

2025 年 08 月 09 日

证券分析师 陈刚

执业证书: S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书: S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

相关研究

《并购重组跟踪（三十）》

2025-08-04

《全球为何普跌？——港股&海外周观察》

2025-08-04

当前市场是流动性驱动吗？

■ 流动性/情绪驱动下的市场

沪指在增量资金推动下走出慢牛趋势，表现出超预期的强度和韧性。今年4月以来，大盘低位反弹，沪指于7月末突破3600点、逼近去年10月8日的高点。本轮行情表现出流动性驱动的特征，ETF、散户、杠杆资金均积极入市，呈现“众人拾柴火焰高”的景象。

从宏观流动性来看，股票市场“蓄水池”作用凸显。2024年以来，M1与股市指标呈现出较强的相关性，而与实体经济指标的相关性有所减弱。随着经济发展进入高质量阶段，资本市场的定位不断抬升、将成为居民财富的蓄水池。近年来央行维持宽货币的政策基调，释放的流动性并未完全流入实体经济，而是通过创新型货币工具，经保险公司、证券基金等媒介导流至股市，成为指数上行的重要推力。

从微观情绪来看，市场由流动性驱动的特征显著：1）杠杆资金交投活跃。8月初，两融余额突破2万亿、融资买入额占全A成交比重升至10%，均为年内高点；2）市场情绪指数表现更佳。4月以来的反弹中，市场情绪指数相较全A有更好的弹性，一定程度上反映了短线情绪高涨；3）趋势板块出现强抱团。创新药和算力通信等景气方向出现了强抱团现象，回调周期短、幅度小，且上行趋势强劲。这本质上反映出资金“畏高情绪”不浓，认为市场下行风险有限，转而积极向上追逐弹性。FOMO资金的持续入场，正是市场处于高风偏运行状态的直接体现。

■ 2015年的杠杆牛是典型的由流动性驱动的行市

2015年，散户与杠杆资金快速入市，推动全面牛市演绎。宏观层面，2014年末，货币政策转向宽松，2015年降息降准密集落地，为市场提供了流动性基础。市场层面，IPO重启带来了打新预期，激发了散户投资者的热情，2015年沪深交易所开户数量达到了历史最高水平。同期杠杆资金的规模也快速增长，2015年两融余额创历史新高，达到了2.2万亿。此外，场外配资也是重要推手，彼时伞形信托等形式盛行，通过分拆子账户为投资者提供数倍杠杆，大量资金涌入股市。在散户和杠杆资金的驱动下，沪指一度升至5000点上方。但是高杠杆往往带来高风险，2015年中资产价格呈现泡沫化趋势，金融系统性风险抬升。随着监管严查场外配资，并对两融业务规则进行整改，杠杆资金大幅流出，股市也同步开启回调。

流动性驱动的行市趋势力量较强，增量资金的属性使得风格溢价的演绎极致化。在2015年，资金与赚钱效应形成正反馈，带来强大的趋势力量，指数快速拉升，走出陡牛。风格层面，由于杠杆资金和散户资金的大量涌入，市场风格偏向于中小创板块，题材炒作盛行，诞生了多只十倍股。

2015年市场在短期内由于散户和杠杆资金的涌入出现了快速上涨，但也埋下了较大的风险隐患，最终导致市场发生剧烈波动。而当前政策层面对资本市场的呵护力度不断加大，通过完善制度建设、引导长期资金入市等措施，有望为本轮慢牛行情奠定坚实的基础。

■ 未来的潜在增量资金有哪些？

➤ 政策引导下中长期资金积极入市

新国九条出台叠加资本市场地位的提升，为中长期资金入市创造了良好的政策环境。监管层积极鼓励各类长期资金，如社保基金、养老金等加大对权益市场的投资力度。央行创设新型货币工具，旨在为中长期资金入市提供渠道；今年1月，六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，从资金入市规模、投资稳定性以及市场生态建设三方面进行具体部署，推动中长期资金入市。随着资本市场进入高质量发展阶段，长钱长投优质生态有望加速建设，为指数走出长牛奠定坚实的制度基础。

