

策略周评 20250316

资金面流动视角看 A 股独立行情

2025 年 03 月 16 日

2 月 20 日以来,全球市场波动加剧,美股遭重创,标普 500 一度跌超 10%,纳指下跌 11.5%,七巨头的 TAMAMA 指数回落 12.7%。A 股则走出独立行情,期间宽幅震荡、韧性凸显,上证指数累计上涨 2%,科创 50 涨幅达 5.2%。

■ 本轮独立行情背后的资金面透视

从资金面视角看,本轮 A 股走强、成交放量无疑得益于场外资金的加速入场。

内资方面,股债跷跷板正向股市倾斜,3 月以来宏观流动性趋松,但市场对于货币政策宽松预期的不断修正引发债市走弱。截至 3 月 14 日,十年期国债收益率升至 1.84%,较月初上行 14bp;与此同时,股债跷跷板效应持续,股市表现坚挺,提示资金或由债向股“搬家”,推动股债再平衡。

此外,我们观察到场外增量资金正以多种形式加速入场。一是,近 5 周(2/10-3/14),以小单刻画的沪深两市散户资金情绪明显走强,周均资金净流入达 1612 亿元,较年初(1/4-2/7)提升 957 亿元。二是,杠杆资金正加速流入,2 月初以来,杠杆资金延续周度净流入态势,累计规模接近 1500 亿元,电子、计算机等主线科技板块显著“吸金”。三是,公/私募基金股票仓位均升至历史高位。2 月末,主观多头策略型私募平均仓位达 79%,创 2024 年以来新高;截至 3 月 14 日,公募偏股混合型基金仓位提升至 83.9%,接近 2022 年 9 月水平,但较 2020-21 年核心资产牛市的顶部区间仍有距离。

外资方面,资金正看多做多 A 股。近期,花旗、汇丰等外资机构调低美股评级,并纷纷表明对中国资产信心提升,特别是围绕人工智能的乐观情绪和中国科技领域的积极叙事正发生转变,反映中国私营部门创新依然活跃;政策端虽较市场预期偏温和,但增长倾向明确,具备战术性和短期交易机遇。外资交投情绪提升,2 月陆股通日均成交金额逐周提升,近 2 周小幅回落至约 2000 亿元,但仍高于岁末年初水平。具体来看,主动型外资仍在减配,观望情绪较为浓厚,静待基本面拐点。被动资金方面,自本轮美股下跌以来,我们所跟踪的被动型外资转为净流入,且前两周(2/24-3/7)净流入规模创去年 11 月以来的新高。

■ 展望后市,若美股继续承压,将如何影响 A 股?

近期投资者普遍关注的问题是,美股下跌究竟会造成流动性外溢、强化“东升西落”的叙事,还是会形成全球资产的联动调整。即,美股承压将如何影响 A 股。

一种情形是,若美股负反馈式大跌,A 股能否“独善其身”?从国际资金流动的角度推测,很难。参考 2020 年新冠疫情黑天鹅对于美股的冲击,彼时标普 500 在 16 个交易日日内下跌 26.7%,迅速进入技术性熊市。美股的快速暴跌使得众多量化策略和杠杆资金平仓,形成流动性危机,并引发新兴市场股市及大宗商品资金回流以填补流动性缺口。可以观察到,2020 年 3 月,A 股北向净流出规模创 14 年成立以来单月最高,达 679 亿元。港股、日股、印度股市也都迎来了外资的大幅撤出。

但目前来看,本轮发生流动性危机的概率较低,A 股甚至可能受益于美股下跌所带来的“流动性外溢”。尽管部分投资者担忧 2020 年初的情形重演,据彭博消息,本轮也出现了全球对冲基金阶段性出现策略失效问题,例如 Millenium 指数再平衡策略由于短期市场的剧烈波动亏损 9 亿美金。但实际截至目前,美股下跌的斜率和速率均慢于 2020 年,标普 500 在 16 个交易日日内跌幅仅为 10%,显然未达到负反馈的程度,因此全球配置资金并不需要“拆东补西”来应对流动性压力。此外,当前外资对于中国资产的关注度显著提升,DeepSeek 催化下 AI“平权”逻辑的强化打破了美国科技股的统治地位,交易型资金流入 A 股,形成了“东升西落”格局。因此,从资金层面看,由于美股尚未触发资金面的负反馈机制,A 股本轮表现

