

增量资金如何塑造牛市风格？

——中国 A 股历史上第一次“系统性‘慢’牛”（四）

核心观点

时势造英雄，本轮牛市的风格和节奏一定程度由增量资金决定。我们对主动权益基金、ETF 资金、个人投资者、保险及银行理财子、外资、量化基金、私募基金等各路资金的影响力和行为模式做深度剖析，核心切入点包括：规模观测指标、适宜的宏观环境、投资风格与典型因子、代表指数、投资表现、定价权历史复盘及未来流入展望。我们发现：主动权益基金配置吸引力回升，ETF 资金担当市场稳定器，个人投资者以趋势为王，保险及银行理财子进行股债平衡，外资成交活跃度抬升，量化基金享受流动性。

□ 主动权益基金：发行和业绩双双改善，配置吸引力回升

2025 年以来，偏好景气赛道/大盘成长风格的主动权益基金发行规模已明显回暖，且在全部新发基金中的占比进一步回升，赚钱效应也较 2022 年-2024 年显著改观，主动股基、偏股混合等部分代表性指数大幅跑赢沪深 300。历史上看，牛市处于中后期时居民存款通常会因较强的投资吸引力而加速流入主动权益基金。伴随市场稳步向上运行、中长期趋势良好，主动权益基金业绩改善与居民资金入市或将形成正向联动，强化市场正反馈，未来有望迎来更多主动权益增量资金入市。

□ ETF 资金：逆向投资，市场稳定器

政策支持产业发展，是 ETF 规模增加的重要因素。以半导体 ETF 为例，自主可控叠加政策支持，2019 年后半导体 ETF 迎来蓬勃发展。2024 年 Q4，股票型 ETF 规模首次超过主动权益基金规模，或加剧“强者恒强”的局面。另一方面，ETF 具有“逆向投资”的特征，在一定程度上平滑了市场波动。

□ 个人投资者：“不见兔子不撒鹰”，趋势为王

个人投资者具有高换手和趋势交易特征。新增开户数和两融余额是代表个人投资者的重要指标。个人投资者具右侧交易特征，且部分投资者偏好低价股。当百度“牛市”关键词大幅提升，个人投资者入市速度加快。当 M1-M2 同比剪刀差触底反弹、风险偏好提升时，个人投资者入场意愿更强。展望后市，“资产荒”背景下叠加股票市场赚钱效应凸显，“存款搬家”大势所趋，或吸引个人投资者加快入市。

□ 保险及银行理财子：中长期资金加快入市，股债配置再平衡

保险股票投资比例提升，理财子“固收+”转型，机构股债配置再平衡。宽信用紧货币背景下保险偏好低波红利。2025 年 Q2 保险资金运用余额为 36.23 万亿元，环比增加 1.3 万亿元，增幅 3.7%。其中财产险和人身险资金运用余额中，股票配置比例分别为 8.33% 和 8.81%。当前理财资金正加速“固收+”和多资产策略转型。至 2025 年 6 月，银行理财产品资金余额为 30.67 万亿元，同比去年同期上升 7.5%。

□ 外资：对 A 股配置成交活跃度抬升

外资偏好高分红、盈利稳定的核心资产。2025 年，陆股通成交金额逐级抬升。外部美联储降息周期对 A 股友好，若基本面改善拐点确认，汇率和 A 股双重回报的顺周期共振或吸引外资持续流入。7 月底，外资机构持 A 股市值近 2.4 万亿元。

□ 量化基金：流动性充裕下发行提速

2025 年量化私募基金的发行显著回暖，2025 年 H1 产品备案数量同比增长 67.1%，且呈现明显超额收益。量化资金由于其交易频率较高，所以对于市场整体的成交额要求不低，需要市场保持相对充裕的流动性。如果宽货币格局延续，量化基金有望维持较好的超额收益，将会持续吸引资金流入。同时需要注意，如果后续市场发生牛熊转换或者风格上小盘切大盘，量化基金的超额收益有回落的可能。

□ 风险提示

地缘摩擦超预期；经济修复不及预期；数据测算偏差风险；历史数据不代表未来

分析师：廖静池

执业证书号：S1230524070005

liaojingchi@stocke.com.cn

分析师：王大霖

执业证书号：S1230524060002

wangdaji@stocke.com.cn

分析师：李沛

执业证书号：S1230525010002

lipei01@stocke.com.cn

分析师：高旗胜

执业证书号：S1230524100005

gaoqisheng@stocke.com.cn

分析师：赵闻恺

执业证书号：S1230524100006

zhaowenkai@stocke.com.cn

研究助理：张沛

zhangpei@stocke.com.cn

相关报告

- 《慢牛途中波动未完，逢低增配、调整结构》 2025.09.06
- 《2025 年九月策略金股报告》 2025.08.31
- 《2025 年九月策略金股报告》 2025.08.31

正文目录

1 主动权益基金：发行提速，配置吸引力回升	5
1.1 核心指标：发行规模回暖、赚钱效应改观、股票仓位较高	5
1.2 适宜环境：中高风险偏好、产业景气上行、宽信用经济好	7
1.3 投资风格：中低换手、景气投资、大盘成长、持仓集中	9
1.4 代表指数：基金重仓指数、偏股混基金指数、主动股基指数	12
1.5 投资表现：今年以来显著跑赢沪深 300，净赎回大幅收敛	13
1.6 未来展望：配置吸引力回升，资金有望持续流入	14
2 ETF 资金：逆向投资，市场稳定器	16
2.1 政策导向：政策支持，主题类 ETF 大发展	16
2.2 市场概况：股票型 ETF 规模超过主动权益基金	16
2.3 投资风格：逆向投资，市场稳定器	17
3 个人投资者：“不见兔子不撒鹰”，趋势为王	18
3.1 核心指标：新增开户数和两融余额占比与指数的走势相关性较高	18
3.2 适宜环境：百度指数“牛市”关键词先行、流动性宽松、风偏提升	20
3.3 投资风格：高换手、趋势投资和对基本面研究具有局限性	21
3.4 代表指数与工具：中证 1000、规模因子和动量因子	22
3.5 投资表现：2017 年以来中证 1000 指数跑输沪深 300	23
3.6 未来展望：“资产荒”叠加赚钱效应，有望吸引个人投资者入市	24
4 保险+银行理财：中长期资金加快入市	25
4.1 核心指标：新增保费增速、股票投资比例	25
4.2 适宜环境：无风险利率下行、中低风险偏好、宽货币紧信用	27
4.3 投资风格：低波红利、高股息为主、风险规避	30
4.4 代表指数：红利 ETF 指数	31
4.5 未来展望：配置吸引力回升，资金有望持续流入	32
5 外资：对 A 股配置成交活跃度抬升	33
5.1 核心指标：陆股通成交量活跃度整体抬升	33
5.2 适宜环境：美联储货币政策宽松周期、中美利差收敛	34
5.3 投资风格：低换手率、偏好核心资产、景气度投资	35
5.4 代表指数及投资表现：茅指数、沪深 300、A 50	35
5.5 未来展望：FED 降息、中国经济企稳恢复、跨境资金恢复流入	36
6 量化基金：超额明显，流动性充裕下发行提速	38
6.1 核心指标：2025 年复苏强劲	38
6.2 适宜环境：对风险偏好无明显要求，偏好流动性	39
6.3 投资风格：无行业偏好，小市值，高换手率，持仓分散	39
6.4 代表指数：华证微盘 500、万得微盘股指数、万得微盘股日频等权指数、中证 1000、中证 2000	40
6.5 投资表现：2025 年显著跑赢万得全 A	41
6.6 对市场波动率和流动性的影响	43
6.7 未来展望：市场流动性充裕，超额收益吸引资金流入	44
7 总结：各路资金流入展望均偏正面，共铸系统性“慢牛”基础	45
8 风险提示	45

图表目录

图 1: 当前主动权益基金规模占 A 股流通市值比重较 2021 年高点明显回落 (亿元, %)	5
图 2: 2014 年以来主动权益基金发行规模及增速 (亿元, %)	6
图 3: 2025 年以来主动权益基金发行规模明显上升 (亿元)	6
图 4: 主动权益基金发行规模占比与万得全 A 走势 (% , 点)	6
图 5: 今年主动权益基金“赚钱效应”显著 (%)	7
图 6: 股票型和偏股混合型基金持有 A 股股票仓位上升 (%)	7
图 7: 股票型基金资产净值创历史新高 (亿元, 个)	7
图 8: 2004-2024 年主动权益基金前 10 大重仓行业变迁	8
图 9: 基金重仓指数与 M1 同比 (点, %)	9
图 10: 基金重仓指数与制造业 PMI (点)	9
图 11: 牛市处于中后期时主动权益基金规模增长更快 (点, %)	9
图 12: 主动权益基金换手率中位数 (%)	10
图 13: 2020-2021 年新能源汽车渗透率快速提升 (% , 元/股)	10
图 14: 主动权益基金前 5 大重仓股集中度更高 (%)	10
图 15: 创业板 50 指数走势与盈利质量正相关 (点, %)	11
图 16: 主动权益基金典型定价时期 (点)	12
图 17: 偏股混合型基金指数与基金重仓指数走势 (点)	12
图 18: 万得全 A 走势与主动权益基金净申赎 (点, 亿份)	13
图 19: M1-M2 剪刀差进一步收敛 (%)	14
图 20: 信息技术服务业投资增速远高于全部固投 (%)	14
图 21: 今年以来机构开户数明显上升 (万户)	15
图 22: 机构开户与私募证券基金备案数同步抬升 (只, 万户)	15
图 23: 机构开户数与偏股混合基金指数走势高度相关 (点, 万户)	15
图 24: 2019 年底以后, 半导体 ETF 规模迅速增加 (亿元)	16
图 25: 2024 年四季度, 股票型 ETF 规模首次超过主动权益基金规模 (亿元)	17
图 26: 2023 年以来, ETF 净申购赎回呈现“逆向投资”特征	17
图 27: 万得全 A 指数和新增开户数 12MA 走势	19
图 28: 万得全 A 指数和定期存款占比 12MA 走势	19
图 29: 万得全 A 指数和非银存款增速 12MA 走势	19
图 30: 万得全 A 指数和两融余额流通市值占比走势	19
图 31: 万得全 A 指数和两融余额总市值占比走势	20
图 32: 万得全 A 指数和交易结算资金余额 12MA 走势	20
图 33: 新增开户数变化和市场走高整体呈现同向性	20
图 34: 百度关键词“牛市”搜索指数	20
图 35: M1-M2 剪刀差和新开户数 12MA 正相关	21
图 36: 2016 年以来, 有三段风险偏好快速提升阶段	21
图 37: 2017 年不同类型投资者交易占比	21
图 38: 万得全 A 指数和新增开户数 3MA 走势 (点, 户)	21
图 39: 两融余额周度规模环比变动 MA5 与万得全 A 收盘价指数走势	22
图 40: 中证 1000 指数成分股申万一级行业分布	22
图 41: 中证 1000 指数成分股流通市值分布	22
图 42: 中证 1000 指数和规模因子、动量因子和价值因子的相关系数	23

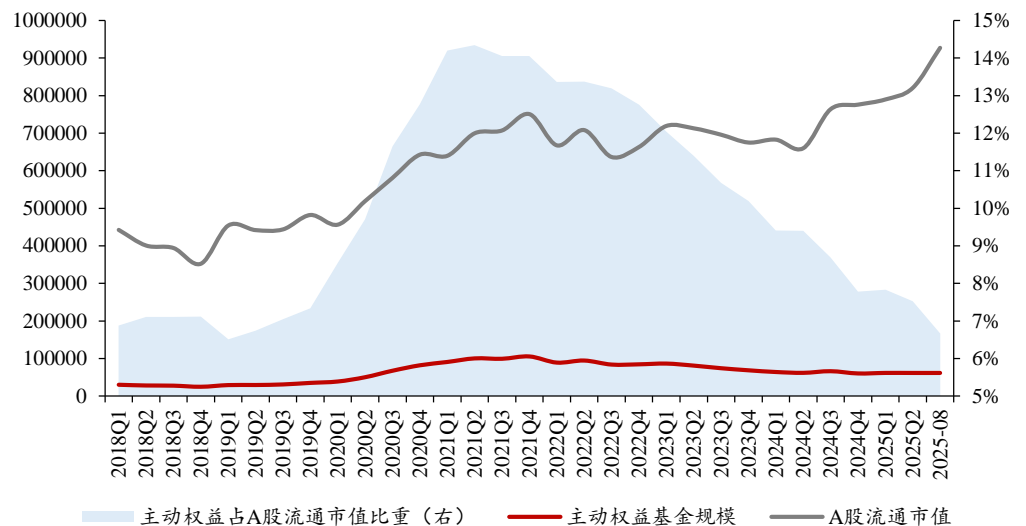
图 43:	中证 1000 相比于沪深 300 指数超额收益以及沪深 300 指数收盘价	23
图 44:	十年期国债收益率趋势性下行 (%)	24
图 45:	银行理财产品收益率趋势性下行 (%)	24
图 46:	二手房价格趋势性下行	24
图 47:	房租价格趋势性下行	24
图 48:	2024 年下半年客户交易结算资金余额快速攀升 (亿元)	25
图 49:	保险机构资金运用情况	26
图 50:	中国保费收入累计同比	26
图 51:	运用于投资的增量保险资金 (2024 年为预估, 亿元)	26
图 52:	银行理财产品资金余额	27
图 53:	商业银行净息差	27
图 54:	7D 逆回购利率和 10Y 国债利率	27
图 55:	房地产开发投资完成额同比下滑	28
图 56:	过去两年债基发行份额明显上行	28
图 57:	居民存款中定期存款占比过去两年抬升明显	28
图 58:	股债比/股权风险溢价, %	29
图 59:	历史上股指常常先于盈利触底	30
图 60:	红利指数表现	31
图 61:	存款类机构配置有价证券规模	31
图 62:	红利 ETF 收益连续 4 年跑赢沪深 300	31
图 63:	非银存款增速与沪深 300	32
图 64:	居民存款规模与沪深 300	32
图 65:	纯债型基金赎回为主 (相对趋势)	33
图 66:	陆股通当日成交金额	34
图 67:	沪深 300 与 10Y 中-美国债利差	34
图 68:	沪深 300 和 A50 的滚动市盈率	35
图 69:	沪深 300 和上证 50	36
图 70:	上证指数走牛 (阴影部分) 往往位于美联储扩表阶段或者始于缩表的后半程	37
图 71:	人民币境外存款与创业板指	37
图 72:	2025 年上半年新备案量化私募基金产品统计	38
图 73:	上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的近 3 个月的成交额	39
图 74:	近 2 年来我国对于量化交易相关的监管文件	40
图 75:	中证 1000 的指数基金产品规模变化 单位: 亿元	41
图 76:	2025Q2 规模前 20 的主动量化公募基金产品	41
图 77:	2019-2025 年量化策略相关指数收益率情况	42
图 78:	2019-2025 年主动量化业绩指数收益率与超额	42
图 79:	DMA 业务模式	43
图 80:	算法交易对于股票波动率的影响路径	44
表 1:	2019 年至今部分主动权益基金代表指数与沪深 300 当年涨跌幅 (%)	13
表 2:	险资借道 ETF 入市	18
表 3:	中央汇金主要持有的宽基指数	18
表 4:	代表个人投资者的相关指标与主要宽基指数的相关性	19

资金为王，时势造英雄。什么样的增量资金塑造什么样的牛市。系统性“慢牛”的风格和节奏最终由增量资金属性所引导。作为论述“系统性慢牛”的系列报告之一，本文着重分析各类股市增量资金行为特征。“924”行情以来，对行情起到主推的资金类别包括ETF、保险、量化、个人投资者等，平准基金、公募基金和外资也起到助推和稳定器的作用。当前，市场各类资金的入市规模几何？还有多少潜在增量资金尚待入场？对市场风格及节奏产生何种影响？本文我们将逐一探讨。

1 主动权益基金：发行提速，配置吸引力回升

当前主动权益基金占A股流通市值比重较低。2018年至今，主动权益基金规模（普通股+偏股混合+灵活配置）占A股流通市值比重先升后降，2021Q2最高占比14%左右。截至2025年8月26日，主动权益基金规模约6.2万亿元，占A股流通市值比重回落至6.7%。

图1：当前主动权益基金规模占A股流通市值比重较2021年高点明显回落（亿元，%）

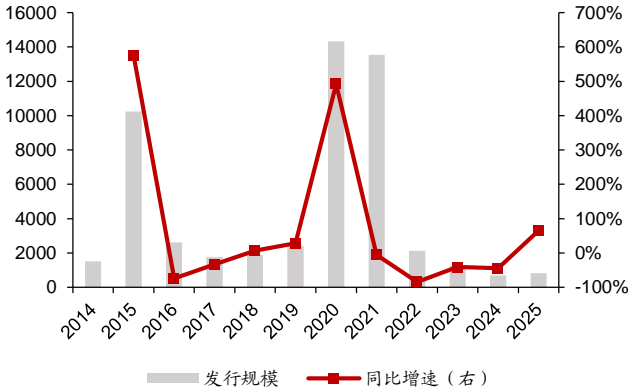


资料来源：Wind，浙商证券研究所，时间截至2025年8月26日

1.1 核心指标：发行规模回暖、赚钱效应改观、股票仓位较高

主动权益基金发行逐步回暖。截至8月末，今年以来主动权益基金累计发行规模为826.47亿元，同比增65.6%，已超过2024全年新发规模（698亿元）。其中，5月份以来伴随指数持续回升，主动权益新发情况加快改善。从发行规模占比看，2023年7月-2025年4月，主动权益发行规模占全部基金比重（3MMA）始终低于10%，2025年4月仅为5.3%。但5月份开始明显回升，8月份已升至16.0%。结构上看，新发主动权益基金中混合型占绝对大比例（2025年以来占比近95%）；节奏上看，发行上量期明显滞后于924行情启动。

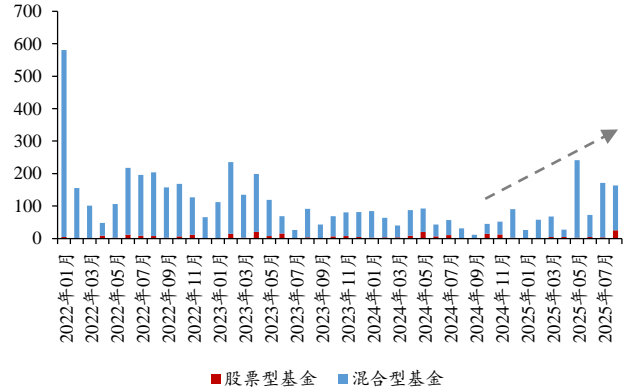
图2： 2014年以来主动权益基金发行规模及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所，至2025年8月

注：主动权益口径为普通股票+偏股混+平衡混+灵活配置

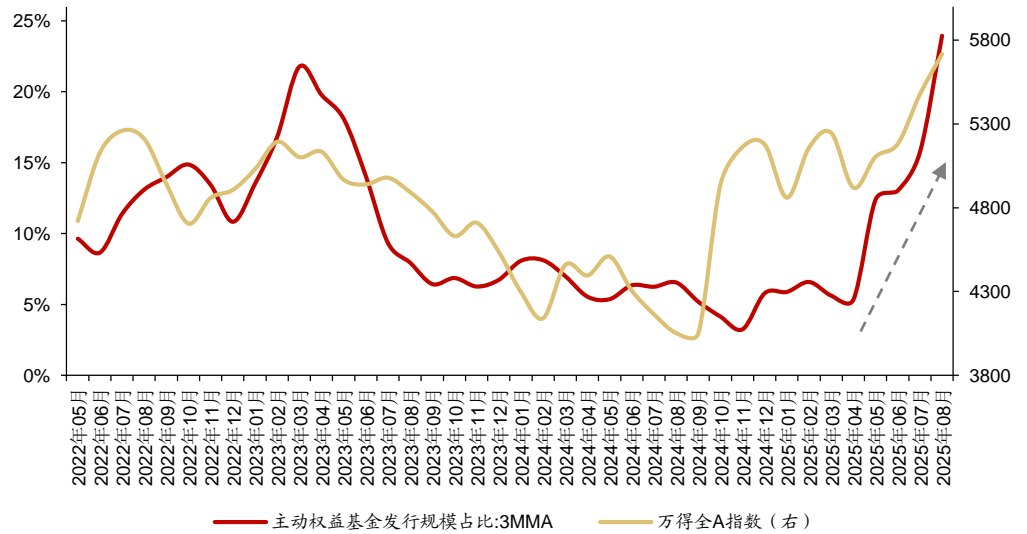
图3： 2025年以来主动权益基金发行规模明显上升（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所，至2025年8月

