

## 策略周评 20250622

# 增量资金对年初至今风格影响的五问五答

2025 年 06 月 22 日

### ■ 第一问：年初以来的增量资金结构中，谁占据主导？

量化资金是今年 A 股市场的核心增量。年初至今，微盘指数显著跑赢宽基指数，截至 6 月 20 日累计涨幅达 31.9%。微盘风格强势表现背后，量化资金的持续扩容成为关键驱动。

量化策略收益领跑行业，收益表现层面，量化产品凭借突出业绩引发投资者关注。2024 年 6 月至 2025 年 5 月期间，百亿量化私募的平均收益率为 29.6%，较头部私募整体 1.1% 的回报形成明显优势，相对万得全 A、沪深 300 分别实现 14.9pct、7.3pct 的超额收益。从规模分层来看，>100 亿、50-100 亿、10-20 亿、5-10 亿管理规模的量化私募近 1 年业绩表现均较突出。

发行端扩容显著，公募量化产品成为市场增量主力。2025 年截至 5 月，量化私募产品备案总数达 1930 只，占全市场私募证券产品备案总量的 44.3%；而量化私募机构数量仅占总私募数的不到 15%，显示今年以来量化策略在私募领域的重要地位。公募市场中，年初至今新发的量化产品（不含被动指数基金）规模达 376.9 亿元，高于同期主观权益产品的 349.8 亿元，进一步印证量化策略对负债端的吸引力。

### ■ 第二问：今年大盘的两轮上涨行情中，增量资金的区别？

2025 年以来，大盘呈现两轮上涨行情，但其风格特征和背后的增量资金结构却不尽相同。

**第一轮“春季躁动”：**活跃资金主导下，小盘成长风格明显占优。1 月中旬美元走弱叠加 DeepSeek 大模型出圈强化中国科技资产重估叙事，A 股科技成长板块显著受益。彼时市场增量资金充足，呈现“机游共振”的特征：  
1) **机构方面**，公募、私募仓位均明显上行，私募主观多头仓位从 2024 年底的 76% 提升至 2025 年 2 月的 79%，公募偏股混合型基金仓位在 1 月中旬至 3 月底期间大幅提升 7.9%；  
2) **活跃资金方面**，杠杆资金期间一度累计净流入超 1500 亿元，叠加散户、游资情绪升温，预计活跃资金入场规模高于同期机构，驱动其偏好的小盘成长风格占优。

**第二轮“黄金坑”后的反弹：**从大盘价值转向风格均衡，轮动加剧。4 月 7 日至 18 日期间，市场主要增量来自“国家队”增持，期间 ETF 资金净流入规模约为 2000 亿元，结构上沪深 300 ETF 占 64%，带动 4 月上旬大盘价值风格突出。进入 4 月下旬，随着指数回补前期缺口，“国家队”暂缓入场操作，增量资金接力不足，全 A 量能中枢回落至 1.2 万亿，存量博弈下市场呈现“电风扇”式的轮动特征，风格更偏均衡。

### ■ 第三问：新消费和创新药风格的崛起，从资金层面如何理解？

南向资金增量对 A 股新消费和创新药风格形成驱动，两大板块均反映港股映射逻辑。

**新消费：**年初以来港股新消费板块呈现内外资接力配置特征，资金面“此消彼长”接力推动股价上行。2 月外资率先增持新消费，4 月部分资金获利了结；3 月起南向资金加速流入，截至 6 月 19 日累计净流入达 252 亿港元。南向入局后对 A 股形成显著映射效应。A 股市场中，宠物经济和黄金珠宝板块因独立景气度优势在 1-2 月率先迎来小幅上涨，3 月随着港股新消费行情的扩散升温，美容护理、软饮料等板块受映射带动开启补涨。

**创新药：**2 月中旬以来，南向资金大幅增持创新药板块，截至 6 月 19 日累计净流入超 600 亿港元，成为支撑创新药行情的核心动能；外资在初期与南向资金形成共振，但后续转向净流出态势。同期，A 股创新药板块同步跟涨，然受制于港股创新药在供给端与成长性方面的相对优势，叠加弱美元周期对港股更为有利，A 股上行幅度较港股偏缓。6 月上旬南向资金流入节奏明显提速，A 股创新药板块上行也随之加速。

### ■ 第四问：近期市场资金结构对于风格的影响？

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

### 相关研究

《关注半导体，脑机接口，深海科技》

2025-06-21

《重回泛科技——ETF 主观配置策略月报（五）》

2025-06-19

近期市场缺乏主线，机构与活跃资金情绪整体低迷。4月以来散户情绪指标斜率走平，接近2024年年中水平；杠杆资金在4月初经历有效出清后，增量入场意愿疲弱，融资余额围绕中枢波动。机构方面，5月以来主动公募仓位小幅震荡回落，同期ETF资金净流出超500亿元。两类资金表现共同指向增量资金匮乏，存量博弈特征突出，在此背景下指数窄幅震荡，板块轮动混乱，大/小盘与成长/价值风格分化明显减弱。

近期增量资金匮乏，量化资金占据市场主导地位。流动性低迷与微盘股行情的活跃通常同步发生，背后本质是量化资金在低流动性环境下掌握市场边际定价权。每当场内缺乏增量，流动性总体走弱阶段，量化资金往往成为市场边际定价的核心。为了在存量博弈环境中博得收益，量化资金倾向于采取市值下沉策略，带动微盘股成交占比提升，微盘指数相对中证2000跑出超额。当下，微盘相对中证2000的超额已行至历史高位，需警惕后续微盘的回调风险。

