下载日志已记录，仅供内部参考

华源证券 HUAYUAN SECURITIES

宏观深度报告

2026 年 10 月 27 日

从宏微观流动性看 A 股市场：解构与投资映射

——资金面跟踪框架专题

投资要点：

- **一、不同维度的流动性。**流动性在不同的语境下内涵存在显著差异，在金融市场分析中，流动性的观察一般从广义流动性（货币资金的充裕程度）、狭义流动性（银行间市场的资金松紧状况）、市场流动性（股市、债市交易资金活跃）三个维度出发。对于金融市场而言，投资者关心的是不同层次流动性变化对资产定价的影响。本文聚焦于股票市场的流动性观察，主要关注宏观层面的流动性如何传导于股票市场定价，以及微观层面各类投资者资金流的变动规律和影响。

- **二、宏观流动性如何传导至股市？**从股票定价的角度出发，宏观流动性能够从分母端与分子端影响股票市场的价格，分母端通过利率水平和风险溢价的变化作用于贴现率，分子端通过信用条件的改变，以“宽货币→宽信用→总需求改善→企业盈利修复”的路径改善企业盈利预期。另一种维度是“资金路径”的传导，即当货币扩张超过实体经济吸收能力后形成的剩余流动性，流入股市的部分能更直接改变资产价格。

- **三、宏观流动性与 A 股的对应关系并不直接。**从量和价的角度来看，M2 增速、利率与股市涨跌的相关关系并不十分显著。宏观流动性改善对股价的传导，关键在于是否带动风险偏好改善。直觉上，以“剩余流动性”的角度来解释宏观流动性对股价的影响可能更好。回溯来看，以“M2-社融余额增速差”指标表征的剩余流动性，对于大类资产的指引作用更强，以“M1-PPI 增速差”来衡量的剩余流动性指标与股市涨跌的相关性更强。或可以理解为：未被实体经济吸收的流动性在资产选择上与风险偏好高度相关，在经济下行较快时期，剩余的流动性更可能淤积在居民储蓄和低风险偏好资产中，因此“M2-社融余额增速差”代表的剩余流动性宽松通常先指向债市上涨，而后是股市。M1 增速代表资金的活化程度，一定程度上已经反映风险偏好的变化，从 M1 出发的剩余流动性指标对于风险资产来说更具有解释力。另外，将政府债务从社融指标中剔除，优化后的剩余流动性对市场风格有所指引，M2-社融（剔除政府债）增速差走阔阶段，小盘风格占优，反之大盘风格表现更佳。

- **四、微观层面的股市资金面变化，是观察资金进出股市更直接的指标，从供需两端口构建跟踪框架。**资金需求端即流出项，包括一级市场融资需求（IPO、定增等）、产业资本减持以及各种交易税费等；资金供给端为流入项，观察的指标包括个人投资者参与交易情况、融资资金变动、公募与私募基金的发行、险资与养老金的配置变动、境外资金的流入以及上市公司的回购等。

- **五、股市资金面与 A 股投资映射**

  看位置与方向：不同类型的资金因信息优势、决策周期和风险偏好的差异倾向于在市场的不同阶段流入，借此我们能对市场所处位置有大致的定位和方向。1）关注产业资本的左侧行为，上市公司的融资&减持、增持&回购的放量领先于市场高位和低位。2）历史底部区域，中长线资金也构成重要的托底力量。3）融资资金放量是风

证券分析师
冯逸华
SAC：S1350526060006
fengyihua@huayuanstock.com
孙苏雨
SAC：S1350526010003
sunsuyu@huayuanstock.com

联系人

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

险偏好回升的“右侧确认”信号，是行情主升阶段的进攻主力。4）居民资金：跟随入市，行情中后段的增量资金，入市节奏关注市场赚钱效应和风险偏好。

看增量与风格：交易型资金如两融资金和部分私募基金的交易模式较为灵活，资金进出行为相对难以预测，配置型资金因其体量较大，增减行为有一定的持续性，把握其配置规律和偏好有助于我们判断流入趋势和市场风格变化。1）险资权益配置中长周期与债券利率呈反向关系，短周期随保费收入有一定季节性。2）外资进出关注利率、汇率环境，中美利差正负影响流动方向，正利差阶段主要是流入节奏的差异；从与汇率的互动关系看，人民币汇率升值往往也伴随外资的流入。3）公募基金发行看赚钱效应，新发基金放量滞后于回报改善，但仅有单季度的业绩高增或难以吸引居民资金持续入市。结构上，增量资金的属性与市场风格有较为密切的关系：1）大小盘风格主要看机构资金是否占主导，2000 年以来大小盘风格大致每 5-7 年会发生一次大级别的切换，在机构资金作为主力增量的阶段，大盘风格往往占优。2）成长-价值风格与特定阶段增量资金的类型相关，按风险偏好由低到高排序，社保基金与险资、外资、公募基金、私募及杠杆资金大致依次递进，其权益配置偏好也从价值和红利风格逐步向成长及主题风格迁移。

看情绪与拐点：借助高频的资金面数据，可以更好帮助判断市场情绪和短期拐点，从而及时对仓位进行调整，更好地捕捉市场弹性、避开回撤。1）交易维度通过参与交易的投资者数量来观察交投积极性，以参与融资融券交易的投资者数量分位数（120 日）作为观察指标，当该指标进入交投过热区间（≥85%）和交投冰点区间（≤15%）后，市场面临变盘的概率在上升。考虑到市场的惯性即“情绪顶”后仍有上冲，“情绪底”后仍有反复，交易上更适合采取分批调仓的策略。2）资金维度跟踪融资余额。一是流量层面，用两融资金的净额变化来衡量杠杆资金进出的意愿，可以发现杠杆资金大幅向上脉冲后市场往往呈现“短期震荡，中期向上”的特征；二是风险累积层面，主要观察融资担保物价值与现金比率，当该指标逼近 25 时，表明杠杆投资者的现金缓冲几近耗尽，往往对应市场有一定风险点，市场出现调整的概率增加。

- **六、资金面视角怎么看近期的市场下跌？**7 月以来 A 股经历了一轮深度调整，核心逻辑并非基本面或产业趋势的方向性逆转，更多为市场资金从“增量扩张”向“存量分化”的切换，主要表现为 1）前期拥挤赛道的杠杆资金退潮，7 月至 10 月中旬融资资金累计流出 5200 亿元；2）北向资金转为流出，经测算三季度北向资金流出约 880 亿元；3）宏观流动性的“宽裕”未能有效传导至股市的微观交易层面，弱预期占主导，三季度 M1 增速下行、非银机构存款增速下滑、新发基金减量；4）增量方面，股票型 ETF7 月以来累计净流入资金超 4000 亿元，年末险资或提供边际增量。从资产价格看，当前市场情绪已在冰点区域徘徊，市场走出筑底区间等待更强的盈利预期或政策信号，业绩层面关键在于三季报“真景气”的确认，总量层面等待海外不确定性收敛与国内政策加码信号释放，海外关注 10 月末美联储议息会议和 11 月初美国中选的落地，国内政策四季度进入增量布局期，年末重要会议可能提供阶段性修复机会。资金层面，短中期紧盯几个指标信号：1）交易性资金重回活跃状态，融资余额与成交占比回升；2）趋势资金放量入市，行业/主题 ETF 持续获得净申购；3）若趋势得到确认，关注新发基金与存量申购是否同步回暖。
- **风险提示：数据披露存在滞后性，政策监管和地缘政治风险，海外流动性风险。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 不同维度的流动性 6
2. 宏观流动性如何传导至股市？ 7
3. 从股市资金面看 A 股：解构与投资映射 11
3.1. 构建 A 股资金跟踪全景图 11
3.2. 股市资金面如何指导投资？ 12
3.2.1. 看位置与方向 12
3.2.2. 看增量与风格 17
3.2.3. 看情绪与拐点 22
4. 资金面视角怎么看近期的市场下跌？ 25
5. 风险提示 27

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 流动性观察的三大维度 6
图表 2： M2 增速与股市涨跌不完全同步 8
图表 3： 利率与股市的反向关系也不显著 8
图表 4： “M2-社融增速差”走阔或相对充裕阶段，债市或者股市至少有一类资产表现较好 9
图表 5： “M1-PPI 增速差”剩余流动性指标与股市涨跌的相关性更强 9
图表 6： M1 同比增速与未来收入预期指数趋势大体同步 10
图表 7： M2-社融（剔除政府债）增速指标与市场风格变化 10
图表 8： A 股“四大类”投资者持流通股市值占比变化(2017 年开始为测算值） 11
图表 9： 主要机构投资者持股占比变化趋势（含测算值） 11
图表 10： 股市资金面跟踪框架 12
图表 11： 上市公司融资和股东净减持规模与万得全 A 走势 13
图表 12： 政策端常在股市低迷时出台回购相关的政策 13
图表 13： 回购目的为“市值管理”或“维护公司价值及股东权益”的回购数量统计 14
图表 14： 险资多次在市场底部或深度调整阶段逆势布局 14
图表 15： 2018 年北向资金全年累计净买入 A 股 2942 亿元 14
图表 16： 中央汇金投资和中央汇金资管持有基金份额和市值（合并、拆分份额经折算调整） 15
图表 17： 融资资金放量与市场共振于主升阶段 16
图表 18： 居民资金入市节奏滞后于市场 17
图表 19： 保险公司权益投资占比滞后于国债收益率 5-10 个月（单位：%） 18
图表 20： 保费收入季节性规律（当月值，亿元） 18
图表 21： 险资运用余额投向股票和基金增速（3M 滚动，2018 年以来） 18
图表 22： 中美利差正值区间，利差影响体现在流入节奏而非方向上 19
图表 23： 人民币汇率的升值往往也伴随外资的流入 19
图表 24： 公募基金发行放量滞后于基金回报改善 20
图表 25： A 股大小盘风格与境内外机构持股占比变化 21
图表 26： 成长-价值风格与各类增量资金 21
图表 27： 月度维度上，上证所新增开户数与 A 股走势高度同步 23

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 28： 参与交易的投资者数量（5MA）120 日分位数 23
图表 29： 两融资金净增量（20MA）高于两年均值+2 倍标准差后的市场表现（亿元） 24
图表 30： 两融资金净增量（20MA）高于两年均值+2 倍标准差后的市场涨跌幅（%） 24
图表 31： 融资担保物价值与现金比率逼近 25 时，市场出现调整的概率增加 25
图表 32： 2026 年 7 月以来融资资金整体净流出（亿元） 26
图表 33： 陆股通成交金额变化 26
图表 34： M1、M2 增速变化 26
图表 35： 非银金融机构人民币存款增速下滑 26
图表 36： 基金发行份额变化 27
图表 37： 2026 年 7 月以来股票型 ETF 获得资金净流入 27

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 不同维度的流动性

流动性，在不同的语境下内涵存在显著差异，可以指资产变现能力，也可以指微观主体的偿债或融资能力，更广义层面可以表示经济金融体系中货币资金的总量松紧。在金融市场分析中，流动性的观察一般从广义流动性、狭义流动性、市场流动性三个维度出发。