➤ 居民资产搬家是不可忽视的趋势力量

居民定期存款、理财产品预计在今年下半年到明年进入到期高峰。从居民定期存款来看，2021年下半年居民存款开始趋势性抬升，至2023年新增存款达到阶段性高点。若以主流3-5年的定期存款期限来看，预计从今年下半年开始居民定期存款将迎来到期高峰。从理财产品来看，2025年伊始，短期理财产品有一轮密集发行，预计这些产品在今年的四季度将逐渐到期，而1-3年的理财产品也将从2026年开始进入到期高峰。

定期存款、理财收益率降低将推动居民资产搬家，为股票市场提供流动性。当前十年期国债利率仍处于低位，使得存款、理财收益率也不断下行。2025年初1年期理财产品预期收益率下行至2%，后续向上弹性也较为有限。随着收益率降低，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。

► 弱美元叙事下全球流动性将加速外溢

中期弱美元依然是基准假设。短期美元反弹是多因素催化下的结果：1) GDP等经济数据强劲，美联储转向鹰派打压降息预期；2) 美国与多个经济体达成贸易协定，支撑美元走强；3) 欧元、日元走弱。在短期催化下，美元一度升至100点。但本轮反弹或难有持续性，中期维度下，三大逻辑将驱动美元走弱。一是降息临近，7月非农遇冷表明美国经济或并未如预期般韧性，市场再度定价9月降息，美元也在数据公布当日大幅下跌。二是欧洲财政转向，对基本面形成支撑，提振市场对欧元的信心，进而压制美元；三是美国债务问题，美国政府债务规模与利息支出同步攀升，陷入“借新还旧”的债务螺旋，庞大的债务将瓦解美元的信用根基。

在美元下行周期中，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。全球流动性指标，与美元指数呈现明显负相关。从历史上来看，全球流动性往往顺应4-5年一轮的完整美元周期，呈现出周期性波动的规律。在全球流动性宽松、美元下行周期中，全球风险资产，尤其是新兴市场资产将会走强。

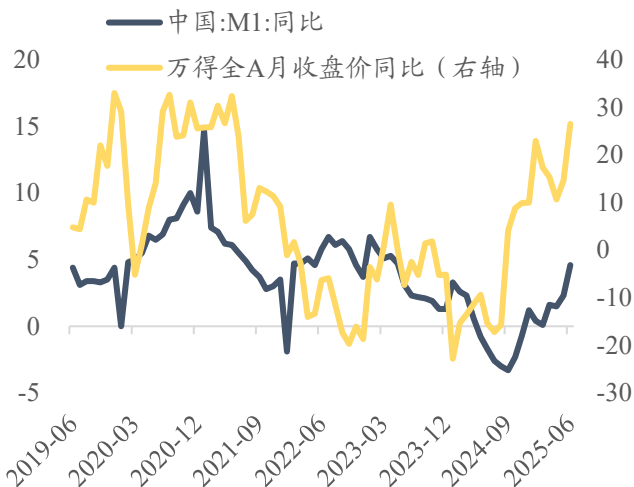
■ 后续行情展望

在流动性驱动下，大盘上行趋势稳固。相较2015年，随着资本市场定位提升，政策积极引导、制度不断完善背景下，预计市场运行将不会出现大幅波动，慢牛趋势有望逐步形成；随着国内无风险利率系统性下行，海外美元流动性外溢，增量流动性将持续入市。同时随着“反内卷+大基建”政策组合拳持续发力，供需格局将持续优化，全A盈利与ROE有望企稳改善，行情将逐步过渡到业绩驱动的阶段，指数中枢逐步上移。

从行业配置来看，可以关注：1) 科技方向高切低的人形机器人、国产算力、军工、消费电子，中期依然看好创新药；2) 可以关注新消费、反内卷相关品种；3) 主题投资如脑机接口、可控核聚变、3D打印、商业航天等。

