下载日志已记录，仅供内部参考

策略专题

本轮牛市中，谁是“聪明钱”？

核心观点

核心结论：①本轮牛市中，从持股收益看私募、主动偏股公募是选股聪明钱，从调仓后表现看长线外资、险资是择时聪明钱。②聪明钱不同表现的背后是投资行为的差异，选股聪明钱持仓集中在强动量的市场热点，择时聪明钱流向受行情波动影响较小。③当前两类聪明钱的定价权已大致均衡，选股聪明钱的科技持仓或已从极致状态松动，择时聪明钱流入出海、算力、红利较多。

私募、主动偏股公募选股较优，长线外资、险资择时较优。我们以各资金可得性最高的持仓口径构造模拟组合、统一季末换仓，24年9月以来截至26年8月，私募、主动偏股公募、杠杆资金的持股累计收益分别为81%、66%、66%，显著跑赢沪深300；从择时能力看，长线外资、险资较优、被动ETF次之，稳定型外资、险资的大盘多空收益差均值分别为5.3%、3.3%，杠杆资金、灵活型外资、主动偏股公募较弱。

聪明钱的差异源于投资行为有区别。选股聪明钱的流向更多体现为行情的同步指标，如杠杆资金、银证转账资金在22-23年调整时分别流出约1300亿、2800亿元、24年后明显回流；持仓集中在动量效应较强的热点上，如26年以来杠杆资金流入电子+通信超3000亿元。相较之下，择时聪明钱的流向受行情变化影响较小、持股偏好相对稳定，险资的股票和基金占资金运用余额比例自22年以来稳定上升，持仓长期集中在以银行为代表的金融板块，近5年平均超配约42个百分点。

当下“聪明钱”的选股和择时有何特征？截至26Q2，以自由流通市值口径测算，私募、主动偏股公募分别约为4.5万亿、3.9万亿元，险资约为4.3万亿元，外资约为4.7万亿元且以长线外资为主，两类资金力量已大致相当；私募持股市值占比自24年约7%升至约8%，主动偏股公募自6%升至7%。持仓上，26Q2主动偏股基金、短线灵活型外资对电子+通信的持仓占比分别为52%、34%，电子+通信的融资余额占比达29%，均处19年以来100%的历史极致水平；但7月以来AI板块持续调整，筹码或已出清至高点约6-8成。26Q2长线稳定型外资回流A股约1859亿元、创陆股通开通以来新高，险资运用于股票+证券投资基金的资金余额占比较Q1的15.5%提升至16.2%。结构上，长线外资流入电力设备超700亿元，也流入算力芯片、红利等较多；从港股高频数据看，7月以来港股长线外资累计流入约950亿港元，其中医药、银行分别约340亿、250亿港元。

风险提示：历史数据不代表未来；部分资金数据为估算值，与真实情况或有出入。

策略研究·策略专题

证券分析师：吴信坤
021-61761046
wuxinkun@guosen.com.cn
S0980525120001

证券分析师：余培仪
021-61761040
yupeiyi@guosen.com.cn
S0980526010001

证券分析师：陆嘉瑞
021-60375458
lujiarui1@guosen.com.cn
S0980526070002

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	8444.65/-1.87
创业板/月涨跌幅(%)	3399.93/-4.11
AH股价差指数	124.54
A股总/流通市值（万亿元）	97.32/88.44

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《策略周报-筹码角度，科技还有机会吗？》——2026-09-05
《策略周报-再平衡仍是主题》——2026-08-29
《策略专题-机构抱团如何影响股价表现？》——2026-08-17
《策略周报-如何看当下红利持续性?》——2026-08-01
《港股已处于低配水平——26Q2公募基金港股配置分析》——2026-07-23

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 私募、主动偏股公募选股较优，长线外资、险资择时较优 4
2. 聪明钱的差异源于投资行为有区别 6
3. 当下“聪明钱”的选股和择时有何特征？ 8
风险提示 10