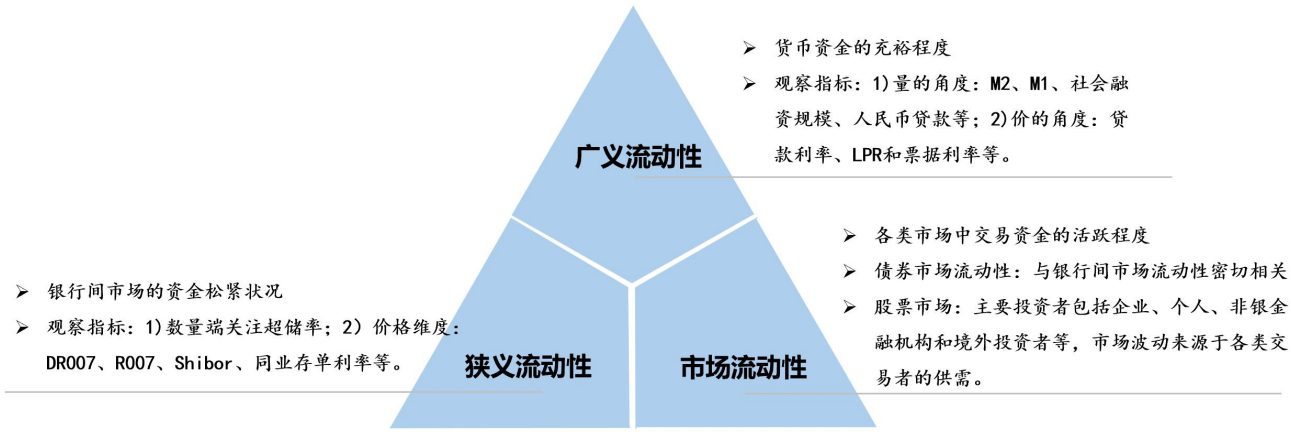
广义流动性，指的是整个经济体系中货币资金的充裕程度，关注货币经过信用派生后，流入企业、居民和政府部门的总量结果。量的角度，M2（广义货币供应量）、M1（狭义货币供应量）、社会融资规模、人民币贷款等是核心指标；价的角度主要关注利率的变化，包括贷款利率、LPR 和票据利率等。

狭义流动性，反映银行间市场的资金松紧状况。数量端，超额存款准备金率（超储率）是核心指标，直接反映银行体系可自由支配资金的充裕程度；价格维度观察货币市场利率变化，如 DR007（存款类机构 7 天期质押式回购利率）、R007（全市场质押式回购利率）、Shibor（上海银行间同业拆借利率）、同业存单利率等。

资本市场流动性，指的是股市、债市等各类市场中交易资金的活跃程度。区分不同市场来看待：1）债券市场流动性：国内债券市场的主要参与者是以银行为代表的机构投资者，债券市场流动性与狭义流动性密切相关，银行间资金面的松紧直接影响债券市场的配置需求和收益率走势；2）股票市场流动性：股票市场的主要投资者包括企业、个人、非银金融机构和境外投资者等，市场波动来源于各类交易者的供需。

对于金融市场而言，投资者关心的是不同层次流动性变化对资产定价的影响。本文聚焦于股票市场的流动性观察，主要关注宏观层面的流动性如何传导于股票市场定价，以及微观层面各类投资者资金流的变动规律和影响。

图表 1：流动性观察的三大维度



资料来源：Wind，华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 宏观流动性如何传导至股市？

从股票定价的角度出发，宏观流动性能够从分母端与分子端影响股票市场的价格。分母端通过利率水平和风险溢价的变化作用于贴现率，进而引起股票估值的波动，其中风险偏好的提升是降低风险溢价的关键；分子端的传导主要通过信用条件的改变，以“宽货币→宽信用→总需求改善→企业盈利修复”的路径改善企业盈利预期，这里的核心在于货币环境的改善能否顺畅传导至信用端。

另一种维度是“资金路径”的传导，即当货币扩张超过实体经济吸收能力后形成的剩余流动性，居民、企业和金融机构产生资产配置需求进入金融市场，流入股市的资金能更直接改变资产价格。市场分析中，常常使用 M2-社融余额、 M1-PPI、M2-GDP 增速差等指标来表征以“剩余流动性”的充裕程度。

宏观层面的流动性并非都能顺畅传导至股市。从量的角度，M2 增速与股市涨跌不完全同步，如 2005 年、2012 年、2022 年 M2 同比增速处于向上的趋势中，A 股基本处于下跌或者震荡偏弱的趋势中；价的角度上，利率与 A 股反向关系也不显著，如 2011-2012 年、2018 年、2023 年至 2024 年 8 月等利率下行周期中，长短端利率的下行未驱动 A 股出现上涨。

1）宏观流动性改善对股价的传导，关键在于是否带动风险偏好改善。可以发现，经济周期下行尾声阶段，流动性的宽松更容易引起股市的上涨。可以理解为经济下行较快阶段，微观主体对未来收入的预期较差，即使宏观政策取向宽松、无风险利率下行，风偏的下降使得风险溢价上升，导致分母端传导不畅，分子端盈利下行主导股价下跌。当经济下行至尾声阶段，市场对分子端开始钝化，宏观流动性的宽松更容易引起预期改善，分母端的逻辑开始兑现。

2）直觉上，以“剩余流动性”的角度来解释宏观流动性对股价的影响可能更好。回溯来看，以“M2-社融余额增速差”指标表征的剩余流动性，对于大类资产的指引作用更强，除了 2009-2011 年“四万亿投资计划”刺激下的信用需求活跃阶段，“M2-社融余额增速差”走阔或相对充裕阶段（均值之上），一般指向债市或者股市至少有一类资产表现较好，顺序上多为先债后股。以“M1-PPI 增速差”来衡量的剩余流动性指标与股市涨跌的相关性更强。我们对此的解释是：未被实体经济吸收的流动性在资产选择上也与风险偏好高度相关，在经济下行较快时期，剩余的流动性更可能淤积在居民储蓄和低风险偏好资产中，因此“M2-社融余额增速差”代表的剩余流动性宽松通常先指向债市上涨，而后是股市。M1 增速代表资金的活化程度，一定程度上已经反映风险偏好的变化，这可以从 M1 增速与央行调查问卷中“未来收入预期指数”趋势大体同步的数据事实中得到验证，因此从 M1 出发的剩余流动性指标对于风险资产来说更具有解释力。

3）其他资产的收益率预期变化也可能导致居民资产的重新配置。如 2015 年下半年，M2-社融增速、 M1-PPI、M2-GDP 三个指标均指向剩余流动性充裕，除了股市“去杠杆”层面的因素，楼市预期的改善也分流了部分资金。

4）优化后的“M2-社融增速差”指标对于市场风格的指引。近年来政府债发行节奏提速，对社融增长的贡献较大，剔除政府债务后的社融增速能更真实反映私人部门内生融资需求。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

优化后的剩余流动性对市场风格有所指引，在 M2-社融（剔除政府债）增速差走阔阶段，如 2019 年末-2020 年一季度、2021 年至 2022 年末，中证 1000 相对沪深 300 有超额收益，小盘风格占优；反之，剩余流动性收缩区间，对应紧货币或者宽信用，小盘估值承压或大盘盈利改善导致大盘风格表现更佳。

图表 2：M2 增速与股市涨跌不完全同步



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 3：利率与股市的反向关系也不显著

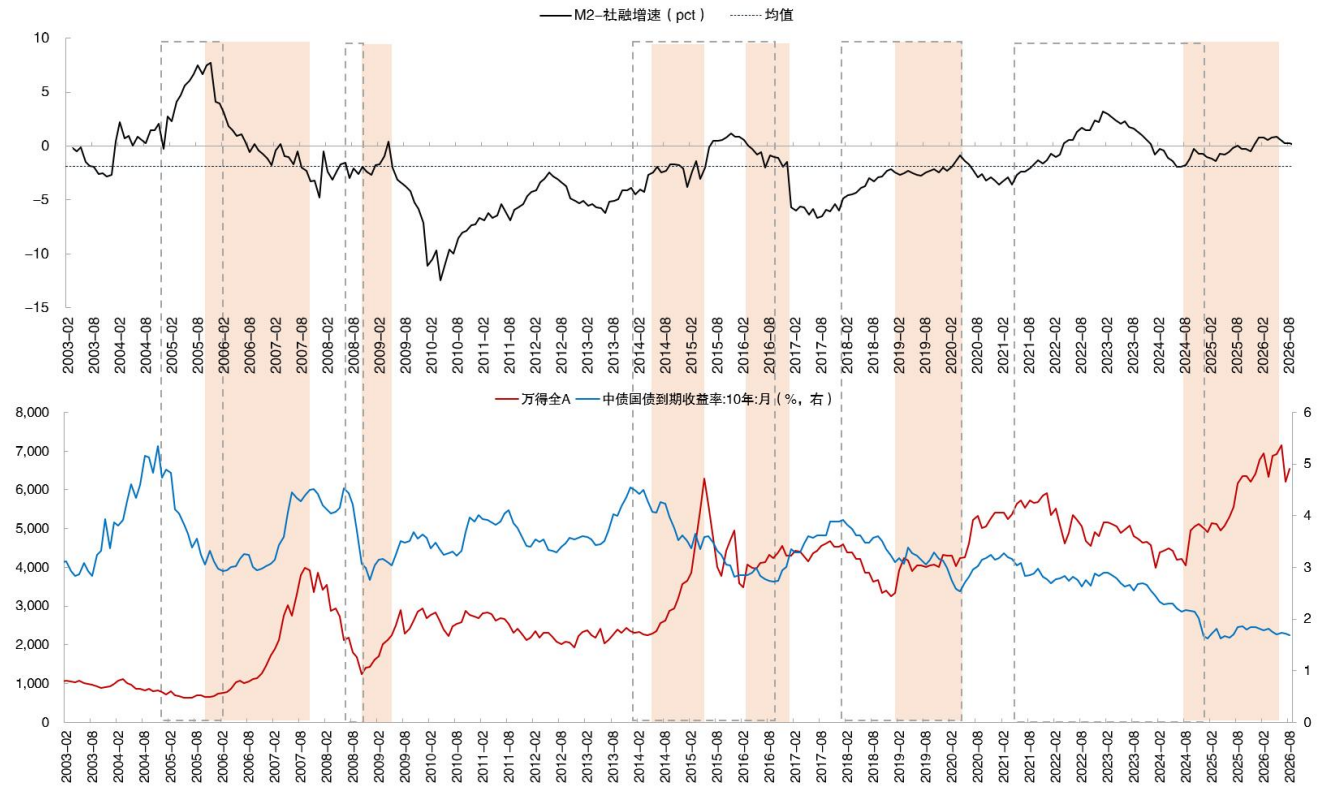


资料来源：Wind，华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4：“M2-社融增速差”走阔或相对充裕阶段，债市或者股市至少有一类资产表现较好



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 5：“M1-PPI 增速差”剩余流动性指标与股市涨跌的相关性更强



资料来源：Wind，华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

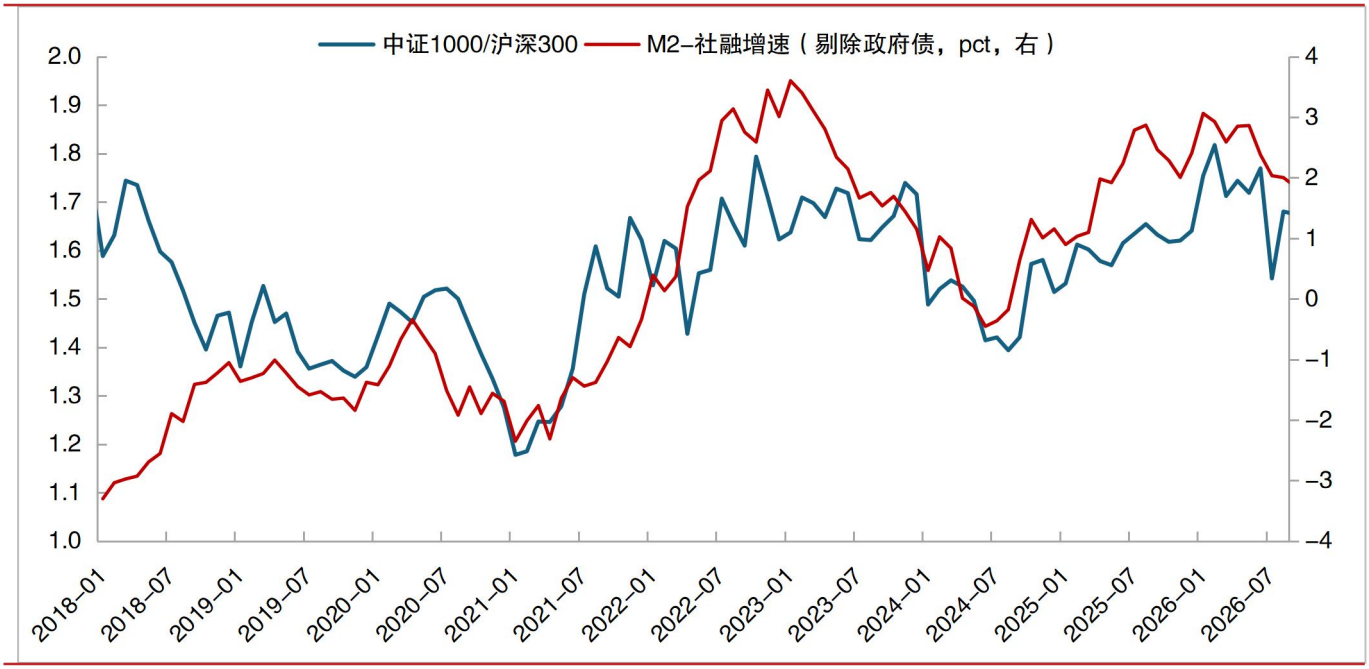
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：M1 同比增速与未来收入预期指数趋势大体同步