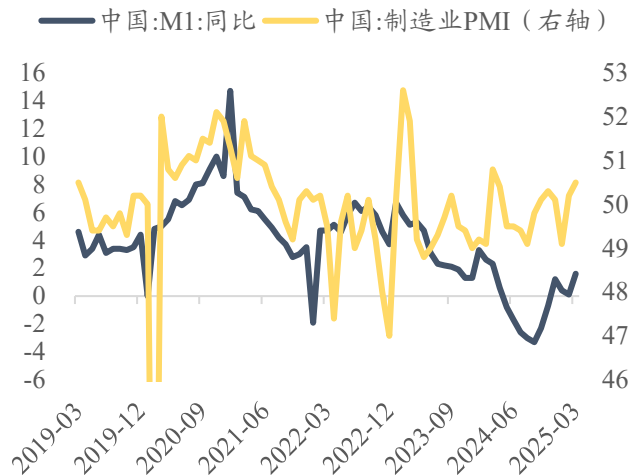
■ **风险提示：**国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；科技创新不及预期；地缘政治风险。

图1: 近年来 M1 和股市指标相关性较高 (单位: %)



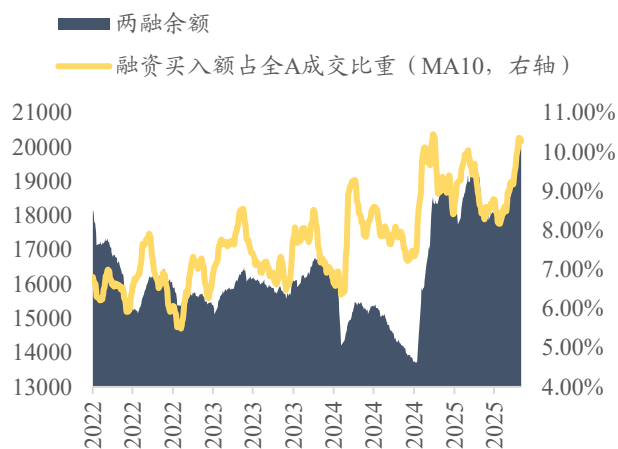
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2024 年以来 M1 和实体经济指标的相关性有所减弱 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 当前两融余额回升至 2 万亿 (单位: 亿元; %)



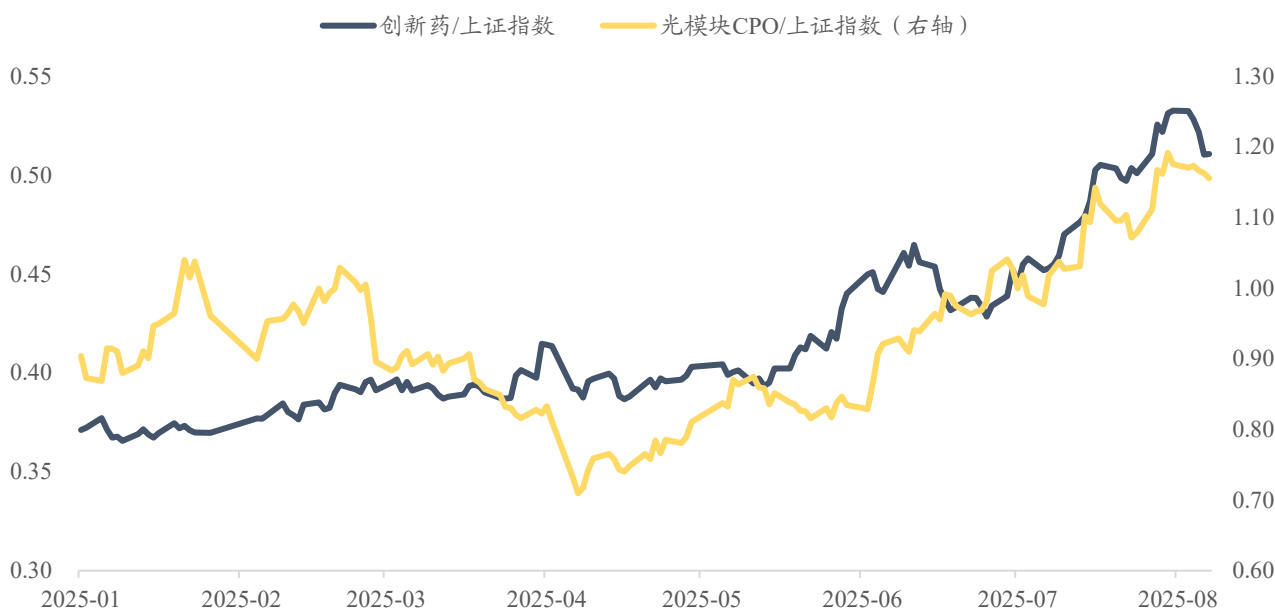
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 4 月以来的反弹, 市场情绪表现得更强 (单位: 点)