证券分析师 陈刚

执业证书: S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 蒋琚逸

执业证书: S0600123040067

jiangjy@dwzq.com.cn

相关研究

《“春斗”,2025 日本资产的“破”与“立”》

2025-03-14

《继续看好成长,关注泛 AI 与低位成长分支 ETF——ETF 主观配置策略月报(二)》

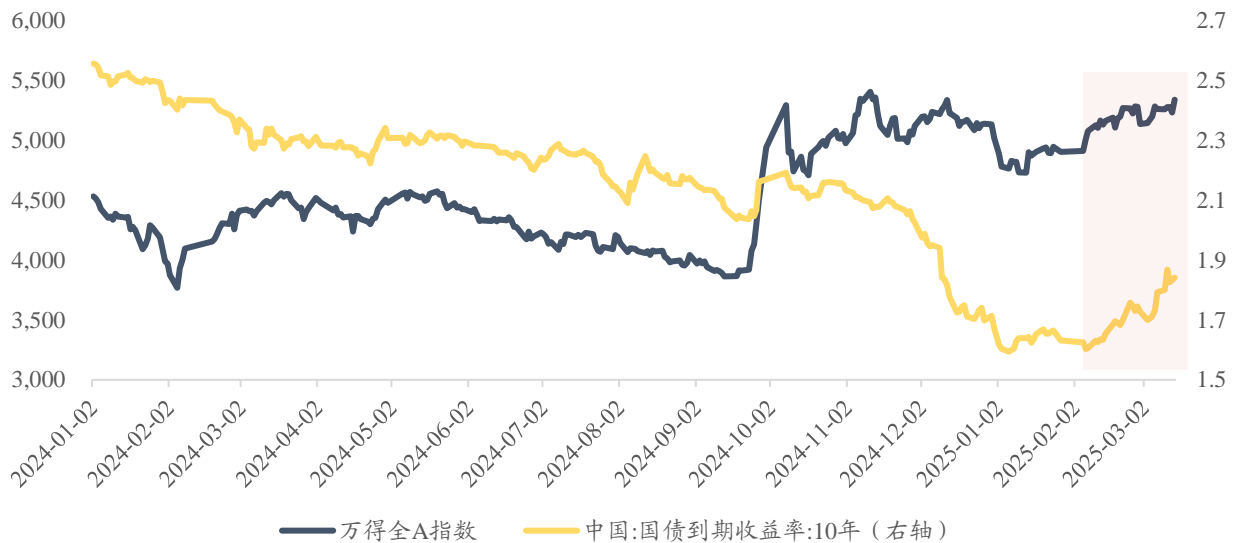
2025-03-12

不仅未受拖累，反而可能与欧股类似，在一定程度上受益于美股下跌所带来的“流动性外溢”。

另一种更可能的情形是，若美股震荡/温和下跌，A股将如何演绎？短期我们看好本轮A股的独立行情，但若美国经济衰退预期进一步升温，则可能对基本面预期形成拖累。本周五美股反弹，但考虑到推动走势反转的要素尚未出现（如经济数据企稳好转），推测后续美股更可能呈现偏震荡或温和下跌的态势。当前A股仍处于赔率交易阶段，市场交易逻辑以国内政策和产业趋势催化为主，短期美股的下跌或进一步强化“东升西降”叙事，提振市场情绪和风险偏好，支撑A股走出独立逻辑。然而，若美国衰退叙事进一步发酵，美股下跌时间拉长、幅度加深，A股的交易逻辑可能会逐步纳入对外需走弱致使企业盈利承压的考量，进而引发相关资产的波动。