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 7：M2-社融（剔除政府债）增速指标与市场风格变化



资料来源：Wind，华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

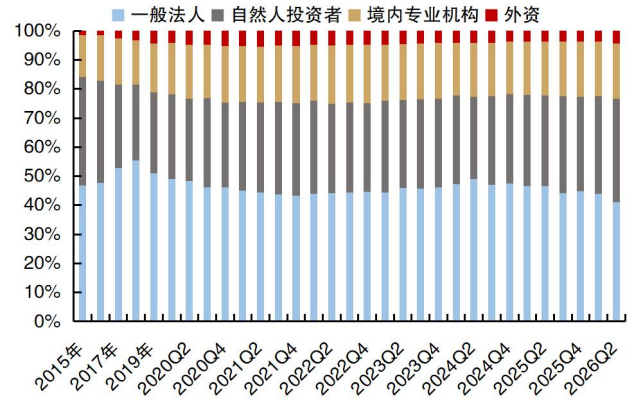
下载日志已记录，仅供内部参考

3. 从股市资金面看 A 股：解构与投资映射

3.1. 构建 A 股资金跟踪全景图

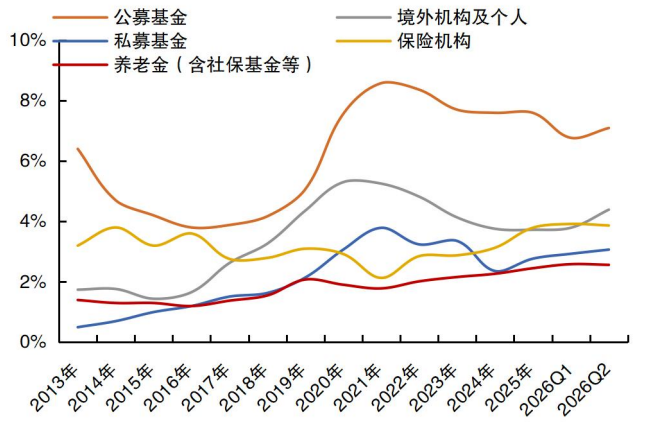
A 股投资者结构全景图。按照投资主体分类，A 股的投资者可以分为自然人/个人投资者、一般法人、境内专业机构投资者、外资“四大类”，对于机构投资者进一步分为公募基金及专户、私募基金、保险机构、养老金（含社保基金等）、证券机构、信托机构、其他境内机构、外资等“八类”主体。根据我们对各类投资者持有流通股的规模测算，截至 2026 年上半年，一般法人、个人投资者、境内机构投资者、外资分别持有流通股市值约 43.7 万亿元、37.6 万亿元、20.1 万亿元、4.7 万亿元，持股比例约为 41：35：19：4。趋势上，2019 年以来境内外机构投资者持有的流通股占 A 股整体的比重围绕 23%中枢上下波动，但机构内部公募基金、私募基金、外资、险资、养老金等主体的资金流动和定价力量互有消长，对指数表现和市场风格会产生较大的影响，因此拆解资金的结构变化变得重要。

图表 8：A 股“四大类”投资者持流通股市值占比变化（2017 年开始为测算值）



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 9：主要机构投资者持股占比变化趋势（含测算值）



资料来源：Wind、华源证券研究所

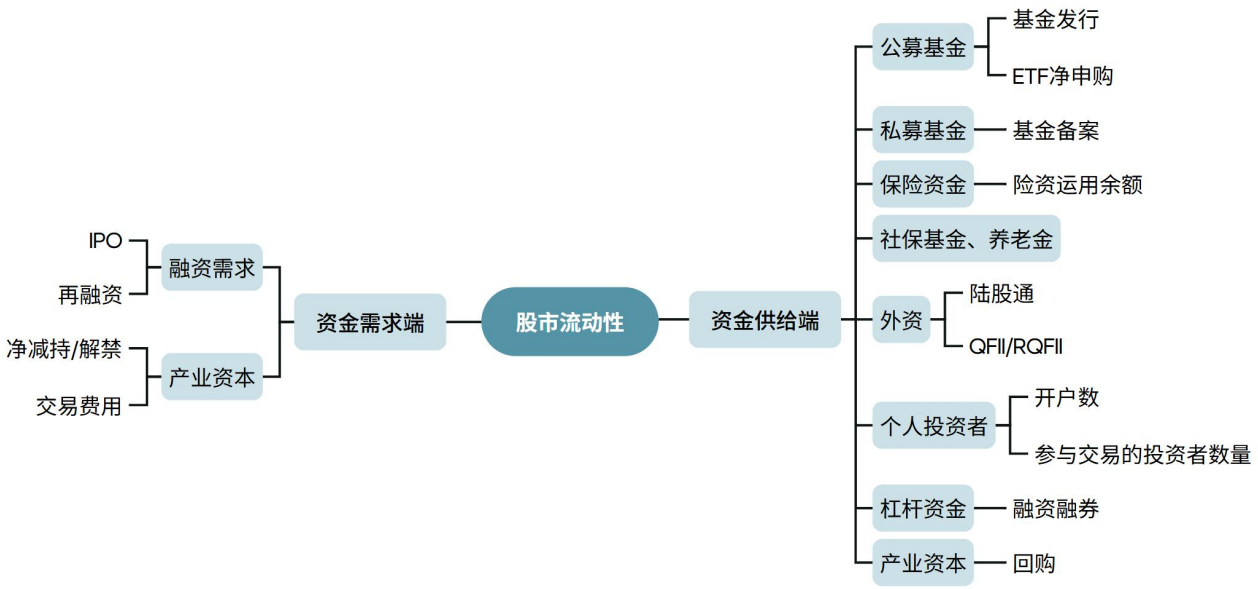
从供需两端构建股市流动性跟踪框架。股市层面的资金面变化，是观察资金进出股市更直接的指标，从供需两端构建跟踪框架。资金需求端即流出项，包括一级市场融资需求（IPO、定增等）、产业资本减持以及各种交易税费等；资金供给端为流入项，观察的指标包括个人投资者参与交易情况、融资资金变动、公募与私募基金的发行、险资与养老金的配置变动、境外资金的流入以及上市公司的回购等。

以上各类数据披露的频率不一，可以日度跟踪需求端包括 IPO 和再融资的融资规模、产业资本的净减持，供给端包括公募基金发行、ETF 份额以及融资余额的变化、参与交易的投资者数量等；其余指标多为月度披露或季度披露。逻辑上，资金变化和股市涨跌存在反身性，是互有影响的关系。尽管部分流动性指标的披露时点滞后于行情，但通过分析各类资金的驱动原因和特点，可以辅助投资者判断市场的位置、趋势和情绪等，也能帮助判断市场的风格结构。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10：股市资金面跟踪框架



资料来源：Wind，华源证券研究所

3.2. 股市资金面如何指导投资？

3.2.1. 看位置与方向

不同类型的资金因信息优势、决策周期和风险偏好的差异倾向于在市场的不同阶段流入，借此我们能对市场所处位置有大致的定位。

1）关注产业资本在市场高位和低位区间的左侧行为

产业资本的增减持行为在市场低位和高位时具有一定领先性。上市公司的融资意愿和股东增减持行为是其对市场估值水平的择时反馈，由于产业资本是市场中信息优势较强的主体，其在市场中的行为有一定的左侧特征。在市场高位区间，大规模的融资和股东净减持需求给市场造成资金流出压力，2015 年 5-6 月、2021 年 11-12 月，上市公司净减持体量均超过 800 亿元，叠加 IPO 与增发的累计规模均在 2500 亿元以上，随后市场从高位回落；在市场底部区间，上市公司增持是直接的“真金白银”看多信号，如 2015 年下半年、2018 年 10 月、2024 年 2 月和 4 月等时期，上市公司资金净增持流入 A 股，有鲜明的“逆势布局”的特征。

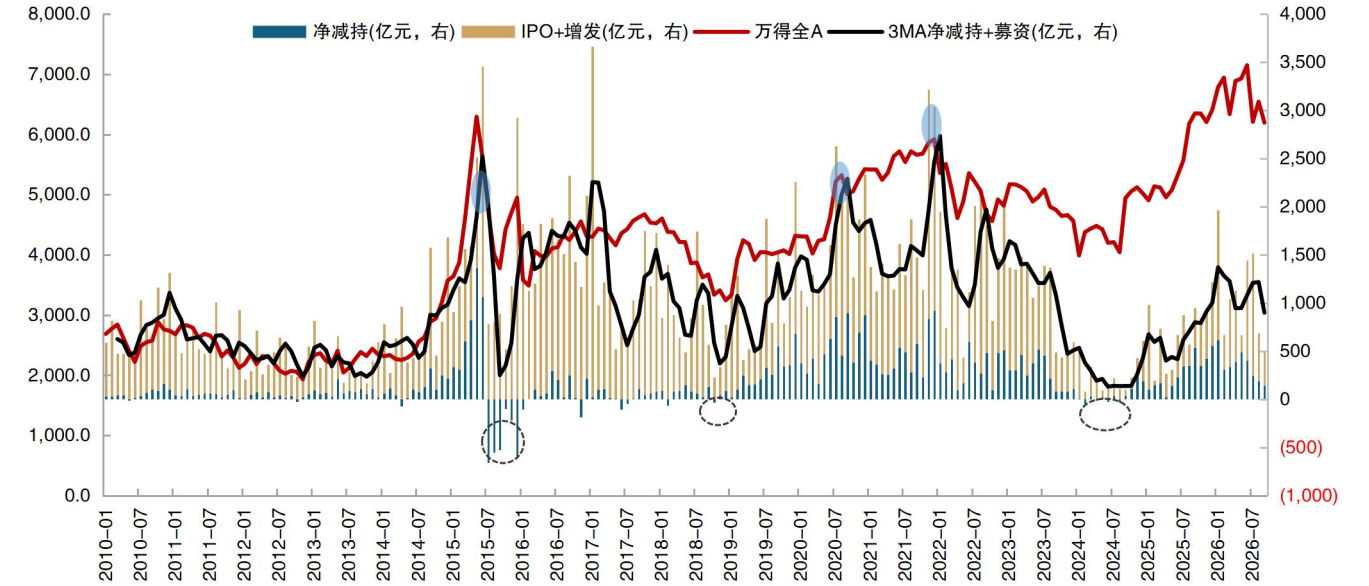
上市公司的“回购潮”往往预示市场调整接近尾声。一是政策端常在股市低迷时期出台回购相关的支持，具有积极的信号意义和推动作用；二是市场连续调整后，上市公司的集中回购对股价起到托底的效果。按发布回购预案日期，筛选目的为“市值管理”或“维护公司价值及股东权益”的上市公司回购来统计，2010 年至今，A 股出现 6 轮较大规模的“回购潮”，其中 2015 年 7-8 月、2022 年 3-5 月、2025 年 4 月、2026 年 6-8 月发生在市场的急跌阶