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图1： 本轮牛市中私募、主动公募等持仓收益较高 4
图2： 本轮牛市中主动公募、杠杆资金等夏普比率并不算高 4
图3： 本轮牛市中长线外资、险资等大盘择时能力较优 5
图4： 本轮牛市中长线外资行业择时能力较优 5
图5： 结合选股和择时“聪明钱”的行为或能增厚收益（1） 5
图6： 结合选股和择时“聪明钱”的行为或能增厚收益（2） 5
图7： 散户资金的流向与行情走势高度相关 6
图8： 主动公募、私募的仓位变化与行情走势高度相关 6
图9： 灵活型外资的投资偏好变化较大 7
图10： 主动偏股公募的投资偏好变化较大 7
图11： 长线外资的流向受行情波动影响较小 7
图12： 险资在牛市横盘阶段会逆势增加权益资产仓位 7
图13： 长线外资投资偏好相对稳定 8
图14： 险资相对偏好金融地产 8
图15： 26Q2 A 股各投资者的自由流通市值占比 9
图16： 本轮牛市以来主动偏股公募的规模明显扩张 9
图17： 本轮牛市以来长线外资的占比回落较多 9
图18： 本轮牛市以来融资余额占比持续提升 9
图19： 26Q2 主动偏股公募持有电子、通信较多 10
图20： 资金在 AI 硬件的筹码出清至高点的 6-8 成位置 10
图21： 26Q2 长线外资流入出海链较多 10
图22： 26Q2 险资权益仓位有所上升 10

下载日志已记录，仅供内部参考

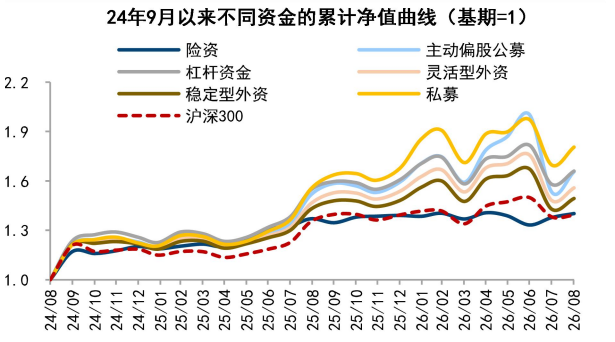
股市的“聪明钱”是指具备信息或规模优势，且能持续获取超额收益的资金代称。我们曾在前期多篇分析 A 股资金面的报告中梳理过投资者结构，不同资金有不同的交易特征，但哪些资金更“聪明”一直是投资者较为好奇的话题。在本文中，我们将通过定量对比，筛选出本轮牛市以来哪些资金是 A 股的聪明钱，并探讨对后续行情演绎的启发。

1. 私募、主动偏股公募选股较优，长线外资、险资择时较优

“聪明钱”的衡量标准主要包括选股能力和择时能力两个维度，选股能力可以用其持仓股的加权业绩表现直观对比，而择时能力则体现为其加减仓后的未来持股加权收益有何变化。我们对本轮牛市以来，各类资金的选股和择时能力进行综合对比分析。

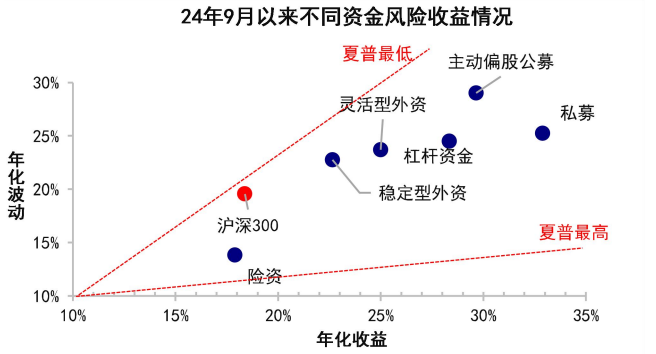
从选股能力看，私募、主动公募、杠杆资金等资金选股收益较高，但多数资金收益波动较大。考虑不同资金的披露规则存在差异，我们统一采用不同资金可得性最高的持仓口径来构造模拟组合，并统一季末换仓，其中险资、私募采用前十大股东持仓口径，主动偏股公募采用重仓股口径，外资和杠杆资金均采用全部持仓口径。24 年 9 月以来，截至 26 年 8 月，私募、主动偏股公募、杠杆资金的持股累计收益分别为 81%、66%、66%，在各类资金中的持股收益中表现靠前，并显著跑赢沪深 300 指数。不过，考虑风险因素后，多数资金的风险收益比和沪深 300 相比差距不算大，这与其选股风格较为激进，持仓收益波动较大有关，例如采用 24 年 9 月以来的 10 年期国债收益率均值作为无风险收益率，主动偏股公募、杠杆资金的夏普比率分别为 0.9、1.0，与沪深 300 大致相当，26 年 7 月科技板块大幅回调，两者单月分别回撤约 23%、13%，同期沪深 300 回撤约 8%。