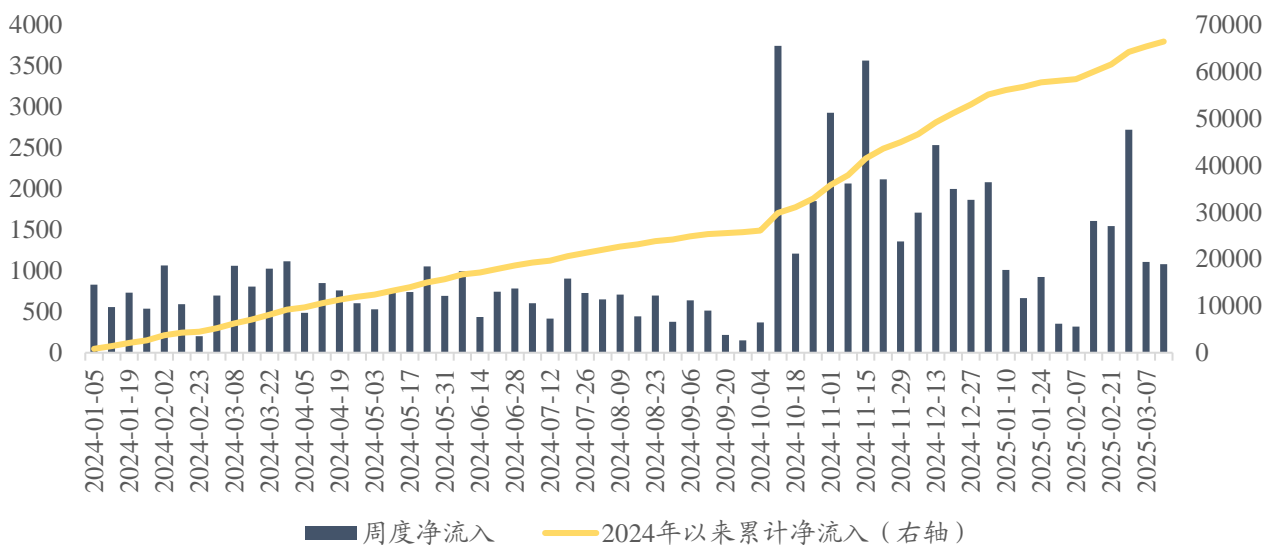
■ **风险提示：**国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；地缘政治风险。

图1：近期，股债跷跷板正向股市倾斜（单位：点；%）



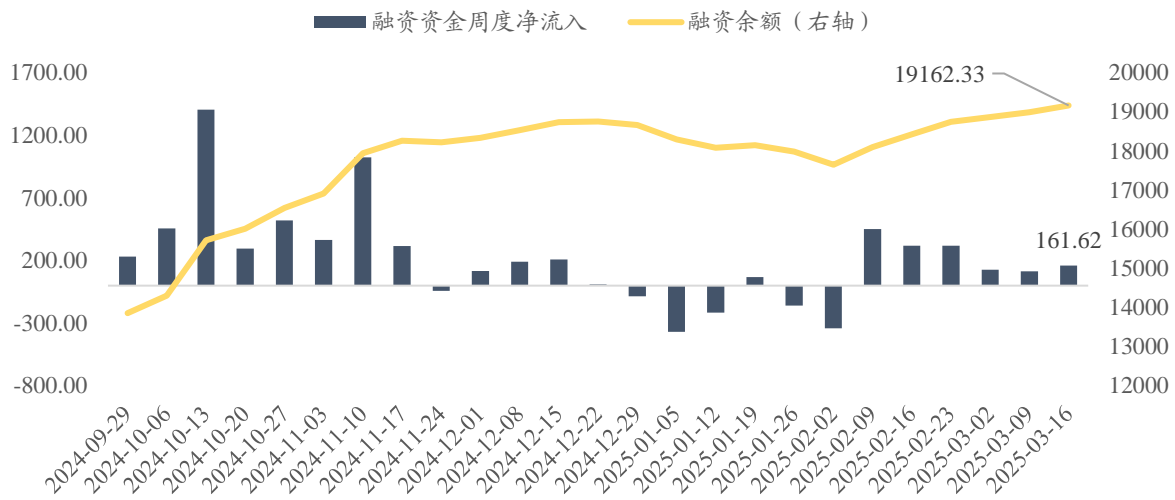
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：近5周（2/10-3/14），以小单刻画的沪深两市散户资金情绪明显走强（单位：亿元）