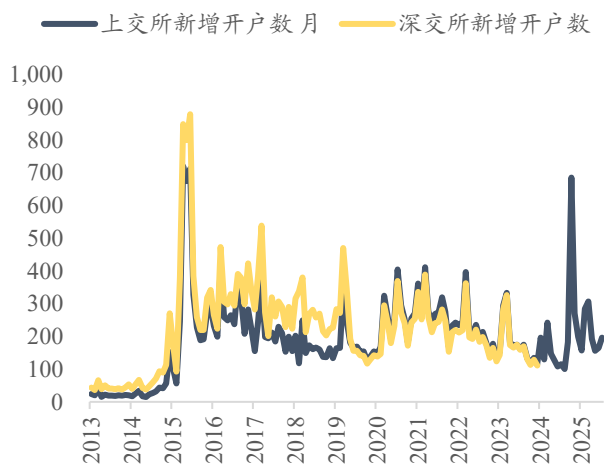
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5：2025 年以来趋势板块的极致演绎表明资金处于高风偏运行的状态（单位：倍）



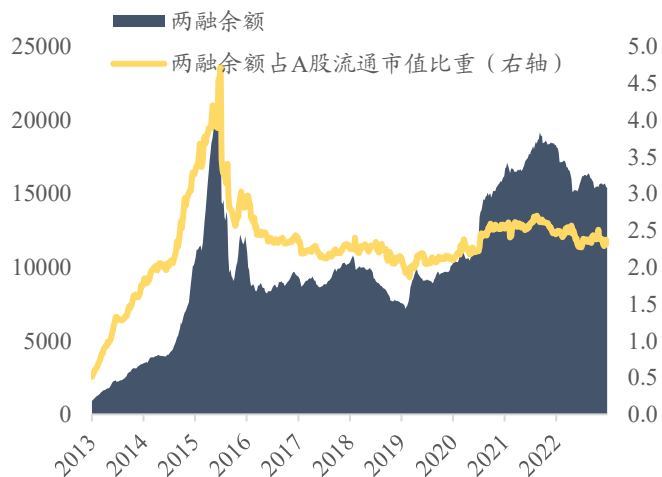
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2015 年 A 股新开户数为历史最高（单位：万户）



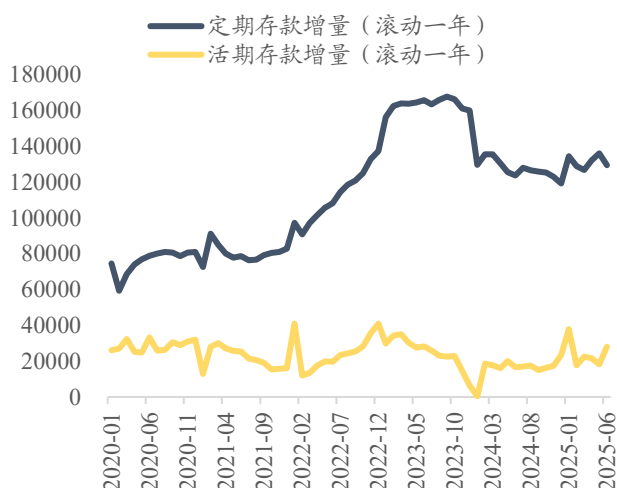
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2015 年两融余额达到历史最高（单位：亿元；%）