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

段，随后市场出现阶段性企稳或上涨，2018 年 6-10 月、2024 年 2-8 月的背景为市场经历持续的深度调整，上市公司集中回购后市场逐渐走出底部区域。

图表 11：上市公司融资和股东净减持规模与万得全 A 走势



资料来源：Wind，华源证券研究所；注：增发规模剔除 2025 年 6 月四大行增发 5000 亿元

图表 12：政策端常在股市低迷时出台回购相关的政策

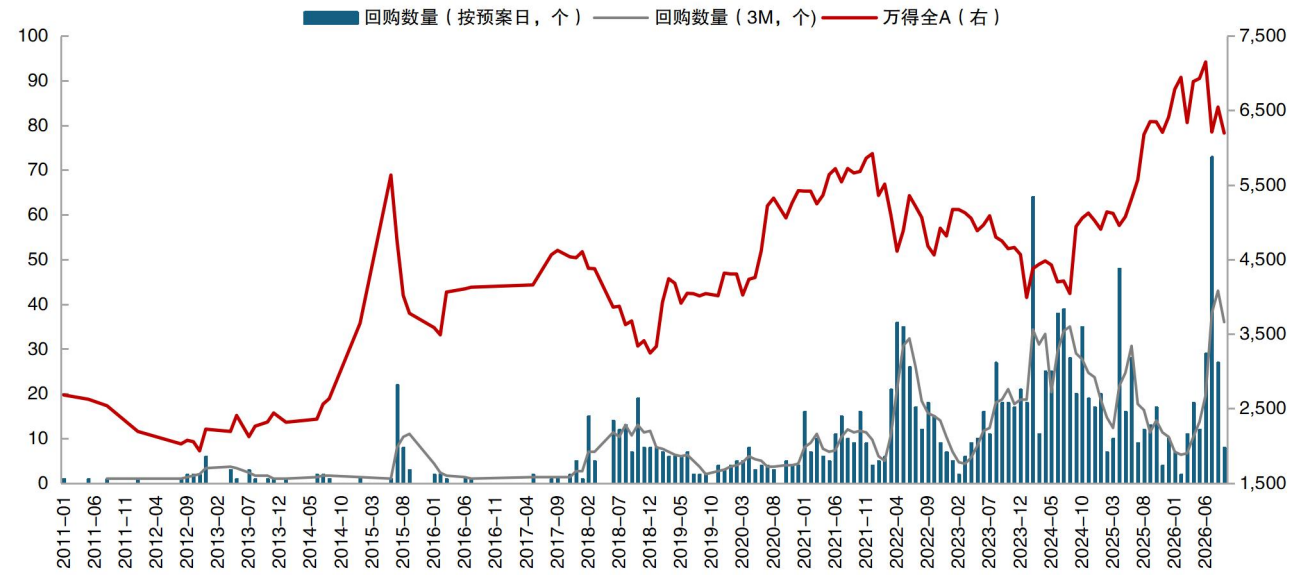


资料来源：中国证监会官网、中国政府网、新华社等，华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 13：回购目的为“市值管理”或“维护公司价值及股东权益”的回购数量统计

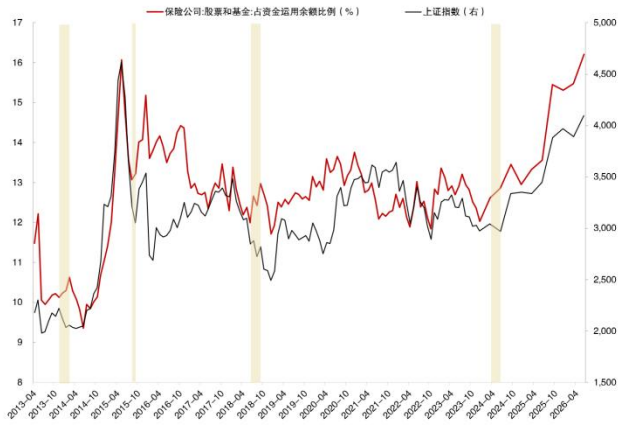


资料来源：Wind，华源证券研究所

2）历史底部区域，中长线资金也构成重要的托底力量

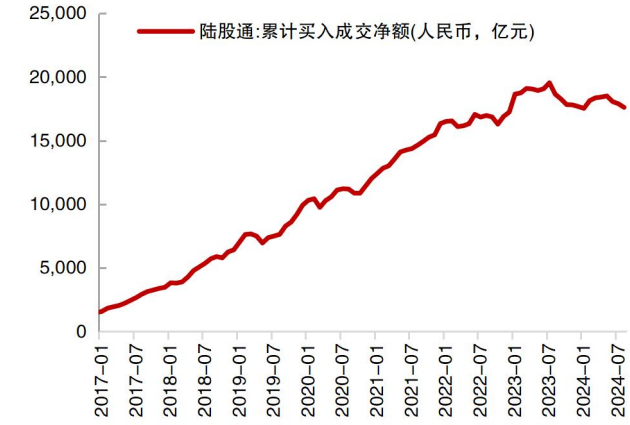
除了产业资本外，中长线资金配置也具有一定的逆周期配置属性，历史上多次入场构成重要的托底力量。如 2013 年 11 月至 2014 年 2 月、2015 年 9 月、2018 年三季度、2024 年二季度险资在市场底部或深度调整阶段逆势布局，提高股票和证券基金的投资占比；2018 年 A 股单边下行，外资率先入市，北向资金全年累计净买入规模达 2942 亿元。以汇金为代表的维稳资金则是以政策信号和流动性注入切断负反馈循环，如 2024 年中央汇金投资、中央汇金资管持有的 ETF 基金份额合计增加 3079 亿份（份额经折算调整），增持市值达到 9262 亿元。

图表 14：险资多次在市场底部或深度调整阶段逆势布局



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 15：2018 年北向资金全年累计净买入 A 股 2942 亿元

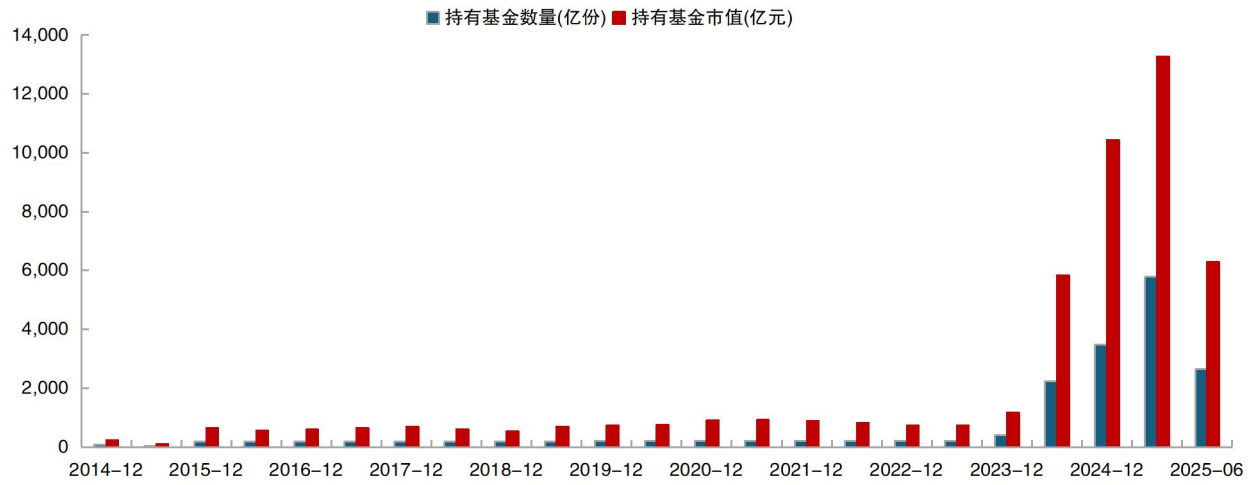


资料来源：Wind、华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 16：中央汇金投资和中央汇金资管持有基金份额和市值（合并、拆分份额经折算调整）



资料来源：Wind，华源证券研究所

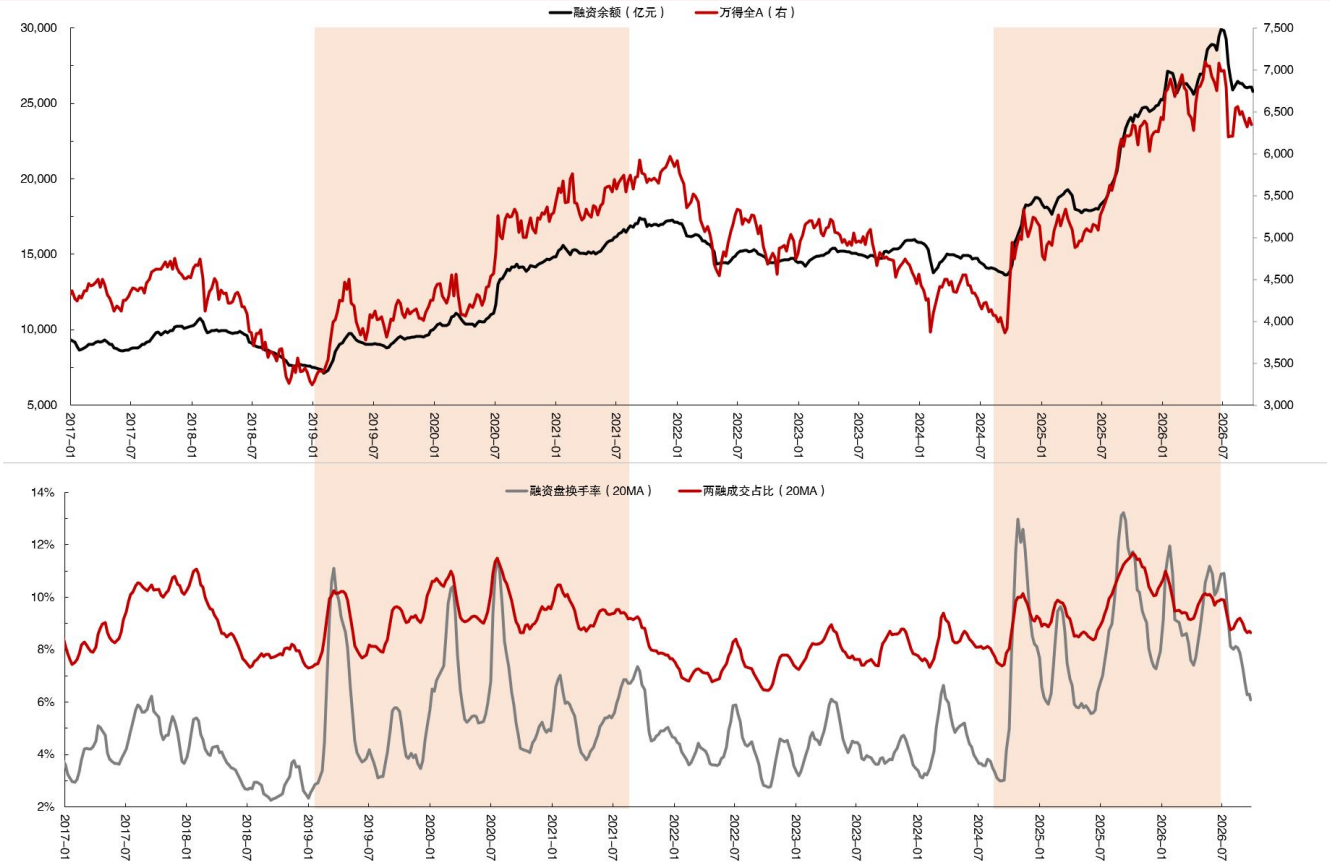
3）融资资金：风险偏好回升的“右侧确认”信号，主升阶段的进攻主力

融资资金属于进攻型资金，是市场中愿意承担较高风险的交易型资金，其资金流入和交易意愿由弱转强，意味着市场风险偏好正在实质性改善，可以看作是前期底部信号（如政策底、市场底）的“右侧确认”，如 2019 年 2 月至 4 月、2024 年 9 月末至 11 月中旬，融资余额快速放量与市场形成共振，市场快速脱离底部区域，而后杠杆资金反复活跃，是主升阶段的进攻主力之一，2020 年 5 月至 2021 年 9 月中旬、2025 年 6 月至 2026 年 6 月，期间融资余额累计增长约 0.72 万亿元、1.2 万亿元，万得全 A 指数累计上涨约 37%、40%。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 17：融资资金放量与市场共振于主升阶段