注：主动权益口径为普通股票+偏股混+平衡混+灵活配置

图4： 主动权益基金发行规模占比与万得全A走势（%，点）

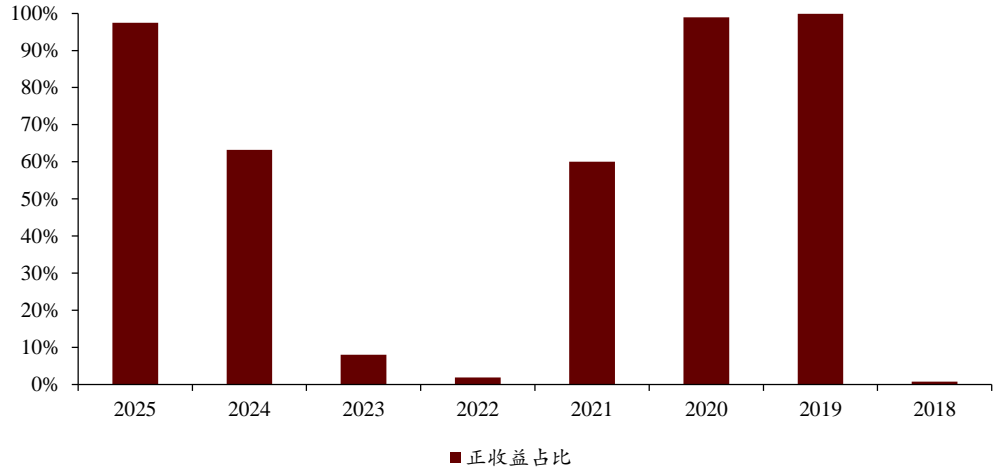


资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：主动权益口径为普通股票+偏股混+平衡混+灵活配置

主动权益基金“赚钱效应”较过去三年显著改观。截至8月18日，今年已有12只主动权益基金收益翻倍，上一次出现于2021年。2022-2024年，当年实现正收益的主动权益基金占比分别为1.9%、8.0%、63.2%；今年以来正收益基金占比为97.5%，与2019-2020年基本相当。

图5：今年主动权益基金“赚钱效应”显著（%）

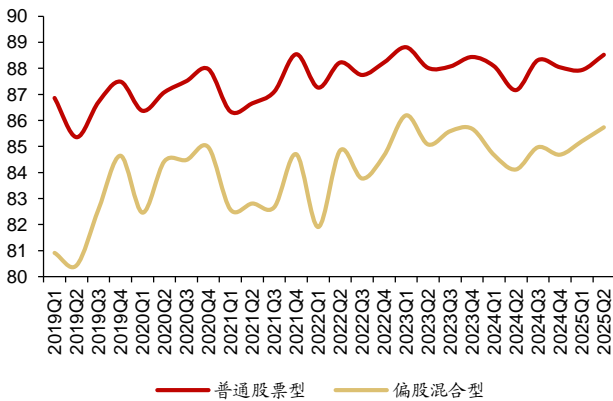


资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：统计口径为普通股票+偏股混，时间截至8月18日

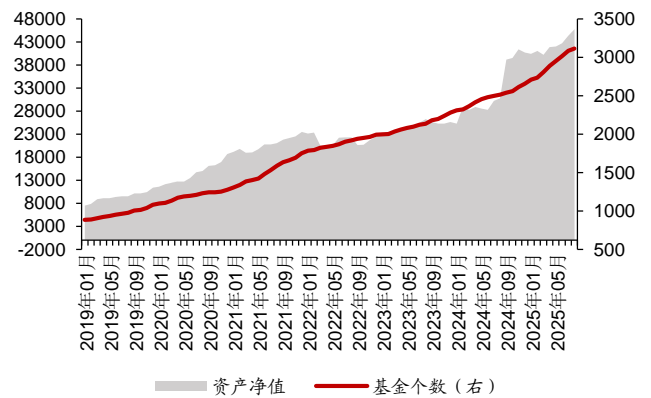
主动权益基金仓位上升且维持在较高水平。截至2025Q2，普通股票型基金持有A股股票仓位环比Q1上行0.59pct至88.52%，偏股混合型基金持有A股股票仓位环比Q1上行0.54pct至85.74%，二者均处于2019年以来的较高位置，显示主动权益基金加仓动力较强。另外，截至8月18日，股票型基金资产净值为4.58万亿元，创历史新高；混合型基金资产净值为3.21万亿元，处于2019年以来中位水平。

图6：股票型和偏股混合型基金持有A股股票仓位上升（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：股票型基金资产净值创历史新高（亿元，个）



资料来源：Wind，浙商证券研究所，时间截至2025年8月18日

1.2 适宜环境：中高风险偏好、产业景气上行、宽信用经济好

由于主动权益基金更为重视景气投资逻辑，擅长从分子端寻找投资线索、捕捉市场预期差，因此其“舒适区”具有以下特征：

(1) 市场处于中高风险偏好环境。主动权益基金的超额收益主要源于基金经理对市场趋势、行业、个股的主观挖掘，而这一过程需要市场存在一定的预期差，即股价尚未充分反

映其内在价值，以及行业/个股具有一定分化特征（结构性行情）。因此，中高风险偏好环境叠加一定的市场预期差，则为主动管理创造超额收益提供了空间。

（2）具有明确的产业政策支持、产业趋势较为清晰、产业景气度上行。从上游原材料到土地财政下的房地产，再到消费升级推动的泛消费，以及转型升级带动下的新能源和科创，近 20 年重仓行业的变迁体现出主动权益基金对于产业景气的追寻。2003 年中国加入 WTO 叠加城镇化和工业化快速发展，主动权益偏好交运、电力、石化、煤炭、钢铁等顺周期和上游原材料行业；2008 年“四万亿”计划刺激下的金融地产和泛消费受到追捧；2013 中国 4G 元年开启后互联网浪潮推动 TMT 发展，计算机、电子逐渐进入重仓行列；随后伴随消费升级和能源革命，食品饮料、电新仓位显著提高；近两年全球 AI 浪潮推动电子板块仓位抬升。因此，公募基金更倾向于从分子端逻辑寻找行业机遇，结合较为庞大的资金规模，业绩确定性和成长性均较强的大盘成长股更受主动权益基金的青睐。

图8： 2004-2024 年主动权益基金前 10 大重仓行业变迁

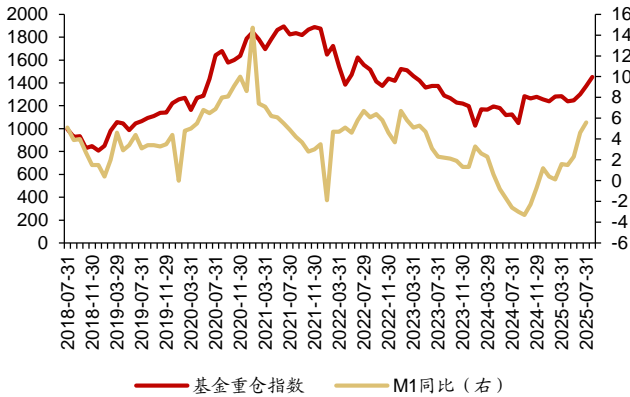
2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
交运	交运	银行	银行	银行	银行	医药	食品饮料	医药	医药	医药	计算机	医药	食品饮料	医药	医药	食品饮料	电子	医药	医药	电子
公用事业	公用事业	房地产	房地产	医药	非银	食品饮料	医药	房地产	电子	非银	医药	电子	电子	食品饮料	食品饮料	医药	医药	电新	电子	医药
石化	房地产	食品饮料	钢铁	食品饮料	医药	商贸零售	银行	食品饮料	食品饮料	房地产	电子	基础化工	医药	计算机	电子	电子	电新	食品饮料	食品饮料	电新
煤炭	食品饮料	商贸零售	交运	房地产	房地产	机械	房地产	银行	计算机	计算机	基础化工	机械	家电	电子	计算机	电新	食品饮料	电子	电新	食品饮料
钢铁	通信	钢铁	非银	商贸零售	商贸零售	银行	商贸零售	非银	基础化工	银行	传媒	计算机	非银	房地产	银行	计算机	基础化工	基础化工	机械	汽车
医药	石化	机械	食品饮料	非银	食品饮料	电新	机械	建筑	汽车	机械	通信	汽车	银行	非银	家电	基础化工	机械	机械	基础化工	机械
食品饮料	银行	石化	商贸零售	电新	煤炭	房地产	汽车	汽车	家电	基础化工	机械	食品饮料	机械	银行	房地产	机械	计算机	计算机	计算机	基础化工
基础化工	商贸零售	交运	煤炭	基础化工	汽车	基础化工	非银	电子	机械	公用事业	房地产	家电	电新	家电	电新	家电	有色	军工	汽车	通信
房地产	医药	医药	机械	交运	基础化工	非银	计算机	公用事业	传媒	汽车	公用事业	通信	传媒	机械	非银	军工	军工	汽车	有色	传媒
通信	基础化工	基础化工	有色	煤炭	钢铁	汽车	电新	家电	电新	电子	汽车	建筑	基础化工	传媒	传媒	银行	汽车	有色	军工	家电

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：上下顺序即为主动权益基金（普通股票+偏股混）重仓行业排名

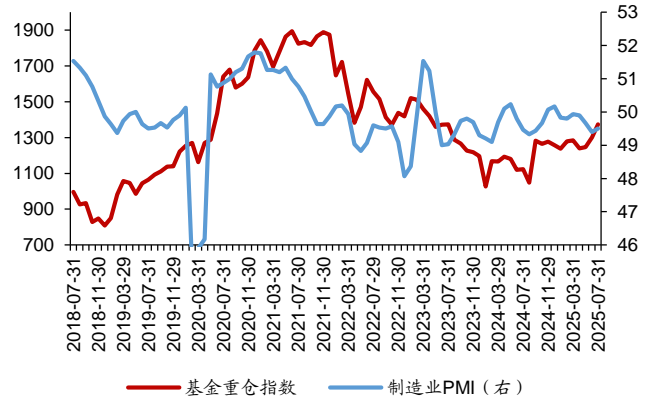
（3）宽信用时期，经济处于复苏后期或过热期。1) 从信用框架看，今年 6 月证监会发布“科创板 8 条”，优先支持硬科技企业在科创板上市，更大力度支持科创企业并购重组；7 月政治局会议提出“加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业，推动科技创新和产业创新深度融合”。在大力发展新质生产力的背景下，信用承载的主体逐渐向科创领域倾斜。今年以来，社融增速从年初 8.0%持续回升至 7 月 9.0%，M1 增速也明显回暖，大盘成长风格集聚了众多新动能产业，信用环境趋于好转时，重仓大盘成长风格的主动权益基金随之受益。7 月 1 日至 8 月 26 日，创业板 50、科创 50 分别上涨 30.5%、26.7%，远远领先于偏价值风格的上证 50（9.5%）、中证红利（4.1%）。2) 从景气框架看，当经济处于复苏后期或过热期时，基本面景气度较高，市场更多围绕业绩落地而非预期改善做交易，主动权益基金重仓股受益于较强的盈利兑现确定性，此时也恰好对应普林格周期中的宽信用环境。

图9: 基金重仓指数与M1同比(点, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

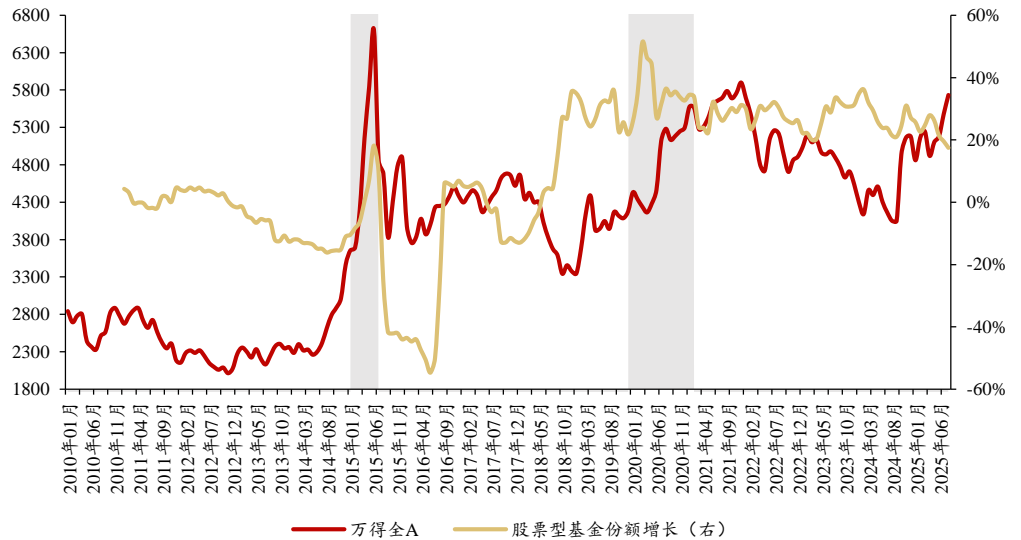
图10: 基金重仓指数与制造业PMI(点)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

另外,受羊群效应等行为金融因素影响,牛市处于中后期时,主动权益基金通常会因个人投资者的大规模加仓而有明显的规模扩张。典型时期是2015年2月至6月,“流动性牛”已处于中后段,股票型基金份额同比增速从-8.4%大幅跳升至18.1%。

图11: 牛市处于中后期时主动权益基金规模增长更快(点, %)



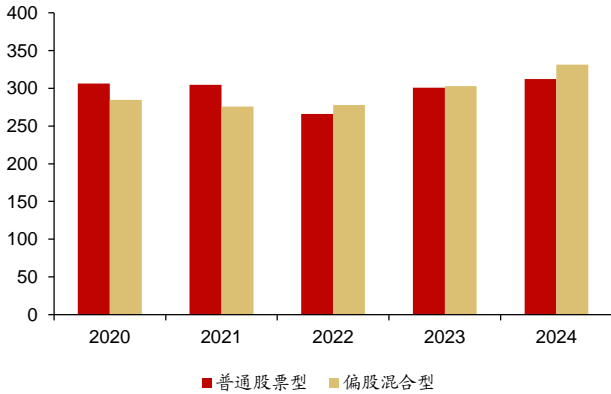
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.3 投资风格: 中低换手、景气投资、大盘成长、持仓集中

投资偏好: 1) 中低换手率。主动权益基金的投资目标是通过挖掘优质资产的投资价值创造超额收益,而非着眼于博弈短期市场波动;同时考虑到成本约束,控制换手率可一定程度上提升基金净值,因此主动权益大多偏好中低换手。2020-2024年,普通股票型和偏股混合型基金全年换手率中位数大多在300%附近,相比量化基金处于偏低水平,部分量化基金全年换手率超过1000%。2) 景气投资、偏好大盘成长。主动权益基金擅长挖掘产业趋势机会,例如今年来AI、创新药行情为主动权益获取超额收益提供契机。截至8月18日,

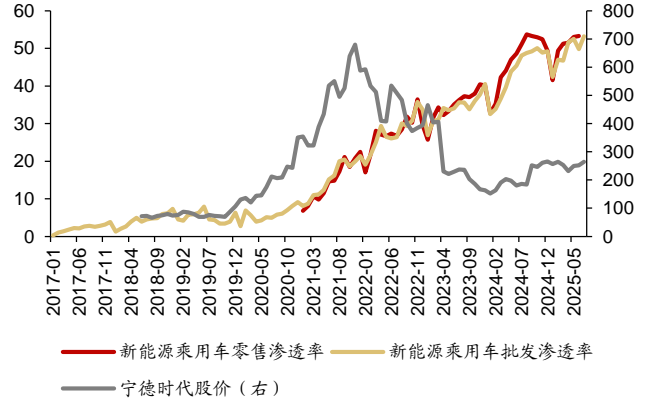
主动权益基金（股票+偏股混）今年以来的平均收益率为 20.7%，显著跑赢沪深 300（7.7%）和中证 500（16.5%）。其中，12 只翻倍基金中有 8 只基金重仓创新药。回顾历史，2020-2021 年新能源汽车渗透率快速提升，主动基金持有宁德时代总市值从 2019 年的第 18 位上升至 2021 年的第 2 位（同期宁德时代累计上涨近 7 倍），重仓基金的超额收益源于产业趋势爆发。
3) 持仓较为集中。主动权益基金的目标是跑赢业绩基准而非简单复制指数，因此相比于被动指数或指数增强型基金，其更多倾向于在“能力圈”内集中投资确定性机会。2020-2024 年，主动权益基金前 5 大重仓股合计占基金资产净值比重接近 30%。

图12: 主动权益基金换手率中位数 (%)



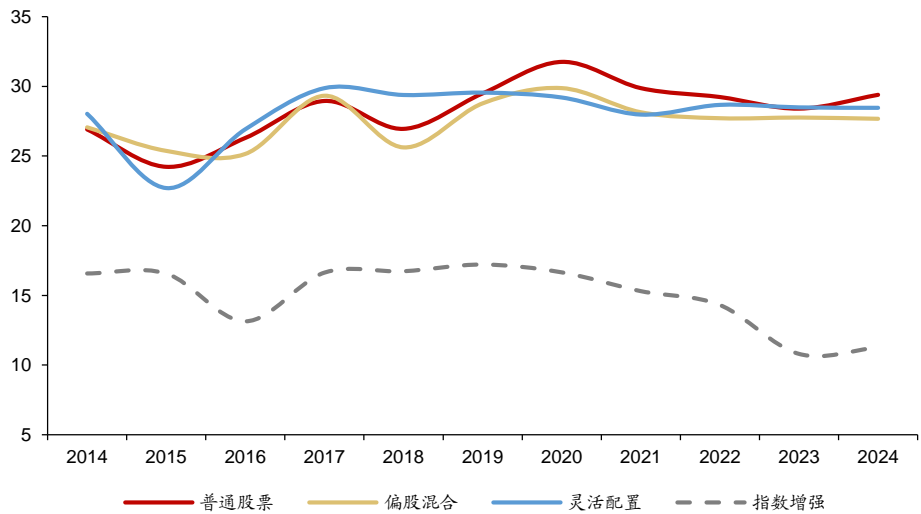
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 2020-2021 年新能源汽车渗透率快速提升 (%，元/股)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

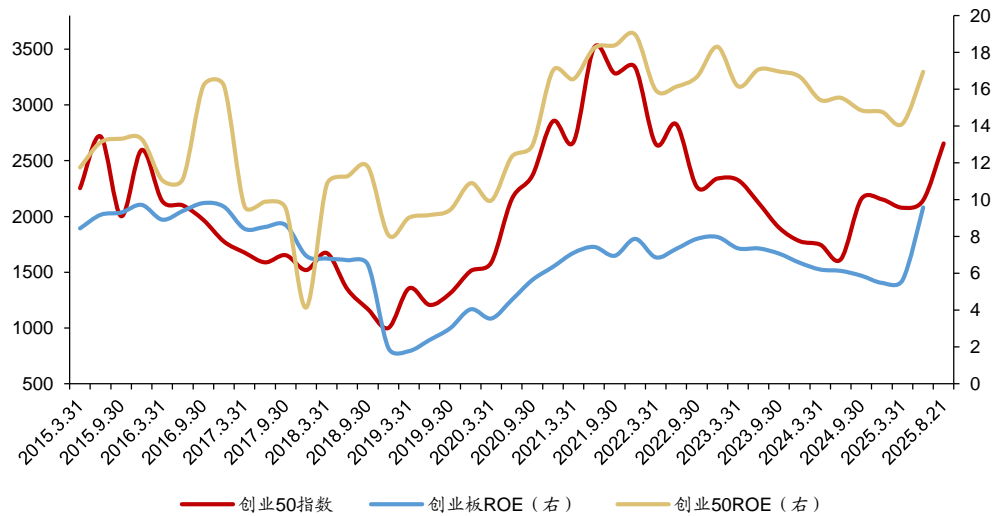
图14: 主动权益基金前 5 大重仓股集中度更高 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

典型因子: 基于主动权益基金偏好景气投资、大盘成长风格的特征，较为有效的因子主要有成长因子(预期业绩增速)、业绩超预期因子(预期业绩增速提升)、盈利能力因子(ROE、毛利率等)等。以主动权益基金代表指数创业板 50 为例，创业板 50 ROE 与其指数走势呈现较强的正相关关系，2018-2021 年创业板 50 ROE 迎来较强修复，指数随之走出持续上涨的大行情；2022-2024 年创业板 50 盈利质量波动下行，指数则顺势调整；今年以来创业板 50 ROE 出现明显改善，指数几乎同步止跌回升。

图15: 创业板50指数走势与盈利质量正相关(点, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

主动权益基金的优势在于把握景气赛道主升浪的能力较强, 不足在于当产业逻辑相对匮乏时超额收益可能落后。一方面, 由于主动权益基金具有偏好景气赛道投资的特性, 因此当产业逻辑清晰、产业趋势确定性较强、渗透率快速提升时, 可充分享受估值与业绩的戴维斯双击(2020-2021年新能源), 重仓股向上弹性很大, 创造超额收益的能力较强。但另一方面, 正是因为主动权益倾向于从产业脉搏中寻找高景气投资机会, 因此当产业逻辑相对匮乏、技术进步动能衰减、景气投资较弱时, 大盘成长风格可能并不占优, 进而拖累主动权益基金业绩表现。例如, 2023年新能源汽车产销增速出现较为明显的回落, 渗透率上行态势也有较大波动, 但主动权益仍重仓持有电新行业。

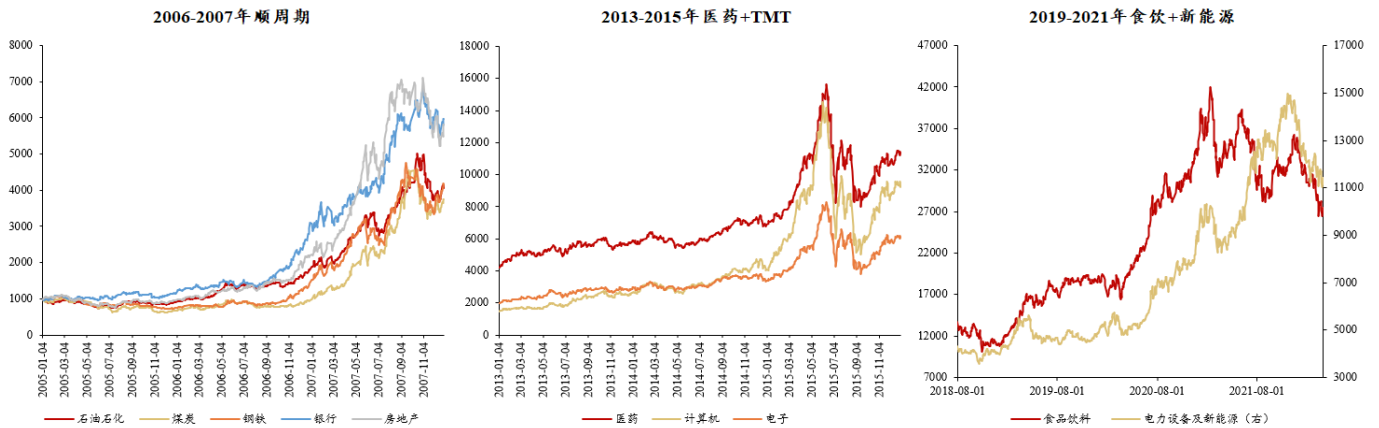
定价典型时期:

2006-2007年, 城镇化和工业化快速发展背景下, 主动权益重仓银行、钢铁、煤炭、石化、地产等顺周期品种。2000-2008年, 中国城镇化率上升超10个百分点, 规上工业增加值增速中枢接近15%。上游原材料、房地产需求快速增长, 银行也随之受益。2006-2007年, 主动权益重仓的银行、地产、钢铁、煤炭、石化等板块迎来主升浪。

2013-2015年, 移动互联网突破发展叠加流动性充裕, 主动权益重仓计算机、电子、医药等。2013年中国开启4G元年, 2014年开启互联网医疗元年, 同时在流动性泛滥的背景下, 计算机、医药等板块具有较强的题材属性, 情绪亢奋促使资金大规模流入。2013-2015年, 主动权益重仓的计算机、电子、医药均收益显著。

2019-2021年, 消费升级、能源革命背景下, 主动权益重仓食品饮料、新能源。2018年9月发布的《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》提出“促进实物消费不断提档升级”, 同时2020年全球公共卫生事件过后消费市场迎来强劲增长; 2020年4月《关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告》对新能源汽车免征购置税, 同年9月我国明确提出“双碳”目标。2019-2021年, 主动权益重仓的食饮、电新分别上涨208.2%、247.3%。

图16: 主动权益基金典型定价时期(点)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.4 代表指数: 基金重仓指数、偏股混基金指数、主动股基指数

主动权益基金的代表性指数主要包括: 中证 A500、创业板指、中证 800、基金重仓指数 (8841141.WI)、茅指数 (8841415.WI)、宁指数 (8841447.WI)、偏股混合型基金指数 (885001.WI)、主动股基指数 (930890.CSI) 等。

配置工具主要包括: 中证 A500ETF、创业板 50ETF、众多股票型/偏股混合型公募基金。其中, 中证 A500ETF 中电子、电新、医药、计算机、通信合计占比近 40%; 300 亿以上成分股占比超 7 成。创业板 50ETF 中电新、医药、电子、计算机、通信合计占比近 80% (2024 年报数据); 300 亿以上成分股占比 76%。

图17: 偏股混合型基金指数与基金重仓指数走势(点)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.5 投资表现：今年以来显著跑赢沪深 300，净赎回大幅收敛

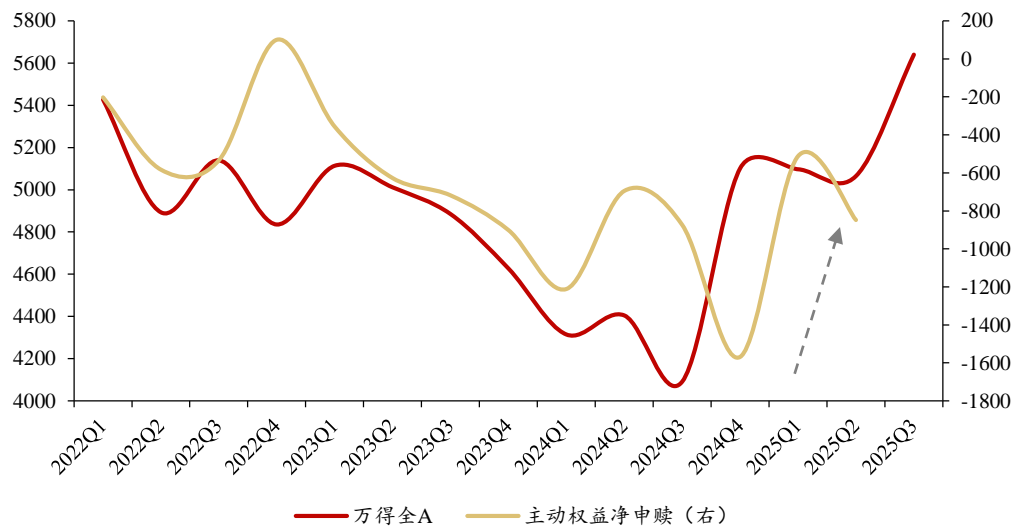
今年以来主动权益基金表现“一扫阴霾”，净赎回规模大幅收敛。2019-2021年，基金重仓指数、偏股混基金指数、主动股基指数均明显跑赢沪深 300，宁组合指数在新能源浪潮助推下相较沪深 300 的优势更大。但进入 2022 年，伴随市场进入调整节奏，主动权益基金也表现不佳。2022-2024 年，大部分主动权益基金的代表指数均难跑赢沪深 300，随之而来的则是净赎回规模的明显扩大。2022Q1-2024Q4，主动权益基金（普通股票+偏股混合）单季净赎回规模从 202.1 亿份扩大至 1567.6 亿份。今年以来，伴随市场企稳回升，创业板指、偏股混基金指数、主动股基等部分主动权益基金的代表指数已明显跑赢沪深 300，主动权益基金的净赎回规模也出现大幅收敛。

表1：2019 年至今部分主动权益基金代表指数与沪深 300 当年涨跌幅（%）

时间/指数	中证A500	创业板指	中证800	基金重仓指数	偏股混合型基金指数	主动股基	茅指数	宁组合	沪深300
2019	36.0%	43.8%	33.7%	51.1%	45.0%	48.5%	91.4%	83.3%	36.1%
2020	31.3%	65.0%	25.8%	46.3%	55.9%	61.8%	108.7%	189.0%	27.2%
2021	0.6%	12.0%	-0.8%	4.9%	7.7%	7.8%	-4.4%	40.9%	-5.2%
2022	-22.6%	-29.4%	-21.3%	-24.4%	-21.0%	-22.7%	-22.0%	-25.9%	-21.6%
2023	-11.4%	-19.4%	-10.4%	-15.7%	-13.5%	-14.1%	-14.3%	-25.6%	-11.4%
2024	13.0%	13.2%	12.2%	5.1%	3.5%	2.0%	7.3%	-3.0%	14.7%
2025（截至8月19日）	8.8%	21.5%	9.6%	15.5%	22.0%	21.3%	10.6%	20.8%	7.3%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图18：万得全 A 走势与主动权益基金净申赎（点，亿份）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

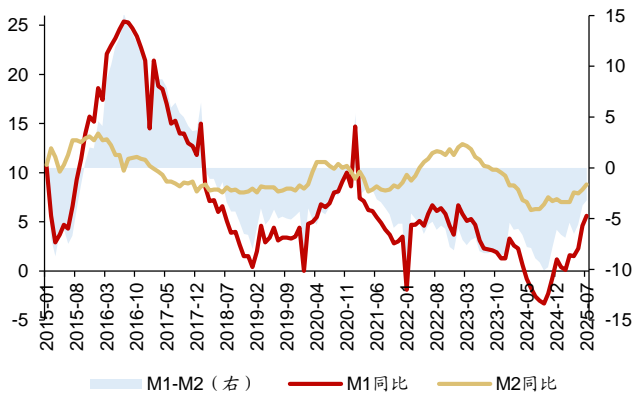
注：主动权益基金统计口径为普通股票+偏股混

1.6 未来展望：配置吸引力回升，资金有望持续流入

公募新规有望推动行业高质量发展，吸引更多资金流入。2025年5月证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，建立与基金业绩表现挂钩的浮动管理费收取机制，强化业绩比较基准的约束作用，稳步降低基金投资者成本，对基金投资收益全面实施长周期考核机制。公募新规一方面通过引导管理人更为聚焦业绩基准风格，减少短期偏离投资策略的行为，从而提升整体投资的稳定性；另一方面加强公募基金与投资者的利益绑定，改善一直以来基金公司过度关注扩大规模的问题，努力为投资者获取更好回报，进而增强投资者信心和积极性，中长期有望吸引更多资金流入公募基金市场。

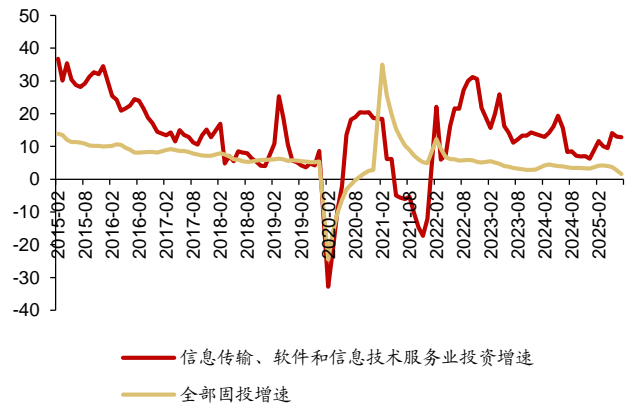
信用环境预期改善，主动权益配置吸引力回升。7月社融同比较前值升0.1pct至9.0%，M1同比较前值显著回升1.0pct至5.6%，M1-M2剪刀差进一步收敛至-3.2%，均指向信用环境趋于好转。同时，7月份信息技术服务业投资仍保持双位数增长（12.8%），新兴产业投资需求景气度较高，有助于牵引主动权益青睐的大盘成长股景气改善，增加中长期配置吸引力。

图19: M1-M2剪刀差进一步收敛(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

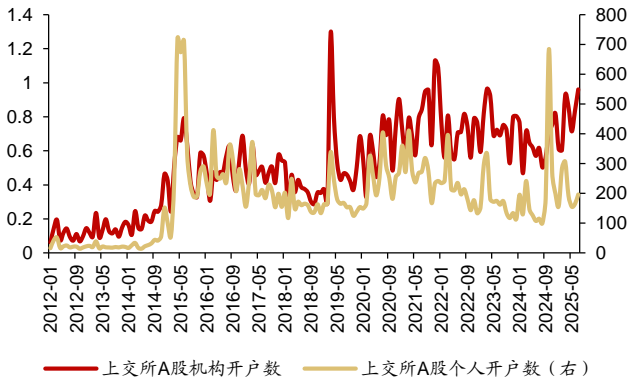
图20: 信息技术服务业投资增速远高于全部固投(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

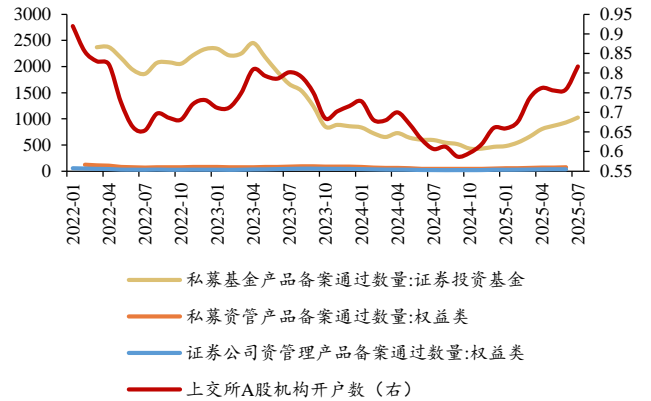
赚钱效应显著回升背景下，公募、私募等机构资金有望加快入市。截至8月22日，今年以来上证指数、沪深300、创业板指、偏股混合基金指数已累计上涨14.1%、11.3%、25.3%、22.4%，股市赚钱效应较前两年有明显回升。与此同时，机构开户数量也有所回暖。上交所数据显示，今年以来（截至7月）A股新增机构开户数5.51万户，同比增25.2%。考虑到今年1-7月私募基金备案通过数量同比大增近62%，而公募主动权益新产品数量增速相对偏缓，因此今年以来A股新增机构开户或主要为私募基金贡献。大型私募机构投资偏好与公募基金类似，均倾向于从产业景气寻找投资方向，青睐景气赛道投资。2012年以来，上交所A股机构开户数与偏股混合基金指数相关性高达0.9，股指走势略微领先机构开户1-2个月左右。伴随市场持续走高、基金产品业绩改善，未来有望迎来更多机构增量资金入市。

图21: 今年以来机构开户数明显上升(万户)



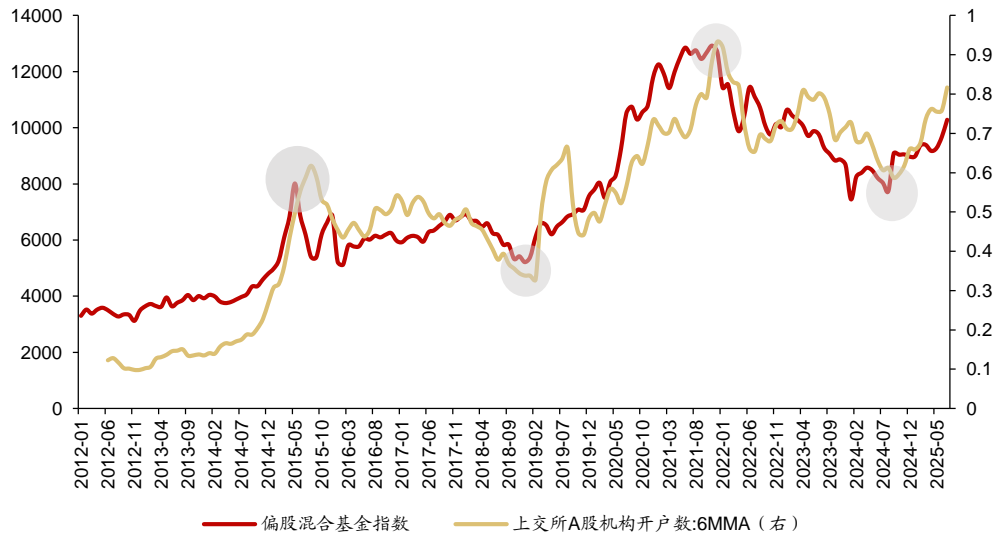
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图22: 机构开户与私募证券投资基金备案数同步抬升(只, 万户)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图23: 机构开户数与偏股混合基金指数走势高度相关(点, 万户)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

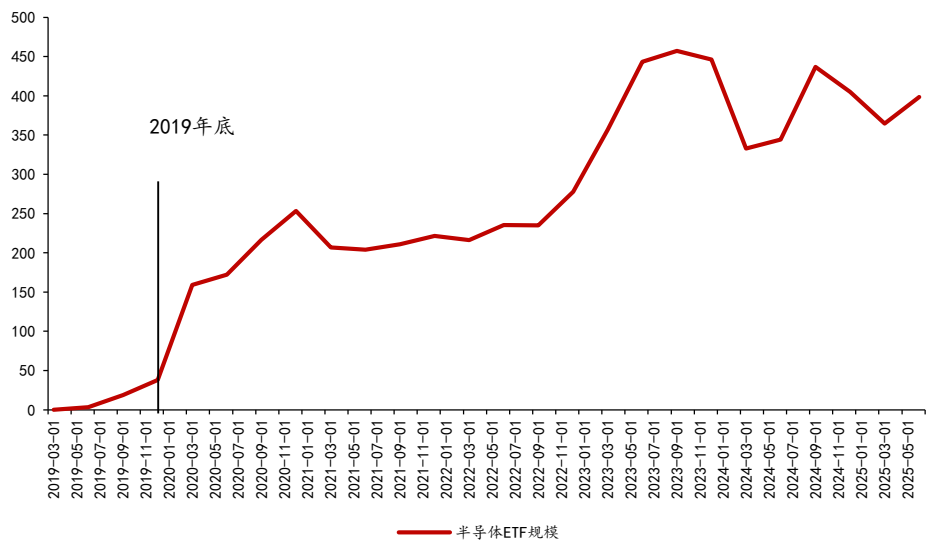
整体而言, 今年以来主动权益基金发行规模已明显回暖, 且在全部新发基金中的占比进一步回升, 赚钱效应也较 2022-2024 年显著改观, 主动股基等部分代表指数大幅跑赢沪深 300, 发行规模和业绩表现双双改善。同时, 历史上看, 牛市处于中后期时居民存款通常会因较强的投资吸引力而加速流入主动权益基金。伴随市场持续企稳向上, 主动权益基金业绩改善与居民资金入市有望形成正向联动、强化市场正反馈, “充沛”的居民存款有望为主动权益提供可持续的增量资金支持。

2 ETF 资金：逆向投资，市场稳定器

2.1 政策导向：政策支持，主题类 ETF 大发展

政策支持产业发展，是 ETF 规模增加的重要因素。以半导体 ETF 为例，自主可控叠加政策支持，2019 年后半导体 ETF 迎来蓬勃发展。2018 年中美贸易摩擦期间，美国对中国半导体行业进行封锁，2018 年 4 月，美国商务部宣布 7 年内禁止美国企业向中兴公司销售零件。2019 年，美国又对华为公司实施管制，切断其大部分海外芯片供应，并阻止其自行制造芯片。半导体“自主可控”一触即发。2019 年 10 月，国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司成立（以下简称“大基金二期”），注册资本为 2041.5 亿元，将投资重心放在了芯片等产业。2019 年底，半导体 ETF 规模迅速增加，从 38 亿元增加至 2020 年一季度末的 159 亿元，并于 2023 年三季度末达到最大值 457 亿元。

图24： 2019 年底以后，半导体 ETF 规模迅速增加（亿元）

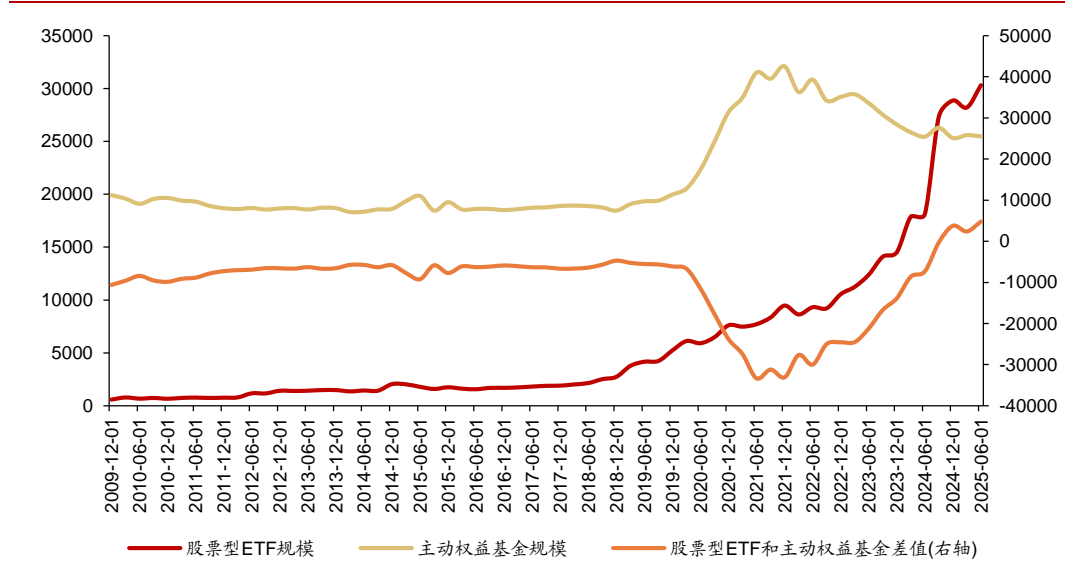


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 市场概况：股票型 ETF 规模超过主动权益基金

截至 2024 年 Q4，股票型 ETF 规模为 2.89 万亿元，主动权益基金（普通股票型+偏股混合型）规模为 2.51 万亿元，股票型 ETF 规模首次超过主动权益基金规模。2024 年 Q4 至 2025 年 Q2，股票型 ETF 规模和主动权益基金的差值分别为 3774 亿元、2408 亿元和 4814 亿元，ETF 和主动权益基金之间的差值在扩大。被动基金规模的增加，或导致资金进一步向大型龙头股集中，加剧“强者恒强”的局面。同时，同一个板块或指数内的股票走势同涨同跌的联动性会更强，个股的独立行情可能会减少。

图25： 2024 年四季度，股票型 ETF 规模首次超过主动权益基金规模（亿元）

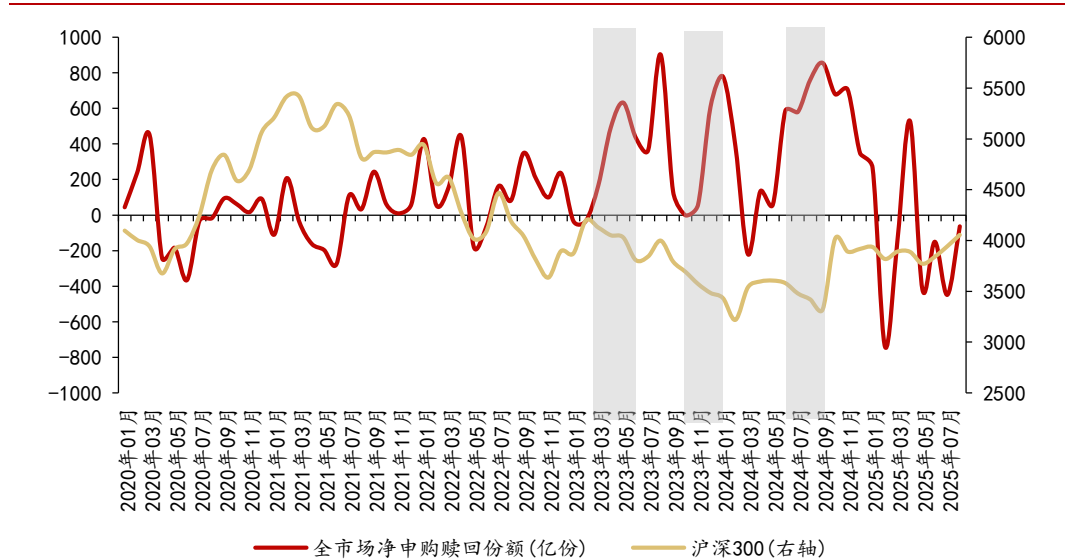


资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：主动权益基金包括普通股票型和偏股混合型

2.3 投资风格：逆向投资，市场稳定器

2023 年以来，ETF 净申购赎回份额呈现“逆向投资”特征，起到市场稳定器的作用。下图数据表明，2023 年以来，市场在下行过程中，ETF 净申购赎回份额明显放大，如 2023 年 2 月-6 月，2023 年 10 月-2024 年 1 月，2024 年 3 月-2024 年 9 月。ETF “逆向投资”的特征，一定程度上平滑了市场波动。

图26： 2023 年以来，ETF 净申购赎回呈现“逆向投资”特征



资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：阴影部分为市场下行过程中，ETF 净申购额增加

股票型 ETF 规模的增加，一方面来源于险资借道 ETF 入市，另一方面来自于中央汇金增持。以 A500ETF 为例，中国人寿在 2025 年上半年大量增持 A500ETF 基金。除此之外，中央汇金 2025 年上半年大量增持沪深 300ETF、上证 50ETF、中证 1000ETF。值得注意的是，中央汇金 2025 年上半年增持易方达上证科创板 50ETF 41.46 亿份，对新质生产力方向亦有布局。

表2: 险资借道 ETF 入市

名称	代码	险资	2025年中报持有份额(亿)	2024年年报持有份额(亿)
嘉实中证A500ETF	159351.OF	中国人寿保险股份有限公司	13.52	-
南方中证A500ETF	159352.OF	中国人寿保险股份有限公司	21.54	16.5
广发中证A500ETF	563800.OF	中国人寿保险股份有限公司	23.62	-
华夏中证A500ETF	512050.OF	中国人寿保险股份有限公司	9.06	4.3
富国中证A500ETF	563220.OF	中国人寿保险股份有限公司	22.43	16.58

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表3: 中央汇金主要持有的宽基指数

名称	代码	机构	2025年中报持有份额(亿)	2024年年报持有份额(亿)	2025年中报相比于2024年年报持有份额变动(亿)
华泰柏瑞沪深300ETF	510300.SH	中央汇金	735.13	622.76	112.37
华夏沪深300ETF	510330.SH	中央汇金	420.28	325.83	94.45
易方达沪深300ETF	510310.SH	中央汇金	558.94	469.63	89.31
华夏上证50ETF	510050.SH	中央汇金	487.6	405.77	81.83
嘉实沪深300ETF	159919.SZ	中央汇金	354.99	298.42	56.57
南方中证1000ETF	512100.SH	中央汇金	221.69	165.14	56.55
易方达上证科创板50ETF	588080.SH	中央汇金	216.07	174.61	41.46
华夏中证1000ETF	159845.SZ	中央汇金	137.26	99.21	38.05
南方中证500ETF	510500.SH	中央汇金	142.17	108.51	33.66
广发中证1000ETF	560010.SH	中央汇金	105.5	80.36	25.14
易方达创业板ETF	159915.SZ	中央汇金	170.2	149.32	20.88
富国中证1000ETF	159629.SZ	中央汇金	36.34	27.74	8.6
华安上证180ETF	510180.SH	中央汇金	52.32	52.32	0
华夏中证500ETF	512500.SH	中央汇金	20.51	20.51	0
嘉实中证500ETF	159922.SZ	中央汇金	23.11	23.11	0
国泰上证180金融ETF	510230.SH	中央汇金	25.64	25.64	0
广发创业板ETF	159952.SZ	中央汇金	10.91	10.91	0
工银上证科创板50ETF	588050.SH	中央汇金	9.7	9.7	0
天弘创业板ETF	159977.SZ	中央汇金	2.31	2.31	0
易方达深证100ETF	159901.SZ	中央汇金	6.93	6.93	0
易方达上证50ETF	510100.SH	中央汇金	0.92	1.85	-0.93

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 个人投资者：“不见兔子不撒鹰”，趋势为王

3.1 核心指标：新增开户数和两融余额占比与指数的走势相关性较高

一般而言，衡量个人投资者资金的指标主要有定期存款占比、非银金融机构存款、新开户数、两融余额、保证金（客户交易结算资金余额）等，我们希望化繁为简，找到和指数相关性最高的指标。

新增开户数和两融余额占比和各大宽基指数走势相关性较高。统计的指标主要为新增开户数 12 个月移动平均、住户定期存款占比 12 个月移动平均、非银金融机构存款增速 12 个月移动平均、两融余额流通市值占比、两融余额总市值占比和交易结算资金余额 12MA。主要的指数为万得全 A、沪深 300、中证 500、中证 1000 和中证 2000。数据统计结果显示，新增开户数、两融余额占流通市值和总市值的比例，以及客户交易结算资金余额和各大宽基

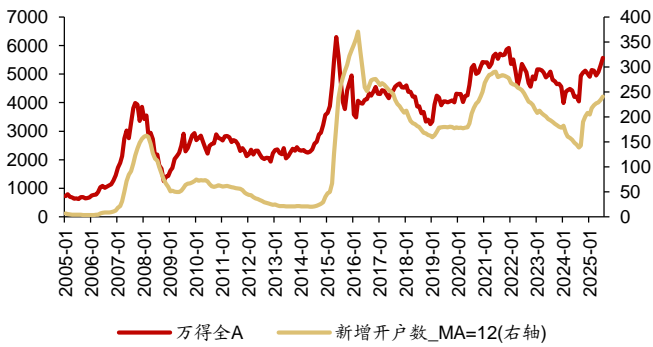
相关性在 0.8 左右，相关性较高；在宽基指数中，指标和万得全 A 的相关性最高，其次为中证 1000。

表4: 代表个人投资者的相关指标与主要宽基指数的相关性

序号	相关指标	万得全A	沪深300	中证500	中证1000	中证2000
1	新增开户数_MA=12	0.86	0.73	0.80	0.81	0.72
2	定存占比_MA=12	0.48	0.29	0.13	0.24	0.22
3	非银存款增速_MA=12	0.21	0.12	0.58	0.61	0.35
4	两融余额流通市值占比	0.80	0.64	0.75	0.78	0.54
5	两融余额市值占比	0.78	0.61	0.73	0.76	0.50
6	交易结算资金余额_MA=12	0.77	0.57	0.60	0.67	0.67

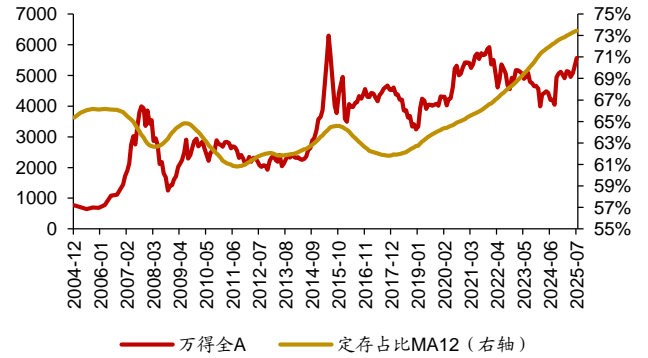
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 万得全 A 指数和新增开户数 12MA 走势



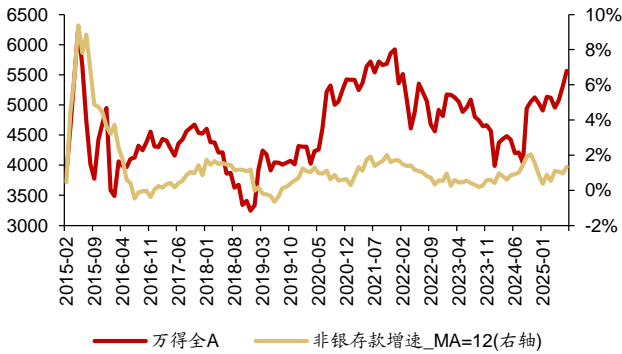
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图28: 万得全 A 指数和定期存款占比 12MA 走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图29: 万得全 A 指数和非银存款增速 12MA 走势



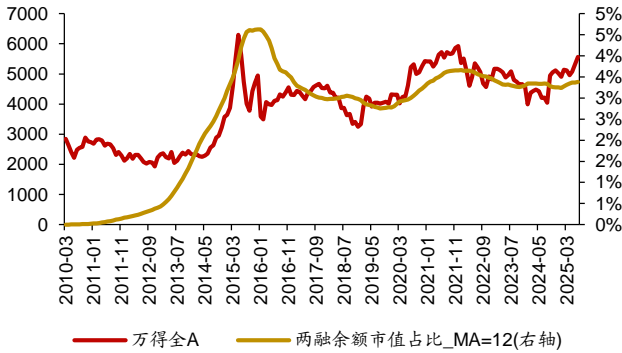
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图30: 万得全 A 指数和两融余额流通市值占比走势



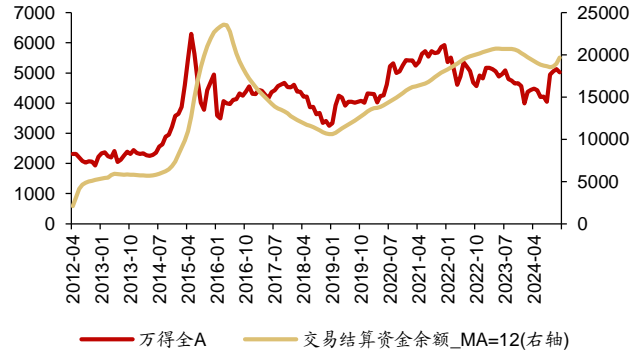
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图31: 万得全 A 指数和两融余额总市值占比走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图32: 万得全 A 指数和交易结算资金余额 12MA 走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.2 适宜环境: 百度指数“牛市”关键词先行、流动性宽松、风偏提升

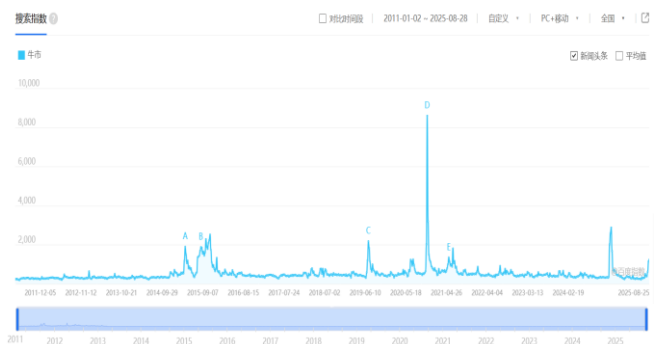
百度资讯指数关键词“牛市”是个人投资者入市的先行指标。百度数据显示, 2011 年以来关键词“牛市”搜索指数, 有八段显著抬升的阶段, 分别为 2014 年 11 月, 2015 年 3-4 月, 2019 年 2-3 月, 2020 年 3 月, 2020 年 6 月, 2021 年 2 月, 2024 年 9 月底到 10 月初和 2025 年 8 月。我们以新增开户数 12 个月移动平均值作为个人投资者入市的指标, 2014 年底, 2019 年初和 2024 年 9 月该项指标出现向上拐点, 随后快速攀升。当“牛市”搜索指数上升时, 往往吸引个人投资者入市。

图33: 新增开户数变化和市场走高整体呈现同向性



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

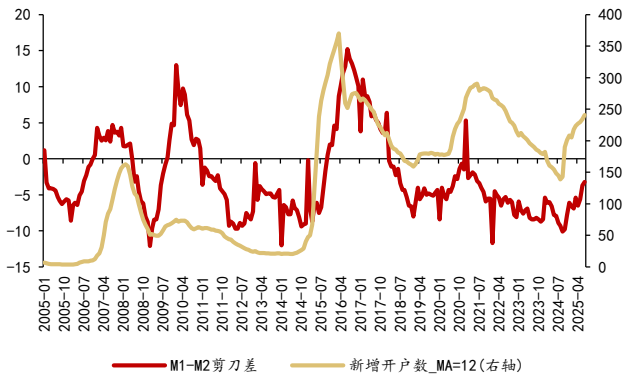
图34: 百度关键词“牛市”搜索指数



资料来源: 百度, 浙商证券研究所

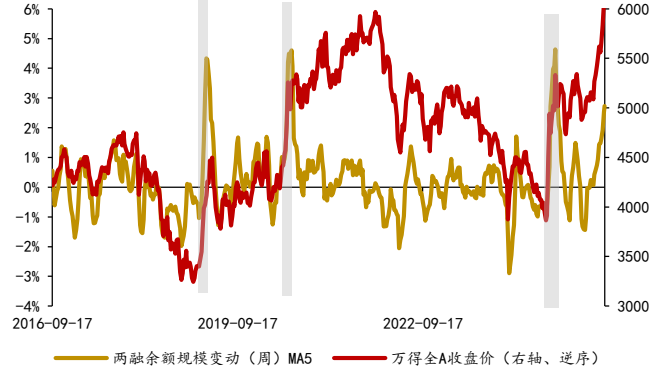
流动性宽松和风险偏好提升, 同样吸引个人投资者入市。M1-M2 剪刀差和新开户数 12MA 基本正相关, 当 M1-M2 剪刀差扩大时, 表明流动性宽松, 有利于个人投资者入市。另一方面, 我们用两融余额周度规模 5 周移动平均衡量风险偏好。风险偏好快速上行阶段, 如 2019 年 2-3 月, 2020 年 6-7 月, 2024 年 9 月-11 月, 个人投资者加速入市。

图35: M1-M2 剪刀差和新增开户数 12MA 正相关



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图36: 2016 年以来, 有三段风险偏好快速提升阶段

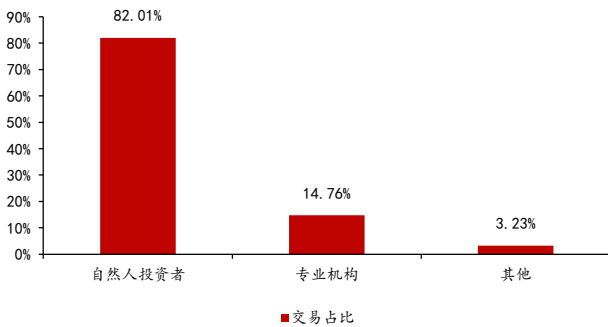


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.3 投资风格: 高换手、趋势投资和对基本面研究具有局限性

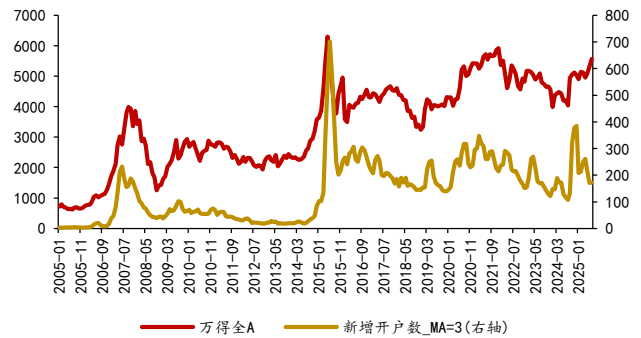
个人投资者具有高换手、趋势投资和对基本面具有局限性几大特点。1) 高换手: 根据上海证券报,《上海证券交易所统计年鉴(2018 卷)》数据显示,个人投资者的交易金额占到 2017 年交易总额的 82.01%,而机构仅占 14.76%。可见,个人投资者的换手率较高,在日常交易中更倾向于中短线交易,而机构则更倾向于长期持股。2) 趋势投资: 万得全 A 走势和新增开户数 3 个月移动平均呈现较为明显的正相关性,当指数上行时,开户数量随之增加;当指数下行时,开户数量减少,一定程度上体现了个人投资者具有“趋势交易”的特点。此外,两融余额周度规模 5 周移动平均与万得全 A 指数呈现一定程度的正相关性(除 2021 年公募基金大发展外),我们发现,两融余额周度规模 5 周移动平均有三段快速上行期,分别为 2019 年 2-3 月,2020 年 6-7 月,2024 年 9 月-11 月,和万得全 A 的上行时期基本吻合,或表明个人投资者“趋势交易”的特征。部分投资者偏好低价股,且高换手和趋势交易使得市场的波动加大,加之两融工具的使用,往往导致牛市超涨,熊市超跌。3) 对基本面研究具有局限性: 机构投资者获得的研究资源更多,研究范围更加广泛。相比于机构投资者,个人投资者由于研究资源、研究时间等原因,对基本面的研究或具有一定的局限性。

图37: 2017 年不同类型投资者交易占比



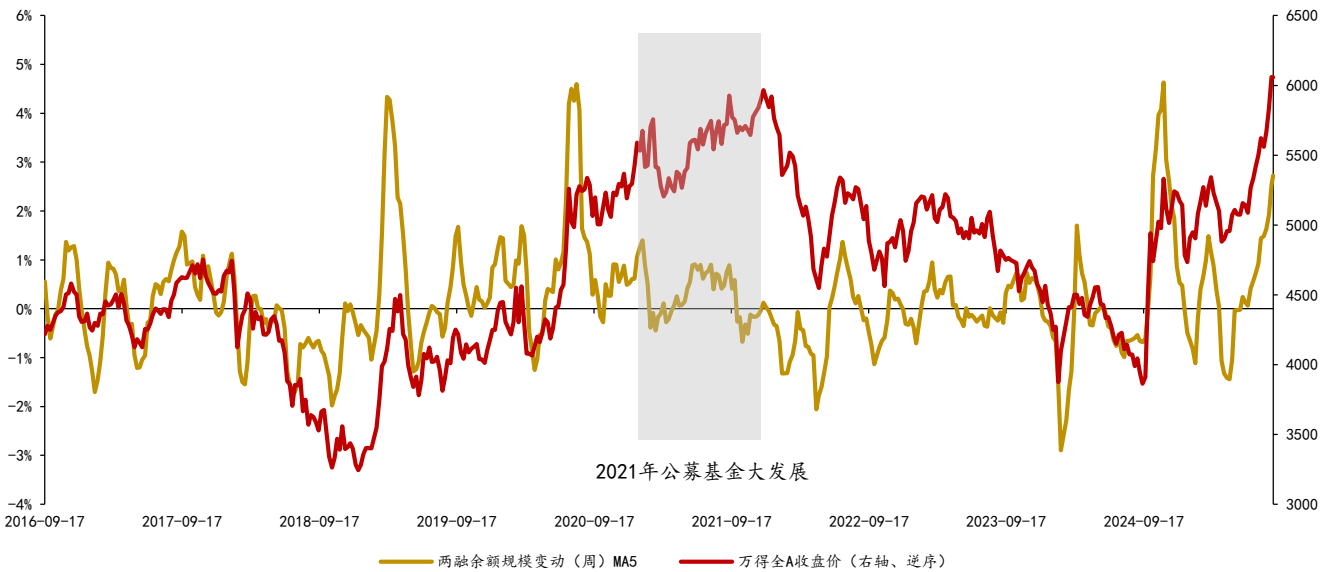
资料来源:《上海证券交易所统计年鉴(2018 卷)》, 浙商证券研究所

图38: 万得全 A 指数和新增开户数 3MA 走势(点、户)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图39: 两融余额周度规模环比变动 MA5 与万得全 A 收盘价指数走势

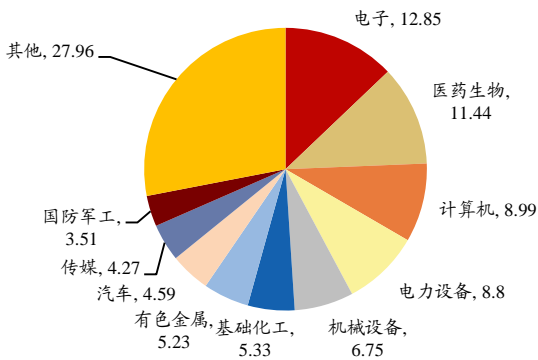


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.4 代表指数与工具: 中证 1000、规模因子和动量因子

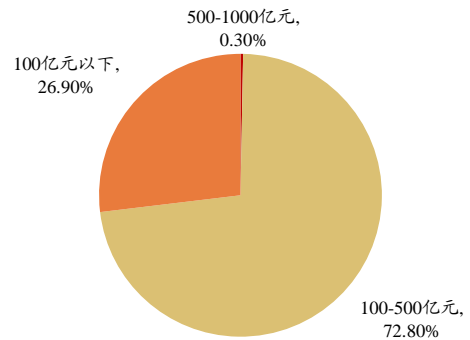
中证 1000 指数走势与代表个人投资者的新开户数量和两融余额等指标相关性更高, 个人投资者偏好电子、医药生物和计算机, 及 100-500 亿元小市值股票。在本章的《核心指标》部分, 数据统计结果显示, 新增开户数、两融余额占流通市值和总市值的比例, 以及客户交易结算资金余额和各大宽基相关性在 0.8 左右; 在宽基指数中, 指标和万得全 A 的相关性最高, 其次为中证 1000。万得全 A 指数代表所有 A 股, 自然和个人投资者相关指标的相关系数更高。为了更好的选择代表个人投资者的指数, 我们选择中证 1000。从申万一级行业分布看, 中证 1000 指数成分股主要集中在电子(12.85%)、医药生物(11.44%)和计算机(8.99%), 成分股流通市值集中在 100-500 亿元, 市值偏小。

图40: 中证 1000 指数成分股申万一级行业分布



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

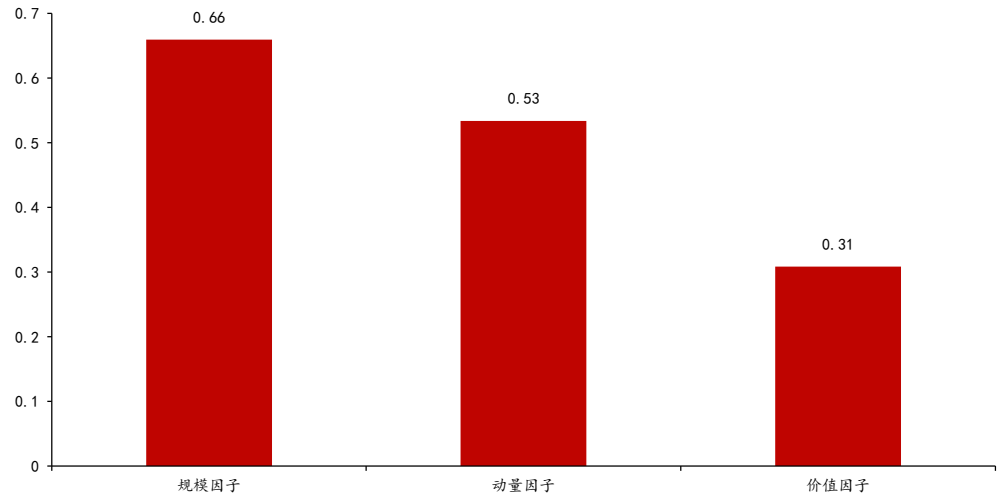
图41: 中证 1000 指数成分股流通市值分布



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

规模因子和动量因子能更好的刻画个人投资者偏好。个人投资者代表指数为中证 1000，2017 年 1 月 1 日至今，规模因子、动量因子和价值因子和中证 1000 指数的相关系数分别为 0.66、0.53 和 0.31，表明个人投资者偏向小市值和趋势交易。

图42: 中证 1000 指数和规模因子、动量因子和价值因子的相关系数

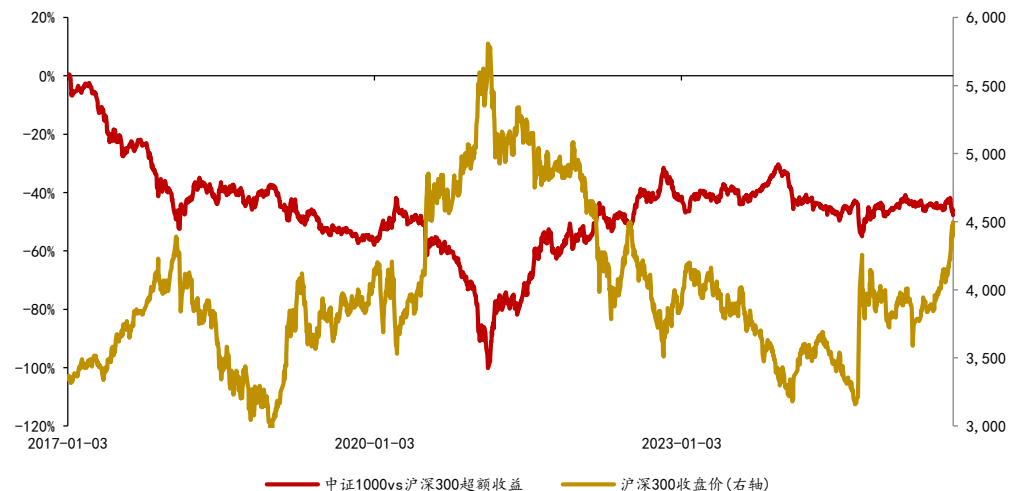


资料来源: Wind, 浙商证券研究所 注: 数据统计时间为 2017 年 1 月 1 日至今

3.5 投资表现: 2017 年以来中证 1000 指数跑输沪深 300

2017 年至今中证 1000 指数跑输沪深 300 指数 47.7%。2017 年 1 月 1 日至 2025 年 8 月 29 日，中证 1000 指数取得-13.15%的收益率，沪深 300 取得 34.54%的收益率，跑输沪深 300 指数 47.7 个百分点。《上海证券交易所统计年鉴(2018 卷)》数据显示，从盈利来看，2017 年自然人投资者整体盈利 3108 亿元，2016 年为亏损 7090 亿元；2017 年专业机构整体盈利 11156 亿元，2016 年为亏损 3171 亿元。2017 年机构整体盈利金额是个人投资者的 3.6 倍，而自然人投资者的盈利金额不及总盈利额度 34535 亿元的一成。

图43: 中证 1000 相比于沪深 300 指数超额收益以及沪深 300 指数收盘价



资料来源: Wind, 浙商证券研究所 注: 阴影部分为沪深 300 指数快速拉升的阶段

3.6 未来展望：“资产荒”叠加赚钱效应，有望吸引个人投资者入市

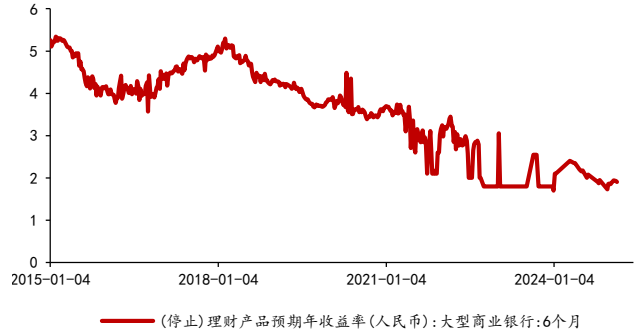
“资产荒”背景下叠加股票市场赚钱效应凸显，“存款搬家”大势所趋，或吸引个人投资者入市。一方面，十年期国债收益率、银行理财产品收益率、二手房价格和房租价格下行；另一方面，股票赚钱效应凸显，2024年9月24日至今，上证指数上涨超过40%，市场赚钱效应显著。2024年下半年尤其是9月后，证券公司客户保证金在2024年底录得明显增长，存款有直接或间接逐步流入权益类资产趋势，预计伴随股市上涨后的赚钱效应，也将进一步吸引个人投资者入市。

图44：十年期国债收益率趋势性下行（%）



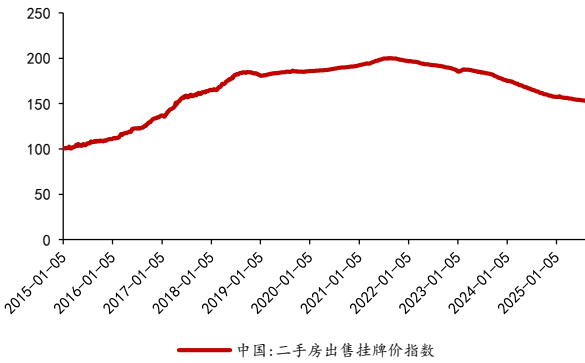
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图45：银行理财产品收益率趋势性下行（%）



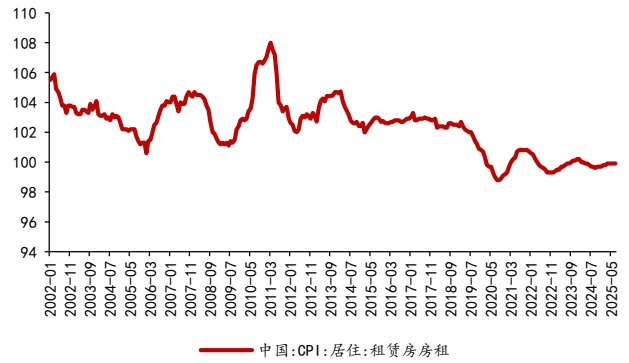
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图46：二手房价格趋势性下行



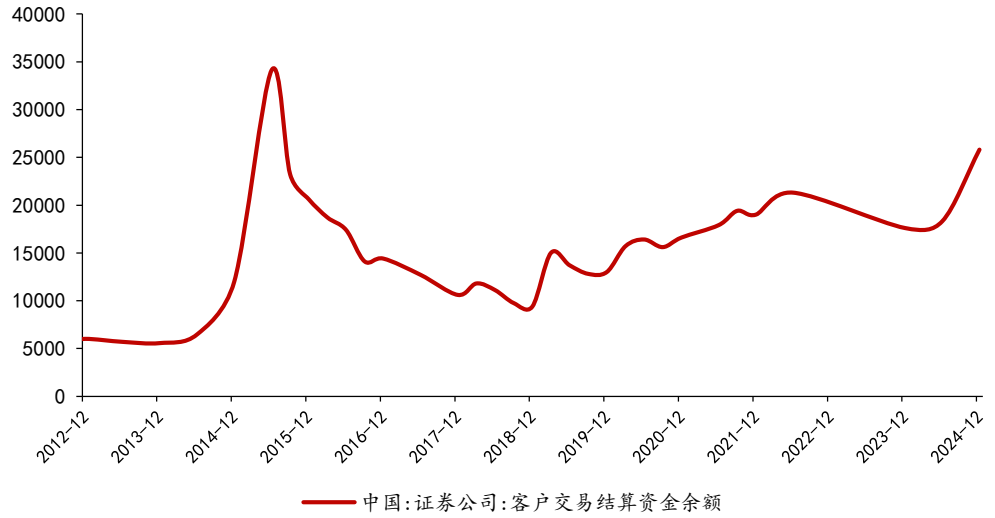
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图47：房租价格趋势性下行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图48： 2024年下半年客户交易结算资金余额快速攀升（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 保险+银行理财：中长期资金加快入市

4.1 核心指标：新增保费增速、股票投资比例

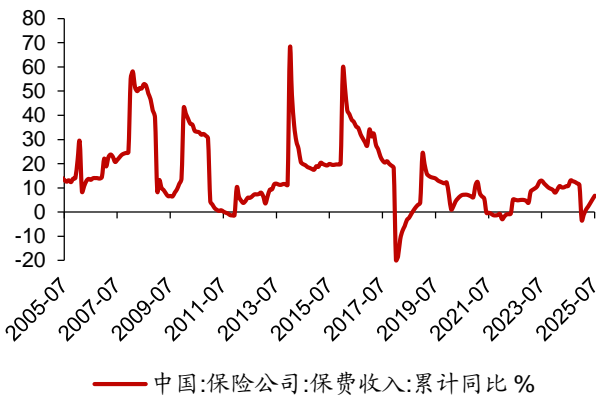
险资等中长期资金正在加快入市，资金运用呈现股债再平衡趋势。根据国家金融监督管理总局数据，2025年Q2保险公司资金运用余额合计为36.23万亿元，环比增加1.3万亿元，增幅3.7%。其中财产险公司资金运用余额为2.35万亿元，股票配置比例为8.33%，环比上升0.77pct；债券配置比例为40.29%，环比上升0.28pct。人身险公司资金运用余额为32.60万亿元，股票配置比例为8.81%，环比上升0.38pct，债券配置比例为51.90%，环比上升0.72pct。即财产险和人身险合计持有A股2.07万亿元。对于险资，其凭借规模优势和政策支持，已成为A股的重要稳定器。2025年7月，中国保费收入累计同比为6.75%，较2025年1月的数据-3.34%大幅抬升。当前，监管部门鼓励险资提高权益配置比例，大型国有保险公司每年新增保费可用于投资A股的比例约束放宽。权益资产中，OCI账户的比例整体接近一半，以中国平安为例，截至2025年Q2 OCI账户占比为65%。以8.8%左右权益配置比例推算，预计2025年全年对股市的增量直接投资金额为5000亿元左右。

图49: 保险机构资金运用情况

保险机构类别	指标	2025Q2		2025Q1	
		账面余额 亿元	占比	账面余额 亿元	占比
财产险公司	资金运用余额	23464	100.00%	22727	100.00%
	银行存款	4046	17.24%	3980	17.51%
	债券	9455	40.29%	9093	40.01%
	股票	1955	8.33%	1719	7.56%
	证券投资基金	1837	7.83%	1872	8.24%
	长期股权投资	1425	6.07%	1421	6.25%
人身险公司	资金运用余额	326036	100.00%	313812	100.00%
	银行存款	26148	8.02%	25761	8.21%
	债券	169217	51.90%	160617	51.18%
	股票	18731	8.81%	26454	8.43%
	证券投资基金	14767	4.53%	14626	4.66%
	长期股权投资	26099	8.00%	25962	8.27%

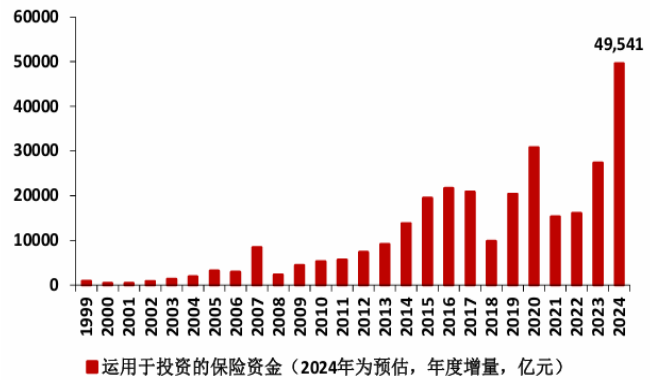
资料来源: 国家金融监督管理总局, 浙商证券研究所

图50: 中国保费收入累计同比



资料来源: 国家金融监督管理总局, Wind, 浙商证券研究所

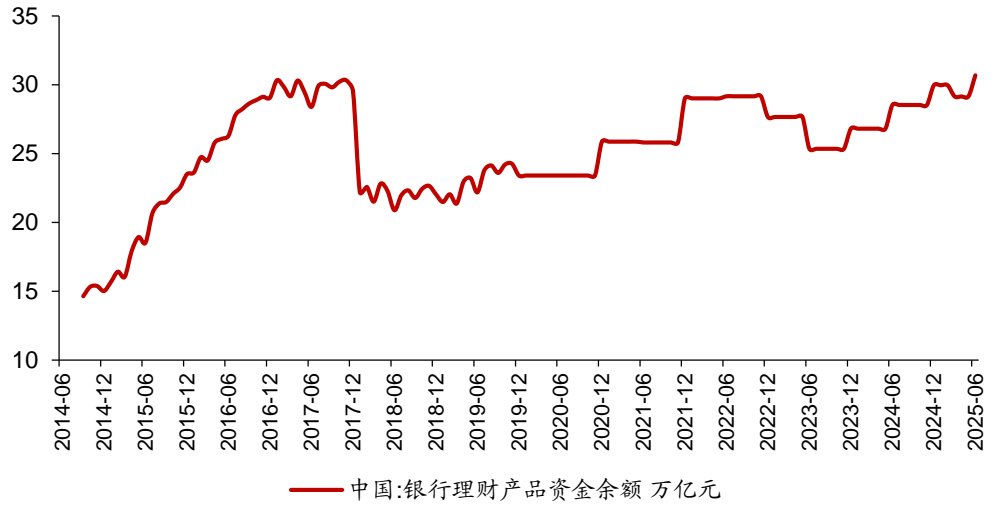
图51: 运用于投资的增量保险资金 (2024 年为预估, 亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

银行理财子作为中长期资金, 亦逐步增加对股市的配置。至 2025 年 6 月, 银行理财产品资金余额为 30.67 万亿元, 同比去年同期上升 7.5%, 也是自 2017 年以后再度回到 30 万亿上方。2025 年 H1, 固收类、混合类、权益类产品存续规模分别为 29.81 万亿元、0.77 万亿元、0.07 万亿元, 占比分别为 97.2%、2.51%和 0.22%。其中固收类产品规模占比保持高位, 但混合类产品规模占比逐季回升。对于商业银行理财子, 监管鼓励中长期资金入市背景下, 可通过产品创新和策略调整, 加速“固收+”和多资产策略转型。理财子可逐步通过公募基金提升权益配置比例, 增加产品收益的弹性, 推动 A 股市场向“慢牛”格局发展。但受到客户风险偏好的限制, 权益配置比例的提升空间整体或有限。

图52: 银行理财产品资金余额

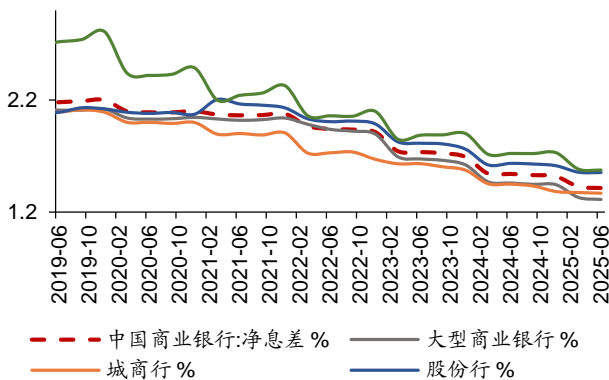


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2 适宜环境: 无风险利率下行、中低风险偏好、宽货币紧信用

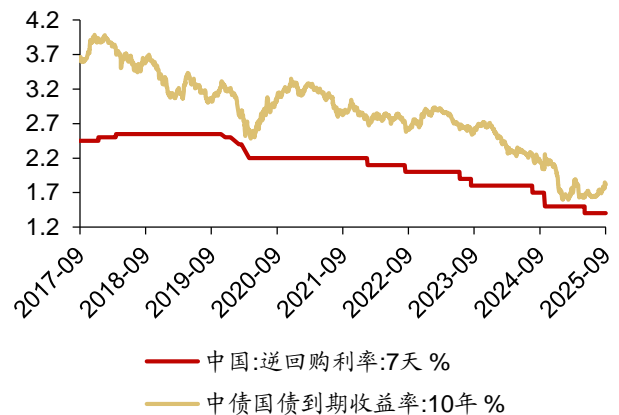
保险资金占据定价权的经济背景往往伴随无风险利率大幅下行，市场整体呈现中低风险偏好。经济呈现偏弱复苏，财政扩张程度有限，但货币政策角度为提振经济仍然维持中性偏宽松。2023年-2024年，高息非标资产持续收缩，相对高息资产到期的再投资压力，倒逼部分高风险资产进入低风险偏好配置。对于保险机构，其负债端久期长达12-13年，而资产端久期仅为6-7年左右，久期缺口会带来保险资金运用资产端的收益压力。此时“资产荒”驱动债市利率大幅下行，对固收或高股息类资产形成助推，高股息资产也因此受到险资和银行理财子的大幅增配。

图53: 商业银行净息差



资料来源: 国家金融监督管理总局, Wind, 浙商证券研究所

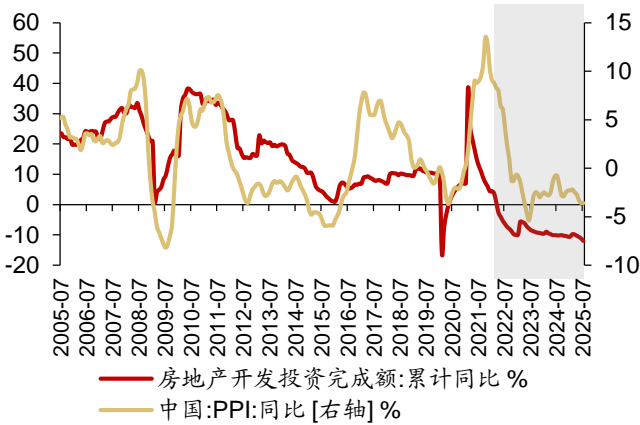
图54: 7D 逆回购利率和 10Y 国债利率



资料来源: 中国央行, Wind, 浙商证券研究所

宽货币紧信用背景下保险定价权抬升。过去两年，房地产投资端数据下滑明显，2025年7月，房地产开发投资完成额累计仍录得负值-12%。PPI亦录得-3.6%，低位磨底。国内财政方面，供给端呈现较强纪律性，城投债一度净融资为负，叠加土地出让金的下行，财政收支维持紧平衡。央行则持续采取有序宽松的步伐，呵护市场流动性适度宽松。供给有限叠加货币宽松，利率震荡下行，高股息和债券类基金需求上升。

图55: 房地产开发投资完成额同比下滑



资料来源: 国家统计局, Wind, 浙商证券研究所

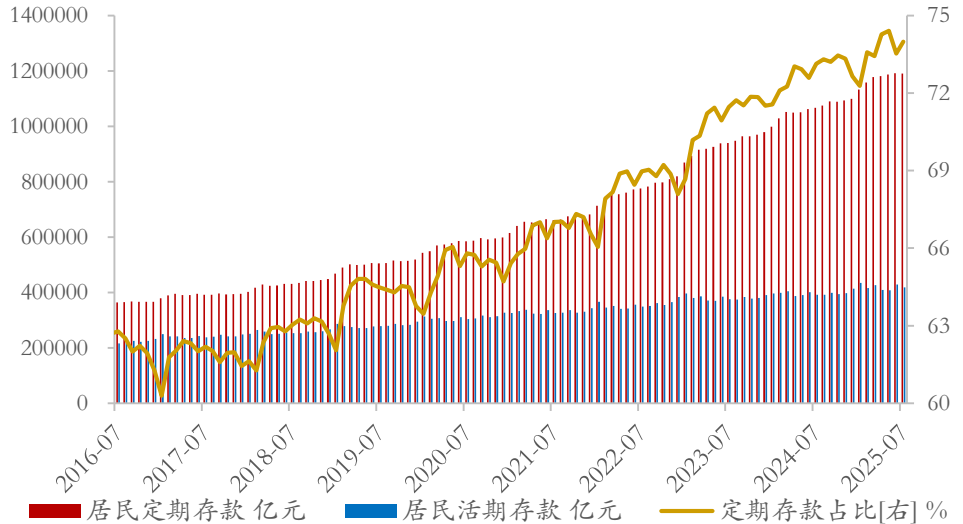
图56: 过去两年债基发行份额明显上行



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

险资定价阶段，居民亦倾向于稳定回报类资产。2022年1月至2025年5月，居民存款中定期存款占比从66.01%上升至74.41%。

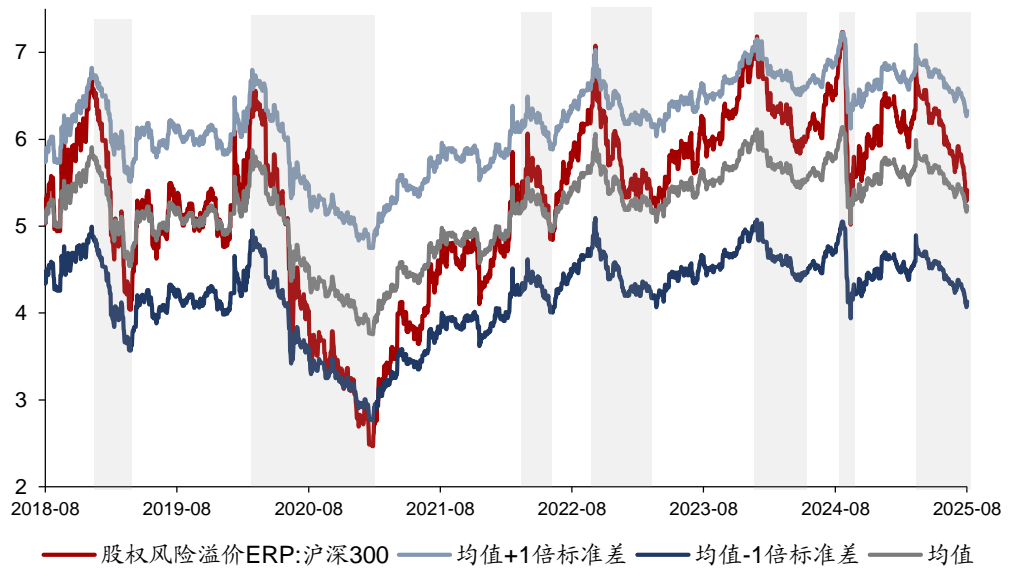
图57: 居民存款中定期存款占比过去两年抬升明显



资料来源: 中国央行, Wind, 浙商证券研究所

资产比价角度引发股债配置再平衡。2024年“924”至今，权益风险溢价有所修复。2025年A股整体“以我为主”，钝化外部扰动。年内第一轮估值抬升由算力平权投资主线带动，全市场风险偏好转暖。2025年1月13日至3月下旬，人民币权益资产表现亮眼。第二轮始于4月上旬“对等关税”冲击落地过后，全球权益市场风险在4月7日一次性释放。配合汇金入市等增持信号出现，中美博弈对市场冲击最大阶段或已经过去。4月7日至今，权益市场风险偏好大幅抬升，股债比由6.94%回落至5.25%附近，指向股债性价比角度，机构对股债配置再平衡。

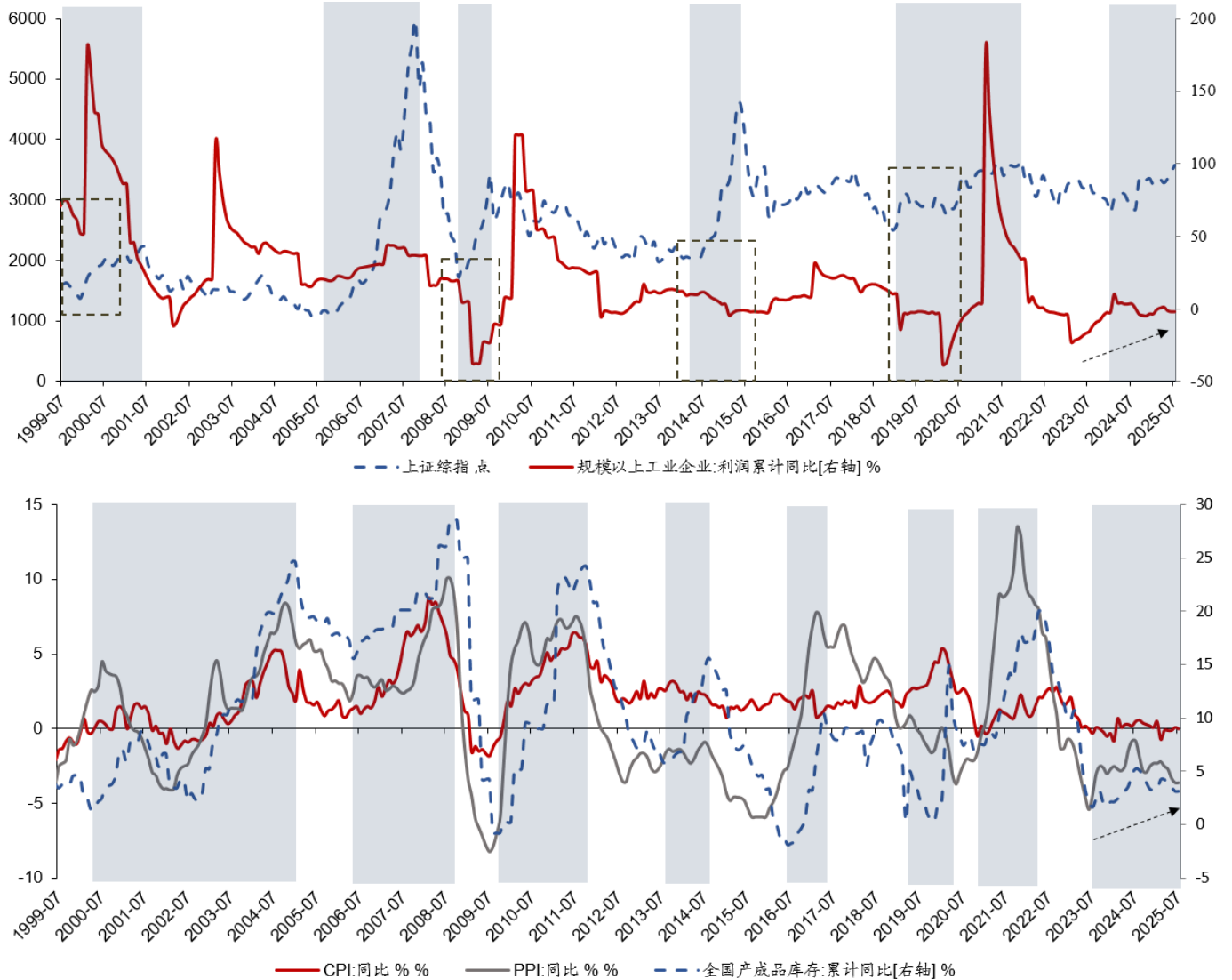
图58： 股债比/股权风险溢价，%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

历史上股指常常先于盈利触底，资产风格发生一定切换。回溯过去几轮A股牛市，我们发现在1995年-2001年、2008年-2009年、2014年-2015年、2019年-2021年这几轮牛市中，市场底均先于盈利底出现。可以推测盈利触底回升并非A股走牛的必要条件。当前地产仍然低位磨底。库存周期角度考虑，2023年4月开启去库周期至今已持续近29个月，明显超过历史我国去库阶段平均持续不超过20个月。或指向库存指数已处于历史低位。关注后续盈利同比修复的斜率。该阶段类似普林格时钟第二阶段，此时虽经济基本面尚未明显修复，但经济再度下行的空间亦有限。此时债券上行空间受限，资产寻求更高回报往往会往股指进行一定切换。当前对内而言，内部政策持续加码及经济数据的回暖信号，内需有望持续修复，股市有望受到提振。

图59: 历史上股指常常先于盈利触底

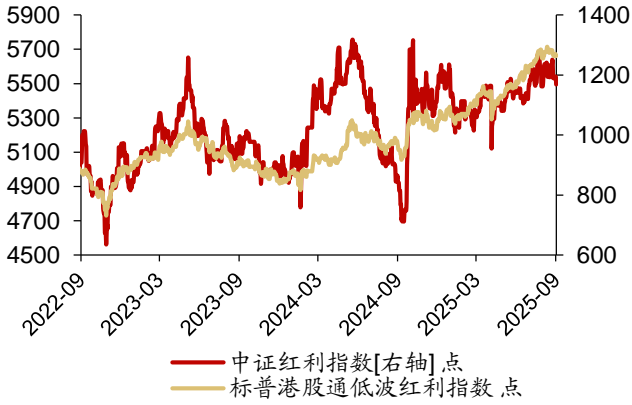


资料来源: 国家统计局, Wind, 浙商证券研究所

4.3 投资风格: 低波红利、高股息为主、风险规避

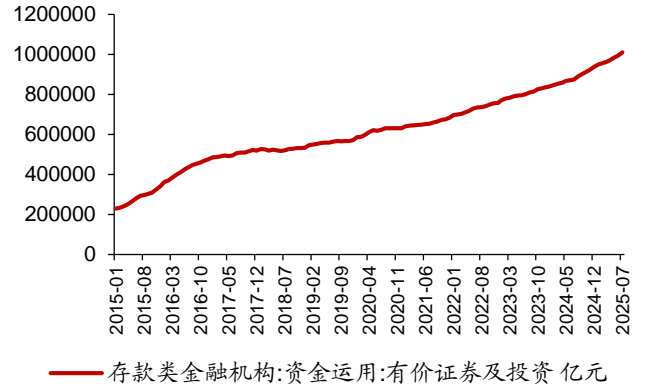
险资和银行理财子风格偏好以低波红利为主，大盘成长为辅。对于险资和理财子，其偏好可以总结为低波红利策略、其通常伴随风险规避、低换手率、高股息、低估值。对于保险账户，资产负债管理的核心要务是改善利差损。对于该类投资风格存在的问题，主要为名义利率回升或风险偏好提升时配置的收益压力增大。但由于保险权益配置中 OCI 账户占比仅为一半左右，在高股息累计涨幅较高的阶段，保险也会在风格再均衡的阶段偏好高质量成长板块，尤其是 ROE 和 PB 兼优的大盘成长股。

图60: 红利指数表现



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图61: 存款类机构配置有价证券规模

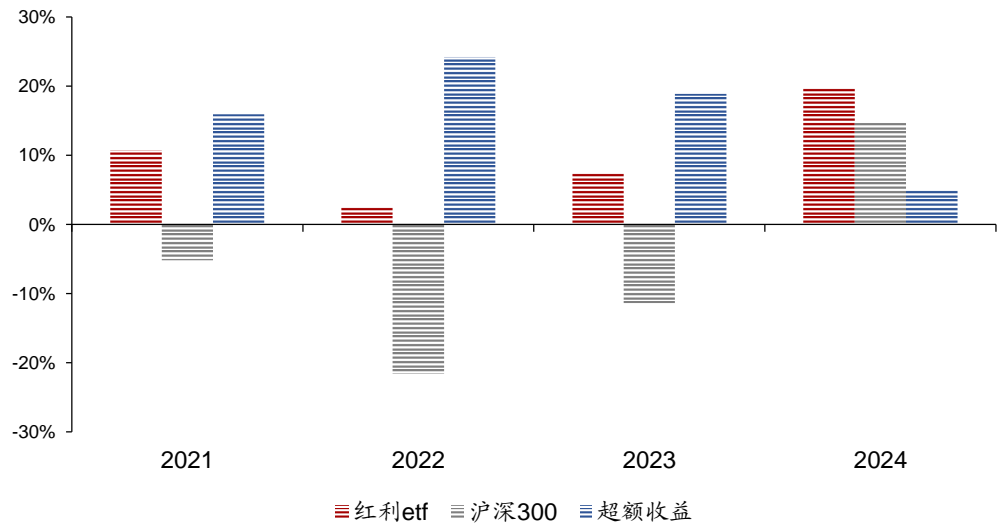


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.4 代表指数: 红利 ETF 指数

2021-2024 年红利 ETF 相对沪深 300 超额收益年均值为 16%。配置工具来看, 一方面可以配置红利 ETF, 其二可以通过购买储蓄型保单配置, 其三可以通过直接购买保险股票, 间接参与红利和券商的配置。代表指数包括中证红利、上证 50、沪深 300, 收益率整体稳健。2021-2024 年, 红利收益连续 4 年显著跑赢沪深 300。红利 ETF 四年收益分别为 10.73%、2.56%、7.48%与 19.79%, 同期沪深 300 收益分别为-5.20%、-21.63%、-11.38%和 14.68%。红利 ETF 相对沪深 300 超额收益分别为 15.93%, 24.19%, 18.86%, 5.11%, 年均超额回报达到 16.02%。

图62: 红利 ETF 收益连续 4 年跑赢沪深 300



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.5 未来展望：配置吸引力回升，资金有望持续流入

保费增量延续，未来权益配置比例有望持续提升。整体来看，保费增量蛋糕仍在变大，存款利率下行背景下，保险机构分红险和储蓄险种的需求可能边际收敛，负债端的变化驱动资产端配债需求下行，而对收益需求的提升，或驱动险资对权益配置比例持续提升。此外，险资关注 OCI 账户机会成本即对低要求收益率和高股息标的股息差 spread。以上推动险资增配权益资产，低波红利风格持续受益。如果 spread 收窄，险资可能会减少 A 股银行板块的购买，当前港股银行板块较 A 股有明显折价，险资可能转而购买港股弹性更大的银行板块标的。

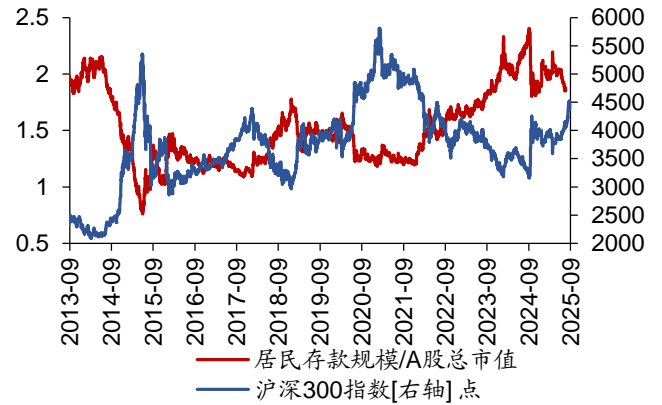
股 VS 债吸引力，非银存款增速上升，固收+的关注度提升。年初至今股市整体偏强运行，而债券整体小幅承压。1 月下旬，中债利率在对外围关税、国内基本面偏弱及央行“货币政策适度宽松”发酵下一度下行。2 月 6 日，10Y 国债利率一度下行至 1.6% 以下。随后在“东升西落”叙事和 DeepSeek 驱动下，国内风险偏好开始回暖。关税预期使得汇率表现略微承压，央行在多重目标之间博弈平衡，国内降息预期收敛叠加驱股债跷跷板动下，2 月-3 月中债利率一度上行至 1.9%。3 月下旬-4 月上旬“对等关税”推动市场避险情绪升温，利率再度下行。5 月央行落地降准降息，宽松预期推动利率阶段下行。2025 年以来，我国非银存款增速明显上行，指向股市对居民的吸引力明显抬升。从资金迁徙的角度来看，2007 年、2015 年牛市末期，居民存款规模与 A 股总市值的比值分别为 0.5（2007 年 11 月 5 日）和 0.76（2015 年 6 月 12 日）。截至 8 月末，该比值为 1.8 附近，意味着系统性“慢”牛仍有明显空间。

图 63：非银存款增速与沪深 300



资料来源：Wind，浙商证券研究所

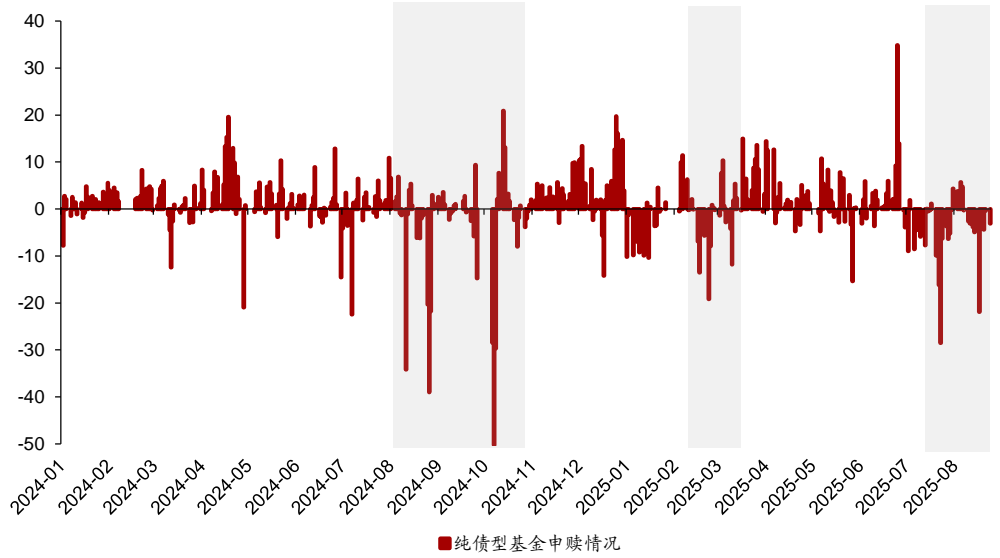
图 64：居民存款规模与沪深 300



资料来源：中国央行，上交所，Wind，浙商证券研究所

纯债基金在 8 月面临赎回潮，后续“债券搬家至股市”趋势或有反复。从纯债型基金中购赎回的情况来看，当股市风险偏好大幅抬升阶段，例如 2024 年“924”、2025 年 4 月 7 日之后与 2025 年 Q3，“股债跷跷板”效应可能阶段主导，导致纯债基金呈现连续净赎回。该阶段基本面对债市的定价权重可能阶段减弱。8 月国债期货跌破 MACD 年线，复盘来看，历次类似信号出现时，债市在未来半年往往呈现偏弱震荡。8 月纯债 ETF 明显流出，但预计之后流出趋势会有所放缓。我们对权益中长期仍然战略看多，“债券搬家”资金趋势可能仍将反复。

图65: 纯债型基金赎回为主(相对趋势)



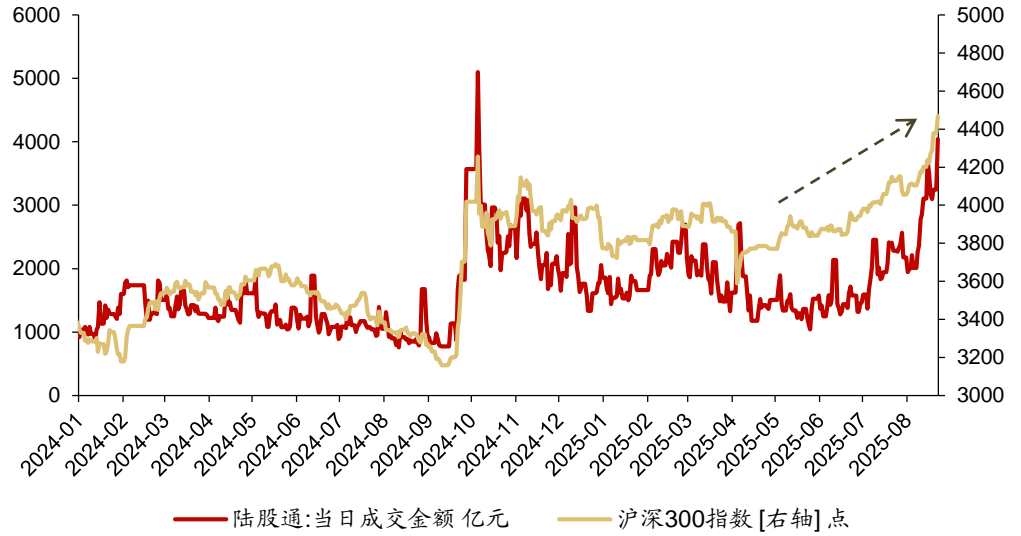
资料来源: 天天基金, Wind, 浙商证券研究所

5 外资: 对 A 股配置成交活跃度抬升

5.1 核心指标: 陆股通成交量活跃度整体抬升

外资对 A 股配置成交活跃度抬升。从广义流动性的角度来看, 汇率和 A 股资产价格的双重回报对外资具备吸引力。2025 年 1-8 月, 人民币汇率整体升值, 外资对 A 股边际增配。2025 年 1-5 月, 股权性质来华直接投资净流入 311 亿美元, 同比增长 16%; 来华证券投资净流入约 330 亿美元, 逆转了 2024 年 H2 整体净流出态势。2025 年 7 月 22 日, 国家外汇管理局调研显示全球 30% 的央行表示将增配人民币资产。外部美联储降息延续背景下, 中美利差倒挂的收敛与人民币汇率适度升值收敛有助于吸引跨境资本流入中国资产。从陆股通日度成交金额数据来看, 2025 年 5 月 28 日以来, 陆股通成交金额逐级抬升, 从 1040 亿元上升近 3 倍至 8 月 25 日的 4045 亿元, 较 2024 年 10 月 8 日成交金额 5101 亿元的高点仍有 20.7% 的距离。指向 A 股的配置价格愈来愈受到外资关注。

图66: 陆股通当日成交金额

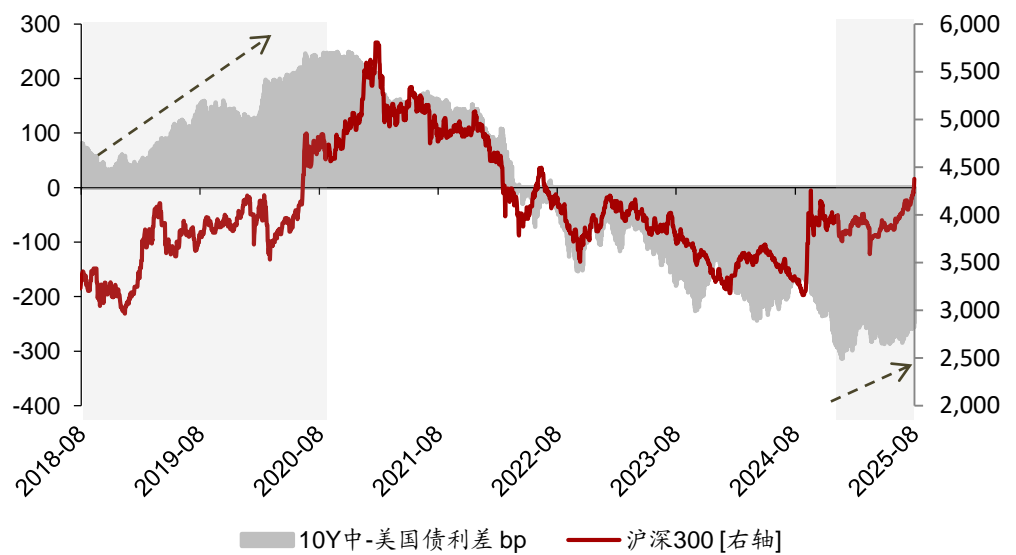


资料来源: 上交所, Wind, 浙商证券研究所

5.2 适宜环境: 美联储货币政策宽松周期、中美利差收敛

外资流入 A 股的环境通常伴随外部美联储的宽松周期。中美国债呈现正利差或中美利差倒挂幅度收敛时, 跨境资金有望增配中国市场。回顾上一轮美联储宽松周期来自 2019 年-2020 年, 当时 10Y 中债利率为 3%左右, 但在 2019 年 FOMC 步入降息周期后, 10Y 美债利率开始由 3%降至 1%以下。10Y 中美国债正利差一度由 2018 年 11 月的 24bp 升至 2020 年 11 月的 249bp。同期 A 股股指大幅走强。

图67: 沪深 300 与 10Y 中-美国债利差

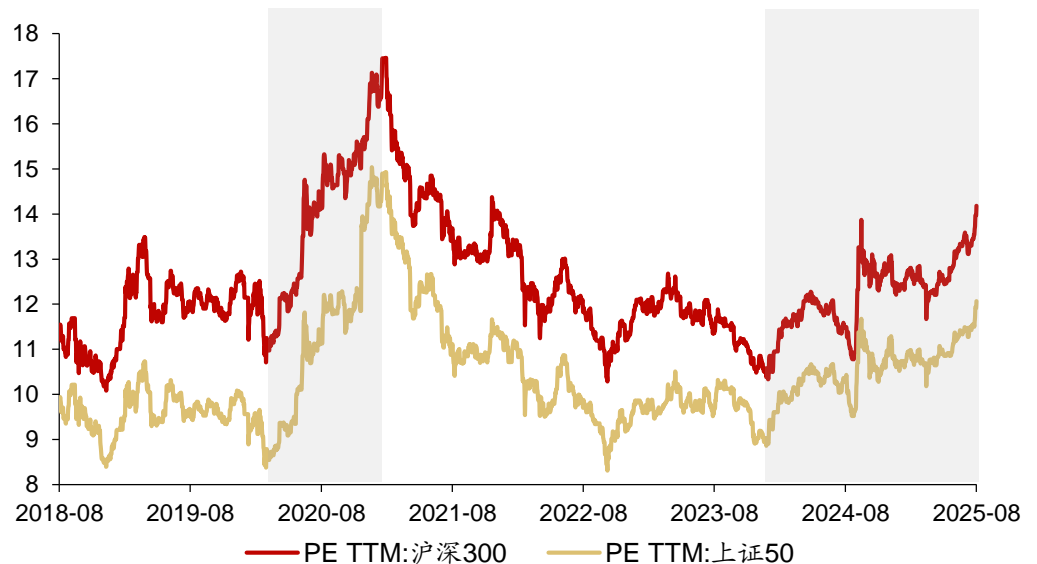


资料来源: 中国央行, 美联储, Wind, 浙商证券研究所

5.3 投资风格：低换手率、偏好核心资产、景气度投资

外资配置偏好低换手率、高分红、业绩稳定的核心资产。例如 2019 年-2021 年结构牛市中的贵州茅台和宁德时代及科技成长股。回顾 2019 年至 2021 年，沪深 300 和 A50 的 PE TTM 分别由 10 倍和 8 倍上升至 17.5 和 15 附近，升幅分别近 80%和 90%。至 2025 年 8 月下旬，沪深 300 指数动态 PE 为 14 倍附近，较 2024 年 1 月低点 10 倍上升近 40%。但低于新兴市场平均值，若未来中国经济预期进一步企稳，企业盈利改善有望吸引全球资金再平衡。外资对 ROE 等质量因子的要求较高，其更符合海外通行的价值投资理念，对交易要求相对较低。但阶段扰动可能会受制于美联储的货币政策和中美关系的政治博弈。盈利驱动的领涨行业往往在底部受到外资驱动回暖。比如 2019 年初外资对 A 股的配置始于猪肉相关标的，随后扩散到白酒医药、电子与电力设备新能源等板块。2021 年则在全球流动性带来经济预期修复改善后，煤炭等顺周期板块表现更优。外资风格整体受到中美关系和美元潮汐的影响。

图68： 沪深 300 和 A50 的滚动市盈率

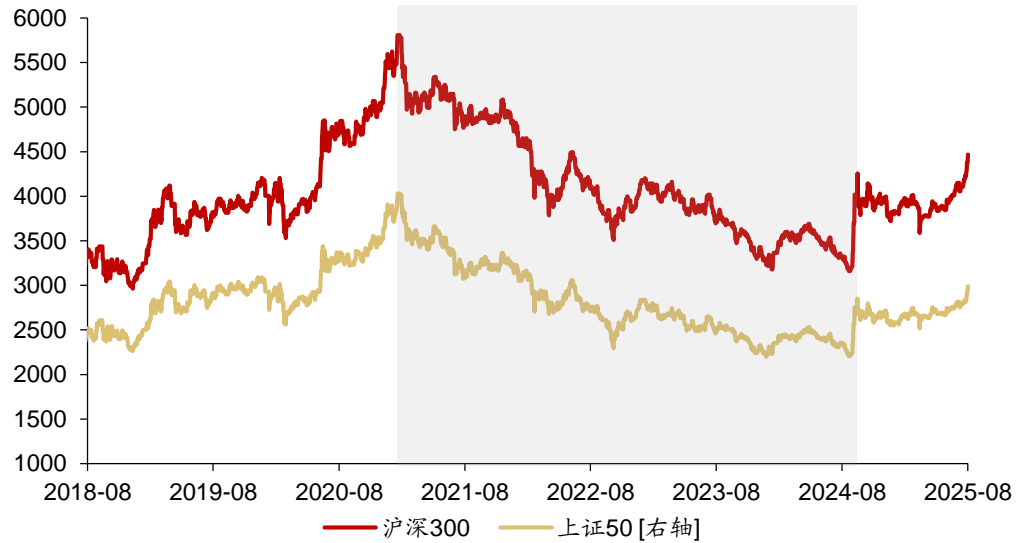


资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.4 代表指数及投资表现：茅指数、沪深 300、A 50

外资配置 A 股的代表性指数主要包括沪深 300ETF、A50ETF 和茅指数等，与主动管理基金的配置工具存在一定交集。过去三年，外资配置为主的指数表现平凡。2021 年 2 月 19 日-2024 年 9 月 23 日，沪深 300 回撤 44.3%；A50 指数回撤 32.63%；茅指数回撤 52.99%。2024 年“924”至 2025 年 9 月 5 日，沪深 300、A50 指数和茅指数分别反弹 38.83%、32.84% 和 49.55%。

图69： 沪深 300 和上证 50

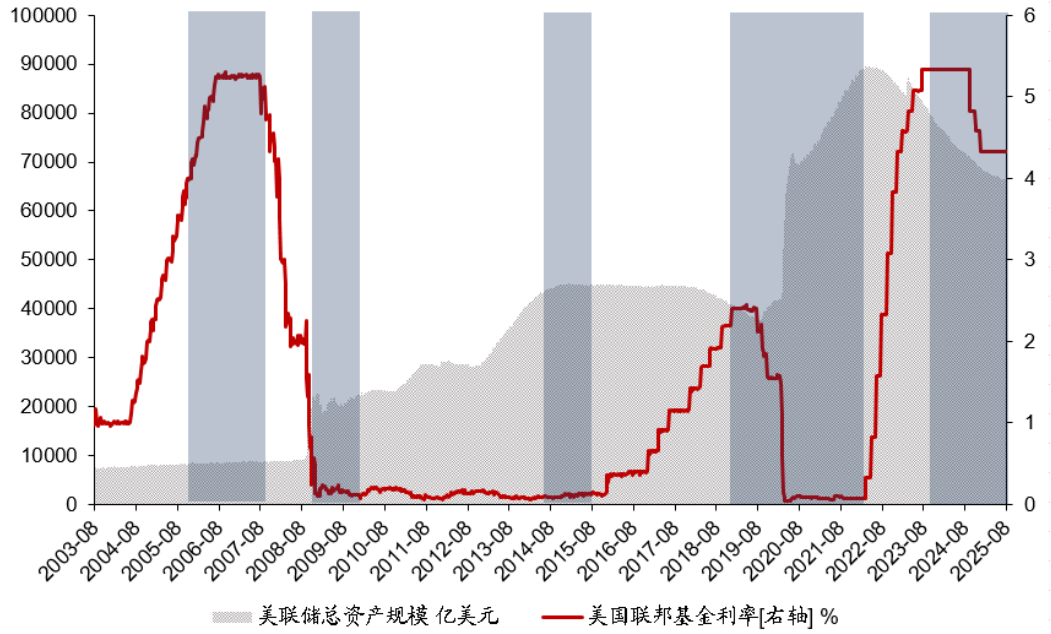


资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.5 未来展望：FED 降息、中国经济企稳恢复、跨境资金恢复流入

外围因素积极，外资积极增配 A 股正当时。外部来看，2025 年 8 月 22 日 Jackson Hole 年会中，鲍威尔释放鸽派信号，FOMC 2025 年 9 月 17 日议息会议将联邦基金目标利率区间调降 25bp 的概率由 73.4% 升至 91.3%。该信号有望驱动跨境资本的流入和外资对 A 股的配置。回溯历史来看，A 股走牛往往位于美联储扩表阶段或者始于缩表的后半程。2025 年 8 月，高盛集团 Prime Brokerage 表示，全球对冲基金正以 6 月底以来的最快速度买入中国股票。目前对冲基金对中国市场的配置相对于 MSCI 世界指数超配了 4.9%，中国股票占到总头寸的 5.8% 和净头寸的 7.3%。此次股票买入主要由多头驱动，其次是做空回补，两者比例约为 9：1。截至 8 月 19 日，A 股市场已经有 663 家企业披露了 2025 年中报。其中，139 家企业的流通股获得了 244 家 QFII 重仓。其中，82 家上市公司在二季度有新晋的 QFII 进入前十大流通股股东之列。韩国投资者对中国股票的持仓量从 2024 年末的 190.83 亿元上涨至 244.75 亿元，增长近三成。据国家外汇管理局，2025 年上半年外资净买入境内股票和基金 101 亿美元，扭转了过去两年净减持趋势，其中 5 月、6 月单月净买入规模大幅增至 188 亿美元。

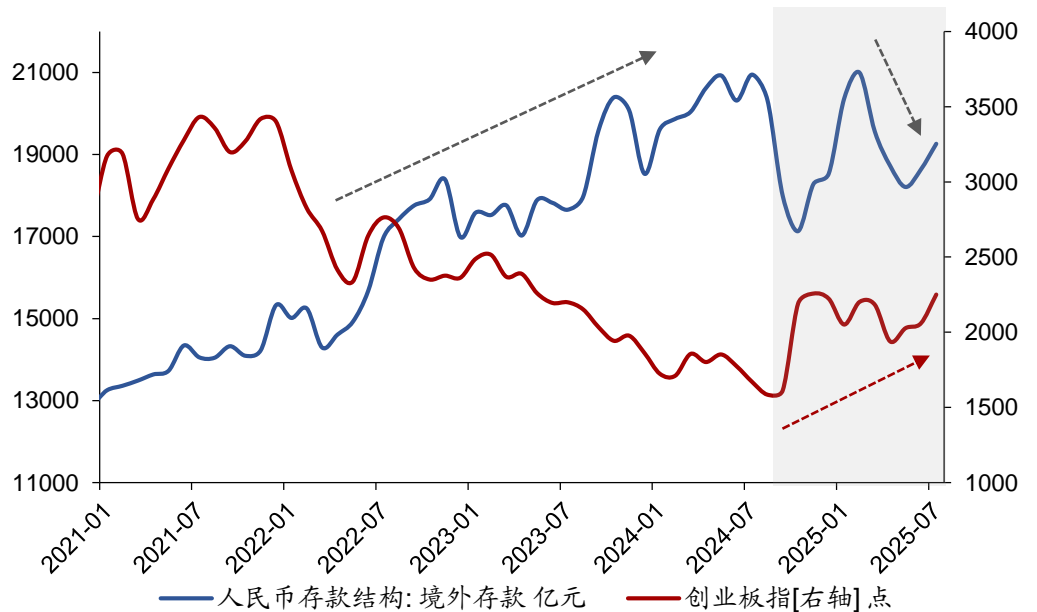
图70: 上证指数走牛(阴影部分)往往位于美联储扩表阶段或者始于缩表的后半程



资料来源: 美联储, Wind, 浙商证券研究所

关注中国经济景气度的好转, 外资可能持续流入形成正反馈。当前中国库存同比增速已延续磨底, 指向去库周期或接近中后段。A股股指的上行有望一定程度带动社会财富效应, 进一步修复居民信心, 或有助于后续物价、消费的边际企稳修复。回顾2019年资本市场对外开放加速时期, QFII额度提升, 沪伦通、A股纳入MSCI和富时罗素国际指数等因素叠加, 被动资金流入明显。2025年7月末, 外资持有A股市值为2.4万亿元左右。较2021年高点仍有距离。如果后续企业盈利出现向上拐点, 外资主动和被动基金均有望进一步加速流入。对A股行情催化形成正反馈。

图71: 人民币境外存款与创业板指



资料来源: 中国央行, 上交所, Wind, 浙商证券研究所

6 量化基金：超额明显，流动性充裕下发行提速

6.1 核心指标：2025 年复苏强劲

根据《2024-25 年度中国量化投资白皮书》数据显示，2024 年量化私募整体规模约 1.4 万亿元人民币，2024 年底证券私募基金的存续规模 5.21 万亿元，测算下来 26.87% 的证券私募基金为量化基金。中基协数据显示截止 2025 年 7 月份私募证券投资基金 82059 只，存续规模 5.88 万亿元。我们按照量化私募基金占比 25% 进行推算，量化私募的存续规模在 1.47 万亿左右。其中假设 70% 的策略为股票策略（按照备案产品数量比例推算），那么股票量化私募基金的存续规模大约在 1.03 万亿左右。

2025 年量化基金市场复苏强劲，根据私募排排网的数据，今年上半年备案量化私募产品 2448 只，占到备案基金产品总量的 44.83%，较去年上半年同比增幅 67.10%，较去年下半年环比增幅 116.45%。其中股票策略占主导，上半年合计备案股票量化产品 1715 只，占到量化产品总量的 70.06%。

目前量化基金主要有指数增强策略和市场中性策略两类，2025 年上半年这两类策略的量化私募基金分别新备案 1061、571 只，分别占到股票量化产品总量的 61.87%、33.29%。截止 2025Q2，国内 81 家百亿私募（剔除股权类私募管理人）中有 33 家管理人为量化私募。2025 年上半年备案产品数量不少于 20 只的 33 家私募管理人中，量化私募占到 27 家。

图72： 2025 年上半年新备案量化私募基金产品统计

一级策略	二级策略	产品数量	占比
股票策略	指数增强	1061	61.87%
	股票市场中性	571	33.29%
	股票多空	83	4.84%
	小计	1715	70.06%
期货及衍生品策略	量化 CTA	355	95.43%
	期权策略	17	4.57%
	小计	372	15.20%
多资产策略	复合策略	181	63.73%
	套利策略	76	26.76%
	宏观策略	27	9.51%
	小计	284	11.60%
债券策略	转债交易策略	28	73.68%
	债券复合策略	8	21.05%
	纯债策略	2	5.26%
	小计	38	1.55%
组合基金	FOF	36	92.31%
	MOM	3	7.69%
	小计	39	1.59%
总计		2448	100.00%