图1：本轮牛市中私募、主动公募等持仓收益较高



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，注：数据截至 26 年 8 月，险资的年化收益为全收益口径。

图2：本轮牛市中主动公募、杠杆资金等夏普比率并不算高



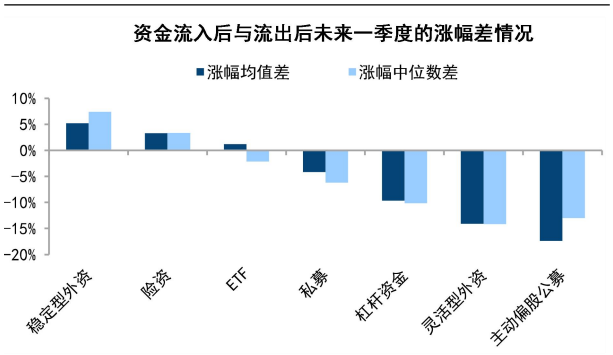
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，注：数据截至 26 年 8 月，险资的年化收益为全收益口径。

从择时能力看，长线外资、险资等资金择时能力较优，被动 ETF 次之。不同资金的择时计算方法各有不同，外资、杠杆资金的流入情况可直接采用季度净流入规模的口径测算，ETF 的流入情况也可以采用净申赎口径测算，但险资、私募和主动偏股公募同时受负债端和管理人调仓影响，为剔除负债端的扰动，我们对上述资金采用仓位加减情况来测算。24 年 9 月以来，截至 26 年 8 月，一方面，大盘择时视角下，我们测算不同资金的大盘多空收益差指标（测算各资金加仓后的未

下载日志已记录，仅供内部参考

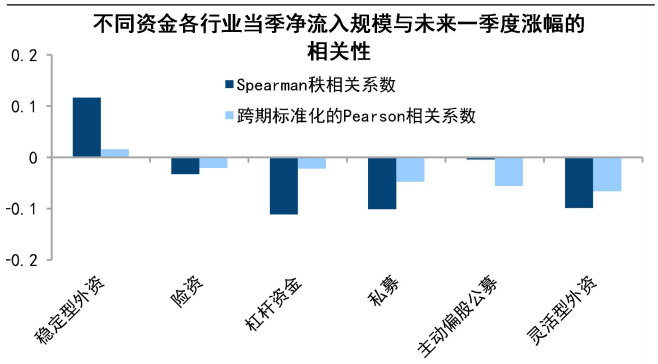
来一季加权持股收益率均值，与减仓后的对应值作差得到），稳定型外资、险资的均值差分别为 5.3%、3.3%，中位数差为 7.4%、3.4%，排名均较靠前，大盘择时能力较强，ETF 资金次之，而杠杆资金、灵活型外资、主动偏股公募则较弱；另一方面，行业择时视角下，截至 26 年 8 月，我们测算不同资金当季净流入各行业规模，与未来一季度该行业涨跌幅的相关程度，稳定型外资行业择时能力较强，险资次之但并不明显，杠杆资金、私募、主动偏股公募、灵活型外资行业择时能力较弱。

图3：本轮牛市中长线外资、险资等大盘择时能力较优



资料来源：wind，华润信托，国信证券经济研究所整理，注：ETF 为沪深 300 涨幅差，其余为持仓加权收益涨幅差，时间样本为 24 年 9 月后，数据截至 26 年 8 月。

图4：本轮牛市中长线外资行业择时能力较优



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，注：时间样本为 24 年 9 月后，数据截至 26 年 8 月。