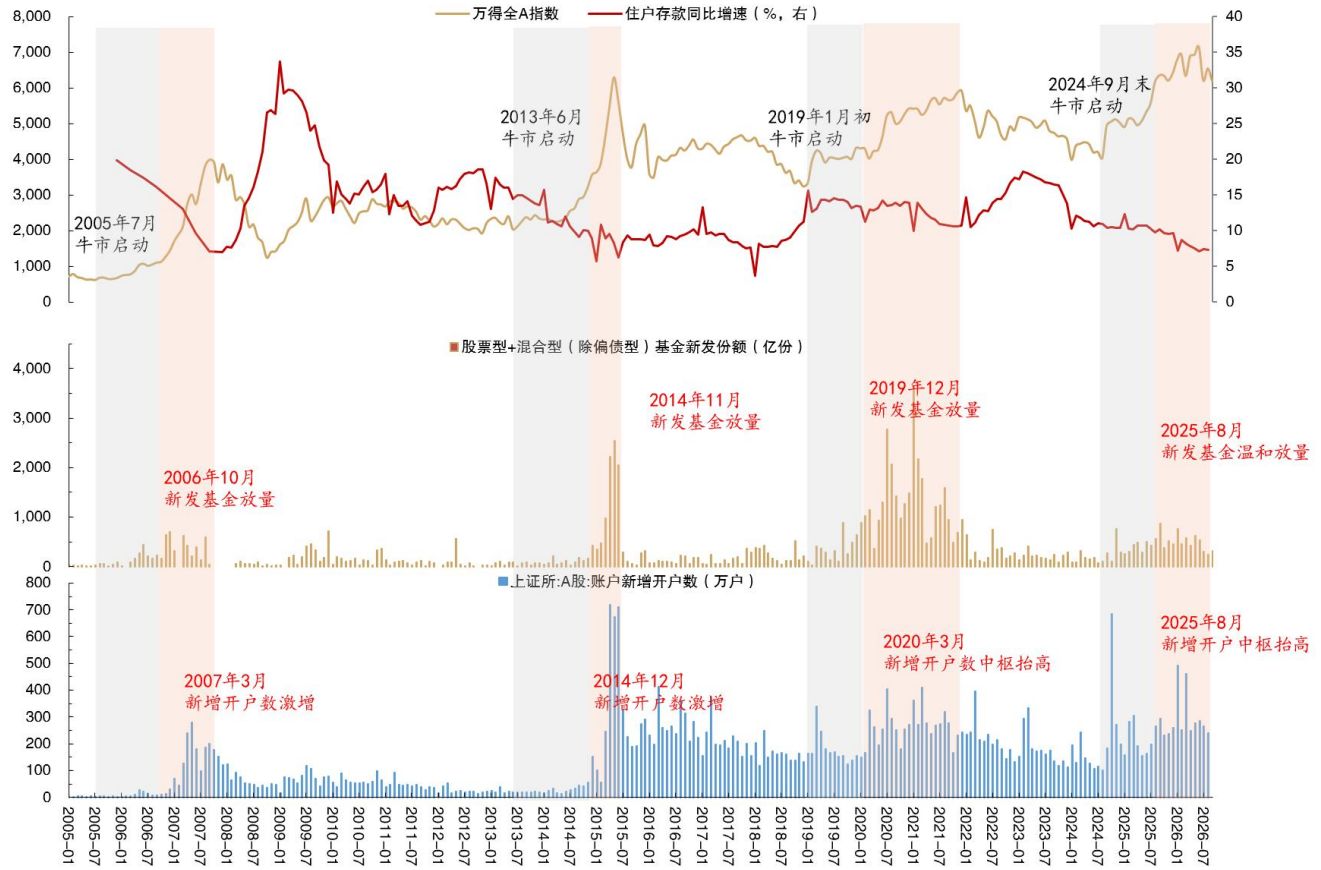
资料来源：Wind，华源证券研究所

4）居民资金：跟随入市，行情中后段的增量资金。居民资金具有明显的“羊群效应”和滞后性，受赚钱效应吸引入市。从过去的经验看，居民资金大规模入市一般发生在牛市启动后的第 12–16 个月，指标上体现为新增开户数、公募新发基金的放量，配置过程持续 8–24 个月不等。相对而言，本轮 2024 年 9 月以来的牛市行情中，新增开户数和公募基金发行规模放量较为温和，居民存款入市的意愿仍有激活潜力，节奏上关注市场赚钱效应和风险偏好的变化。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 18：居民资金入市节奏滞后于市场



资料来源：Wind，华源证券研究所

3.2.2. 看增量与风格

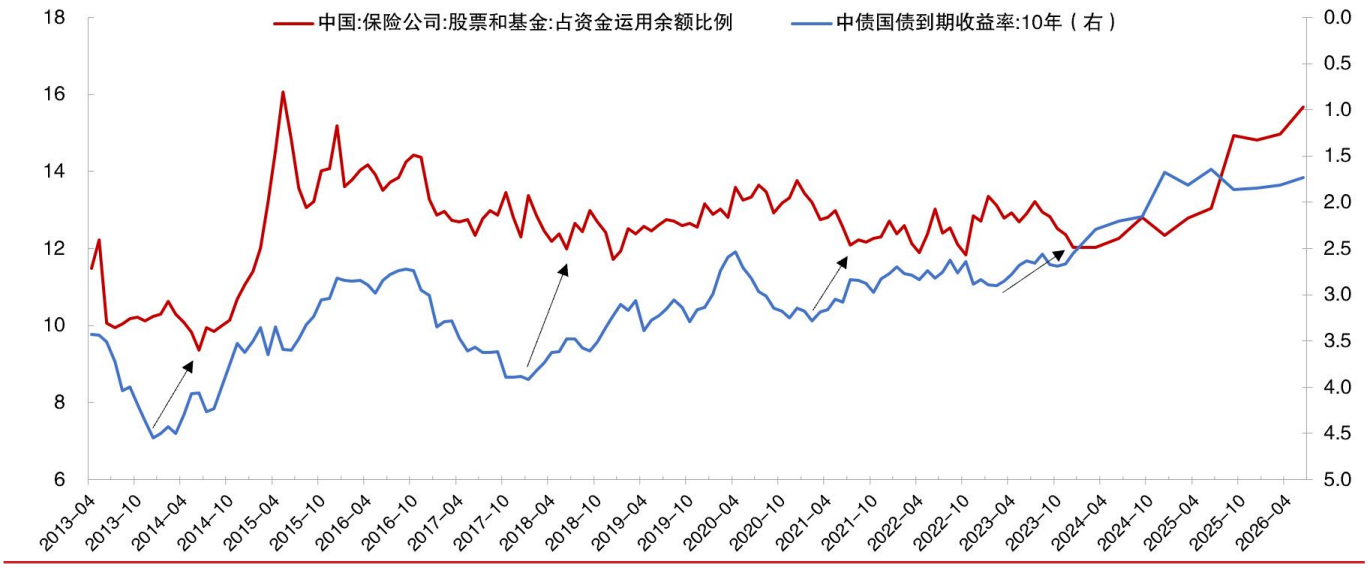
交易型资金如两融资金和部分私募基金的交易模式较为灵活，资金进出行为相对难以预测，保险机构、长线外资、公募基金等配置型资金的体量限制其采取“快进快出”的交易模式，增减行为有一定的持续性，把握这类资金的配置规律和偏好有助于我们判断资金流入趋势和市场风格变化。

1）险资权益配置中长周期与债券利率呈反向关系，短周期随保费收入有一定季节性。险资的负债端成本相对刚性，资产端以固收资产作为配置底仓，长期收益中枢主要取决于票息水平与再投资利率。利率下行阶段，保险资金增配高股息权益资产寻求收益补偿的诉求较强，权益投资占比提升。月度数据上，可以看到险资投向权益和证券基金的占比滞后 10Y 国债收益率 5-10 个月不等。短周期来看，险资入市节奏随保费收入存在明显的季节性规律，2018 年以来险资运用余额中投向股票和基金规模的环比增速均值（滚动 3M）在 12 月至次年 3 月呈现较高的增速，对应保险公司上半年尤其是一季度的保费入账高峰。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

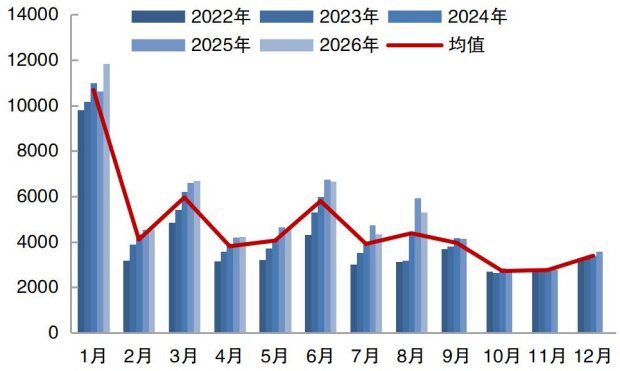
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19：保险公司权益投资占比滞后于国债收益率 5-10 个月（单位：%）



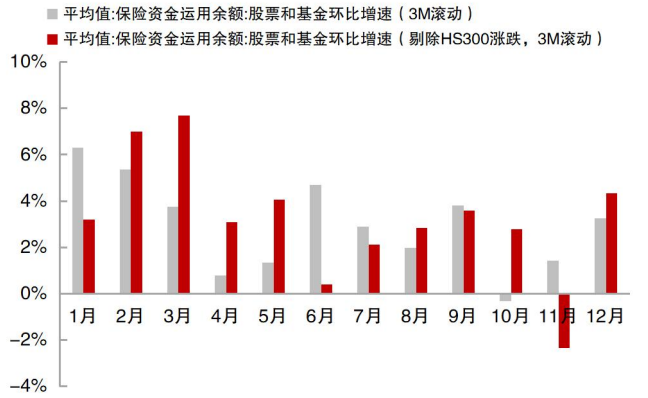
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 20：保费收入季节性规律（当月值，亿元）



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 21：险资运用余额投向股票和基金增速（3M 滚动，2018 年以来）



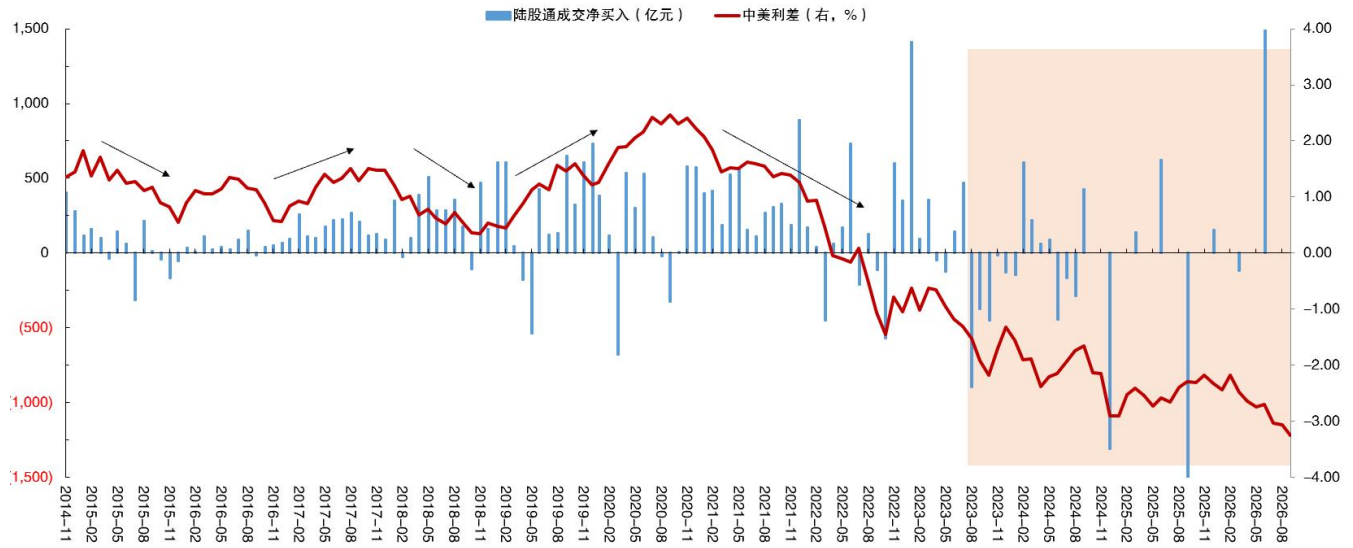
资料来源：Wind、华源证券研究所

2）外资进出关注利率、汇率环境。长线外资多基于大类资产的思路进行股票配置，入市节奏与利率、汇率环境的变化较为密切。以北向资金为例，过去中美利差正值区间，利差的变动对外资流动的影响体现在流入节奏而非方向上，如 2015 年、2017 年 12 月至 2018 年 10 月、2021 年 6 月至 2022 年 8 月等中美利差下行阶段，北向资金流入速度放缓但并未持续净流出，直到 2023 年下半年中美利差深度倒挂后，北向资金呈现整体流出的态势。期间，2018 年 10 月、2019 年 4-5 月、2020 年 3 月和 9 月、2022 年 3 月，北向资金出现大幅流出，对应当时贸易摩擦、全球公共卫生事件、俄乌地缘事件等背景。从与汇率的互动关系看，外资的流入与人民币汇率升值也较为同步，人民币汇率升值往往也伴随外资的流入。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

