资资金成交占比



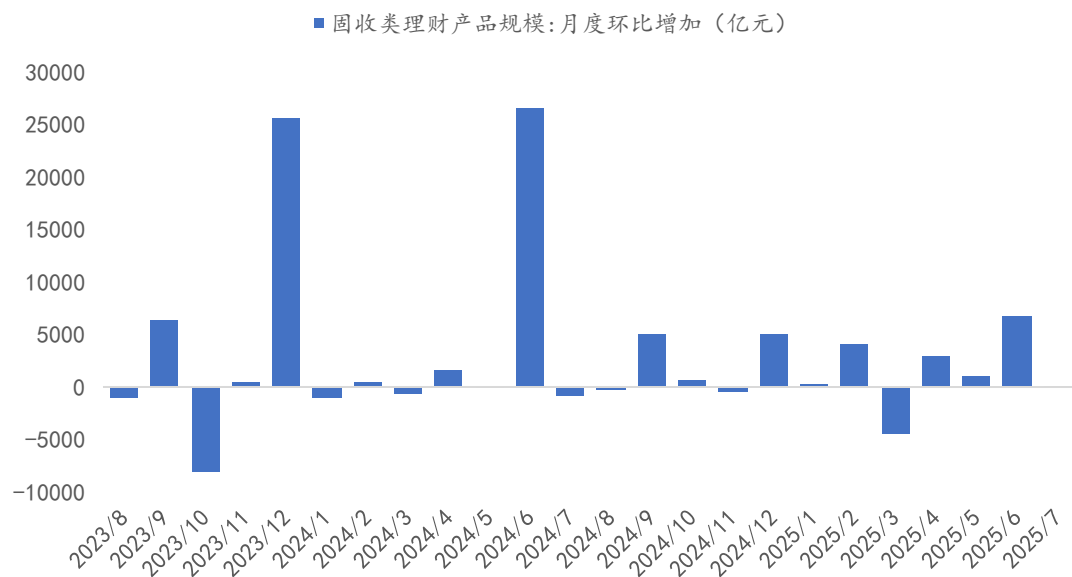
来源: Wind, 国金证券研究所

图表13: SW一级行业7月表现与融资资金净买入存在一定正相关



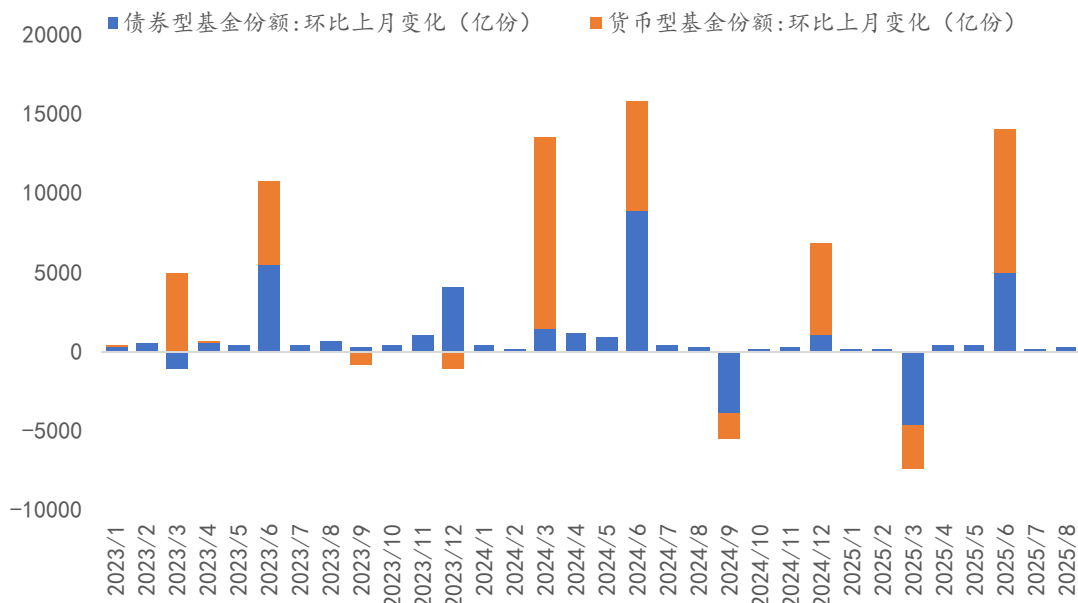
来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 7月全市场固收类理财产品规模环比下降216.62亿元



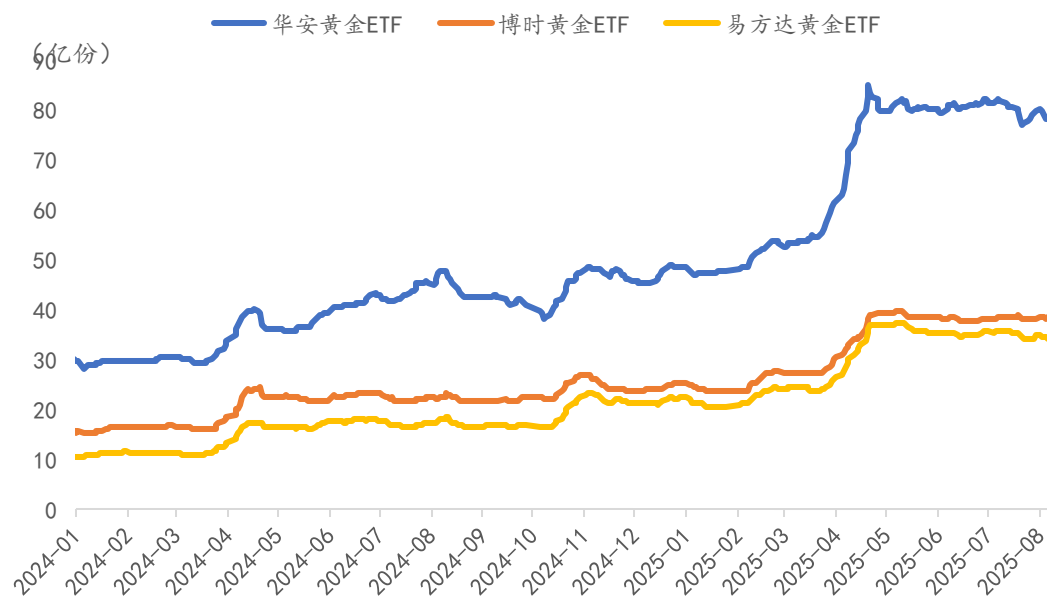
来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 7月全市场货币型基金份额减少95亿份, 债券型基金份额增加157亿份