资料来源：私募排排网，数据截止 2025 年 6 月 30 日，浙商证券研究所

在一些成熟市场程序化交易占比达到 50%，与境外市场相比我国资本市场程序化交易起步晚，但是发展迅速，目前在股票市场的交易占比在 30% 左右。我们按照 1.03 万亿的股票私募量化规模，假定年化换手率为 80 倍，测算出来日均的股票量化私募的日均成交额为 3388 亿元。在 2025 年 1-8 月份，全 A 股日均成交额为 1.54 万亿，股票量化私募的成交占比 22% 左右。

6.2 适宜环境：对风险偏好无明显要求，偏好流动性

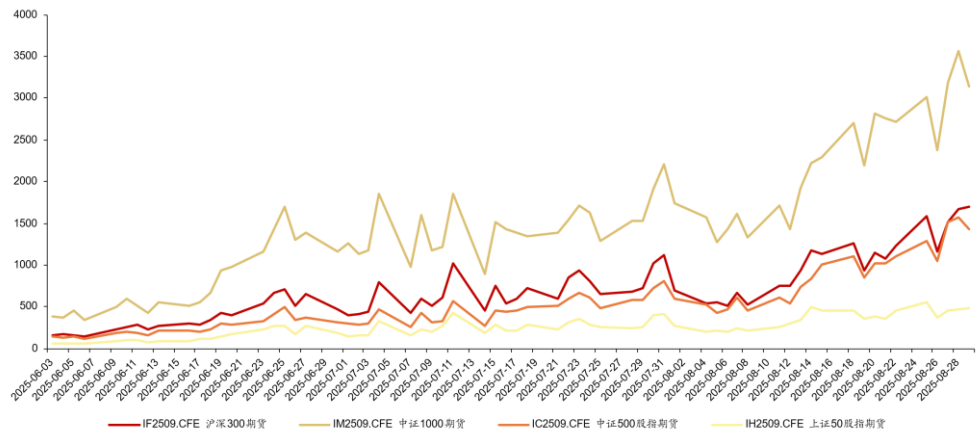
量化资金对于市场的风险偏好并无明显要求、市场风险偏好不处于下行周期即可。主流的量化策略为指数增强策略，其考核标准是相较于基准指数的超额。由于量化资金由于其交易频率较高，所以对于市场整体的成交额要求不低，需要市场保持相对充裕的流动性。大量的指数增强量化基金需要通过在高波动市场中做出价差以实现收益增强，所以需要市场的波动率较高，如果市场流动性较弱会导致波动率降低，不利于量化策略做出超额收益。在市场出现牛转熊或风格小切大的时候，由于策略趋同进行一致性调仓，乃至出现客户挤兑，会导致踩踏现象发生。此外，如果市场流动性出现显著衰减，会导致量化策略的容量受到较大的限制。

量化与个人投资者资金的异同：量化资金与个人投资者的相同点在于均偏好小盘股，且换手率较高。两者的差异在于，量化资金的持仓非常分散，而个人投资者的持仓相对集中。在投资策略上，个人投资者资金往往追涨杀跌、倾向于动量交易，而量化资金则对于动量、反转等交易模式都会涉及，投资更加的多样化。在未来量化资金将持续为股票市场尤其是部分缺乏机构投资者参与的中小盘股票提供流动性支持，一定程度上为个人投资者资金提供了对手盘。

6.3 投资风格：无行业偏好，小市值，高换手率，持仓分散

投资偏好：1) 量化基金对于行业并无明显的投资偏好，对于市场中性策略、量化指数增强策略基金的配置接近行业中性，仅有少量的量化选股策略基金对于行业会对于行业基准有偏离度。2) 量化基金对于可投标的的范围的界定要远高于公募基金，目前公募基金的主要持仓集中在中证 800 指数的成分股，但是量化基金的股票池基本涵盖了市场上除 ST 之外的所有股票。量化资金的持仓数量一般在 100 只以上，高度分散，通过分散有效的降低了非系统性风险。3) 在市值偏好上，由于量化策略需要股指期货实现对冲，目前量化指增产品主要集中在沪深 300、中证 500、中证 1000。按照目前的股指期货近月合约的成交额来看，中证 1000 股指期货的成交额接近上证 50、沪深 300、中证 500 股指期货成交额的总和。由此可推断，量化资金在市值上的配置偏向于小市值。

图73： 上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的近 3 个月的成交额



资料来源：Wind，数据截止 2025 年 8 月 29 日，浙商证券研究所

典型因子: 因子选股的量化策略使用相对较多的因子包括了量价因子、反转因子，主要集中在偏短期的定价因子上。一般认为反转比动量的占比更高，因为配置小市值公司本身是一种均值回归策略。对于一些偏中长期的因子，比如盈利、质量、行业景气、分红等，仅有少量低频、量化选股策略的资金会较为关注，其余大多数中频、高频的量化策略对于这些因子的暴露程度较低。

潜在问题: 量化策略对于流动性的要求较高，天然的会有策略容量的限制，如果市场成交额不足容易出现过高的策略拥挤度，导致策略的有效性减弱。且由于量化基金在策略上存在一定的同质性，当市场趋势、或者市场风格出现切换时，资金的一致性调仓行为可能会使得量化策略出现负超额。

近年来我国对于量化交易的监管逐渐规范。2024年5月，证监会发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）》，对证券市场程序化交易监管作出总体性、框架性制度安排，并授权交易所细化业务规则 and 具体举措。今年4月，沪深北交易所正式发布程序化交易管理实施细则。根据实施细则，高频交易认定标准为：单账户每秒申报、撤单笔数合计最高达到300笔以上，或者单账户全日申报、撤单笔数合计最高达到20000笔以上。

图74：近2年来我国对于量化交易相关的监管文件

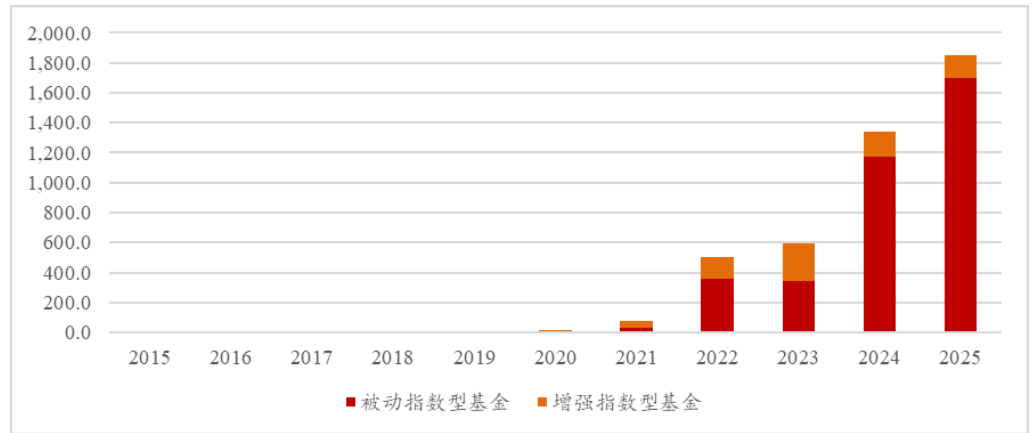
监管政策	发布时间	主要内容
《证券市场程序化交易管理规定（试行）》	2024年5月11日	围绕强监管、防风险、促高质量发展的主线，坚持“趋利避害、突出公平、有效监管、规范发展”的总体思路，对证券市场程序化交易监管作出全方位、系统性规定。
《程序化交易管理实施细则》	2025年4月3日	明确了瞬时申报速率异常、频繁瞬时撤单、频繁抬打压以及短时间大额成交四类异常交易行为的认定要件，并明确了投资者发生程序化异常交易行为时交易所可采取的措施。

资料来源：证监会，上交所，浙商证券研究所

6.4 代表指数：华证微盘500、万得微盘股指数、万得微盘股日频等权指数、中证1000、中证2000

目前能够代表量化资金的主要包括：华证微盘500、万得微盘股指数、万得微盘股日频等权指数、中证1000、中证2000指数。如果希望通过基金的形式来对量化资金进行配置，可以选择中证1000、中证2000指数相关的ETF，以及众多的量化策略基金。目前市面上跟踪中证1000、2000指数的公募基金合计134只，总规模为1920亿元左右，其中中证1000ETF贡献了主要规模。

图75： 中证 1000 的指数基金产品规模变化 单位：亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

除此之外，还存在众多的主动量化策略公募基金可以供投资者进行配置，截止 2025Q2，全市场共有 280 只主动量化策略公募基金，规模合计 883 亿元。

图76： 2025Q2 规模前 20 的主动量化公募基金产品

证券代码	证券简称	基金规模 (亿元)
001917.OF	招商量化精选A	49.01
006195.OF	国金量化多因子A	43.40
165531.OF	中信保诚多策略A	34.41
014805.OF	国金量化精选A	28.56
007126.OF	博道远航A	27.16
320016.OF	诺安多策略A	24.91
013641.OF	博道成长智航A	24.15
002179.OF	华安事件驱动量化策略A	23.52
020901.OF	招商成长量化选股A	18.76
005399.OF	长信量化价值驱动A	18.02
501219.OF	华夏智胜先锋A	16.39
013465.OF	博时智选量化多因子A	15.10
005443.OF	国金量化多策略A	14.81
000172.OF	华泰柏瑞量化增强A	12.66
360001.OF	光大核心A	10.94
008318.OF	博道久航A	10.59
002270.OF	东吴安盈量化A	10.25
000006.OF	西部利得量化成长A	10.06
004716.OF	中信保诚量化阿尔法A	10.02
080005.OF	长盛量化红利策略A	9.99

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.5 投资表现：2025 年显著跑赢万得全 A

我们统计了微盘 500 指数、万得微盘股指数、万得微盘股日频等权指数、中证 1000、中证 2000 指数在 2019 年至 2025 年的收益率表现情况。其中 2019 年 Wind 微盘、Wind 微盘日频指数跑赢 Wind 全 A，但是微盘 500、中证 1000、中证 2000 跑输；2020 年属于白马蓝筹股相对占优的阶段，代表量化资金的指数虽然获得了正收益但是跑输万得全 A 指数；

以及 2024 年的一季度由于小盘股流动性风险导致的下跌，微盘 500、中证 1000、中证 2000 在 2024 年显著跑输了 Wind 全 A 指数；在其余年份则基本跑赢万得全 A 指数。

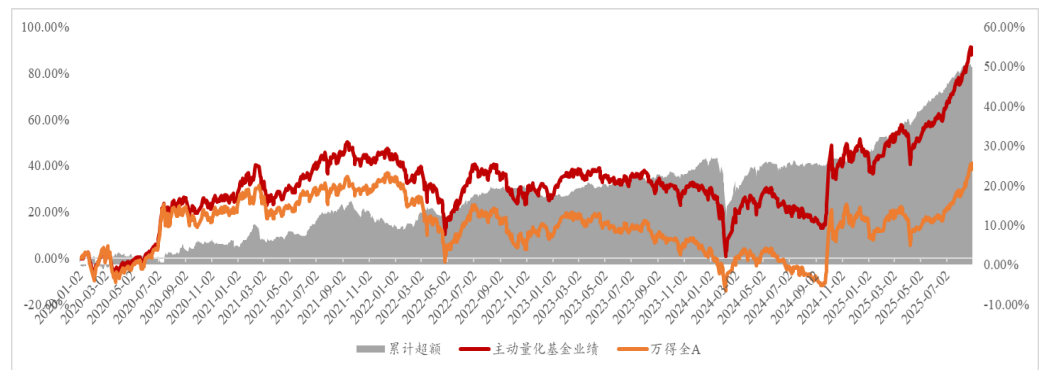
图77： 2019-2025 年量化策略相关指数收益率情况

指数	代码	年度涨跌幅						
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
微盘500	999015.SSI	22.75%	13.62%	24.44%	-12.57%	10.39%	-5.47%	33.59%
万得微盘股指数	868008.WI	44.20%	17.56%	39.93%	15.54%	49.88%	10.00%	54.34%
万得微盘股日频等权指数	8841431.WI	44.20%	17.56%	39.93%	15.54%	49.88%	10.00%	63.69%
中证2000	932000.CSI	21.96%	15.39%	25.89%	-14.77%	5.57%	-2.14%	32.09%
中证1000	000852.SH	25.67%	19.39%	20.52%	-21.58%	-6.28%	1.20%	24.86%
万得全A	881001.WI	33.02%	25.62%	9.17%	-18.66%	-5.19%	10.00%	22.98%

资料来源：Wind，浙商证券研究所，数据截止 2025 年 8 月 29 日

我们用 2025Q2 全市场规模排名前十、且有 5 年期业绩的主动量化公募基金产品等权重编制一个主动量化业绩指数，该指数在 2019 年到 2025 年 8 月 29 日的累计收益为 90.79%，同期万得全 A 指数上涨了 40.84%，主动量化基金业绩指数相较于万得全 A 的超额收益率为 49.95%。

图78： 2019-2025 年主动量化业绩指数收益率与超额



资料来源：Wind，浙商证券研究所，数据截止 2025 年 8 月 29 日

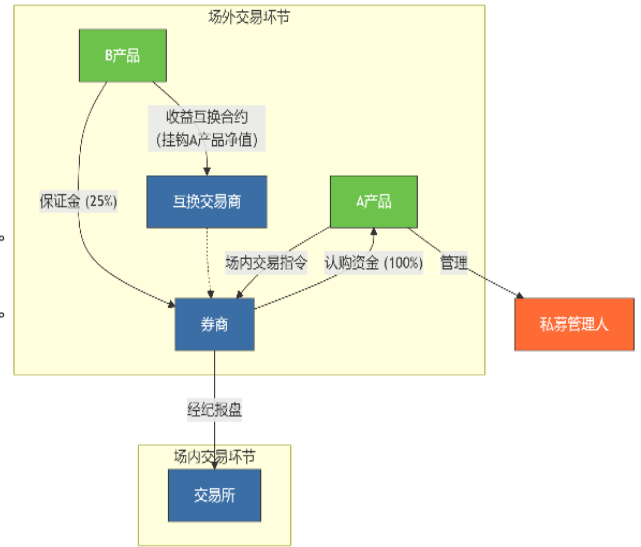
主动量化业绩指数在 2024 年初相较于万得全 A 的超额收益发生了显著回撤，我们对此段行情进行着重分析。2023 年微盘股显著跑赢万得全 A、中证 1000 等指数，使得量化产品在 2023 年末对于微盘股的敞口较高。DMA（多空收益互换）是私募基金多头选择一篮子股票，同时使用股指期货套期保值，获得对冲后的选股收益，具有多倍杠杆的效应。

2024 年 1 月证监会提出要进一步加强对融券业务监管，全面暂停限售股出借。2024 年 4 月，中基协发布《私募证券投资基金运作指引》，明确限制 DMA 业务杠杆不得超过 2 倍，规定不符合场外衍生品交易条款的基金不得新增募集或展期。这些政策对于小微盘股的流动性产生负面影响，DMA 策略被迫平仓，小微盘股价下跌同时波动率放大，导致做空波动率的头寸受损，加速了量化资金撤出 DMA，对于小微盘股价形成了负反馈。

图79: DMA 业务模式

交易模式

- ① 券商 100%资金认购私募产品A;
- ② 同时与产品B签订挂钩A产品净值的收益互换, 产品B向券商缴纳25%的保证金。
- 杠杆: 给产品 A 提供 1:4 的杠杆。
- A产品: 通过经纪柜台进行场内交易。
- B产品: 互换合约挂钩 A 产品净值。



资料来源: 新浪财经, 浙商证券研究所整理

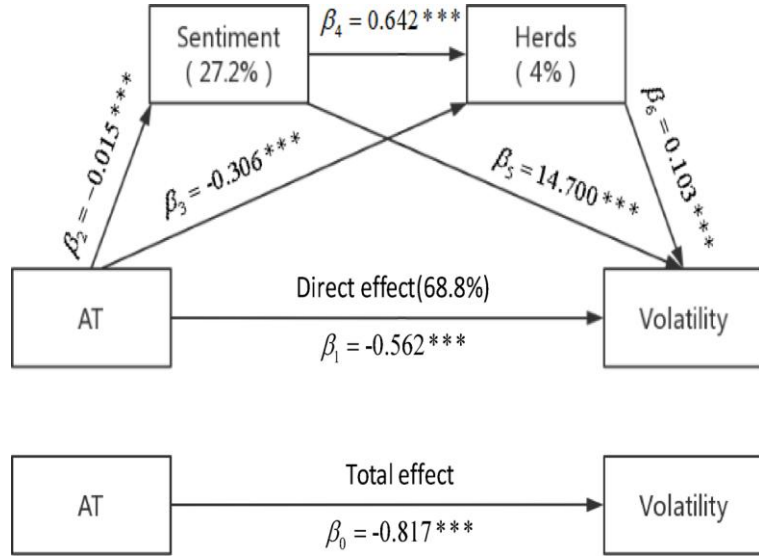
6.6 对市场波动率和流动性的影响

量化交易对于市场波动率的影响目前存在较大的市场分歧。一方面, 量化交易能快速捕捉市场信息, 使得市场的定价效率提升, 一定程度上降低了市场的波动率。另一方面, 量化交易依靠高速算法可在极短时间内大量买卖, 当市场出现异常时易触发大量同向交易指令, 并且量化交易策略趋同易导致投资者行为趋同, 产生“羊群效应”, 会放大市场波动, 使得量化资金在市场下跌阶段往往形成一定负反馈。

我们参考 2025 年 8 月发表于《Scientific Reports》的文章《Research on the impact of algorithmic trading on market volatility》。该文章采用 2018 年 6-10 月 (市场下跌期) 和 2019 年 6-10 月 (市场震荡期) 的深交所 Level2 高频订单数据, 研究算法交易如何影响股票市场的波动率和流动性。对于波动率, 算法交易显著降低股票日内收益波动率、日收益率绝对值和日内价格振幅; 对于流动性, 算法交易降低了相对报价差 (提升流动性), 但也降低市场深度 (尤其是 5 档深度)。

算法交易对波动率的降低 70%左右来自于通过拆单策略减少大额交易对市场的冲击, 除此之外 25%来自于通过降低投资者情绪 (通过自动化交易减少人为情绪干扰; 提高信息效率, 纠正错误定价; 减少大额订单, 降低市场情绪传染), 4%来自于抑制羊群效应 (减少模仿行为)。

图80: 算法交易对于股票波动率的影响路径



资料来源:《Research on the impact of algorithmic trading on market volatility》, 浙商证券研究所

对于不同板块和市场环境, 算法交易的影响会有所区别。研究表明创业板中通过投资者情绪传导的效应远高于主板, 表明算法交易在创业板中更能抑制由投资者情绪引发的“不良波动”。当市场处于下跌期时, 算法交易对情绪机制的抑制作用会显著减弱。

6.7 未来展望: 市场流动性充裕, 超额收益吸引资金流入

展望未来, 如果宽货币格局延续, 市场流动性持续充裕, 量化基金有望维持较好的超额收益, 将会持续吸引资金流入。但是由于目前大量的公募主动量化产品出现了限制大额申购, 策略的容量问题值得重视。同时需要注意, 目前量化资金成交占比较高的中证 1000、中证 2000 指数, 未来如果市场的上行发生趋势性的扭转, 需要注意小微盘指数被量化资金系统性卖出的风险。

7 总结：各路资金流入展望均偏正面，共铸系统性“慢牛”基础

主动权益基金：适宜中高风险偏好、产业景气上行、宽信用经济好的环境。目前发行提速，配置吸引力回升。代表指数：基金重仓指数、偏股混基金指数、主动股基指数。

ETF 资金：逆向投资，市场稳定器。政策支持，主题类 ETF 大发展。

个人投资者：“存款搬家”大势所趋，新增开户数和两融余额占比与指数的走势相关性较高。适宜流动性宽松、风偏提升的环境。投资风格“不见兔子不撒鹰”，趋势为王。代表指数：中证 1000。

保险及银行理财子：中长期资金加快入市，股债配置再平衡。核心指标是新增保费增速、股票投资比例。适宜环境：无风险利率下行、中低风险偏好、宽货币紧信用。代表指数：红利 ETF 指数、沪深 300。

外资：对 A 股配置成交活跃度抬升。从广义流动性的角度来看，汇率和 A 股资产价格的双重回报对外资具备吸引力。代表指数：A50。

量化基金：超额明显，流动性充裕下发行提速。适宜环境：对风险偏好无明显要求，偏好流动性。代表指数：华证微盘 500、万得微盘股指数、万得微盘股日频等权指数、中证 1000、中证 2000。

8 风险提示

1. 地缘摩擦超预期：美国关税政策仍然存在不确定性，地缘扰动可能引发资产价格大幅波动。
2. 经济修复不及预期：关注国内物价低位与地产价格边际回落对预期的影响。
3. 数据测算偏差风险：数据质量问题、模型适用性问题可能导致测算存在偏差。
4. 历史数据不代表未来：回溯统计依据历史数据，但其仅作为投资的参考不表示未来。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>