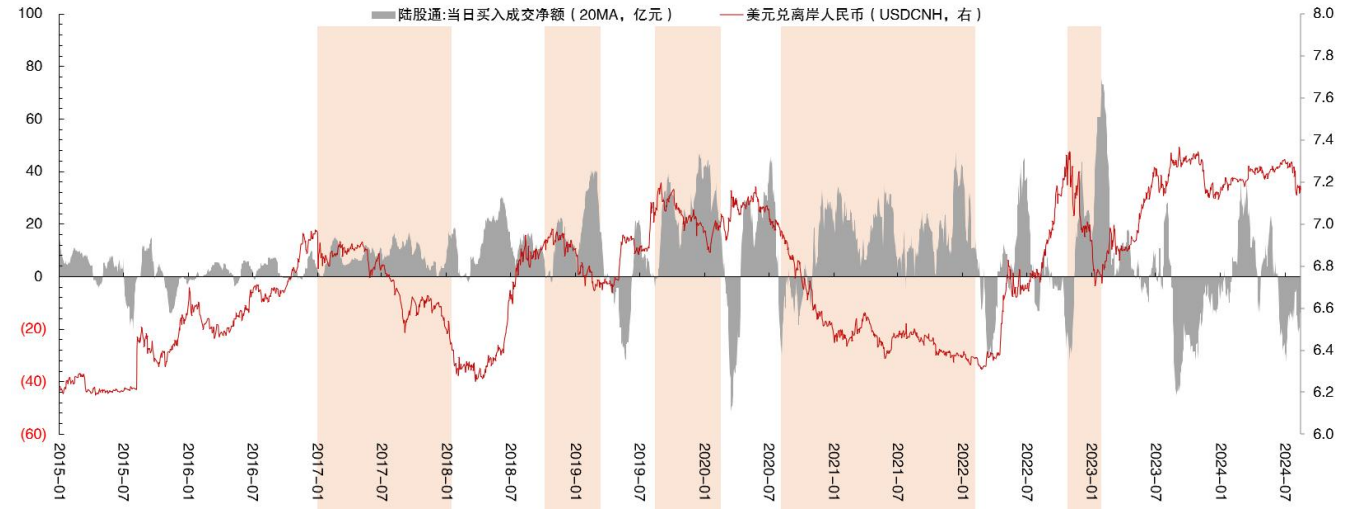
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 22：中美利差正值区间，利差影响体现在流入节奏而非方向上



资料来源：Wind，华源证券研究所；注：2024 年 9 月后为测算的季度累计值

图表 23：人民币汇率的升值往往也伴随外资的流入



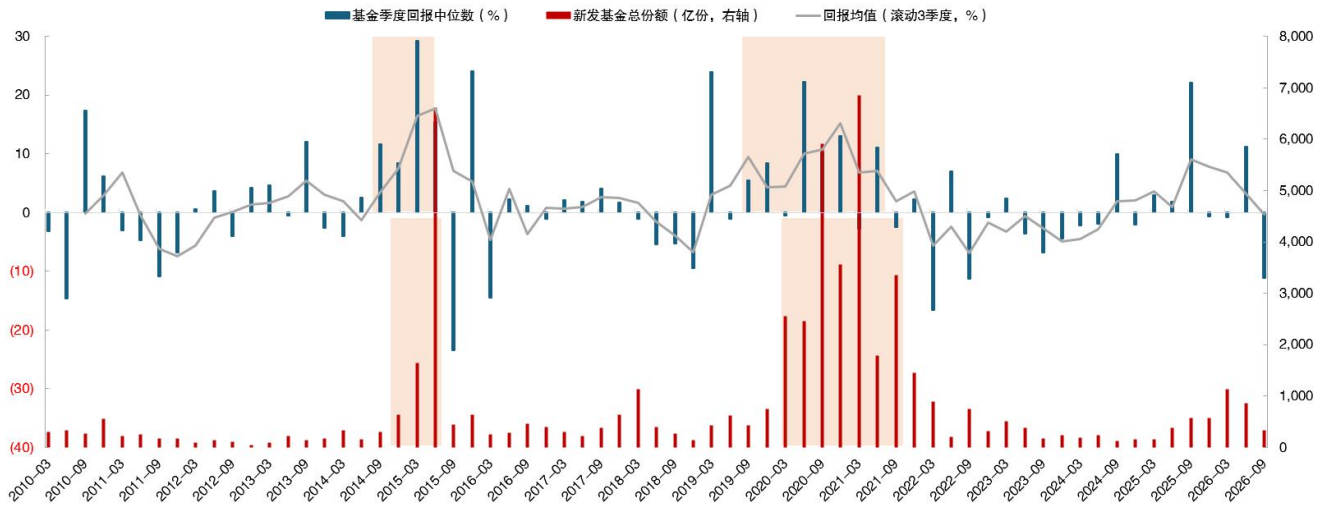
资料来源：Wind，华源证券研究所

3）公募基金发行看赚钱效应，关注回报持续性。公募基金是居民资金入市的主要渠道之一，赚钱效应是影响入市节奏的关键因素，回溯过往基金发行的规律，新发基金放量滞后于回报改善，但仅有单季度的业绩高增或难以吸引居民资金持续入市。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 24：公募基金发行放量滞后于基金回报改善



资料来源：Wind，华源证券研究所

增量资金的属性与市场风格有较为密切的关系：

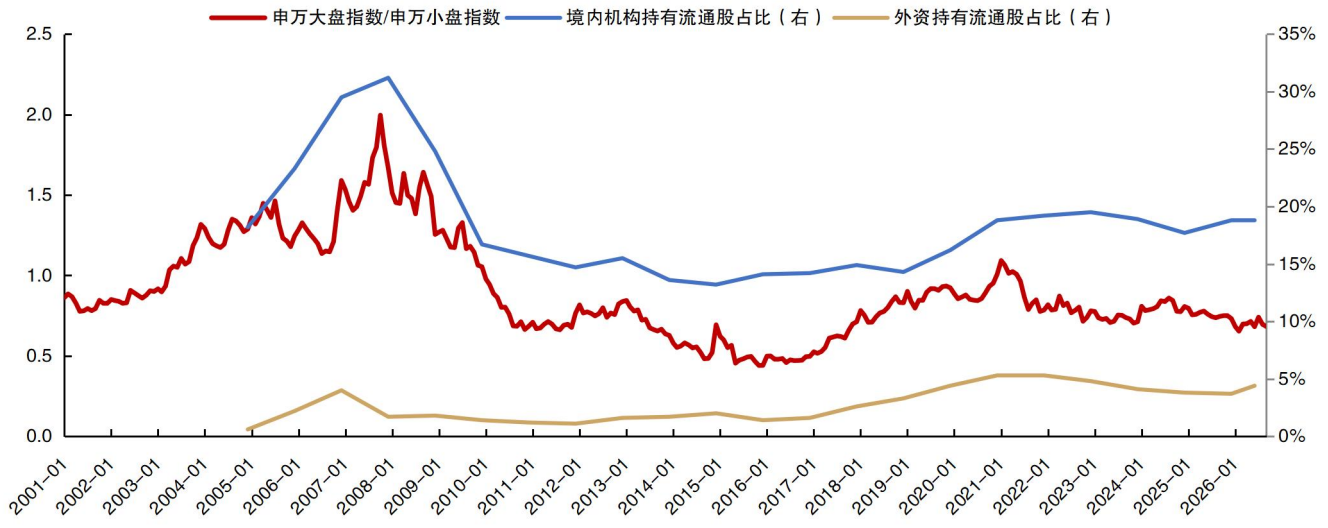
1）大小盘风格主要看机构资金是否占主导。2000 年以来，大小盘风格大致每 5-7 年会发生一次大级别的切换，在机构资金作为主力增量的阶段，大盘风格往往占优，而机构资金增量有限甚至流出时，市场风格切换到小盘占优。指标上观察到 A 股大小盘风格切换与境内外机构持股占比变化呈现较高的同步性，最为明显的阶段是 2006-2007 年公募基金扩张时期、2016-2020 年外资与公募基金先后扩容，机构持股占比有明显的上升，大盘风格有显著的超额收益。

2）成长-价值风格与特定阶段增量资金的类型相关。按风险偏好由低到高排序，社保基金与险资、外资、公募基金、私募及杠杆资金大致依次递进，其权益配置偏好也从价值和红利风格逐步向成长及主题风格迁移。2013-2015 年，杠杆资金与私募资金作为主要的增量资金，成长和主题风格主导市场。2016-2020 年市值风格上表现为大盘占优，成长-价值风格随机构类型有所变化，其中 2016-2018 年险资举牌入市和外资流入，白马龙头和高股息资产占优，价值风格主导，2019-2021 年外资和公募资金共振，高成长、高 ROE 的“核心资产”极致演绎，成长风格主导。2021-2023 年，主导增量资金逐步切换为量化私募基金和险资，市场呈现微盘股与红利资产并存的格局，风格上小盘好于大盘、价值好于成长。2024 年前三季度，中长期托底资金入市，大盘价值整体跑赢；2025 年下半年至 2026 年上半年，杠杆资金和私募等高风偏资金表现活跃，成长风格主导。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