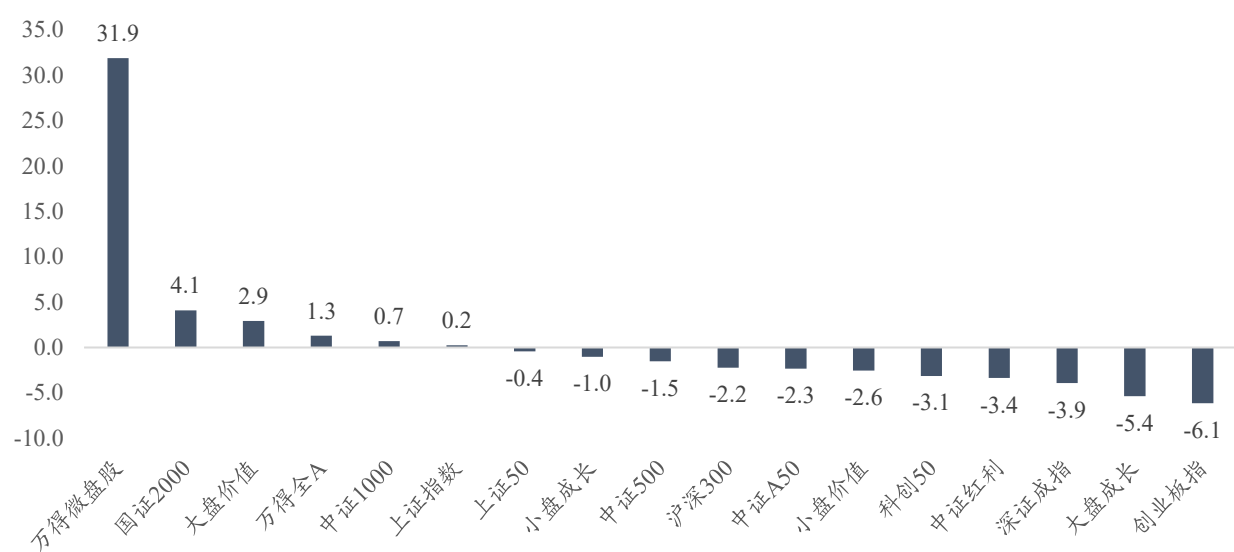
#### ■ 第五问：资金面存量博弈，后续买什么？

展望后市，短期内宏观叙事难现显著变化，随着中报预告密集披露窗口开启，市场风险偏好与赚钱效应较弱，增量资金入场意愿不足，轮动或仍将持续。前期量化资金抱团微盘股已显现出一定的瓦解迹象，若存量博弈格局延续，量化资金仍将占据主导地位，但其配置策略上会减少市值暴露，需警惕小微盘的短期回调风险。

在“电风扇”式的轮动行情中，把握高切低节奏是获取超额收益的关键。我们在上期周报《创新药和新消费之后，还能买什么板块？》中已经提示，创新药、新消费等热门主题短期可能已经到达阶段性顶部。后续配置方面，建议关注业绩预期明朗，筹码、位置更具优势的泛科技方向，包括AI推理算力及应用、可控核聚变、军工、商业航天、固态电池及深海科技等，谨慎参与缺乏产业趋势支撑的投机性题材。

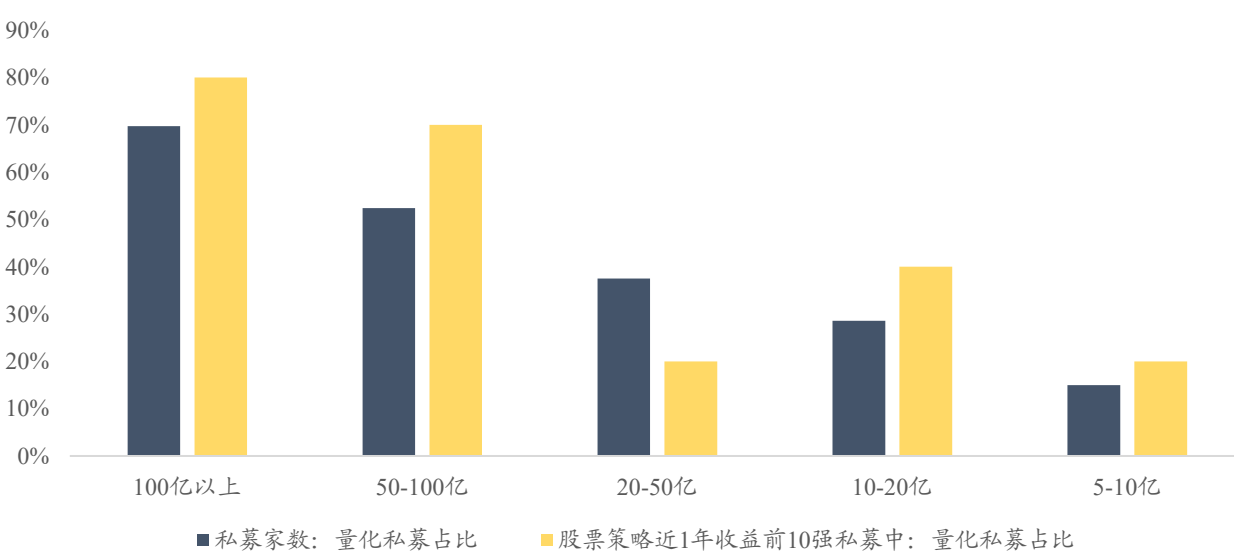
■ 风险提示：经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险等