来源：Wind, 国金证券研究所

图表16：截至7月末，国内前三大黄金ETF基金份额分别为79.43亿份、38.04亿份、34.38亿份



来源：Wind, 国金证券研究所

四、外资：情绪略有回暖

散户交易火热的同时，沉寂许久的外资也在逐步回归。7月北向资金日均成交额 2024 亿元，较 6 月大增 36.3%，也是自 924 行情以来首度出现日均成交额与成交占比同时上升的情形（以 20 日移动均值视角来看），这或许说明本轮外资回暖的“自发性”更强。

彭博跟踪的 212 只海外上市且侧重投资中国市场的 ETF 显示，截至 8 月 8 日，近一个月整体 ETF 净流入规模达到 1.99 亿美元，超过近三个月总和，并达到去年全年净流入总和的 47%。

其中，资产规模第一的“金瑞基金中证海外中国互联网 ETF”7 月净流入 8.8 亿美元，为今年 2 月 Deepseek 行情以来的新高；资产规模第二的“iShares 安硕 MSCI 中国 ETF”7 月净流入 3.5 亿美元，为去年 924 行情以来的新高。



整体而言，本轮牛市行情中，国家队托市力度减弱，公募机构行为谨慎，保险资金持续入市，情绪层面的增量资金则来自散户与外资。展望未来，A股和H股行情的持续性，取决于居民理财搬家进度和弱美元释放的全球流动性。

图表17：北向资金日度成交额、北向成交额占全A总成交的比重



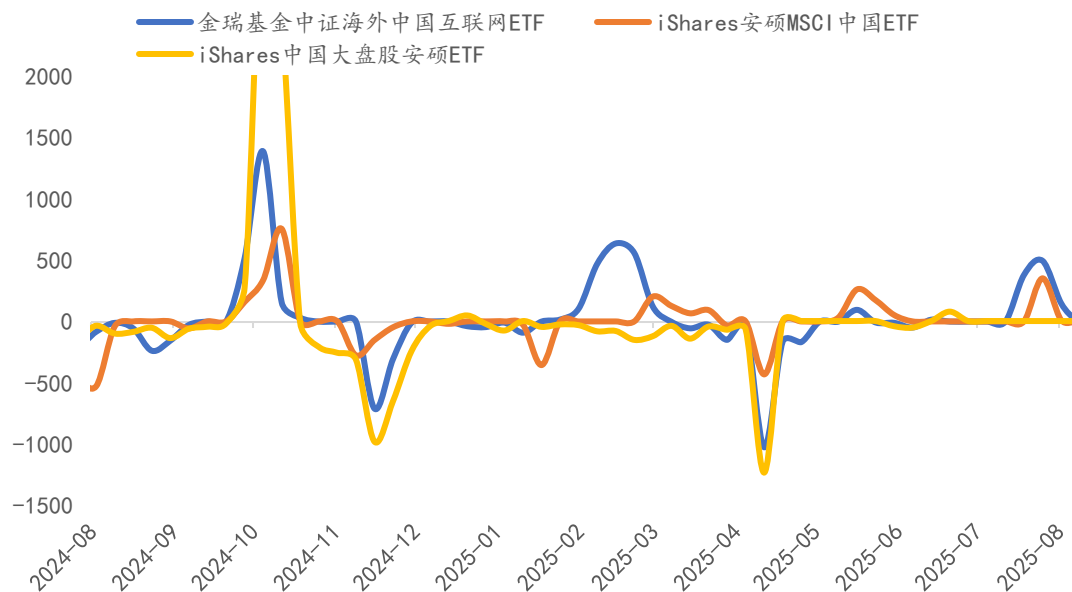
来源：Wind，国金证券研究所

图表18：海外上市并侧重投资中国市场的ETF整体净流量，截至2025/8/8

时间区间	ETF 净流量（百万美元）
近一个月	1988.13
近三个月	1360.79
YTD	4213.54
近一年	11325.99
近三年	7494.4
近五年	47576.29

来源：Wind，国金证券研究所

图表19：资产规模前三的海外上市并侧重投资中国的ETF：资金周度净流量（百万美元）



来源：Wind, 国金证券研究所

图表20：居民超额储蓄仍待进一步入市



来源：Wind, 国金证券研究所

风险提示

- 1) 公开数据存在滞后性，可能对最新市场动态反映不及时；
- 2) 国内外局势与资本市场政策出现超预期变化，或影响散户、外资等敏感类资金流向。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究