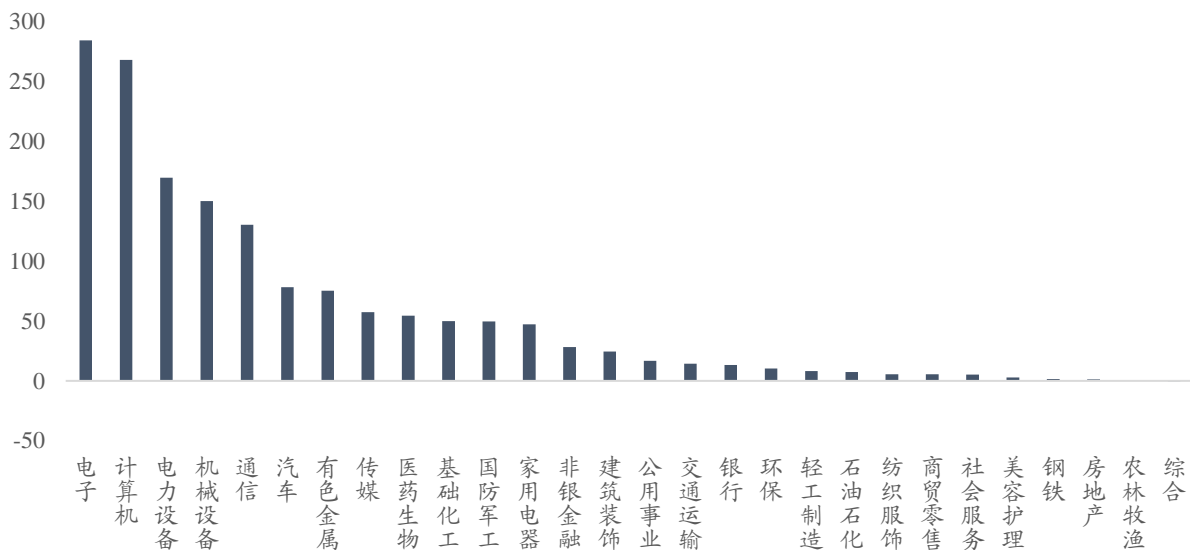
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2月初以来，杠杆资金延续周度净流入态势（单位：亿元）



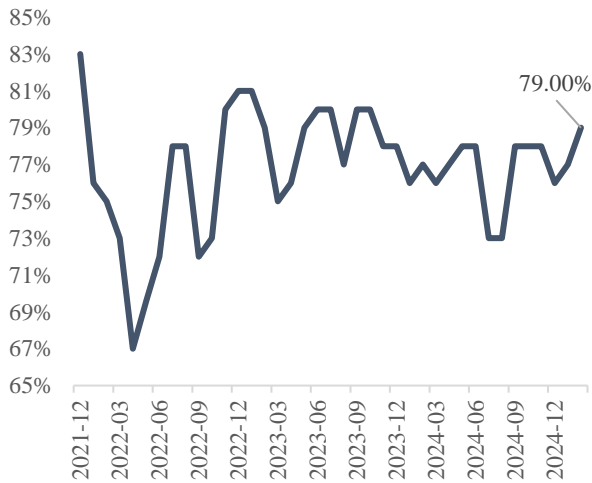
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2月以来各申万一级行业融资净买入额（单位：亿元）