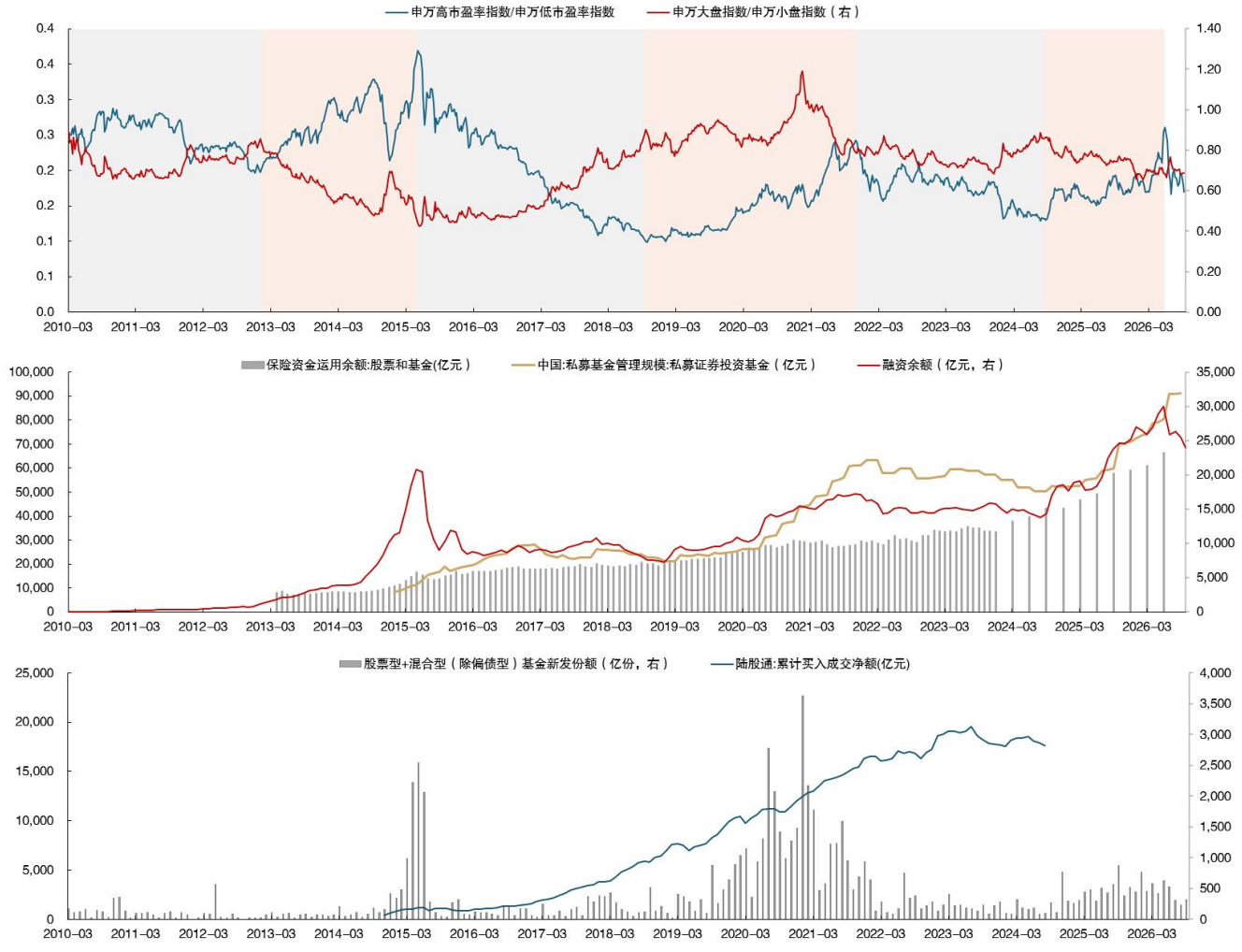
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 25：A 股大小盘风格与境内外机构持股占比变化



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 26：成长-价值风格与各类增量资金



资料来源：Wind，华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2.3. 看情绪与拐点

观察市场情绪的目的主要在于识别情绪的极端状态，借助高频的资金面数据，可以更好帮助判断市场情绪和短期拐点，从而及时对仓位进行调整，更好地捕捉市场弹性、避开回撤。

交易维度通过参与交易的投资者数量来观察交投积极性。月度频率上，上证所新增开户数与 A 股走势高度同步，日度频率上可以使用参与融资融券的投资者数量变化来观察个人投资者参与积极性，该指标自 2024 年 7 月开始披露。以参与融资融券的投资者数量分位数（120 日）作为观察指标，当该指标进入交投过热区间（≥85%）和交投冰点区间（≤15%）后，市场面临变盘的概率在上升。考虑到市场的惯性即“情绪顶”后仍有上冲，“情绪底”后仍有反复，交易上更适合采取分批调仓的策略。

资金维度跟踪融资余额。作为风险偏好较高的资金，杠杆资金的动态能够较好地反映出短期市场情绪的变化。可以从两个维度来看融资资金对大势研判的指引作用，**一是流量层面，用两融资金的净额变化来衡量杠杆资金进出的意愿**，可以发现：1）杠杆资金大幅的向上脉冲后市场往往进入短期震荡，当两融资金净增量（20MA）处于两年均值+2 倍标准差上方区间时，市场在惯性上涨后，往往进入 2-6 个月的短期震荡，这种情形从 2017 年以来有 7 次可以参考的经验；2）但中期的风险偏好和市场活跃度提升：对于两融资金净增量（20MA）向上偏离较多甚至触及+3 倍标准差的情况，市场表现为“中期向上”的趋势，可以将融资资金的高增理解为风险偏好实质性的改善，如 2019 年 3 月、2020 年 7 月、2024 年 10-11 月、2025 年 8 月下旬至 9 月下旬，杠杆资金快速净流入后 6-12 个月，市场有较好的做多机会。对于融资资金净流出明显的区间也有类似的经验，如 2022 年 5 月、2024 年 2 月，市场表现为“短期反弹修复、中期二次探底”的特征。**二是风险累积层面，主要观察融资担保物价值与现金比率，**当该指标逼近 25 时，表明杠杆投资者的现金缓冲几近耗尽，往往对应市场有一定风险点，市场出现调整的概率增加。



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

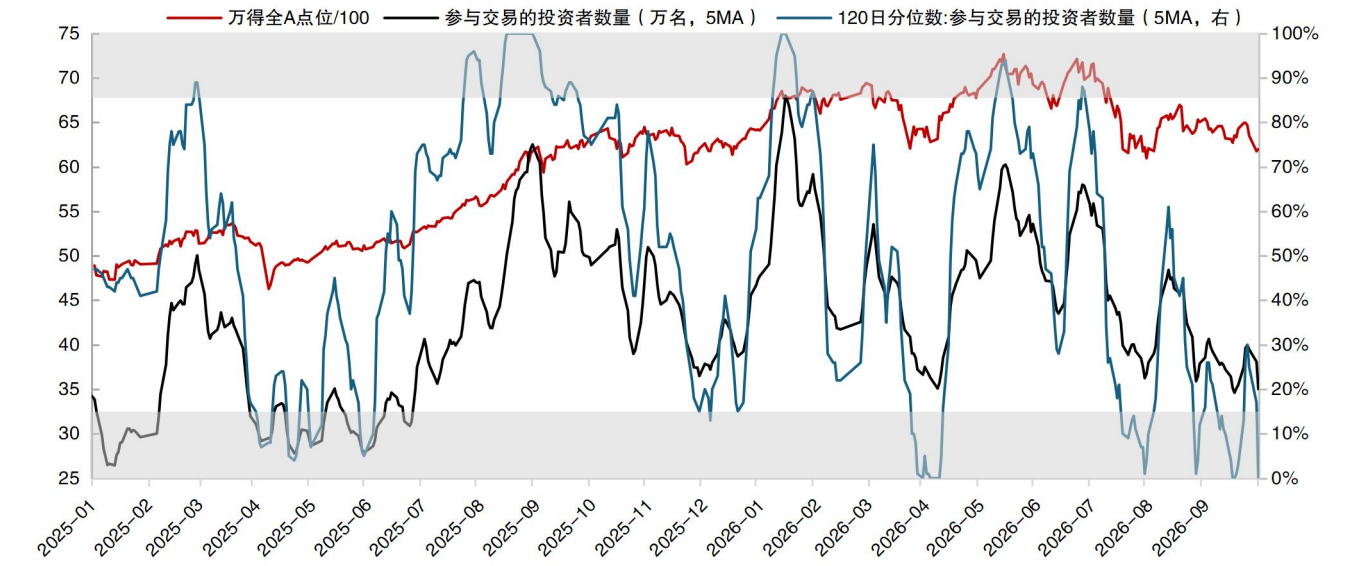
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 27：月度维度上，上证所新增开户数与 A 股走势高度同步



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 28：参与交易的投资者数量（5MA）120 日分位数

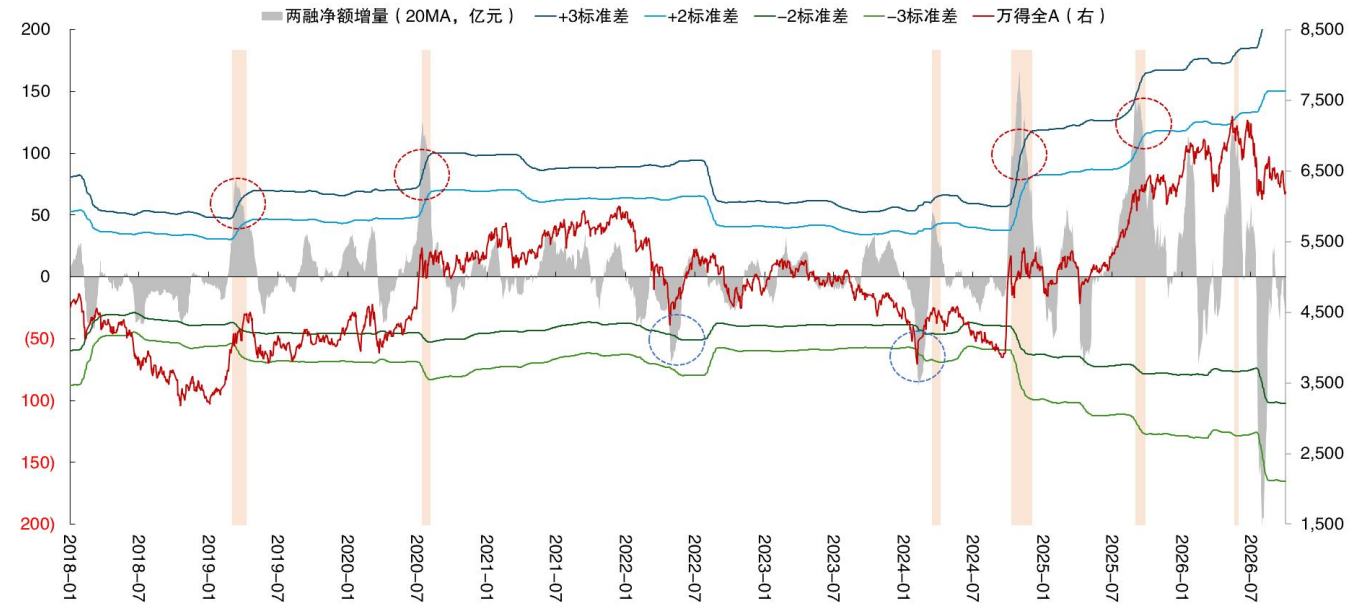


资料来源：Wind，华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 29：两融资金净增量（20MA）高于两年均值+2 倍标准差后的市场表现（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 30：两融资金净增量（20MA）高于两年均值+2 倍标准差后的市场涨跌幅（%）