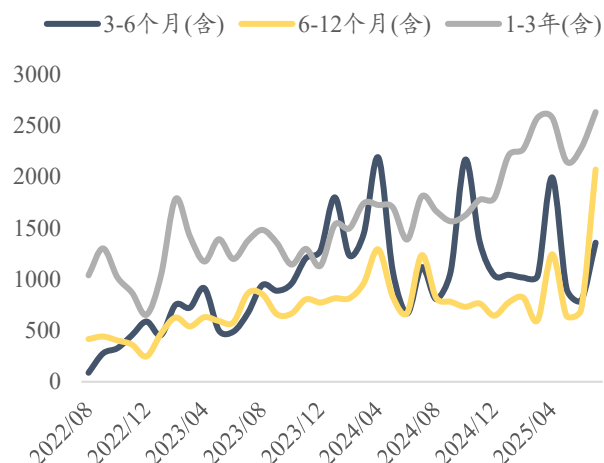
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：今年下半年居民存款到期高峰（单位：亿元）



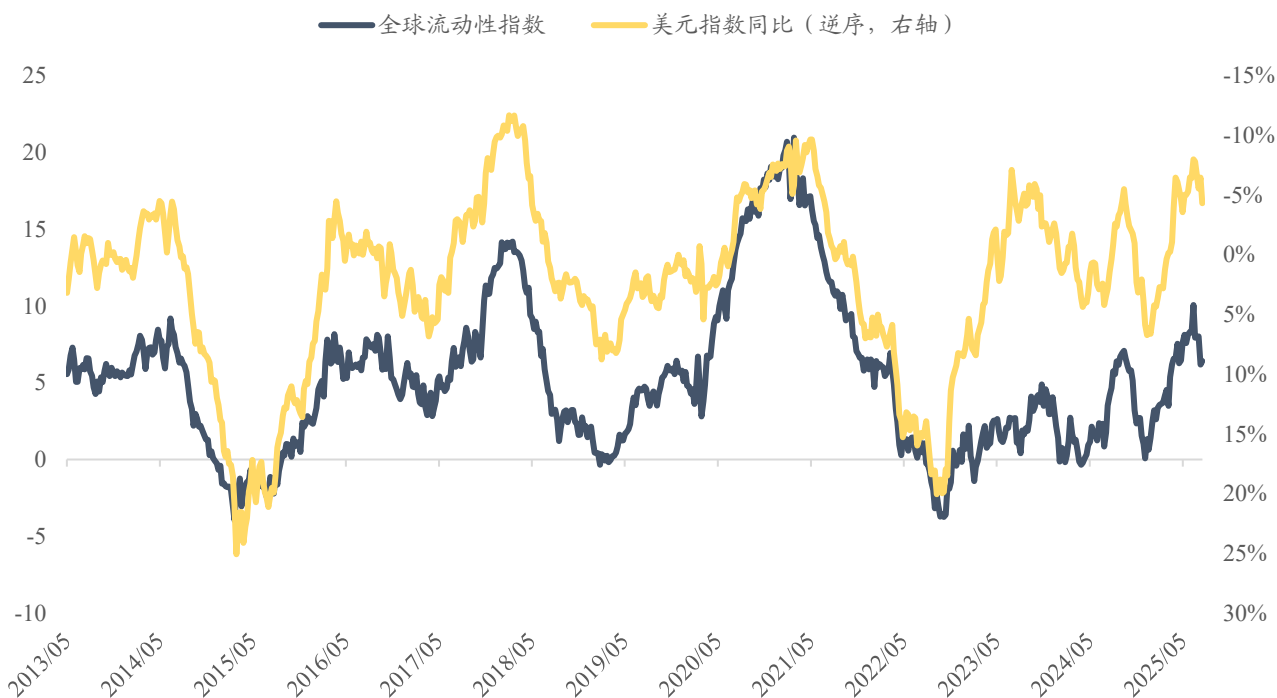
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：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