图1：年初以来 A 股各指数累计涨跌幅（单位：%）



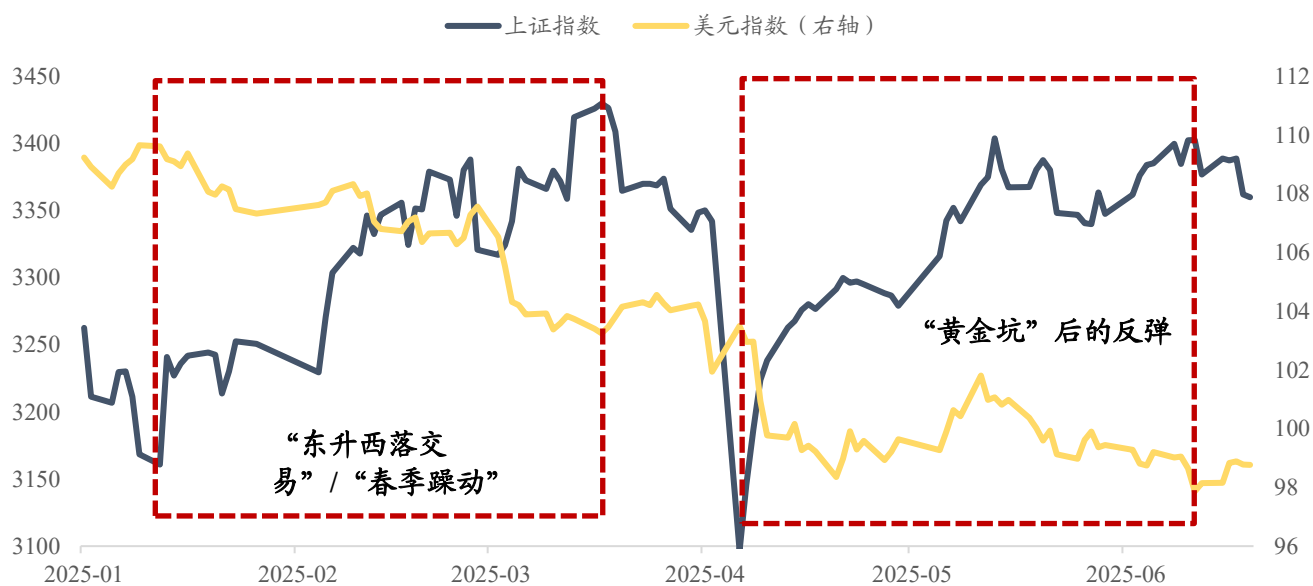
数据来源：私募排排网，东吴证券研究所  
注：数据截至 2025 年 6 月 20 日

图2：不同管理规模分类下，量化私募在股票策略近 1 年收益前 10 强中占比均较突出（单位：%）



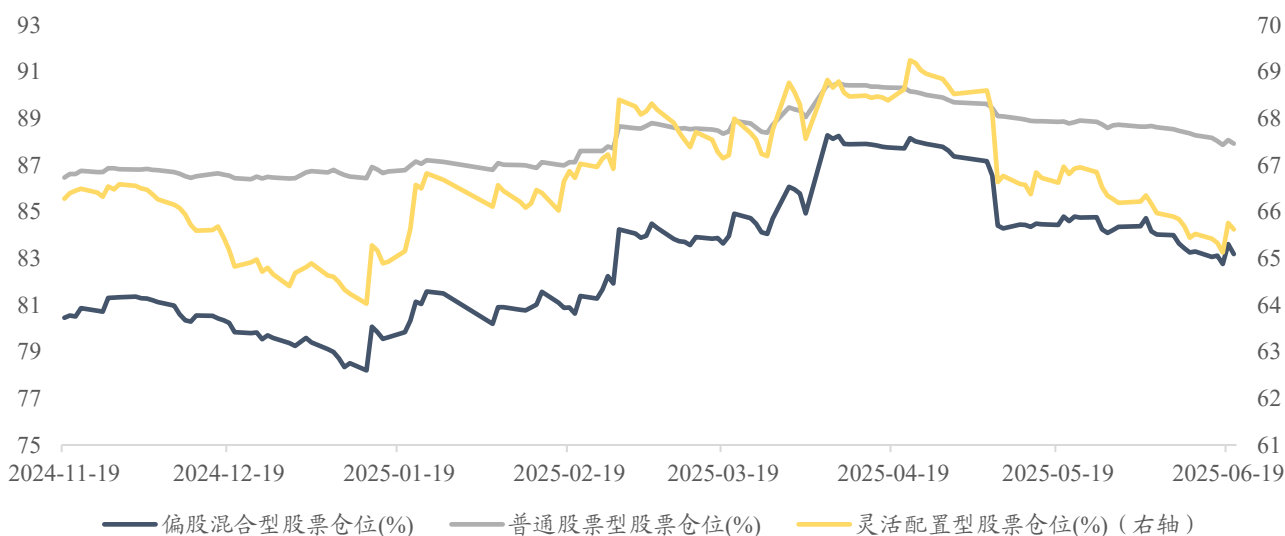
数据来源：私募排排网，东吴证券研究所  
注：近 1 年为 2024 年 6 月至 2025 年 5 月期间