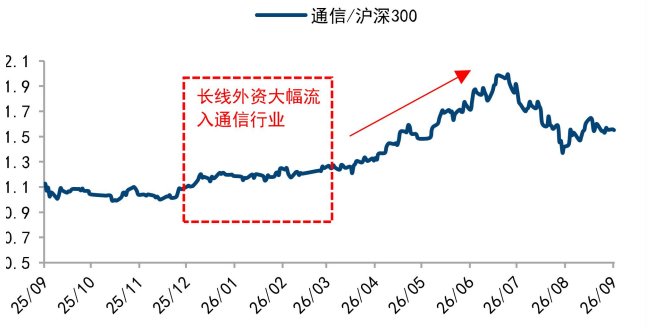
综合选股和择时的“聪明钱”信号，或能帮助增厚收益。结合不同资金的优势，理论上若在大盘择时能力较强的资金流入时，未来买入选股能力较强资金的持股或能取得较为可观的收益，例如 25Q2 寿险持有股票+基金的仓位占比自 13.1%提升至 13.3%，长线外资流入约 500 亿元，彼时私募、主动偏股公募的第一大重仓行业电子在 25Q3 跑赢沪深 300 约 30 个百分点。此外，若行业择时能力较强的资金集中加仓的行业，恰与选股能力较强的资金重仓行业存在重合，该行业或同样存在阶段性机会，例如 26Q1 长线外资整体仅小幅流入 10 亿元，但大幅流入通信板块约 220 亿元，同期通信板块已跃升为主动偏股公募第二大持仓板块，26Q2 通信跑赢沪深 300 约 52 个百分点等。

图5：结合选股和择时“聪明钱”的行为或能增厚收益（1）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图6：结合选股和择时“聪明钱”的行为或能增厚收益（2）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

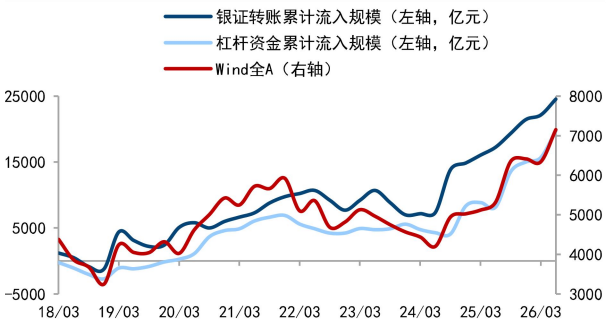
2. 聪明钱的差异源于投资行为有区别

前文提到，私募、主动偏股公募、杠杆资金等资金选股能力较优，长线外资、险资等资金择时能力较优。归根结底，聪明钱的不同表现或源于不同资金的交易流向、持仓偏好等投资行为存在明显差异。

选股能力强的资金流向与市场走势强相关，但持股偏好变化较大。私募、主动偏股公募、杠杆资金等资金选股能力较强，择时能力较弱。一方面，从资金流向看，选股聪明钱的流向与市场行情走势的变化往往高度相关，更多体现为市场行情走势的同步指标，例如杠杆资金、银证转账资金在 22-23 年 A 股震荡调整时流出，两者分别流出约 1300 亿元、2800 亿元，在 24 年 A 股行情回暖后，均有明显回流，截至 26Q2，本轮牛市以来已分别流入约 1.5 万亿元、1.7 万亿元；私募、主动偏股公募在 24Q3、25Q3、26Q2 等 A 股市场大幅上涨的节点上股票仓位明显上升，在 24Q4-25Q1、26Q1 等震荡调整阶段仓位下降。

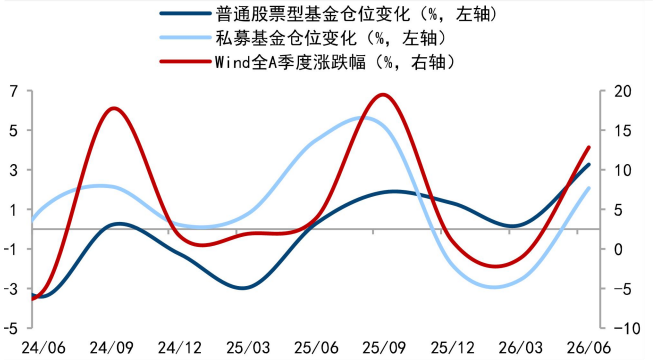
另一方面，从持仓偏好看，选股聪明钱的偏好往往变化较大，主要集中在市场热点板块上，叠加市场热点往往在短期内具备较强的动量效应，使得其选股能力较强，未来的投资收益或也较为丰厚，典型代表如杠杆资金等投资者，在 21 年新能源周期中流入电力设备超 700 亿元，在 26 年以来 AI 周期中流入电子+通信超 3000 亿元等，此外主动偏股公募、私募等机构资金持股偏好变化同样变化较大，以主动偏股公募为例，其对电力设备的超配比例自 20Q1 约-0.4%升至 22Q2 超 10%，超配电子+通信的比例从 25 年初的 7%快速上升至 26Q2 约 30%等。

图7：散户资金的流向与行情走势高度相关



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

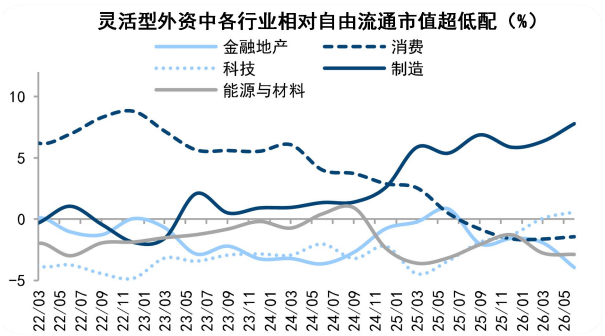
图8：主动公募、私募的仓位变化与行情走势高度相关



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

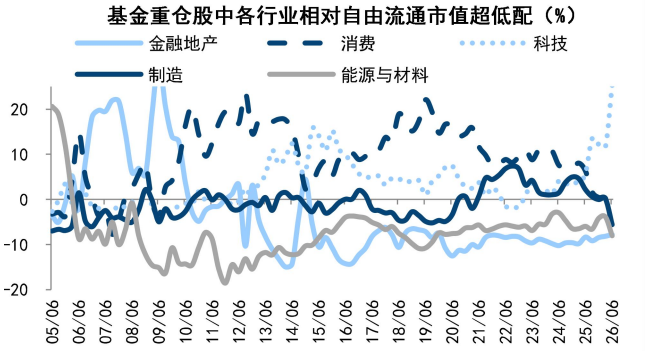
下载日志已记录，仅供内部参考

图9：灵活型外资的投资偏好变化较大



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图10：主动偏股公募的投资偏好变化较大

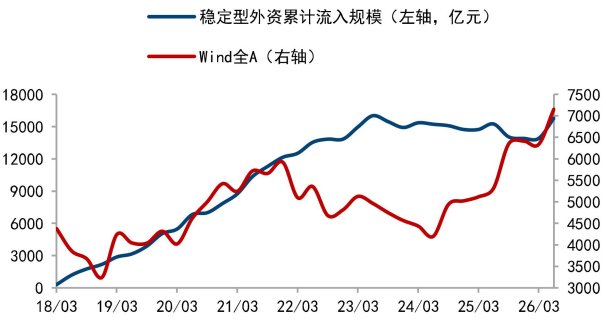


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

择时能力强的资金流向受行情变化影响较小，持股偏好相对稳定。长线外资、险资等资金择时能力较强，选股能力较弱。一方面，从资金流向看，择时聪明钱的流入节奏与短期行情变化相关度不高，更多基于对中期维度市场价值的判断，使得其在中期维度的择时能力较强，例如险资的股票和基金占资金运用余额的比例自 22 年以来稳定上升，即使在 24 年上半年、25 年上半年、25Q4-26Q1 大盘横盘或调整时期，险资也逆势增加权益资产仓位。值得注意的是，即使上述资金的流入方向出现反转，往往在中期维度也具备一定延续性，例如稳定型外资 18 年至 23Q2 累计流入约 1.6 万亿元，23Q3 至 25 年底则持续流出超 2000 亿元等。

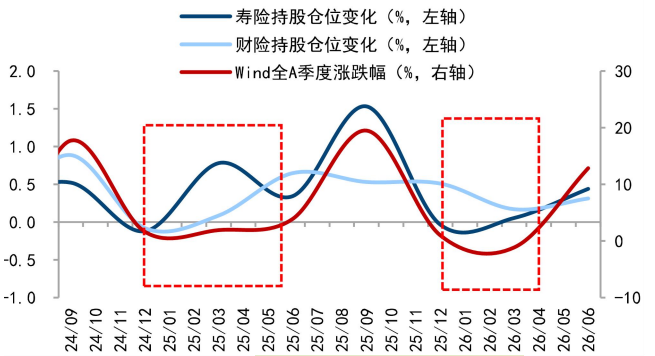
另一方面，从持仓偏好看，择时聪明钱的偏好在长期维度相对稳定，大幅调仓的频率较低，典型代表如险资，出于险资对安全性的考虑为第一要义，险资的投资偏好长期集中在以银行为代表的金融板块，近 5 年以来平均超配约 42 个百分点，截至 26Q2 虽有回落但仍超配约 35 个百分点。稳定型外资较为特殊，过去较长一段时间内投资偏好集中在消费白马股，18-22 年对消费板块的平均超配比例约 20 个百分点，但近年来，外资对消费的偏好已明显回落，取而代之的为新能源等具备基本面优势的核心资产，对制造的超配比例从 22Q4 的-0.2 个百分点提升至 26Q2 的 8.8 个百分点。

图11：长线外资的流向受行情波动影响较小



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

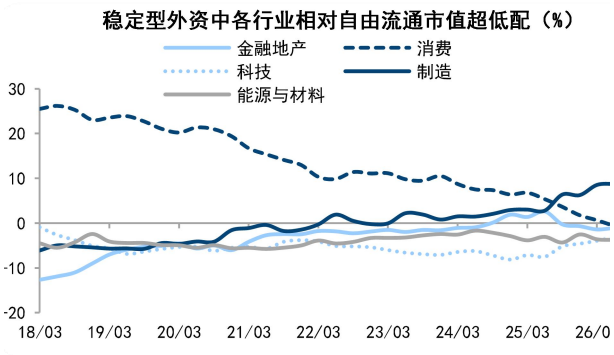
图12：险资在牛市横盘阶段会逆势增加权益资产仓位



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

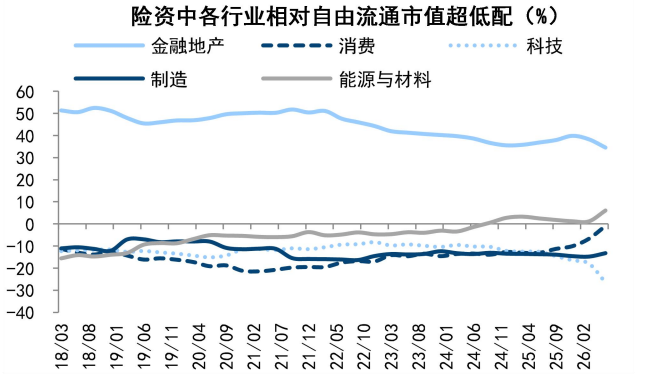
下载日志已记录，仅供内部参考

图13：长线外资投资偏好相对稳定



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图14：险资相对偏好金融地产



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3. 当下“聪明钱”的选股和择时有何特征？

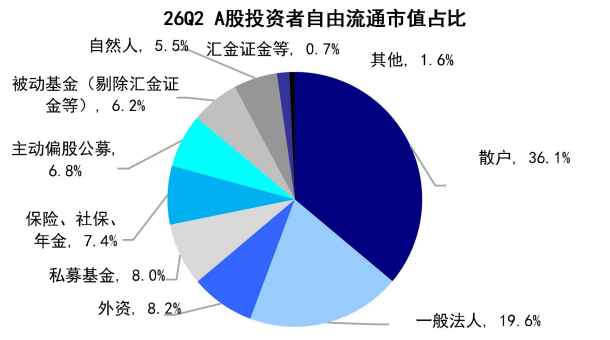
前文我们对不同“聪明钱”的选股、择时两大维度进行了综合比较，并从行为偏好的角度对原因进行了探讨。回到当下，不同“聪明钱”的相对力量占比如何？目前各“聪明钱”的最新动向是什么？我们将在下文展开分析。

本轮牛市以来选股聪明钱的定价权已有显著提升，当前与择时聪明钱的力量相对均衡。目前除散户资金外，A 股各类投资者的定价权大致对等。从最新截面数据看，当前选股聪明钱和择时聪明钱的相对力量占比或也同样较为均衡。以各类聪明钱的代表性资金为例，截至 26Q2，以自由流通市值口径测算，选股聪明钱中的私募、主动偏股公募分别约为 4.5 万亿元、3.9 万亿元，择时聪明钱中险资约为 4.3 万亿元，同时外资约为 4.7 万亿元，其中择时能力较强的长线外资在外资中占据绝对优势，可见择时和选股两类资金市值占比已大致相当。

此外，从本轮牛市以来的变化看，选股聪明钱的定价权已明显上升，而择时聪明钱的定价权未有显著提升，部分资金甚至有所回落。以自由流通市值口径测算，例如私募持股市值占比约 8%，较 24 年约 7%有所提升；主动偏股公募从 6%提升至 7%；外资持股市值占比相对稳定，大概在 7-8%左右波动，其中灵活型外资占外资的比重从 24 年底的 26%提升至 31%，稳定型外资同期自 68%降低至 66%等；险资的持股市值占比则自最高 9%降至 26Q2 的 8%左右等。

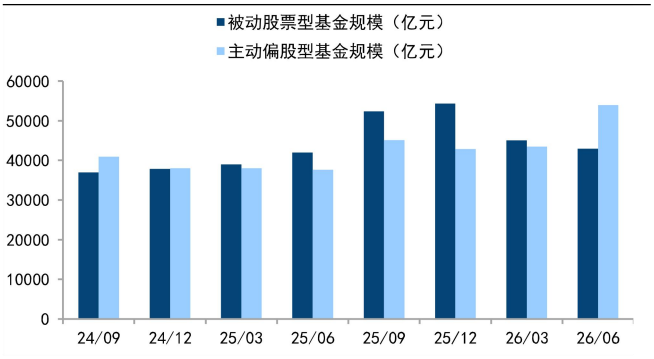
下载日志已记录，仅供内部参考

图15：26Q2 A 股各投资者的自由流通市值占比



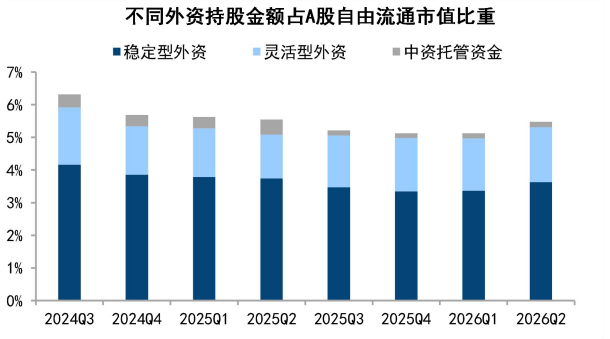
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图16：本轮牛市以来主动偏股公募的规模明显扩张



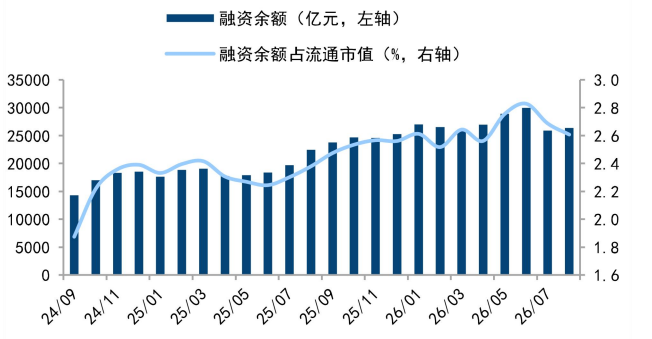
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图17：本轮牛市以来长线外资的占比回落较多



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图18：本轮牛市以来融资余额占比持续提升



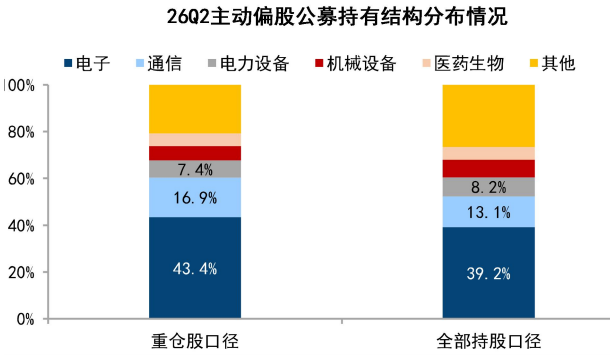
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

Q2 选股聪明钱极致抱团科技，近期或已明显松动。选股角度看，26Q2 主动偏股基金、短线灵活型外资对电子+通信的持仓占比占比分别为 52%、34%，私募对“技术硬件与设备”行业的配置比例为 19.2%，电子+通信的融资余额占比也达 29%，均已处 19 年以来 100%的历史极致水平，可见二季度选股聪明钱对 AI 硬件等科技板块的持仓已趋于极致。

不过我们在《筹码角度，科技还有机会吗？-20260905》中分析过，随着 7 月以来 AI 板块持续调整，各类资金或都存在不同程度的减仓行为，当前或已出清至高点约 6-8 成的位置。综上，尽管最新季频数据显示，选股聪明钱重仓持有电子和通信等 AI 硬件板块，但或为 Q2 极致行情下的历史特殊情况，伴随 7 月以来 AI 硬件筹码的出清，当前选股聪明钱的持仓或更为均衡。

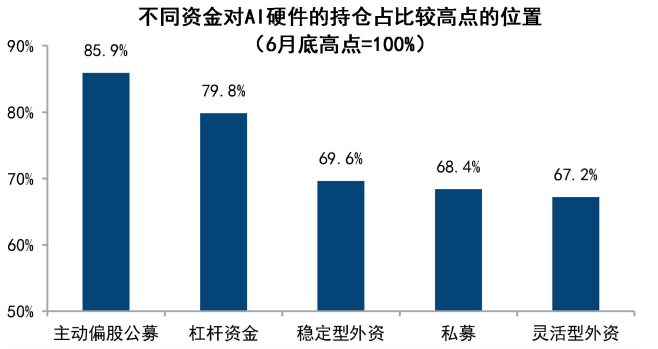
下载日志已记录，仅供内部参考

图19：26Q2 主动偏股公募持有电子、通信较多



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图20：资金在 AI 硬件的筹码出清至高点的 6-8 成位置

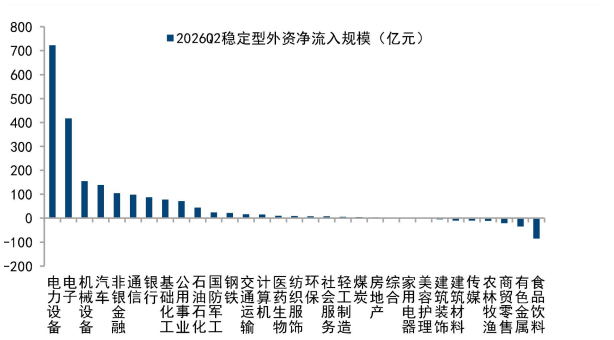


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

Q2 择时聪明钱对 A 股有一定加仓，结构上流入出海、算力、红利等较多。择时角度看，整体上，Q2 择时聪明钱均对 A 股有一定加仓行为，26Q2 长线稳定型外资回流 A 股约 1859 亿元，创陆股通开通以来新高，同时 26Q2 险资运用于股票+证券投资基金的资金余额占比较 Q1 的 15.5%提升至 16.2%。此外，7 月以来 A 股长线外资没有直接观察手段，不过考虑到 A 股和港股的长线外资具备一定趋同性的交易特征，若观察港股长线外资的交易行为，截至 9/15，7 月以来已累计流入约 950 亿港元。

结构上，26Q2 长线外资流入电力设备超 700 亿元，流入规模居前，此外也流入算力芯片、红利等较多，流出食品饮料等消费，以及有色金属较多。从港股高频数据看，截至 9/15，7 月以来港股长线外资分别流入医药、银行约 340 亿、250 亿港元，流入规模靠前，流出有色金属、软件服务较多，分别约 80 亿、70 亿港元。

图21：26Q2 长线外资流入出海链较多



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图22：26Q2 险资权益仓位有所上升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

历史数据不代表未来；部分资金数据为估算值，与真实情况或有出入。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032