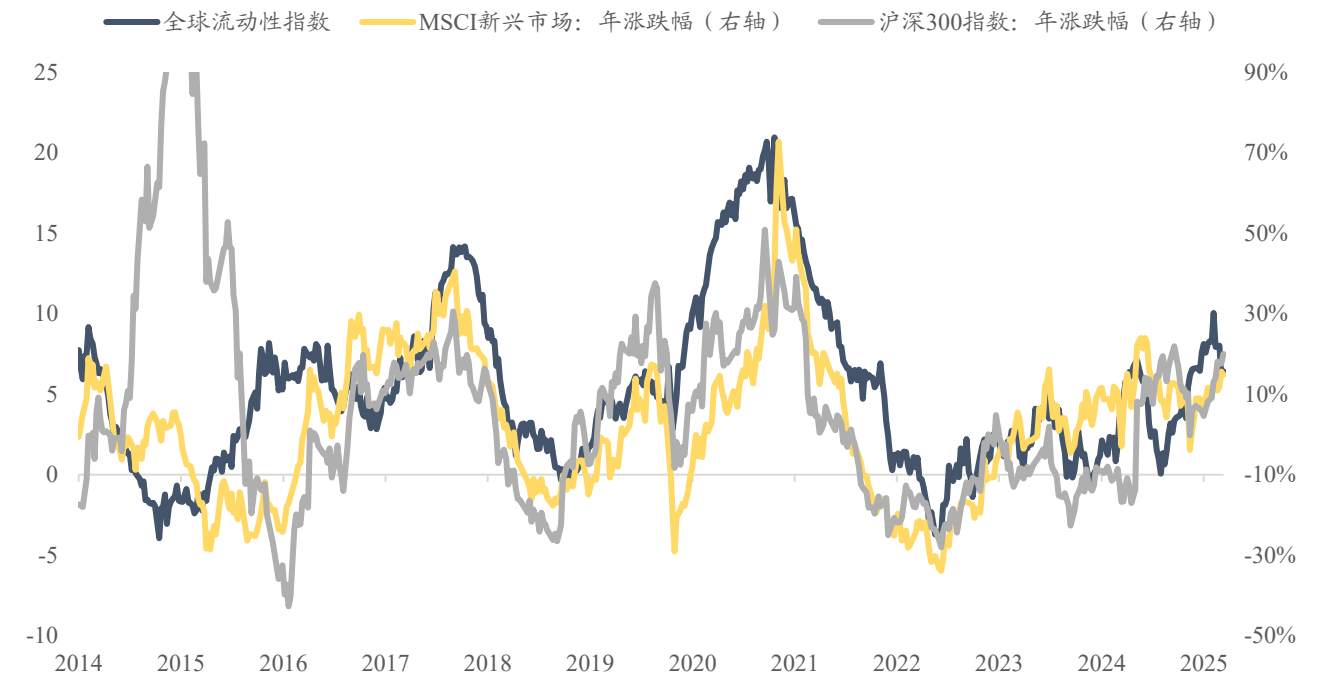
图10：美元指数和全球流动性呈现明显的负相关关系（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：全球流动性指数为全球货币供应量(M2)增长指标，统计了全球 21 家主要央行的货币供应增长情况，货币总量包括现金、支票存款、储蓄存款、货币市场账户、基金以及低于 10 万美元的存款，后同

图11：全球流动性宽松将对风险资产形成利好，尤其是新兴市场的权益资产（单位：%）



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>