图3：2025 年以来，大盘呈现出两轮显著的上涨行情（单位：点）



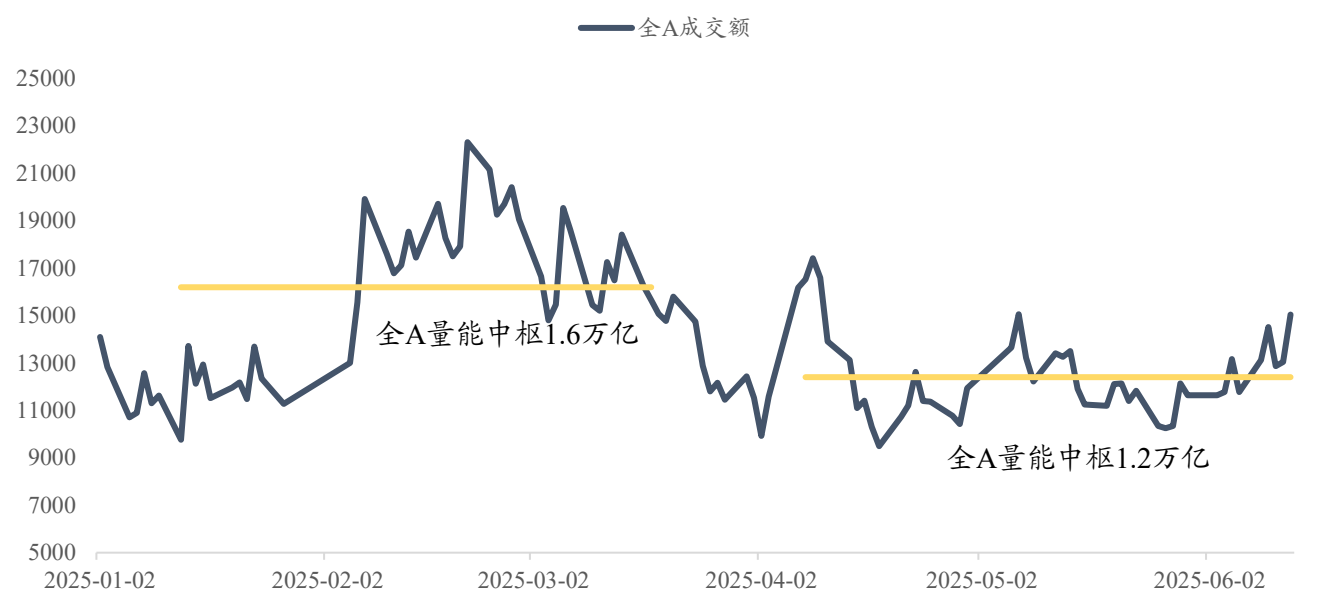
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：“春季躁动”期间，主动偏股公募仓位提升（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2025 年 A 股两轮反弹，指数量能中枢有较大差别（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

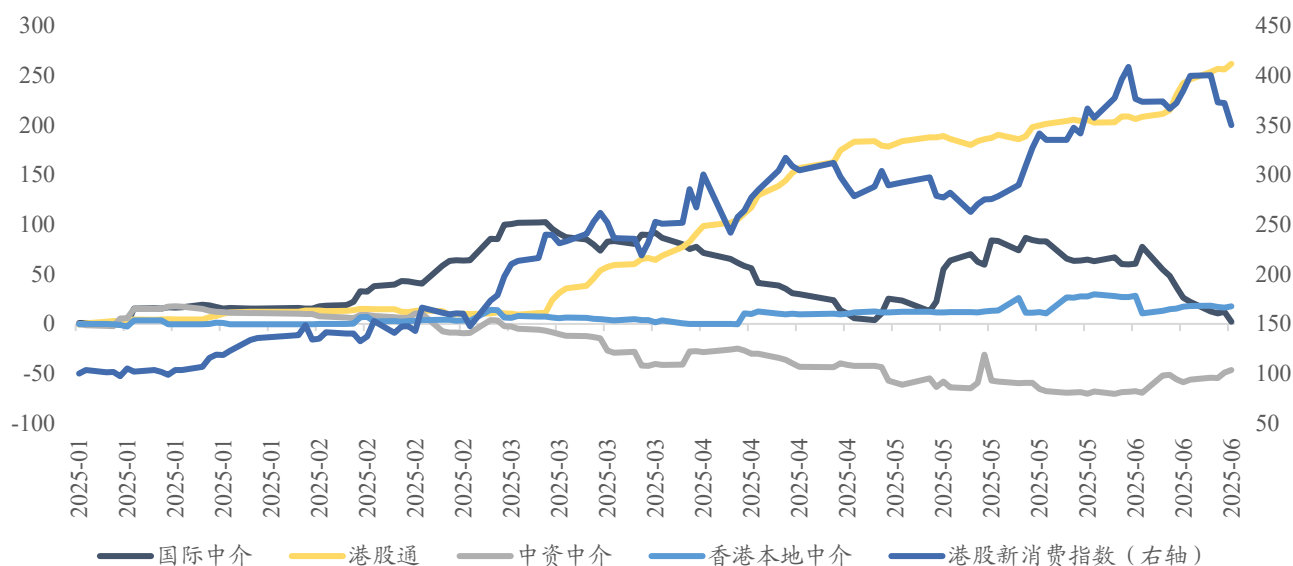
图6：4月上旬大盘价值风格相对占优，下旬以来风格更偏均衡（单位：亿元）

| 区间涨跌幅  | 1月   |      | 2月   |      | 3月  |      | 4月   |      | 5月   |      | 6月   |
|--------|------|------|------|------|-----|------|------|------|------|------|------|
|        | 上旬   | 下旬   | 上旬   | 下旬   | 上旬  | 下旬   | 上旬   | 下旬   | 上旬   | 下旬   | 上旬   |
| 上证50   | -3.5 | -0.3 | 3.0  | -0.8 | 3.8 | -2.7 | -1.2 | -0.1 | 4.1  | -2.2 | -0.1 |
| 沪深300  | -3.5 | 0.6  | 3.2  | -1.2 | 3.0 | -3.0 | -3.2 | 0.2  | 3.6  | -1.7 | 0.6  |
| 中证500  | -3.6 | 1.2  | 6.4  | -1.5 | 4.1 | -4.0 | -4.4 | 0.5  | 1.5  | -0.8 | 1.2  |
| 中证1000 | -3.1 | 1.2  | 6.9  | 0.3  | 4.8 | -5.2 | -5.0 | 0.6  | 1.8  | -0.5 | 1.3  |
| 国证2000 | -2.3 | 1.0  | 7.5  | 0.8  | 5.1 | -5.6 | -5.2 | 1.5  | 2.3  | 0.0  | 1.5  |
| 创业板指   | -4.8 | 1.3  | 7.3  | -2.0 | 2.6 | -5.5 | -8.2 | 0.9  | 4.9  | -2.4 | 2.5  |
| 科创50   | -1.1 | -2.3 | 7.1  | 5.5  | 0.9 | -6.0 | -1.6 | 0.6  | -1.1 | -2.4 | -0.4 |
| 大盘成长   | -3.4 | -0.5 | 4.9  | -1.1 | 3.8 | -4.0 | -4.7 | 0.1  | 3.9  | -3.4 | 0.0  |
| 小盘成长   | -1.3 | 1.2  | 5.5  | -0.3 | 4.7 | -5.2 | -5.0 | 0.6  | 1.1  | -1.7 | 1.5  |
| 中证红利   | -4.8 | 1.6  | -0.7 | -0.9 | 2.5 | -0.7 | -0.8 | -0.5 | 2.7  | -0.7 | -0.5 |
| 大盘价值   | -3.5 | 1.0  | 0.9  | -1.8 | 2.5 | -0.7 | -1.5 | 0.0  | 5.1  | -0.6 | 0.5  |
| 小盘价值   | -3.7 | 1.3  | 2.8  | -1.1 | 4.0 | -2.5 | -3.5 | -0.4 | 2.6  | -0.3 | 0.4  |

| 区间超额收益 | 1月   |      | 2月   |      | 3月   |      | 4月   |      | 5月   |      | 6月   |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|        | 上旬   | 下旬   | 上旬   | 下旬   | 上旬   | 下旬   | 上旬   | 下旬   | 上旬   | 下旬   | 上旬   |
| 上证50   | -0.5 | -1.0 | -2.3 | -0.3 | -0.1 | 1.5  | 2.7  | -0.8 | 1.0  | -1.6 | -1.4 |
| 沪深300  | -0.6 | -0.1 | -2.1 | -0.7 | -1.0 | 1.2  | 0.6  | -0.5 | 0.5  | -1.0 | -0.7 |
| 中证500  | -0.6 | 0.5  | 1.1  | -1.0 | 0.1  | 0.2  | -0.5 | -0.2 | -1.6 | -0.1 | -0.1 |
| 中证1000 | -0.1 | 0.5  | 1.6  | 0.9  | 0.8  | -1.1 | -1.2 | -0.1 | -1.3 | 0.2  | 0.0  |
| 国证2000 | 0.7  | 0.3  | 2.2  | 1.4  | 1.1  | -1.4 | -1.3 | 0.7  | -0.7 | 0.7  | 0.2  |
| 创业板指   | -1.9 | 0.6  | 2.0  | -1.5 | -1.4 | -1.3 | -4.4 | 0.2  | 1.8  | -1.8 | 1.2  |
| 科创50   | 1.8  | -3.0 | 1.8  | 6.0  | -3.1 | -1.8 | 2.3  | -0.1 | -4.2 | -1.7 | -1.8 |
| 大盘成长   | -0.4 | -1.2 | -0.4 | -0.5 | -0.2 | 0.2  | -0.9 | -0.7 | 0.8  | -2.7 | -1.3 |
| 小盘成长   | 1.6  | 0.6  | 0.2  | 0.2  | 0.8  | -1.0 | -1.1 | -0.1 | -2.0 | -1.0 | 0.1  |
| 中证红利   | -1.8 | 0.9  | -6.0 | -0.4 | -1.5 | 3.5  | 3.1  | -1.2 | -0.4 | -0.1 | -1.9 |
| 大盘价值   | -0.5 | 0.3  | -4.4 | -1.2 | -1.4 | 3.5  | 2.4  | -0.7 | 2.0  | 0.1  | -0.8 |
| 小盘价值   | -0.7 | 0.6  | -2.5 | -0.6 | 0.1  | 1.7  | 0.3  | -1.1 | -0.5 | 0.3  | -1.0 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

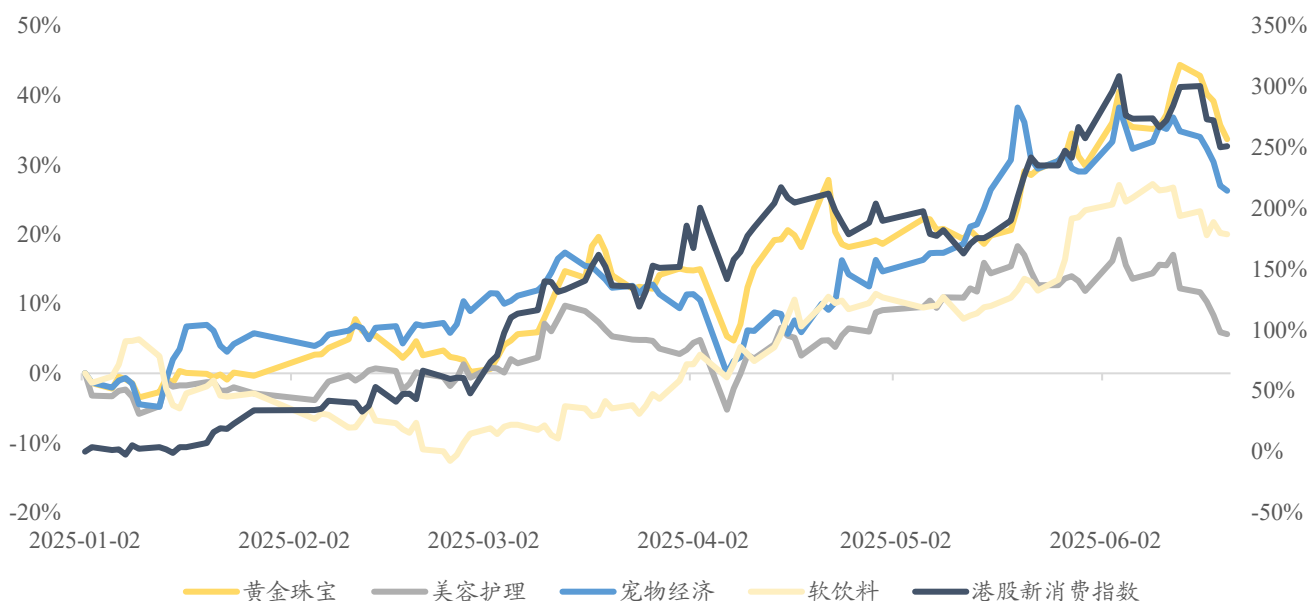
图7: 港股新消费指数及各机构资金流入 (单位: 亿港元; 点)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

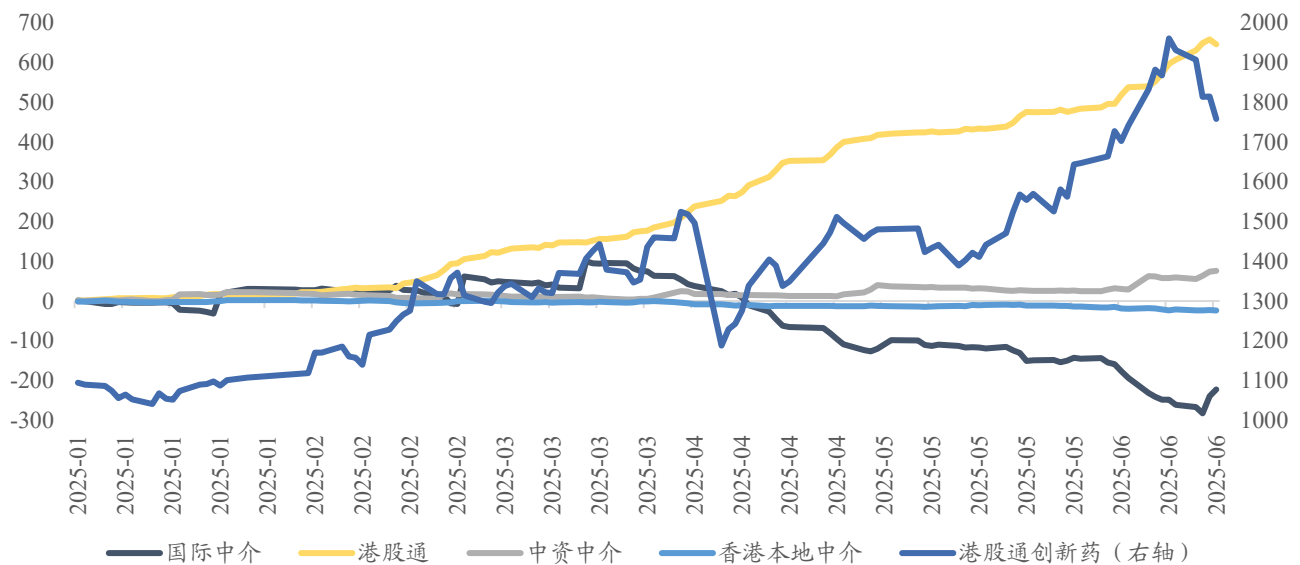
注: 港股新消费指数由泡泡玛特、蜜雪集团、老铺黄金、毛戈平、布鲁可、古茗、茶百道、卫龙美味、德林国际、巨子生物 10 只港股新消费龙头, 基于流通市值加权并经标准化处理后计算得出, 后同

图8: 南向入局后对 A 股新消费形成显著映射效应 (单位: 亿港元; 点)



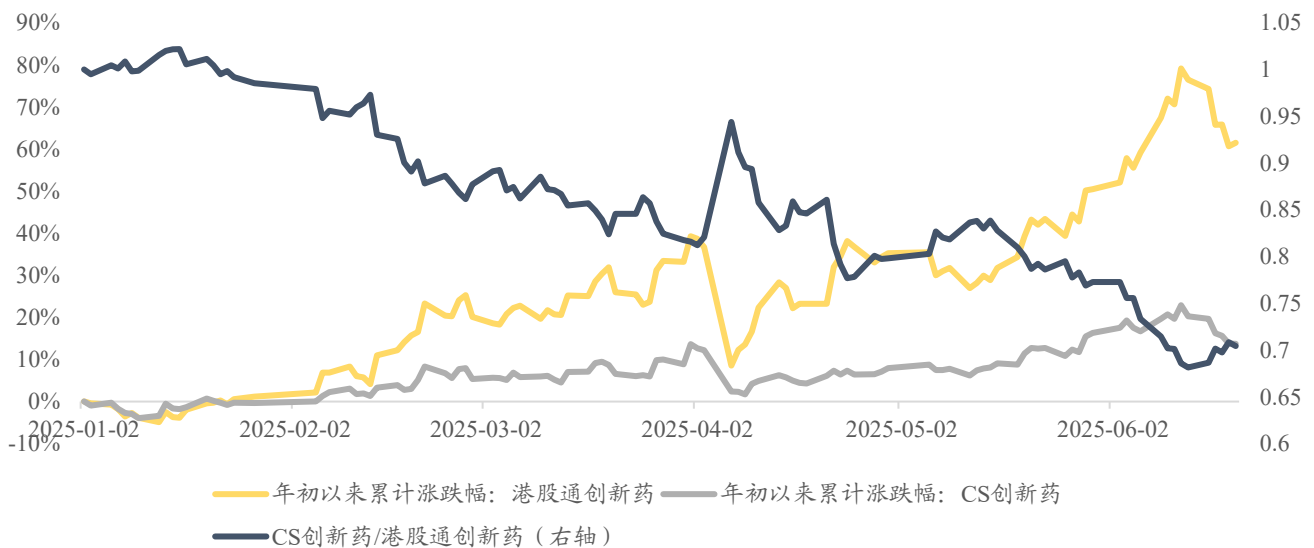
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9：港股创新药指数及各机构资金流入（单位：亿港元；点）



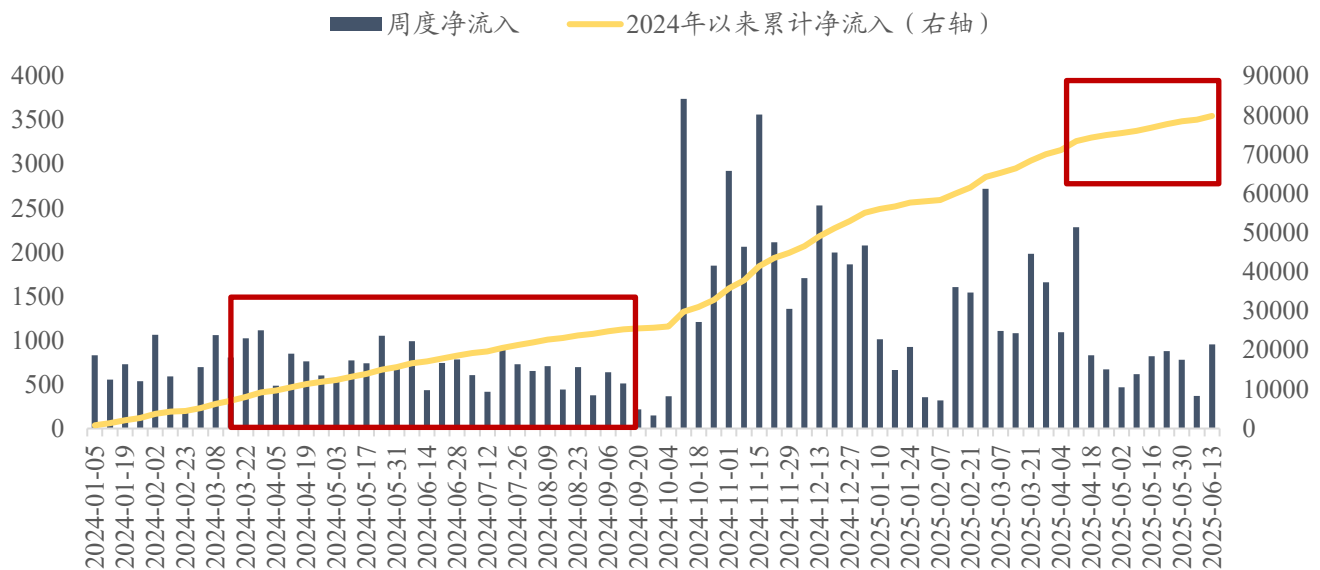
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：年初以来港股及A股创新药板块表现（单位：%；倍）



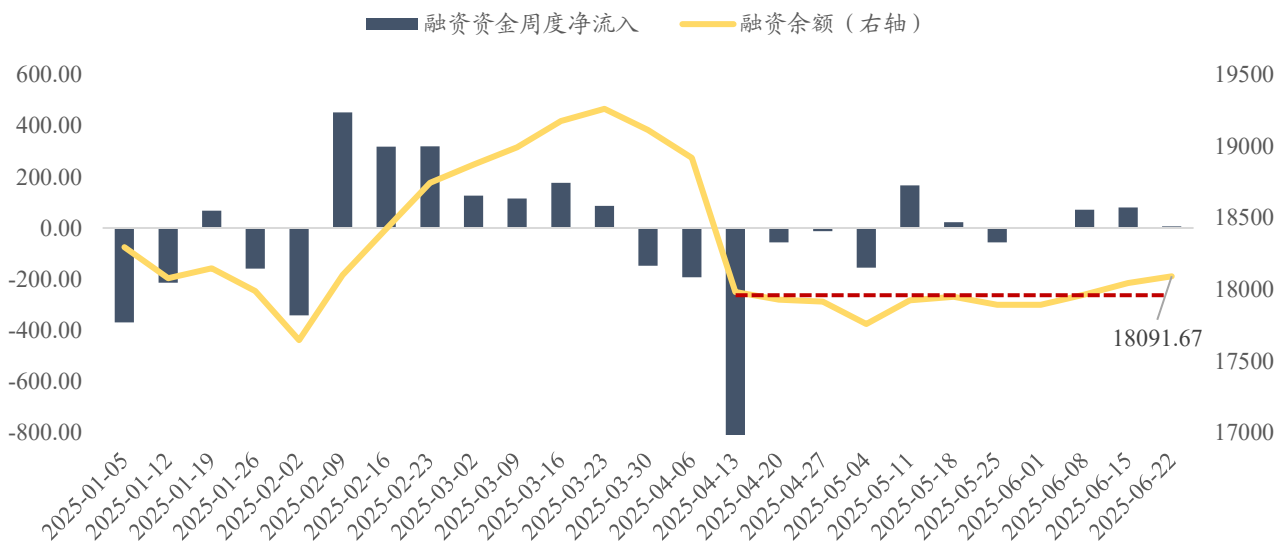
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：4月以来散户资金流入斜率走平（单位：亿元）



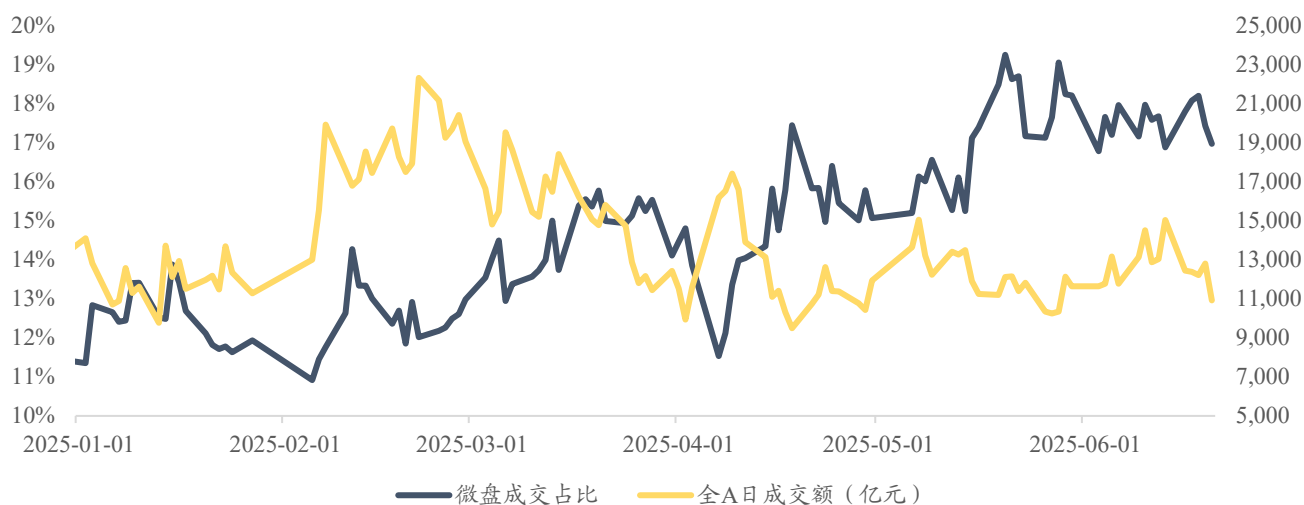
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：4月前后杠杆资金有效出清后，增量疲弱（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

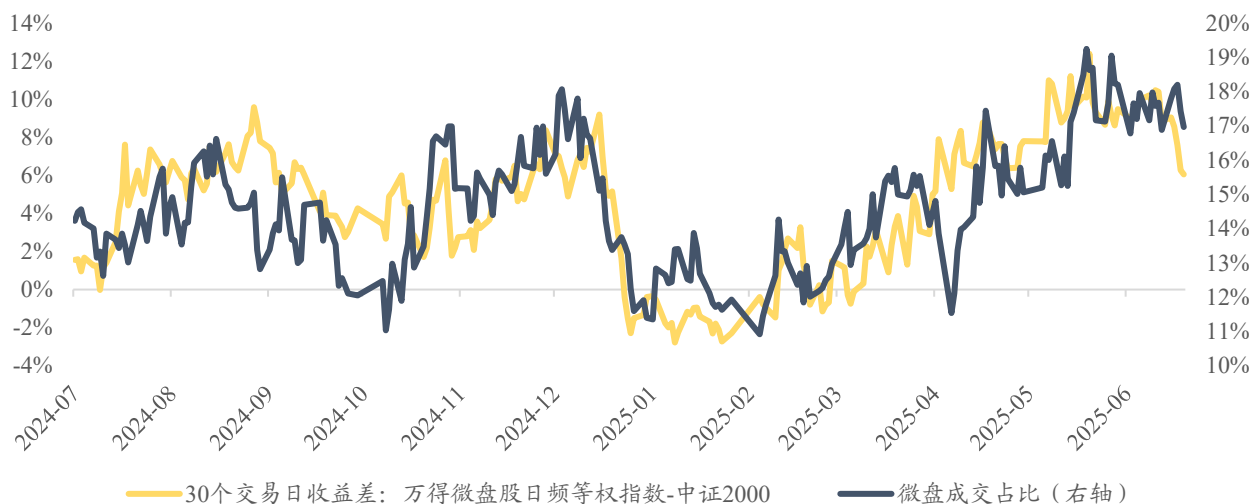
图13：场内流动性总体走弱时，量化资金偏好的微盘股成交占比提升，量化资金占据相对主导（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：微盘股成交占比统计A股市场上剔除中证800、中证1000、中证2000以外的微盘股，后同

图14：量化资金主导趋势下，市值持续下沉，微盘指数相对中证2000指数跑出超额（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>