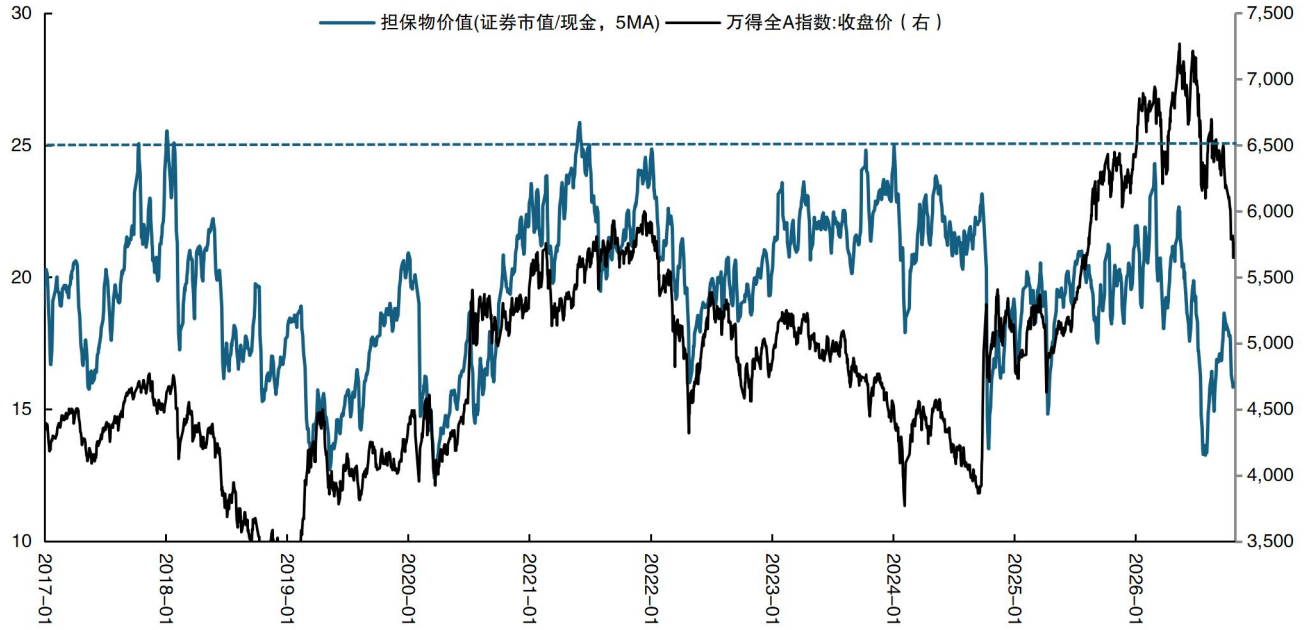
序号	两融资金净增量（20MA）高于两年均值+2倍标准差区间	区间天数	区间涨跌幅	区间后5日涨跌幅	区间后1个月涨跌幅	区间后2个月涨跌幅	区间后3个月涨跌幅	区间后6个月涨跌幅	区间后1年涨跌幅
1	2026-05-13~2026-05-13	1	1.26	-1.08	-5.99	-8.61	-8.89	——	——
2	2025-08-19~2025-09-19	24	4.95	-0.07	-1.94	0.64	0.46	5.19	3.19
3	2024-10-08~2024-11-22	34	1.47	-1.30	-0.32	-5.62	1.57	-1.29	16.20
4	2024-03-13~2024-03-22	8	0.08	-2.55	-5.05	0.07	-6.06	-14.04	14.88
5	2023-10-16~2023-10-16	1	-0.88	-5.94	-0.03	-4.14	-7.71	-10.33	0.38
6	2020-07-06~2020-08-04	22	10.31	-2.10	-0.91	-6.23	-3.07	2.23	6.96
7	2019-03-04~2019-04-08	25	11.81	-2.60	-12.49	-15.41	-10.32	-9.29	-6.73

资料来源：Wind，华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 31：融资担保物价值与现金比率逼近 25 时，市场出现调整的概率增加



资料来源：Wind，华源证券研究所

4. 资金面视角怎么看近期的市场下跌？

今年以来 A 股的资金面变化：从流动性扩张转向存量分化。2026 年 7 月以来，A 股经历了一轮深度调整，截至 10 月 15 日上证指数下跌近 10%，创业板指与科创 50 跌幅超 35%。本轮下跌的核心逻辑并非基本面或产业趋势的方向性逆转，更多是市场资金从“增量扩张”向“存量分化”的切换。

1）前期拥挤赛道的杠杆资金退潮，7 月至 10 月中旬融资资金累计流出 5200 亿元。2026 年上半年杠杆资金加速流入，融资余额从年初的 2.54 万亿元一度突破 3 万亿元关口，7 月至 10 月中旬融资资金去杠杆与市场下跌相互强化，融资资金累计流出 5200 亿元，存量余额已低于年初水平。

2）北向资金转为流出，经测算三季度北向资金流出约 880 亿元。三季度受全球流动性紧缩预期强化、中美利差“倒挂”走阔等影响，北向资金转为净流出，测算口径下流出 A 股规模约 880 亿元；从交易活跃度看，三季度陆股通日度成交额从 4000 亿元以上下滑至 2500 亿元上下水平。

3）宏观流动性的“宽裕”未能有效传导至股市的微观交易层面，弱预期占主导。7 月以来宏观层面流动性并不紧张，但弱预期占主导，总量层面 9 月 M1 增速下行至 3.2%，M1-M2 负剪刀差重新走阔至-4pct；7-9 月非银金融机构新增人民币存款单季度录得负值，存量增速回落，反映居民入市谨慎，市场微观层面对应新发基金的减量。

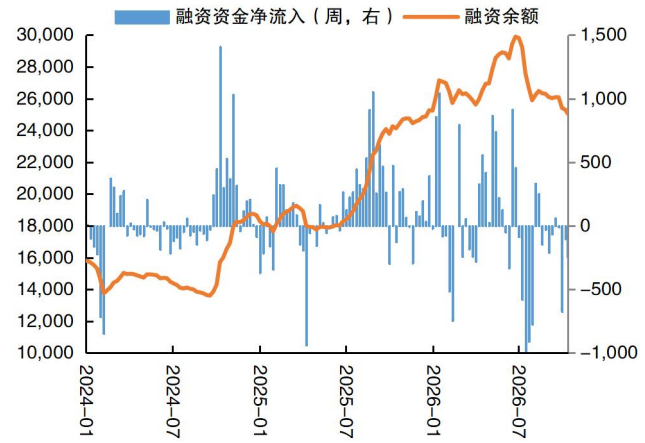
4）股票型 ETF 获得资金净流入，年末险资或提供边际增量。7 月以来股票型 ETF 累计流入资金超过 4000 亿元，趋势上分为 7 月的单边快速流入、8 月中旬至今的缓慢增持两个阶段。除了 ETF 之外，临近年末险资增持股票的需求增加，或带来边际增量资金。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

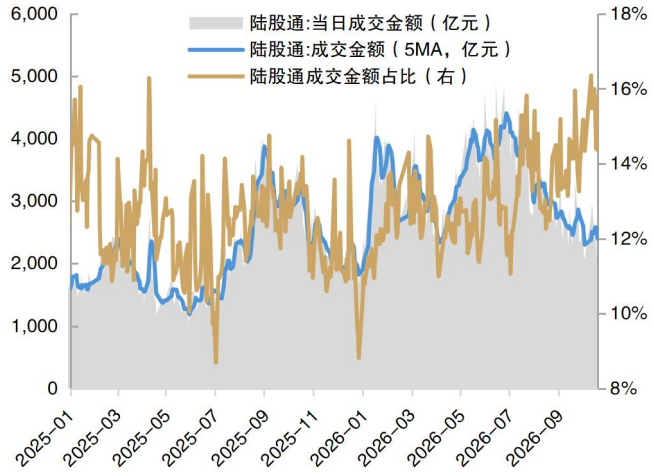
从资产价格看，当前市场情绪已在冰点区域徘徊，市场走出筑底区间等待更强的盈利预期或政策信号。业绩层面关键在于三季报“真景气”的确认：一是海外 AI 龙头资本开支维持高位且现金流边际改善，二是国内 AI 算力、存储、先进封装等环节的业绩兑现，形成“盈利改善—资金回流—估值修复”的正反馈循环；总量层面等待海外不确定性收敛与国内政策加码信号释放，海外关注 10 月末美联储议息会议和 11 月初美国中选的落地，国内政策四季度进入增量布局期，二十届五中全会、年末政治局会议和中央经济工作会议等节点可能提供阶段性修复机会。资金层面，交易性资金决定市场短期弹性、主题 ETF/公募基金主导结构主线、持续时间与空间看居民入市节奏。短中期紧盯几个指标：1）交易性资金重回活跃状态，融资余额与成交占比回升；2）趋势资金放量入市，行业/主题 ETF 持续获得净申购；3）若趋势得到确认，关注新发基金与存量申购是否同步回暖。

图表 32：2026 年 7 月以来融资资金整体净流出（亿元）



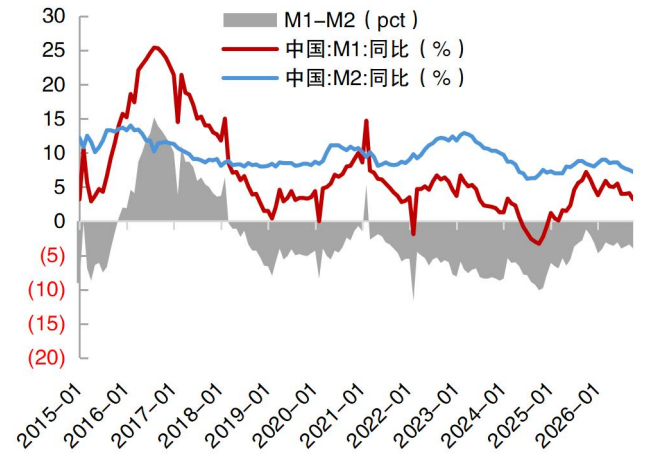
资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 33：陆股通成交金额变化



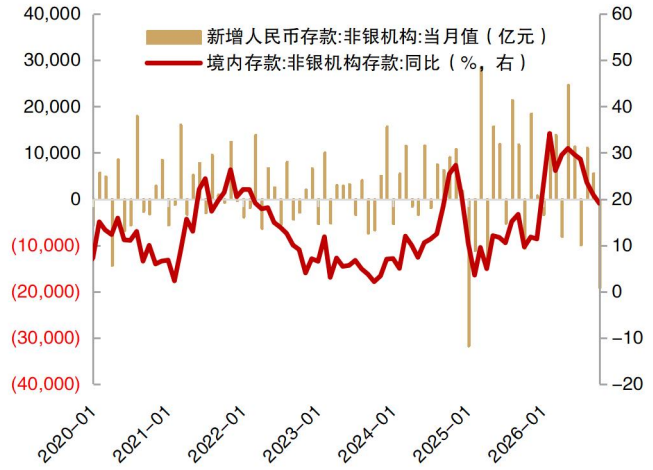
资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 34：M1、M2 增速变化



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 35：非银金融机构人民币存款增速下滑

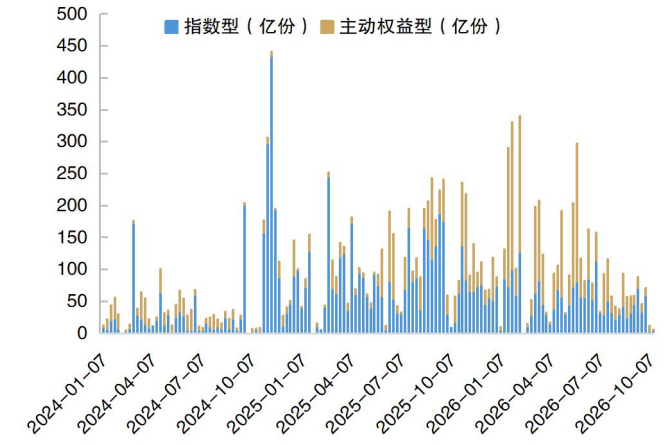


资料来源：Wind、华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

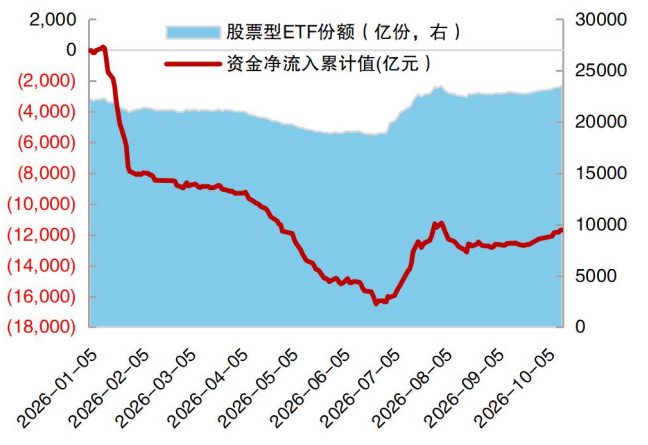
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 36：基金发行份额变化



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 37：2026 年 7 月以来股票型 ETF 获得资金净流入



资料来源：Wind、华源证券研究所

5. 风险提示

数据披露存在滞后性：部分数据披露频率较低且有一定滞后，难以及时捕捉资金的变化，可能带来误判风险。

政策监管和地缘政治风险：政策监管和地缘关系难以预期，相关的超预期扰动会降低市场风险偏好，导致资金大幅流出市场。

海外流动性风险：若海外流动性趋于紧张，对全球风险资金都会造成压制，即便国内流动性环境较为宽松，A 股市场也可能受到影响。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户 本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司对本报告保留一切权利 未经本公司事先书面授权 本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster