下载日志记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

策略专题 2026 年 08 月 31 日

【策略专题】

谁来打开下一程：A 股增量资金透视

- **基准假设：市场正在从流动性扩张逐渐转向存量充裕，增量资金相对有限。**增量资金不是行情的起点，而是基本面、宏观金融条件、政策环境与市场赚钱效应共同作用的结果。从总量看 A 股当前并不缺少潜在增量资金，但类似二季度增量资金不断涌入推动某一板块估值快速上行的阶段可能已经过去，市场正从普遍的流动性扩张转向存量充裕、增量分化。未来打破基准假设的资金面突破点：利差损压力下配置资金持续入市/金融条件改善带来外资增量/公募负债端扩张/居民存款搬家重新启动。
- **增量资金结构分化，中长线资金渐次主导。**①保险：确定性较高但节奏相对平滑的增量资金；②外资：中国资产优势凸显下的持续战略性增配；③私募基金：业绩驱动的结构性弹性资金；④杠杆资金：风险管控升级下的情绪放大器；⑤ETF：产业趋势共识的催化剂；⑥居民存款搬家：赚钱效应持续外溢后的滞后性增量；⑦公募基金：赚钱效应回归后的修复性增量；⑧资管产品（信托、银行理财、券商资管）：低风险偏好的跟随型资金。
- **未来半年 A 股增量资金的入场或大概率遵循“短线资金启动—产业趋势资金接力—居民与稳健资金扩散—中长线资金托底”的接力路径。**四个阶段或分别由两融/私募、行业主题 ETF/公募/外资、存款搬家（银证转账）+资管产品（银行理财/信托/券商资管）、中长线资金（保险）依次主导，这一过程本质上是资金风险偏好从高到低、决策周期从短到长的渐进切换，也决定了市场风格将从高弹性题材股逐步过渡到具备业绩支撑的核心资产与稳定回报的红利资产的再均衡。同时在各类增量资金传导的过程中，对市场的影响各不相同：**两融/私募决定市场的短期弹性、公募/ETF 决定市场结构性方向、居民存款搬家决定市场空间上限、保险等中长线资金决定市场底部支撑。**
- **第一阶段（反攻启动期）：交易型资金打头阵。**行情从底部震荡向上反攻启动期，最主要的资金边际增量来源往往是反应最迅速的两融资金与私募资金。两类资金往往决定市场短期弹性而非方向、决定上行斜率而非空间，虽然能够显著放大或压缩市场短期的涨跌幅度，但难以独立支撑起一轮趋势性行情的持续演绎，其影响更多体现在阶段性的波动放大效应上，而非趋势方向本身的确立。
- **第二阶段（赚钱效应显现期）：行业/主题 ETF、公募与外资接力。**当反弹持续演绎、赚钱效应从个别热点扩散至相关产业链和板块时，资金边际增量有望扩展至行业/主题型 ETF、公募资金与外资等。行情从题材性轮动逐步过渡到更具产业逻辑支撑的主线方向，市场的定价效率和资金聚焦度或将明显提升。
- **第三阶段（趋势确认期）：赚钱效应持续扩散下存款搬家与稳健资管资金入场。**当赚钱效应持续向更广泛的居民群体扩散时，居民存款搬家与银行理财、信托、券商资管为代表的稳健资管产品或将成为主要边际增量跟随入场。这一阶段市场或呈现出普涨扩散、成交额维持高位、风格从纯粹的高弹性题材向红利低波与大盘蓝筹等哑铃型配置切换的特征。
- **第四阶段（高位成熟期）：以保险为代表的中长线资金力量开始显现。**以险资为代表的中长线资金在整个行情演绎过程中始终保持稳定流入的特征，在各类资金的边际流入速度放缓的第四阶段开始成为少数能够持续提供市场边际资金支撑的主要力量。其长期以来偏向高股息红利资产的配置风格有望在市场出现波动调整时提供实质性的底部支撑，从而降低调整的幅度和持续时间。
- **风险提示：**宏观经济复苏不及预期；历史经验不代表未来；资金面预测的假设偏差风险：测算依赖于多项关键假设，假设基于大势研判观点若与实际情况不符或将直接影响预测的准确性；若未来市场变化剧烈存在与真实情况差异较大的可能性；仅代表理想假设下的行情路径，不构成市场必然预测；行情推进高度依赖企业盈利修复、国内流动性环境、外资风险偏好、居民风险偏好修复等多重条件；行情存在无法完整走完四阶段传导的风险；市场波动、地缘冲突等黑天鹅事件也可能改变资金节奏。

华创证券研究所

证券分析师：姚佩

邮箱：yaopei@hcyjs.com

执业编号：S0360522120004

联系人：朱冬墨

邮箱：zhudongmo@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创策略】中国中游制造 FORGE 组合——中国中游，逐鹿全球之策略篇 4》 2026-08-12

《【华创策略】负反馈之后：全球科技股急跌的传导机制与修复路径》 2026-08-11

《【华创策略】谁可能成为下一个港股“宁德溢价”》 2026-08-01

《【华创策略】四类基金画像：大规模、高申购、高收益、低 AI 暴露的高收益——26Q2 基金季报专题研究》 2026-07-31

《【华创策略】硅基产业链的消费映射——AI“新物种”的需求图谱》 2026-07-18

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 十类增量资金透视 5
图表 2 26Q2 险资持股市值达到 4.1 万亿 6
图表 3 财产险与人身险新增保费增长放缓 6
图表 4 险资长期重仓高股息红利资产 6
图表 5 24 年以来 10Y 国债收益率持续低于预定利率 6
图表 6 26Q2 外资持股规模达到 4.7 万亿 7
图表 7 近期人民币升值趋势放缓 7
图表 8 26Q2 北向资金增持电新/电子/汽车等行业 7
图表 9 剔除涨跌幅后北向主要减持有色/银行/食饮 7
图表 10 26/6 私募基金管理规模突破 8 万亿 8
图表 11 26/6 私募基金备案规模达到 719 亿元 8
图表 12 26 年 1-7 月量化私募月均新成立 180 只 8
图表 13 阳光私募持仓主要集中于 TMT、周期板块 8
图表 14 当前两融余额回升至 2.7 万亿 9
图表 15 当前电子/电新/非银等行业两融余额规模领先 9
图表 16 2026 年上半年两融净流入行业集中于电子/通信/机械等 10
图表 17 26/7 股票型 ETF 资产规模回升至 2.7 万亿 11
图表 18 26/7 规模 ETF 累计净流入 3157.2 亿元 11
图表 19 2026 年上半年行业/主题 ETF 净流入集中于通信/有色金属/卫星等 11
图表 20 居民存款搬家行至半途 12
图表 21 近两年现金类资产收益率大幅下降 12
图表 22 26 年以来月均新开户数量 326 万户 13
图表 23 银证转账规模持续上行 13
图表 24 本轮牛市以来电新等行业股东户数增加领先 13
图表 25 7 月新增非银存款明显放缓 13
图表 26 26/7 偏股型基金新成立份额下降至 481 亿份 14
图表 27 26Q2 主动权益基金重仓 TMT 板块 14
图表 28 26Q2 公募持仓 TMT 市值提升中约 53.1%由价格上涨贡献 14
图表 29 资管产品持股规模整体处于低位 15
图表 30 26Q1 券商资管重仓电新/计算机/机械等行业 15
图表 31 增量资金传导过程推演 17

下载日志已记录，仅供内部参考

核心结论：

1、市场正在从流动性扩张逐渐转向存量充裕，增量资金相对有限。指数仍有望震荡向上，但流动性拔估值的能力已明显减弱。未来打破基准假设的资金面突破点：利差损压力下配置资金持续入市/金融条件改善带来外资增量/公募负债端扩张/居民存款搬家重新启动。

2、增量资金结构分化，预计中长线资金渐次主导。①保险：确定性较高但节奏相对平滑的增量资金；②外资：中国资产优势凸显下的持续战略性增配；③私募基金：业绩驱动的结构性弹性资金；④杠杆资金：风险管控升级下的情绪放大器；⑤ETF：产业趋势共识的催化剂；⑥居民存款搬家：赚钱效应持续外溢后的滞后性增量；⑦公募基金：赚钱效应回归后的修复性增量；⑧资管产品（信托、银行理财、券商资管）：低风险偏好的跟随型资金。

3、增量资金入场大概率遵循“短线资金启动—产业趋势资金接力—居民与稳健资金扩散—中长线资金托底”的接力路径。在各类增量资金传导的过程中，两融/私募决定市场的短期弹性、公募/ETF 决定市场结构性方向、居民存款搬家决定市场空间上限、保险等中长线资金决定市场底部支撑。

引言：本篇报告讨论增量资金，但我们并不认为资金本身能够独立预测市场涨跌。资金更多是基本面、宏观金融条件、政策环境以及市场赚钱效应共同作用后的结果，而非行情的起点。市场上涨带来赚钱效应，推动两融、私募提高仓位，进一步改善基金业绩和发行，随后才可能带来居民存款搬家；利率、汇率等金融条件发生变化，又会分别影响保险、外资等不同类型资金的配置行为。因此，研究增量资金真正能够回答的，并不是“下一阶段谁一定涨”，而是两个更加现实的问题：在当前条件不发生明显变化的情况下，市场还剩多少自然增量，流动性能否继续支撑指数上行；以及如果未来基本面或金融条件发生变化，哪些潜在资金可能被重新激活，从而改变市场原有的运行状态。

一、总论：流动性拔估值能力减弱，牛市驱动转向盈利增长

基准假设：市场正在从流动性扩张逐渐转向存量充裕，增量资金相对有限。未来若基本面与金融条件维持现状的基准情形下，仅靠存量资金难以继续推动估值的全面扩张，指数虽仍有上行的基础但斜率可能放缓，收益来源也将逐渐从流动性推升估值转向盈利增长消化估值，意味着牛市或将从资金驱动较强的阶段进入对基本面兑现要求更高的阶段，市场配置或逐渐趋向均衡。上半年市场同时受益于盈利改善、风险偏好提升和增量资金扩张而持续上升，从总量看当前 A 股并不缺少潜在增量资金，但类似二季度增量资金不断涌入推动某一板块估值快速上行的阶段可能已经过去，市场正从普遍的流动性扩张转向存量充裕、增量分化。居民部门拥有巨大的潜在资金池，但 7 月以来存款搬家已经出现阶段性放缓；两融在大幅流出后重回小幅流入，更多是趋势形成之后的跟随和强化资金；公募则面临存量成长仓位较高的现实约束，如果没有新发和净申购改善，仅依靠存量基金进一步提高成长集中度的空间有限；相比之下，险资未来仍存在较为确定的权益配置需求，但其负债属性决定了新增配置更重视收益稳定性和波动控制。

未来打破基准假设的资金面突破点：利差损压力下配置资金持续入市/金融条件改善带来外资增量/公募负债端扩张/居民存款搬家重新启动。由于不同类型资金对各类宏观因素的敏感性差异显著，未来指数可能的上行过程中不同资金有望发挥不同的作用：两融、私募更多是行情的放大器，可以提高趋势斜率但很难独立改变指数空间；险资和长期资

下载日志已记录，仅供内部参考

金更多是稳定器，能够提高市场下方支撑；公募、居民存款搬家以及外资则有望成为进一步打开市场空间的关键。后续来看应重点关注以下几类资金的变化：

①国内利率下行带来的长期配置资金扩张：保险资金是未来相对确定的增量来源，但负债属性决定其入市节奏更平滑，配置上更重视稳定现金流、低波动和估值安全性，若未来利差损压力持续扩大、新增保费持续增长，险资权益仓位仍存在进一步提升空间。

②外部金融条件改善带来外资增量：若未来人民币进入稳定升值阶段、中美利差收窄，外资流入有望加速，其配置或更偏向大市值、盈利质量高、具有全球竞争力的科技成长和高端制造核心资产。如果未来海外金融条件改善带动外资持续回流，不仅有利于指数层面打开空间，也可能推动市场向科技、高端制造等核心资产进一步集中。

③公募负债端扩张：公募增量资金与市场赚钱效应之间存在明显正反馈，当前存量基金进一步提高成长集中度的空间已相对有限，如果未来 AI 及其他成长资产盈利继续超预期带动主动权益基金净值重新改善，并进一步转化为新发基金和净申购增长。新发基金没有原有高仓位约束，一旦负债端重新扩张可能成为成长行情由存量博弈转向增量驱动的重要力量。

④居民存款搬家重新启动：居民部门拥有规模最大的潜在资金池，当前居民存款规模约 173 万亿元，乐观情形下潜在入市资金约 6.5 万亿元。但是 7 月以来随着市场调整已出现阶段性放缓，说明存款搬家不是低利率环境下自动发生的线性过程，而是高度依赖赚钱效应、财富效应和风险偏好的共同推动，更类似于决定本轮牛市空间上限的期权。

增量资金改善幅度影响市场上行空间。综上所述，如果未来外资、公募负债端和居民存款搬家等均没有出现明显改善，那么即使市场仍有资金净流入，指数也更可能表现为震荡向上、结构性行情占优，而不是重新进入全面拔估值阶段。此时收益来源会更多依赖企业盈利增长和行业自身景气，而不是市场整体估值快速提升。反之，若上述几类资金出现少数明显改善，当前相对有限的资金增量就可能重新扩张；若外资/公募/居民存款搬家等同时启动，则意味着市场或重新进入总量流动性扩张阶段，指数上涨斜率和空间均可能重新打开。

二、十类增量资金透视

增量资金结构分化，中长线资金渐次主导。在经历 7 月 AI 产业叙事松动下的流动性冲击后，我们判断未来半年市场增量资金的空间已从普遍宽松转向结构分化，增量资金入场时机与配置偏好或影响下一步市场风格的变化。分项来看，保险资金作为稳定的中长线配置型资金，在力争大型国有保险 30%新增保费用于投资 A 股的“硬性约束”下预计增量空间达到 5490 亿元，未来在利差损压力扩大或新增保费明显增长情况下或加速入市；外资作为中国资产优势凸显下的战略性增配资金，未来在人民币汇率企稳升值及中美利差收窄下或加速流入；私募/公募则更多依赖于业绩回暖带来的赚钱效应带动新发规模上升；ETF 中的行业/主题型 ETF 或更多受产业趋势预期和龙头事件催化驱动；两融表现为情绪驱动的杠杆资金，对市场反应迅速但流入体量在风险管控升级下或相对受限；居民存款搬家当前阶段性放缓，作为滞后资金有望赚钱效应出现持续外溢后加速流入；资管产品（信托、银行理财、券商资管）风险偏好低且对波动率最为敏感，更多扮演赚钱效应持续显现后的跟随角色。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 1 十类增量资金透视

十类增量资金属性及配置偏好			
资金类别	资金属性	核心触发因素	偏好板块/风格
保险	中长线配置型资金	长期稳定流入，利差损扩大/新增保费明显增长时或加速入市	高股息红利资产
外资	全球再配置型资金	长期持续流入，人民币汇率企稳升值/中美利差收窄后或加速入市	核心资产，当前集中于电子/电新/通信/汽车
私募	业绩驱动的交易型资金	超额收益持续验证、新发产品打开申购、市场成交量/波动率提升	灵活配置，当前集中于TMT/周期
两融	情绪驱动的杠杆型资金	赚钱效应扩散、强势赛道一致预期形成	高弹性题材股、热点概念股，当前集中于电子/通信/有色
ETF	工具化/产业趋势驱动的半交易型资金	产业趋势形成一致预期、龙头事件催化验证叙事	高景气赛道(AI、半导体、有色金属等热点主题)
居民存款搬家	赚钱效应外溢的滞后型资金	赚钱效应持续外溢并通过网络放大、现金类资产收益下行、新增开户数攀升	无明显偏好、跟随市场热点
公募	赚钱效应驱动的修复型资金	主动管理赚钱效应持续显现、新发规模回暖	景气成长、行业龙头，当前集中于TMT
信托 银行理财 券商资管	低风险偏好的跟随型资金	存款及债券收益率持续下行、股市赚钱效应持续显现且波动率下降后或加速入市	低波动防御性资产 红利低波、固收+、大盘蓝筹 哑铃型配置，当前集中于电新/计算机/机械

资料来源：Wind，华创证券

（一）保险：确定性较高但节奏相对平滑的增量资金

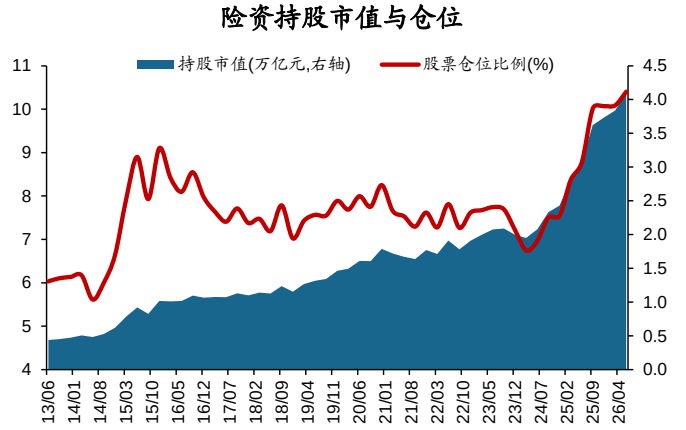
预计未来 6-12 个月险资增量空间约为 5490.2 亿元。2024 年以来险资权益配置规模不断增加，截至 26Q2 人身险与财产险公司合计持股市值达到 4.1 万亿；股票投资比例达到 10.4%（15 年峰值 9.1%）较 24Q1 低点的 6.7%增长 3.7pcts 均创历史新高。从核心驱动因素来看，险资加仓权益的本质是资产负债表倒逼的结构性配置，24 年以来受利率中枢的快速下行导致险资利差损风险不断扩大，10 年期国债收益率从 24 年初的 2.5%下降至当前的 1.7%，明显低于最新公布的保险预定利率研究值 1.94%，倒逼险资通过提高权益仓位来弥补收益缺口。此外，保险作为非净值化产品在近两年居民低风险偏好下保费收入出现明显增加，26 年上半年人身险与财产险合计新增保费 3.9 万亿，累计同比增速达到 3.2%，虽然较 25 年同期的 5.3%保费增速有所放缓，但根据 25 年 1 月公布的“力争大型国有保险每年新增保费的 30%用于投资 A 股”预计未来权益仓位仍将保持稳定提升。我们认为，相较于指数点位高低，险资加仓的更注重资产的估值性价比和股息率水平，且虽然部分存在季度末“落袋为安”引发的净买入放缓季节性特征，但是中长期权益配置比例提升的趋势不会改变，整体持仓增长或不会出现脉冲式放量，而更多呈现出细水长流式的季度环比提升。假设未来债券收益率维持当前水平波动，则根据 26 年上半年新增保费累计同比增速 3.2%以及 25 年以来险资入市规模占新增保费比重（17%，整体法）测算，预计未来 6-12 个月险资增量空间约为 5490.2 亿元；若未来债券收益率出现进一步下行导致利差损压力扩大，则险资入市或将提速。

高股息红利资产的配置偏好或强化市场价值风格。根据上市公司定期报告披露的前十大股东持仓情况，险资长期重仓以银行（26Q1 持仓占比约为 46.3%）/公用（8.6%）/交运（5.3%）/非银（4.0%）等为代表的高股息红利资产；但同时在本轮以 AI 为代表的科技成长行情中险资对于成长行业的配置也有小幅增加，如电新从 24Q2 的 2.3%上升至 26Q1 的 3.1%；电子从 1.9%上升至 3.0%。风险偏好和负债端属性决定险资增量资金入市或仍将延续对高股息、低波动、大市值蓝筹的偏好，银行、公用等高股息板块估值有望获得持续支撑，题材炒作和高弹性成长股的活跃度或被边际抑制。长期稳定的入市节奏在降低市场波动率的同时，有望推动市场长期风格向价值和红利方向再平衡，“哑铃型”配置的市场结构未来或得到进一步强化。

人在草木间

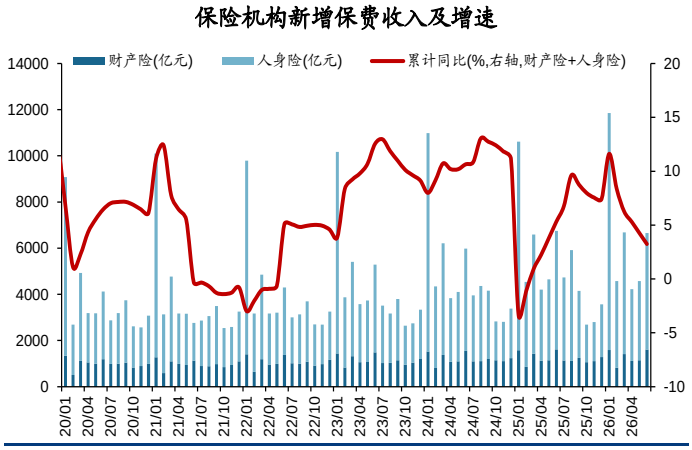
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2 26Q2 险资持股市值达到 4.1 万亿



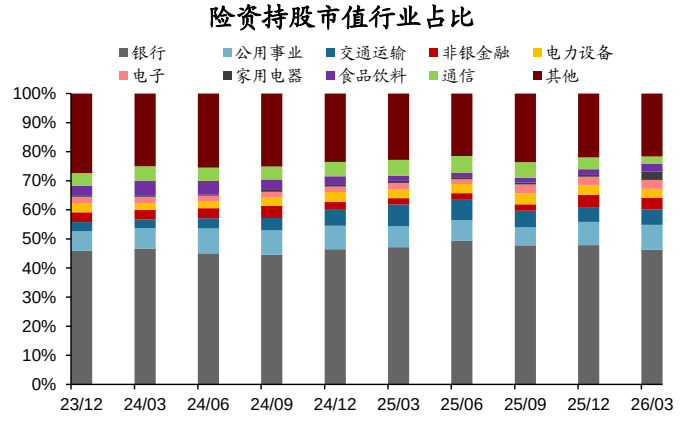
资料来源：Wind，华创证券

图表 3 财产险与人身险新增保费增长放缓



资料来源：Wind，华创证券

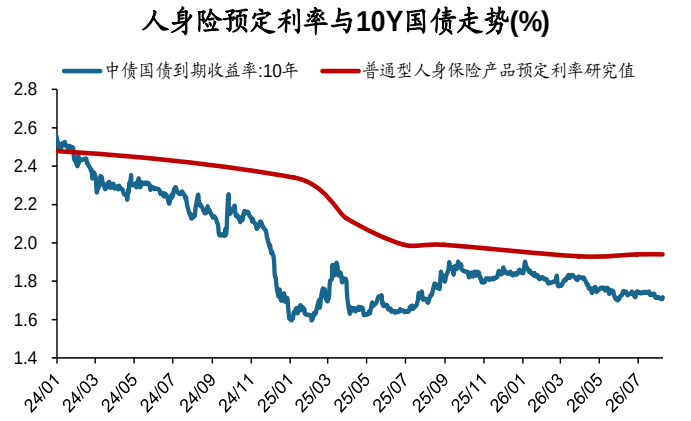
图表 4 险资长期重仓高股息红利资产



资料来源：Wind，华创证券

注：剔除控股股东持股影响

图表 5 24 年以来 10Y 国债收益率持续低于预定利率



资料来源：Wind，中国保险行业协会，华创证券

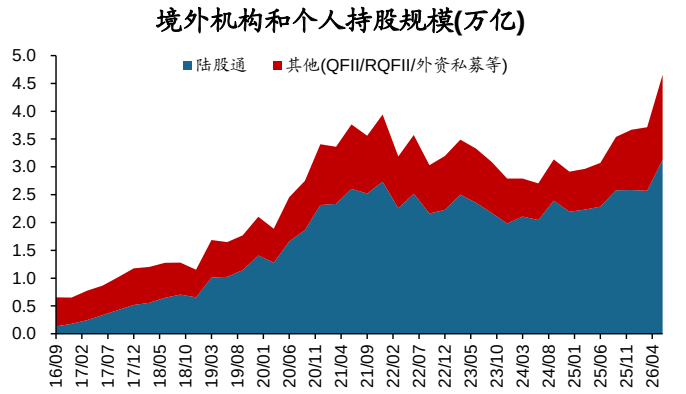
（二）外资：中国资产优势凸显下的持续战略性增配

在美联储加息预期推迟/人民币汇率稳定升值/地缘政治缓和等因素影响下外资或加速流入。截至 26Q2 外资持有股票市值达到 4.7 万亿，较 25 年初 2.8 万亿增长近 2 万亿，其中拆分来看陆股通持股规模约为 3.1 万亿，其余 QFII/RQFII/外资私募等持股规模约 1.5 万亿。我们认为当前基于中国显著的政策制度优势、制造业龙头在全球定价权的不断提升、人工智能产业为代表的新质生产力快速发展以及资本市场环境的不断优化，中国资产在全球地缘政治冲突频发的环境下具备稀缺的安全溢价，可以明显看到 2025 年以来外资已从低配逐渐转向战略性增配。我们认为基于当前中国资产的多种优势，未来外资有望持续加仓中国资产，但节奏或取决于中美利差与人民币汇率走势。当前中美利差（10Y 美债-10Y 中债）接近 300bp 的历史高点，最新公布的美国 7 月通胀数据放缓，美联储加息预期降温延后至年底带动美债收益率小幅下降。后续在美联储加息预期推迟、人民币汇率稳定升值、中美经贸关系与地缘政治预期改善、资本市场对外开放程度加速等因素影响下，外资或将加速流入。

下载日志已记录，仅供内部参考

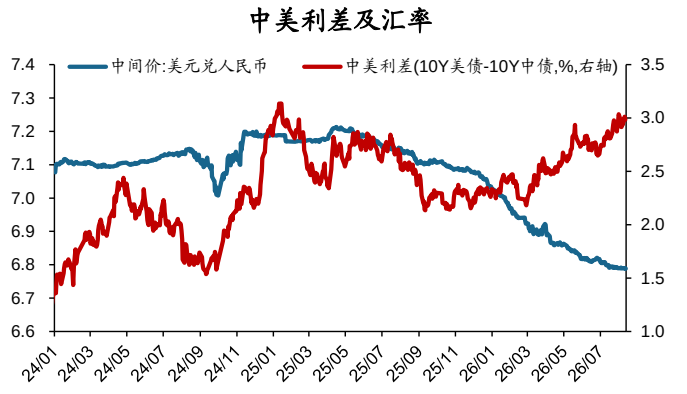
聚焦科技成长与高端制造类核心资产。从北向资金 26Q2 持仓情况来看整体偏向于核心资产的均衡配置，重仓行业集中于成长板块的电子（持仓行业占比 25.1%）、电新（18.7%）、通信（6.9%）等以及传统价值板块的有色（4.9%）、银行（4.5%）、医药（4.0%）等。从 Q2 操作来看则体现为主动加码景气度向上的科技/高端制造板块与价值板块的系统性减配。若外资未来延续当前增配节奏，则业绩增长确定性更高的科技成长与高端制造资产或进一步巩固相对估值优势；同时在国内宏观弱复苏预期下或对传统内需消费与顺周期资源品保持谨慎态度，相关行业因缺乏增量资金支撑而持续承压。

图表 6　26Q2 外资持股规模达到 4.7 万亿



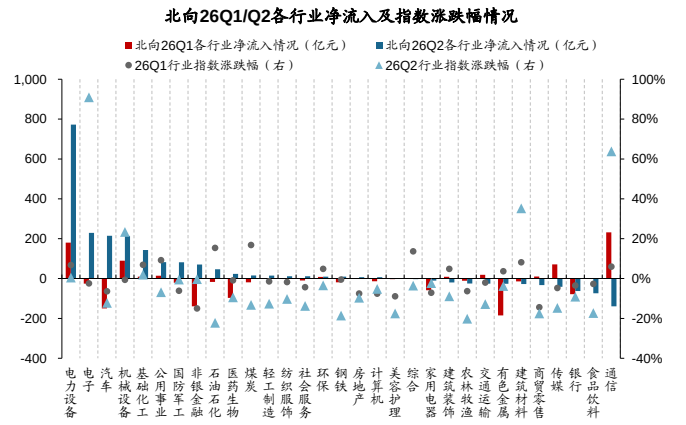
资料来源：Wind，华创证券

图表 7　近期人民币升值趋势放缓



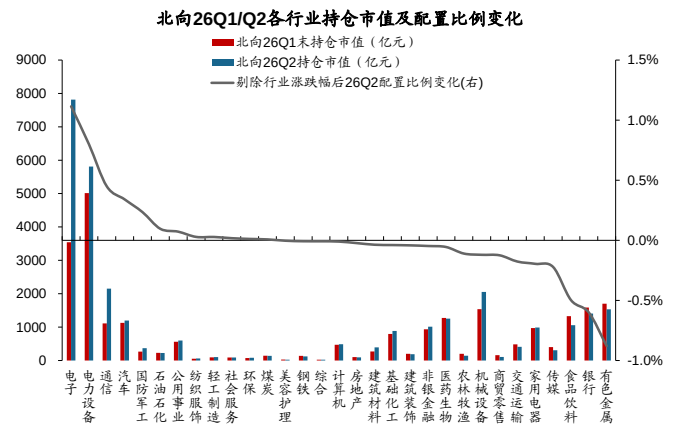
资料来源：Wind，华创证券

图表 8　26Q2 北向资金增持电新/电子/汽车等行业



资料来源：Wind，华创证券

图表 9　剔除涨跌幅后北向主要减持有色/银行/食饮



资料来源：Wind，华创证券

（三）私募基金：业绩驱动的结构性弹性资金

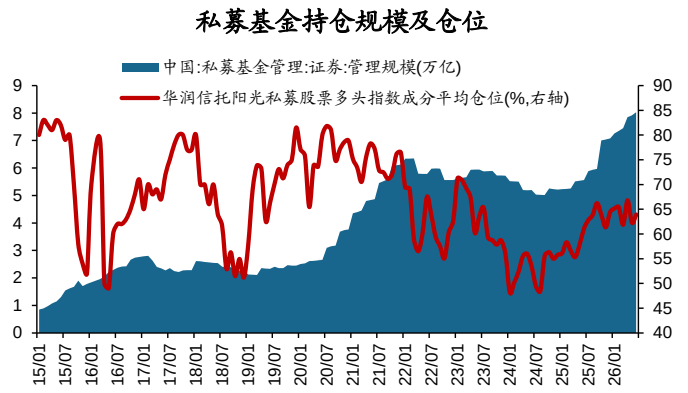
业绩正反馈逐步积累后私募基金或加速流入。截至 26/6 私募证券投资基金管理规模超过 8 万亿，根据华润信托阳光私募股票多头指数成分平均仓位 63.9%测算，其中股票管理规模约为 5.1 万亿。从私募基金备案情况来看，2025 年以来数量和规模均呈现明显增长，截至 26/6 私募证券投资基金备案数量 1466 只，规模达到 719.3 亿元，均处近三年 94%历史高位，预计有望带动未来私募基金持股市值持续增长。我们认为，未来半年私募基金作为边际增量资金入场加速的核心触发因素为业绩驱动的正反馈效应，在经历 7 月市场调整流动性风险逐渐缓解后，当前市场已进入反攻趋势中，AI 科技领涨带动私募基

下载日志已记录，仅供内部参考

金业绩正反馈正在逐步重新积累推动增量资金入市。但是值得关注的是，当前行业整体的策略同质化风险和交易拥挤度水平仍处于较高水平，在未来市场上行的过程中私募增量资金的边际贡献可能会呈现总量增长但单位资金的定价影响力和超额收益逐步下降的态势，导致未来私募资金或更偏向于结构性弹性资金而非趋势性主导资金。

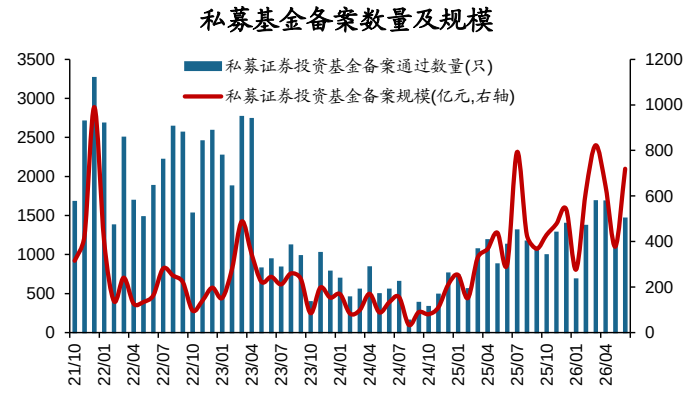
私募基金（量化）增量入场或强化科技成长与小盘风格。以当前阳光私募的重仓情况作为参考，电子（26Q1 持仓占比约为 13.9%）、机械（8.0%）、化工（8.0%）、计算机（7.7%）等行业占比持续处于前列，整体呈现“高弹性、高景气度”的成长风格偏好，但同时单一行业持仓占比均未超过 20%且对石油石化等价值行业亦有一定配置权重，整体持仓相对均衡。若未来私募资金持续增配，或将进一步强化科技成长主线，尤其对电子半导体、AI 计算机、创新药等高弹性板块形成增量买盘支撑，进一步强化成长风格。另外，本轮 25 年以来量化私募发行数量出现明显回暖，新成立数量从 24 年月均 40 只回升至 25 年月均 113 只，26 年 1-7 月进一步上升至月均 180 只，中小盘/微盘个股波动大、定价效率低、套利空间充裕的特点天然适配量化模型捕捉超额收益。若后续量化资金增量入场或边际利好中小盘/微盘风格并阶段性放大小微盘股的活跃度和波动率，同时对市场整体交易结构形成更高频、更分散的冲击。

图表 10　26/6 私募基金管理规模突破 8 万亿



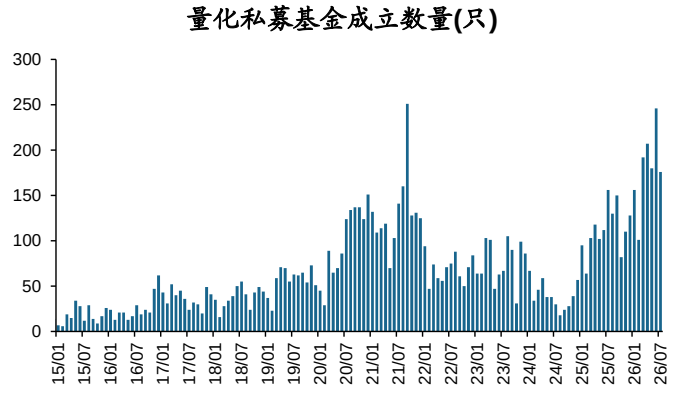
资料来源：Wind，华创证券

图表 11　26/6 私募基金备案规模达到 719 亿元



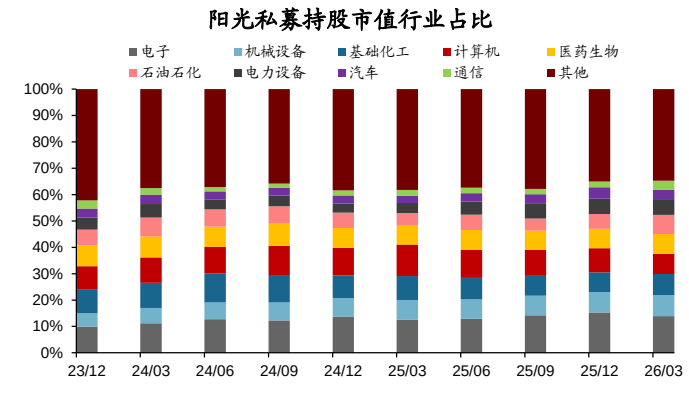
资料来源：Wind，华创证券

图表 12　26 年 1-7 月量化私募月均新成立 180 只



资料来源：Wind，华创证券

图表 13　阳光私募持仓主要集中于 TMT、周期板块



资料来源：Wind，华创证券

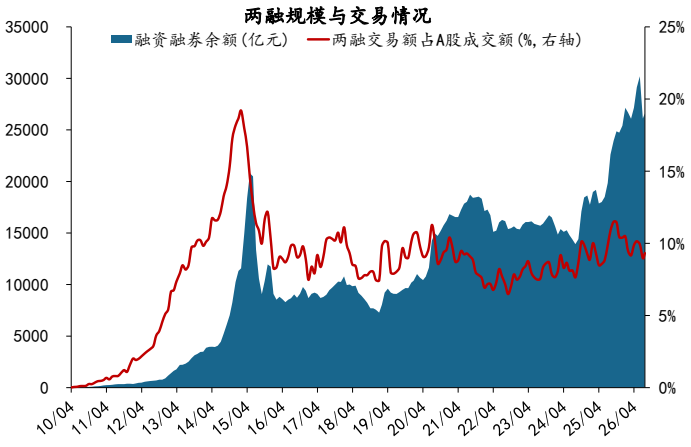
下载日志已记录，仅供内部参考

（四）杠杆资金：风险管控升级下的情绪放大器

两融资金或呈总量温和扩张、结构更趋谨慎的流入态势。。2026 年以来杠杆资金流入情况整体呈明显的“倒 V”型走势，上半年整体呈快速净流入趋势，累计净流入达到 4682.2 亿元；7 月后受市场流动性冲突影响，两融单月大幅净流出-4107.8 亿元创历史次新高，仅次于 15 年 7 月清理场外配资去杠杆时的-7085.5 亿元，带动两融余额从 6 月底高点的 3.0 万亿快速下降至 7 月底 2.6 万亿。8 月以来随着市场逐步企稳回升，两融资金开始重新流入，截至 8/21 累计净流入回升至 397.2 亿元。杠杆资金在各类资金中往往反应最为迅速，在题材/主题炒作活跃、赚钱效应提升的情况往往会成为个人投资者情绪的放大器，对高弹性板块的入场速度通常快于机构资金，但也是监管最密切关注的一类资金。今年以来监管部门对杠杆资金的风险管控持续升级，如 26 年 1 月融资保证金最低比例从 80%上调至 100%；5 月多家券商增设参数设定为 115%的“即时平仓线”以强化前置风控、防范穿仓风险。我们认为在经历 7 月快速大幅降杠杆后，当前两融情绪仍处于缓慢修复中，未来半年在市场整体偏震荡回升的过程中两融资金大概率呈现总量温和扩张、结构更趋谨慎的状态，若未来市场在 AI 为代表的高弹性板块带领下出现新一轮强势反弹，两融资金或加速流入但在风险管控升级下弹性和幅度预计将弱于上半年。

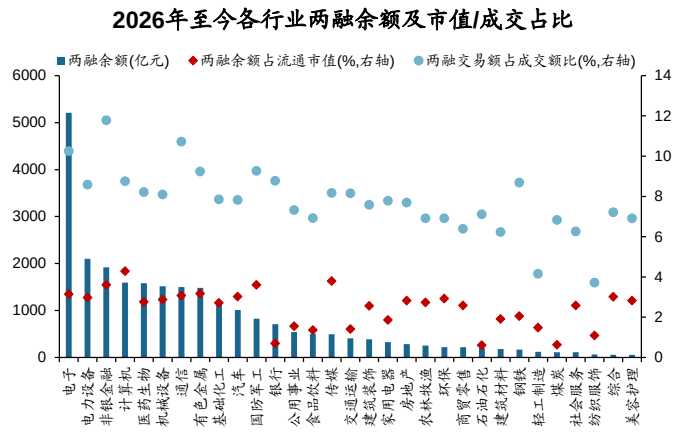
从极致聚焦于电子逐渐向流动性外溢下的有色/医药/机械等行业扩散。从两融净流入行业分布看，电子板块呈现极致化集中态势：26 年上半年累计净流入达到 2693.5 亿元，占两融整体净流入的比重达到 56%，远超 25 全年净流入 1629.6 亿元（24%）与 24 年全年净流入 872.7 亿元（26%）；同时通信行业净流入同样出现爆发式增长，从 25 年全年的 625.6 亿元增长至 26 年上半年的 709.9 亿元，占比从 9%上升至 15%，反映杠杆资金对半导体/光模块等 AI 产业周期的高度一致预期与持续追捧。7 月以来随着市场调整虽然电子（-1423.0 亿元）与通信（-485.8）行业经历了大幅净流出，但随着 8 月市场进入反攻 AI 领涨，电子行业累计净流入快速回升至 114.2 亿元（截至 8/21，占比 24.0%）。我们认为在 AI 产业趋势未发生明显恶化之下，以电子/通信为代表的行业仍将获得杠杆资金的持续流入，同时在流动性外溢之下具备业绩支撑的有色/医药/机械/化工等行业或同样有望迎来增量资金流入。

图表 14　当前两融余额回升至 2.7 万亿



资料来源：Wind，华创证券

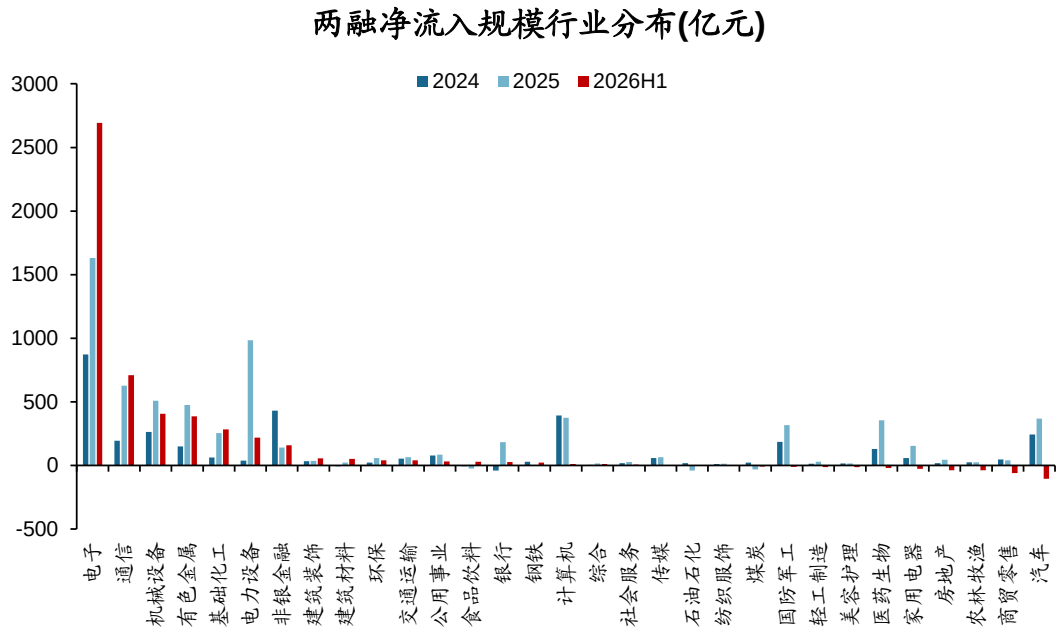
图表 15　当前电子/电新/非银等行业两融余额规模领先



资料来源：Wind，华创证券，数据截至 8/21

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 16 2026 年上半年两融净流入行业集中于电子/通信/机械等



资料来源：Wind，华创证券

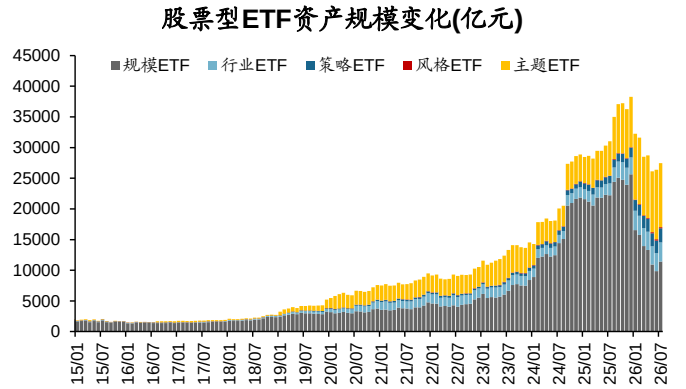
（五）ETF：产业趋势共识的催化剂

增量空间或转变为以行业/主题 ETF 为主导的产业趋势资金。截至 26/7 股票型 ETF 资产规模达到 2.7 万亿，较此前高点 25/12 的 3.8 万亿下降超 1 万亿。今年以来股票型 ETF 资产规模的大幅下降主要源于规模 ETF 出现大幅的流出，资产规模从 25/12 高点的 2.6 万亿下降至 26/7 的 1.1 万亿;而其他品类的股票型 ETF 资产规模仍整体呈上升趋势，如行业 ETF 从 2726.2 亿上升至 3118.2 亿、主题 ETF 从 0.8 万亿上升至 1.0 万亿。规模 ETF 作为中长线资金稳市工具近两年来更多呈现为逆周期资金，当前来看市场已经度过了 7 月份最糟糕的时刻，自身上涨动能累积、外力托底逐渐减弱，后续增量空间预计或将逐渐从中长线资金转变为以行业/主题 ETF 为主导的产业趋势资金。相较于规模 ETF，行业/主题 ETF 更多表现为产业趋势共识的催化剂，当某一行业/主题形成明确的产业趋势以及赚钱效应时，ETF 凭借低门槛、高流动性、高透明度等优势能够同时承接机构的仓位调整需求和散户的配置需求，并产生“买入成分股→成分股上涨→ETF 净值上涨→吸引更多申购”的正反馈循环。未来随着 AI/创新药/新能源等产业景气周期的进一步强化，行业/主题 ETF 或吸引更多增量资金流入。

成长风格内部进一步聚焦业绩确定性。从行业/主题 ETF 净流入情况来看，2026 年以来产业趋势资金出现明显的风格切换特点，净流入方向集中在通信（347.9 亿元）、有色金属（287.5 亿元）、卫星（245.5 亿元)、医药生物（231.7 亿元）、电子（217.3 亿元）、非银金融(135.4 亿元)等,其中有色金属和非银金融等板块普遍延续了此前的资金偏好，而通信、卫星、医药、电子等净流入大幅增加等。同时前期过度拥挤的机器人/泛人工智能等热门主题正经历获利了结与估值消化，净流入规模分别从 25 年的 508.3/258.2 亿元大幅下降至 26 年上半年的-207.6/-200.5 亿元，资金高低切体现产业趋势资金已经明确从叙事逻辑转向具备业绩预期明显改善的 AI 硬件/卫星/创新药等板块。我们认为当前行业/主题 ETF 资金净流入逻辑正随着中报业绩期得以不断验证强化，叠加美联储加息预期缓解对高流动性敏感个股估值压制下降，以通信/有色/电子等为代表的 AI 硬件端以及卫星/创新药等相关的行业/主题 ETF 或将迎来资金持续流入。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 17　26/7 股票型 ETF 资产规模回升至 2.7 万亿



资料来源：Wind，华创证券

图表 18　26/7 规模 ETF 累计净流入 3157.2 亿元



资料来源：Wind，华创证券

图表 19　2026 年上半年行业/主题 ETF 净流入集中于通信/有色金属/卫星等

行业/主题ETF净流入额(对应至申万一级行业/主题)

序号	行业/主题	净流入额(亿元) 2024	2025	2026上半年	序号	行业/主题	净流入额(亿元) 2024	2025	2026上半年
1	通信	-8.8	76.2	347.9	26	养老	0.3	0.2	0.5
2	有色金属	14.3	453.7	287.5	27	原材料	0.1	0.0	0.1
3	卫星	0.0	55.9	245.5	28	品牌工程	-0.5	-0.7	-0.5
4	医药生物	135.9	1.6	231.7	29	民企	-1.8	-5.1	-0.5
5	电子	-81.5	-114.3	217.3	30	交通运输	-1.3	0.2	-0.5
6	非银金融	-137.9	729.4	135.4	31	物联网	-0.4	-2.3	-0.8
7	公用事业	-10.3	41.8	112.5	32	数字经济	-7.7	-9.2	-4.6
8	5G	-27.4	-42.2	100.8	33	旅游	-5.1	27.9	-5.1
9	计算机	39.1	130.2	76.4	34	高端制造	0.5	3.2	-5.6
10	油气	-12.7	6.0	74.6	35	汽车	-14.1	4.4	-5.9
11	电力设备	-27.8	195.5	44.8	36	建筑装饰	-18.5	-14.6	-8.5
12	机械设备	-2.7	6.7	39.4	37	区域经济	-6.5	-31.6	-13.8
13	基础化工	-6.0	155.8	37.1	38	电池	-9.4	116.6	-13.9
14	煤炭	10.2	59.3	33.2	39	家用电器	-11.3	5.8	-14.8
15	农林牧渔	-17.8	32.4	27.1	40	绿色发展	-26.8	-45.3	-17.1
16	传媒	-23.8	50.3	18.9	41	消费	60.9	84.1	-17.9
17	云计算	-5.7	11.5	13.0	42	食品饮料	34.6	132.3	-21.3
18	新材料	4.7	-7.3	12.4	43	钢铁	-3.6	28.3	-25.6
19	国防军工	1.2	-22.1	10.4	44	科技	2.6	-40.6	-25.6
20	能源	-21.1	-0.4	9.0	45	银行	-4.5	68.0	-30.6
21	建筑材料	-2.1	1.7	4.9	46	金融	-7.1	-11.4	-30.9
22	船舶	0.0	0.0	4.8	47	新能源车	-64.8	-53.8	-35.4
23	房地产	6.3	0.2	4.4	48	央国企	-51.3	-61.7	-43.5
24	大宗商品	0.3	1.2	3.2	49	人工智能	46.5	258.2	-200.5
25	软件	0.0	-2.2	2.2	50	机器人	43.6	508.3	-207.6

资料来源：Wind，华创证券

注：根据行业/主题 ETF 跟踪指数权重行业分布，划分成 23 个申万一级行业类 ETF 与 27 个主题类 ETF。

（六）居民存款搬家：赚钱效应持续外溢后的滞后性增量

存款搬家阶段性放缓，赚钱效应持续外溢后或重迎加速窗口。随着近两年以来现金类资产收益率的大幅下滑，收益率相对占优的权益类资产成为居民资产配置的新途径，24/9/24 以来新开户数量以及银证转账规模均出现了明显的上升：26 年以来新开户数量月均 326 万户，处近十年 91%分位；银证转账规模从 24 年中的 1.8 万亿持续上行至 25 年末的 3.2 万亿。从历史来看，过去几轮居民存款搬家进股市中，全 A 总市值/居民部门存款余额均呈现出随着牛市进展从滚动五年均值-1 倍标准差不断上行至五年均值+1 倍标准

下载日志已记录，仅供内部参考

差的过程，从本轮来看居民存款搬家进股市或已经行至半途：截至 26/8/14 全 A 总市值 130 万亿，对应最新居民存款余额达到 173 万亿，两者比值从 2024 年 8 月的近二十年低点 56%上行至当前 75%处历史中位，超过滚动 5 年均值 72%。未来乐观假设下该比值回到过去 5 年均值+1 倍标准差，则对应增量资金约 6.5 万亿进入股市，但是入市节奏仍有待考量。虽然上半年新开户数量持续处于高位，但是受市场调整影响 7 月新增非银存款较去年同期减少 1.03 万亿至 1.11 万亿，滚动三月平均下降至近一年低点，体现在市场波动放大下居民存款搬家已有所放缓。随着 8 月市场进入反攻，当前居民风险偏好与入市意愿或正处于缓慢修复过程中，由于居民资金具有明显的“羊群效应”和滞后性，预计在以险资为代表的中长线资金入市、公募新发保持活跃以及市场赚钱效应持续外溢 2-3 个月后，居民存款搬家或重新迎来加速窗口。

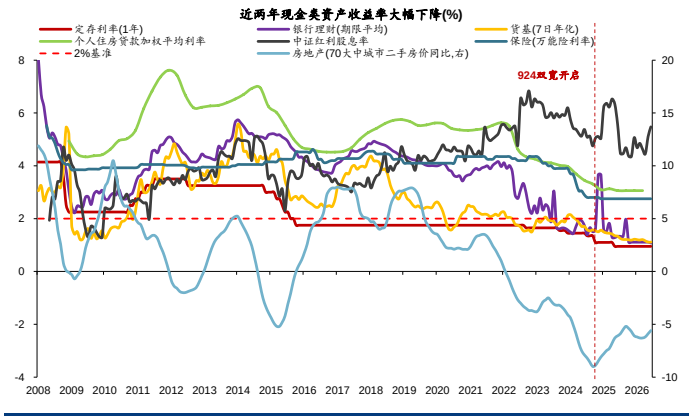
本轮牛市以来电新/有色/电子等行业股东户数增加领先。从股东户数变化看，本轮牛市以来散户资金呈现出高度集中于热门成长赛道的特征，其中电新（26Q1 较 24Q3 增长 849 万户）、有色（+740 万户）、电子（+704 万户）、军工（+466 万户）、机械（+458 万户）等行业股东户数增加领先，显示散户资金持续加速涌入景气度向上、话题性强的科技+制造主线；而地产（-30.9 万户）、食饮（-3.6 万户）、社服（+4.3 万户）等传统或弱景气板块散户参与度则持续萎缩。由于散户资金天然偏好话题度高、媒体曝光度高、叙事逻辑新颖的个股，未来随着居民存款搬家的持续或推动热门成长板块如电新/有色/电子等行业的交易热度和波动率将进一步放大，而传统内需消费板块由于散户参与意愿低迷，即便估值具备安全边际也难以获得增量资金流入，市场风格或进一步两极分化。

图表 20　居民存款搬家行至半途



资料来源：Wind，华创证券

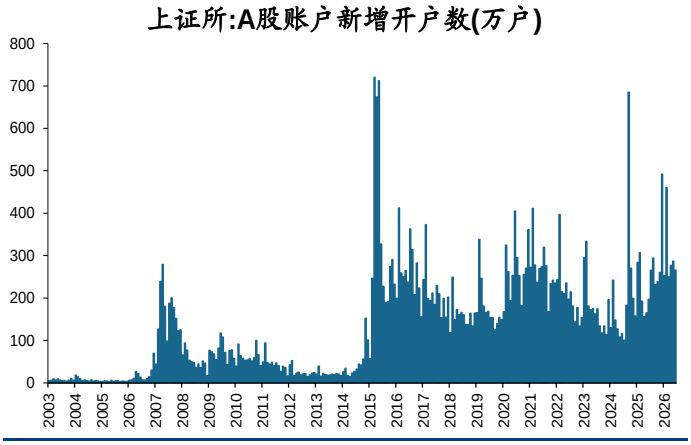
图表 21　近两年现金类资产收益率大幅下降



资料来源：Wind，华创证券

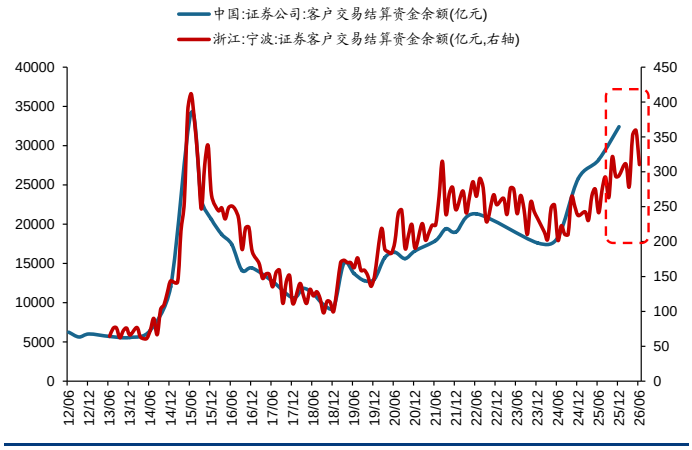
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 22 26 年以来月均新开户数量 326 万户



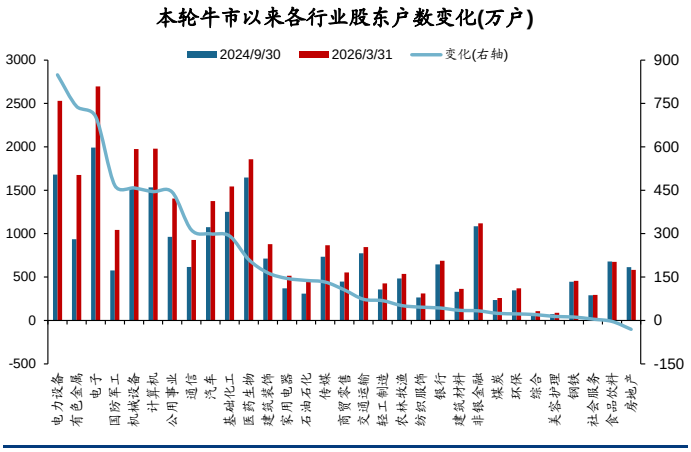
资料来源：Wind，华创证券

图表 23 银证转账规模持续上行



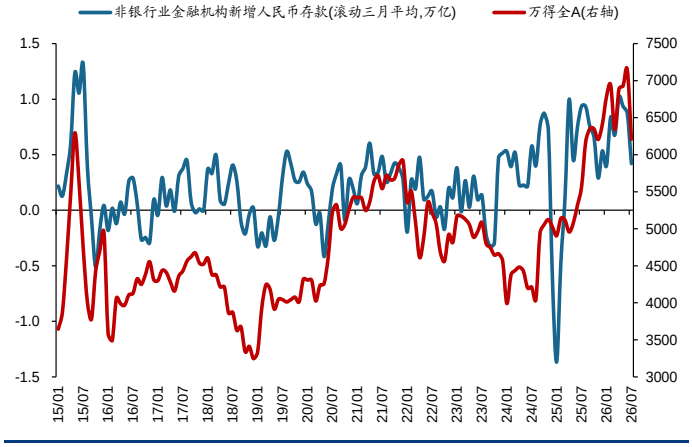
资料来源：Wind，华创证券

图表 24 本轮牛市以来电新等行业股东户数增加领先



资料来源：Wind，华创证券

图表 25 7 月新增非银存款明显放缓



资料来源：Wind，华创证券

（七）公募基金：赚钱效应回归后的修复性增量

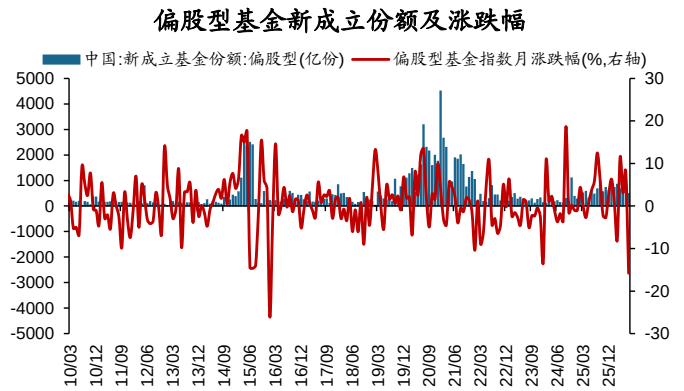
公募赚钱效应逐步回归后新发规模有望回暖。历史上偏股型公募基金的发行规模与其业绩表现存在较高的相关性，即公募赚钱效应的凸显往往会带来更强的新发规模，并在牛市中通过“赚钱效应凸显→新发提速→仓位提升→赚钱效应进一步提升”形成完整的正反馈链条。从本轮牛市来看，2025 年以来随着公募赚钱效应的显现，新发规模从 24 年 1-9 月的月均 174.3 亿份上升至 25 年月均 546.8 亿份，26 年 1-7 月月均上升至 772.1 亿份，26 年累计新发规模较 25 年同期同比增长 75.8%。但值得注意的是，7 月受市场调整影响，偏股型基金指数月涨跌幅-15.8%创近十年新低，赚钱效应的丧失导致新发规模大幅缩减至 481.3 亿元。从后续来看，我们判断随着市场进入反攻，公募赚钱效应的逐步回归后（8 月至今偏股型基金月涨跌幅回升至 5.5%），新发规模有望重回上行趋势，但是由于新发规模易受行情的变化出现明显波动，导致公募增量资金或更多体现为修复性增量而非常态化稳定增量，持续性天然弱于以险资为代表的中长线资金。

未来主动权益公募对 TMT 板块的持仓集中度或将进一步走向峰值。26Q2 主动权益型基金重仓股中 TMT 板块持股市值占比大幅提升至 26Q2 的 61.7%创历史新高，根据我

下载日志已记录，仅供内部参考

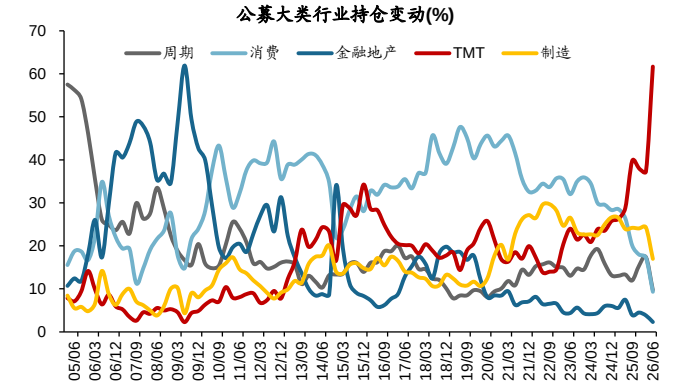
们在《TMT 持仓六成，多少是买出来的？多少是涨出来的？》报告中的测算，二季度 TMT 仓位提升中约 53.1%由价格上涨贡献（其中电子约 48%；通信约 72%），对应主动加仓贡献约为 46.9%。参照历史经验，公募抱团的形成与瓦解经历五个阶段：价格主导→加仓主导→加仓与价格共振→峰值阶段→抱团瓦解，当前基本处于加仓与股价共振的第三阶段，未来主动权益公募对于 TMT 板块的集中度或将进一步走向峰值。

图表 26　26/7 偏股型基金新成立份额下降至 481 亿份



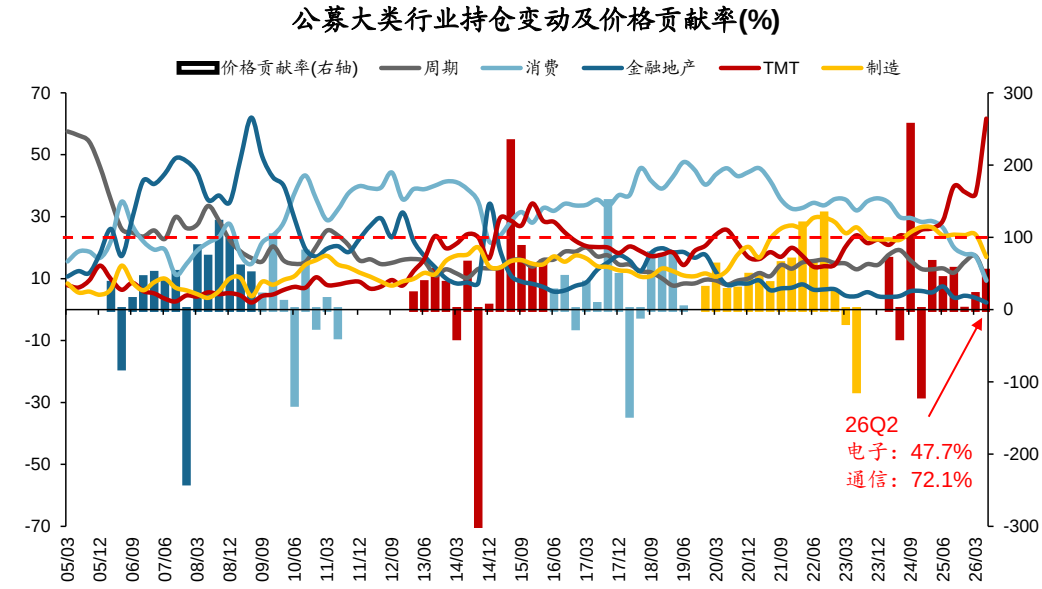
资料来源：Wind，华创证券

图表 27　26Q2 主动权益基金重仓 TMT 板块



资料来源：Wind，华创证券

图表 28　26Q2 公募持仓 TMT 市值提升中约 53.1%由价格上涨贡献



资料来源：Wind，华创证券

注：图中折线图为各大类行业的持仓占比，柱状图为价格贡献率，其中不同颜色区分对应不同时期的不同板块，具体颜色对应见图例。

（八）资管产品：低风险偏好的跟随型资金

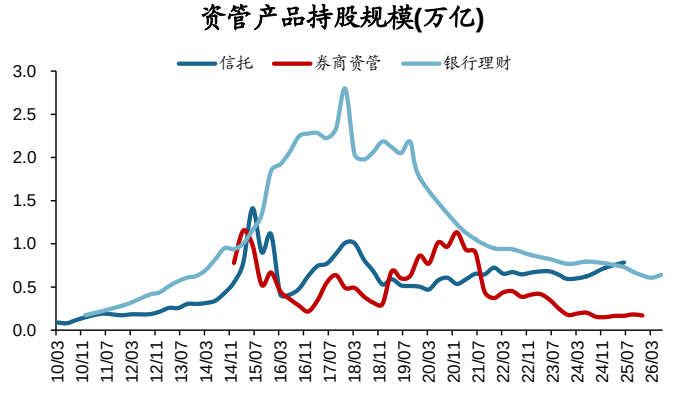
市场波动下降/赚钱效应持续显现之下增配权益动力或将增加。以银行理财、信托产品以及券商资管为代表的资管产品往往具备明显的低风险偏好特征，无法承受净值大幅波动的产品管理特点决定其在权益市场波动加大的环境下增配股票的动力不足。但是近

下载日志已记录，仅供内部参考

两年以来资产端收益率的持续下行倒逼资管类产品加大权益配置，各类产品的权益资产配置占比在经历过去几年的持续下滑后已经呈现出企稳态势，如银行理财权益资产配置占比连续三季度稳定在 1.9%；券商资管股票配置占比从 24Q3 低点 2.5%小幅回升至 25 年均值 2.8%。我们认为资管产品受净值波动率约束下入市相对更为谨慎，在市场走出单边上行赚钱效应持续显现之下，资管产品增配权益动力或将增加。

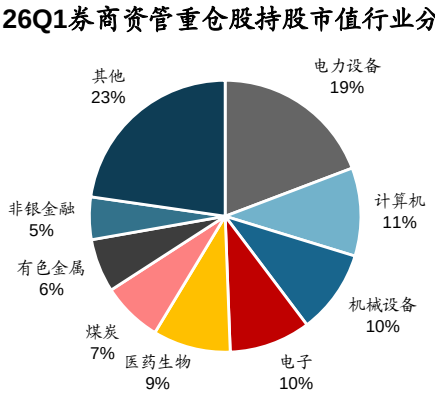
高波动下资管产品或主要增配低波动防御型资产。从券商资管 26Q1 重仓股情况来看，整体偏向于哑铃型配置，重仓成长行业如电新（19%）、计算机（11%）、机械（10%）、电子（10%）、医药（9%）等，同时配置红利价值型行业如煤炭（7%）、有色（6%）、非银（5%）等。考虑到近期成长行业波动趋势放大，后续券商资管或进一步增加低波动防御型资产以减少净值波动。信托产品和银行理财由于重仓股数据缺失，根据资金属性推测后续增量资金或仍将主要集中于以红利价值为代表的低波动防御型资产。

图表 29　资管产品持股规模整体处于低位



资料来源：Wind，华创证券

图表 30　26Q1 券商资管重仓电新/计算机/机械等行业



资料来源：Wind，华创证券

三、增量资金传导过程及影响推演

未来半年 A 股增量资金的入场或大概率遵循“短线资金启动—产业趋势资金接力—居民与稳健资金扩散—中长线资金托底”的接力路径。四个阶段或分别由两融/私募、行业主题 ETF/公募/外资、居民存款搬家+资管产品（银行理财/信托/券商资管）、中长线资金（保险）依次主导，这一过程本质上是资金风险偏好从高到低、决策周期从短到长的渐进切换，也决定了市场风格将从高弹性题材股逐步过渡到具备业绩支撑的核心资产与稳定回报的红利资产的再均衡。同时在各类增量资金传导的过程中，对市场的影响各不相同：**两融/私募或决定市场的短期弹性、公募/ETF 或决定市场结构性方向、居民存款搬家或决定市场空间上限、保险等中长线资金或决定市场底部支撑。**

第一阶段（反攻启动期）：交易型资金打头阵。行情从底部震荡向上反攻启动期，最主要的资金边际增量来源往往是反应最迅速的两融资金与私募资金。两融资金作为杠杆型交易资金，对市场情绪变化的反应速度最快，8 月以来两融已出现明显修复，累计净流入回升至 731.9 亿元；私募资金则更多依赖超额收益的持续验证，随着 8 月 AI 科技板块出现修复，业绩回暖有望带动追加仓位和新资金入场速度加快，两类资金均呈现出决策链条短、风险偏好高、对波动率的容忍度较强的特点，其推动的短期市场行情表现上通常呈现出高弹性、高换手、题材轮动加快的特点，当前或仍将聚焦于电子、通信、有色等热点板块。两类资金往往决定市场短期弹性而非方向、决定上行斜率而非空间，虽然能

下载日志已记录，仅供内部参考

够显著放大或压缩市场短期的涨跌幅度，但难以独立支撑起一轮趋势性行情的持续演绎，其影响更多体现在阶段性的波动放大效应上，而非趋势方向本身的确立。

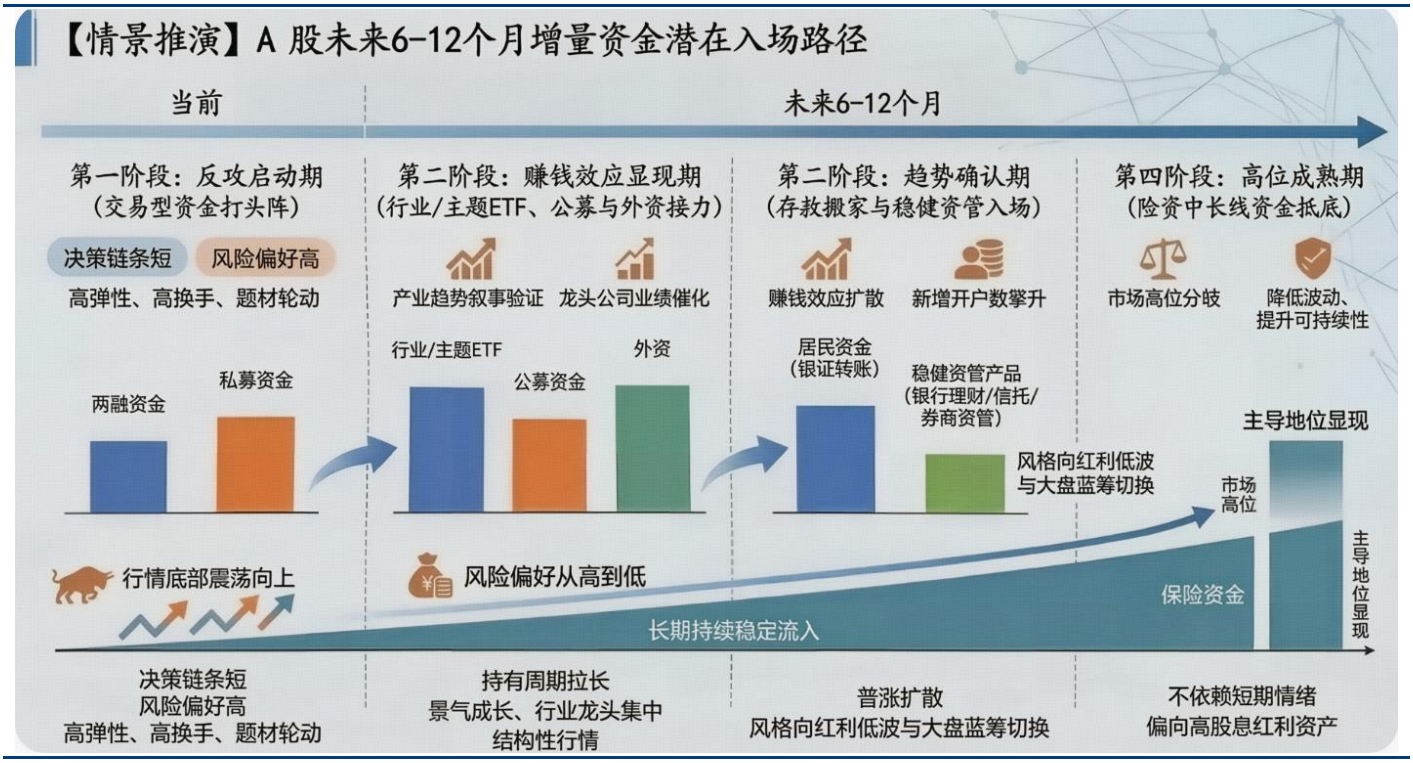
第二阶段（赚钱效应显现期）：行业/主题 ETF、公募与外资接力。当反弹持续演绎、赚钱效应从个别热点扩散至相关产业链和板块时，资金边际增量有望扩展至行业/主题型 ETF、公募资金与外资等。这一阶段的核心触发因素在于产业趋势叙事逻辑进一步在龙头公司业绩或事件催化下得到明确验证，使得资金愿意以更长的持有周期介入。行业主题 ETF 凭借工具化、半交易型属性，能够快速捕捉高景气赛道的资金需求，尤其在 AI、半导体等主线逻辑得到验证后加速流入；公募资金则依托主动管理的赚钱效应持续显现带动新发规模回暖，推动资金向景气成长和行业龙头集中；外资在中国核心资产赚钱效应显现后有望持续稳定流入，若后续人民币汇率企稳升值、中美利差收窄也会阶段性加速流入。三类资金共同作用有望推动行情从题材性轮动逐步过渡到更具产业逻辑支撑的主线方向，市场的定价效率和资金聚焦度或将明显提升。

第三阶段（趋势确认期）：赚钱效应持续扩散下存款搬家与稳健资管资金入场。当赚钱效应已经不再局限于专业投资者群体，而是通过网络传播和社交效应向更广泛的居民群体扩散时，居民存款搬家与银行理财、信托、券商资管为代表的稳健资管产品或将成为主要边际增量跟随入场。这一阶段的核心特征是入场资金具有明显的滞后性和跟随性，173 万亿的天量居民储蓄构成了居民存款搬家进股市的巨大想象空间（当前乐观测算入市资金可达到约 6.5 万亿）以及未来的市场上限，但需要在股市赚钱效应长期发酵、新增开户数持续攀升之后才有望逐步入场；而银行理财、信托、券商资管等低风险偏好资金，则更多是在存款及债券收益率持续下行、股市赚钱效应显现且波动率有所回落之后，才有望逐步加大权益类资产的配置比例。这一阶段市场或呈现出普涨扩散、成交额维持高位、风格从纯粹的高弹性题材向红利低波与大盘蓝筹等哑铃型配置切换的特征。

第四阶段（高位成熟期）：以保险为代表的中长线资金力量开始显现。以险资为代表的中长线资金在整个行情演绎过程中始终保持稳定流入的特征，天然的逆周期属性决定其入市节奏并不完全依赖短期市场情绪，只要长期利差损压力持续存在、新增保费保持稳定增长，险资均有望维持相对稳定的入场节奏。但从边际增量资金轮动来看，险资的主导地位往往出现在行情已运行至相对高位，其余各类资金的边际流入速度放缓的第四阶段。此时市场处于高位分歧加剧波动加大，对增量资金的敏感度或明显提升，险资凭借其相对稳定的资金属性，开始成为少数能够持续提供市场边际资金支撑的主要力量。同时其长期以来偏向高股息红利资产的配置风格，使其在市场出现波动调整时能够为市场提供实质性的底部支撑，从而降低调整的幅度和持续时间。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 31 增量资金传导过程推演



资料来源：Nano Banana 2，华创证券绘制

风险提示：

1、宏观经济复苏不及预期；

2、历史经验不代表未来：因市场环境等因素变化，历史数据得出的经验可能在未来失效。

3、资金面预测的假设偏差风险：测算依赖于多项关键假设，假设基于大势研判观点若与实际情况不符或将直接影响预测的准确性；若未来市场变化剧烈存在与真实情况差异较大的可能性。

4、仅代表理想假设下的行情路径，不构成市场必然预测。行情推进高度依赖企业盈利修复、国内流动性环境、外资风险偏好、居民风险偏好修复等多重条件；若基本面不及预期、外部宏观出现扰动、居民资金入场意愿不足，行情存在无法完整走完四阶段传导的风险；市场波动、地缘冲突等黑天鹅事件也可能改变资金节奏。

下载日志已记录，仅供内部参考

策略组团队介绍

组长、首席分析师：姚佩

中国人民大学金融硕士，曾任东吴证券策略首席分析师、海通证券策略高级分析师，连续四年新财富策略第一团队核心成员。在传统策略大势研判、行业比较、主题研究以外，对大类资产、政策取向、市场风格、产业周期、个股特征均有增量研究与发现。

分析师：丁炎晨

上海交通大学硕士，华中科技大学学士，曾任职于东吴证券，2023 年加入华创证券研究所。目前专注于政策跟踪、个股特征、主题研究等方面的增量研究。

分析师：蔡雨阳

圣路易斯华盛顿大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：周名未

香港理工大学金融硕士，中央财经大学金融工程学士。2025 年加入华创证券研究所。

助理研究员：朱冬墨

上海财经大学经济学学士、硕士。2024 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

	古舜	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522