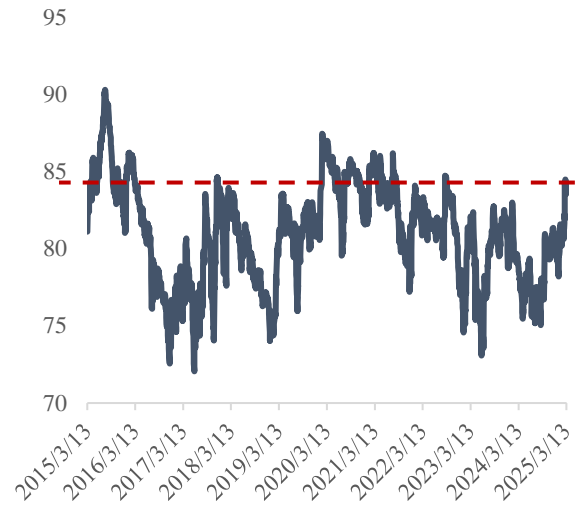
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: 主观多头策略型私募平均仓位 (单位: %)



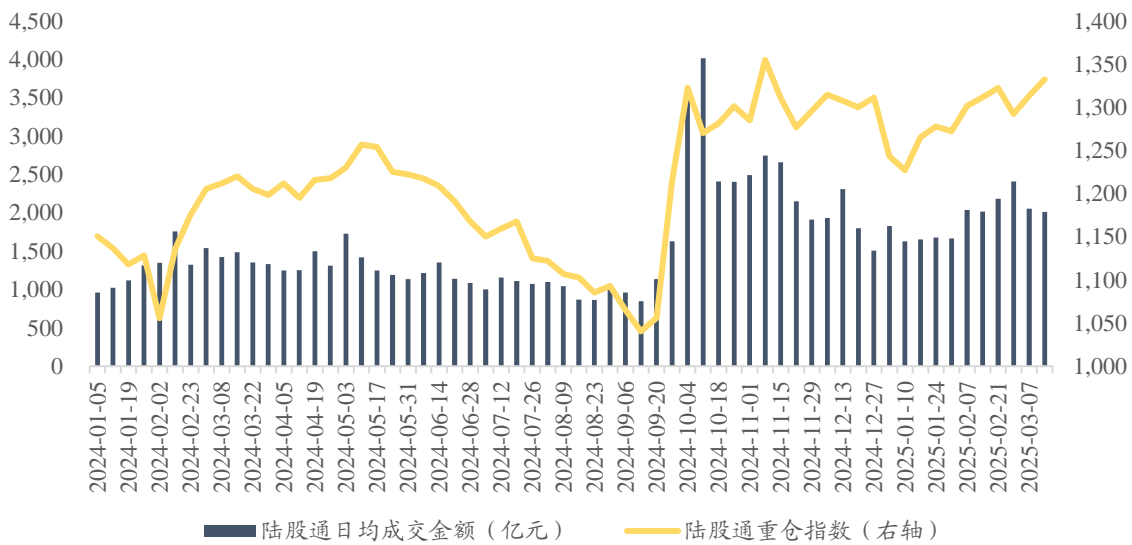
数据来源: 私募排排网, 东吴证券研究所

图6: 公募偏股混合型基金仓位 (单位: %)



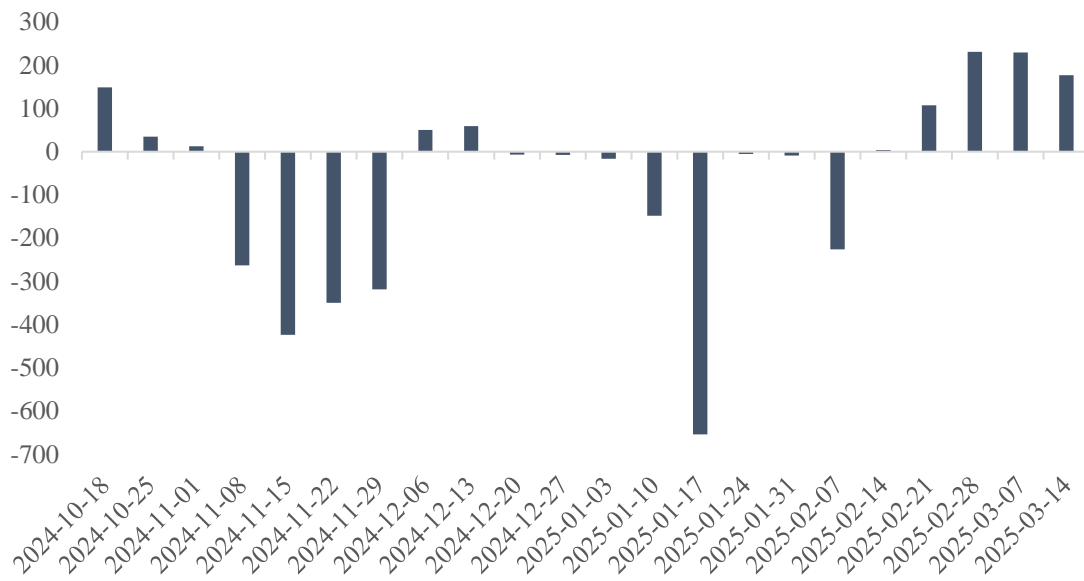
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 陆股通日均成交金额 (单位: 亿元)



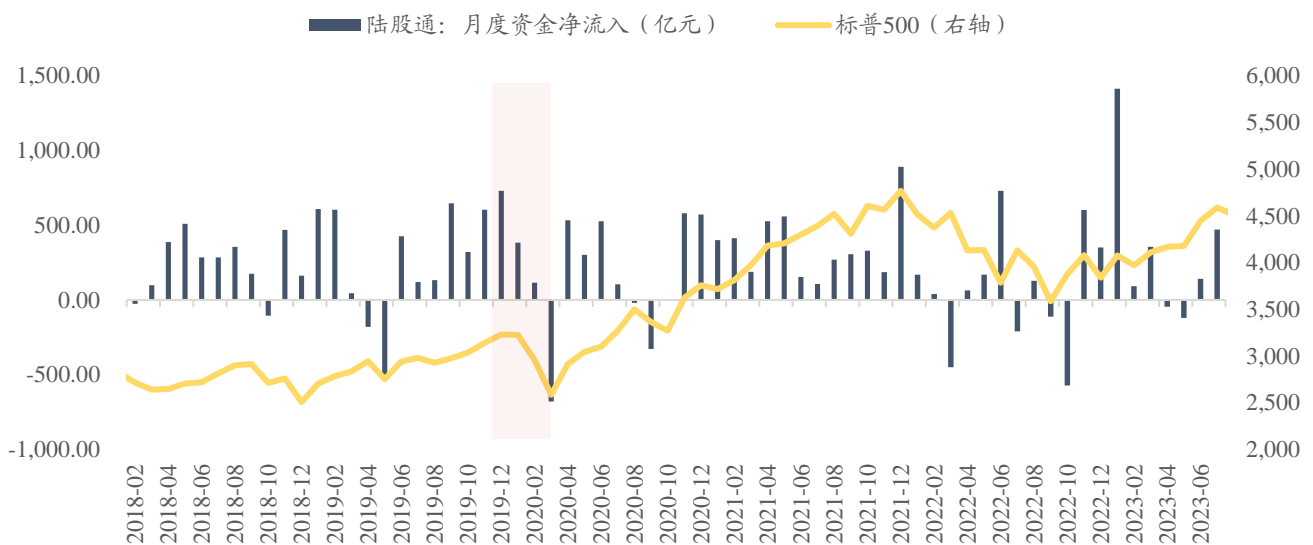
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 投资 A 股的海外被动资金流向 (单位: 百万美元)



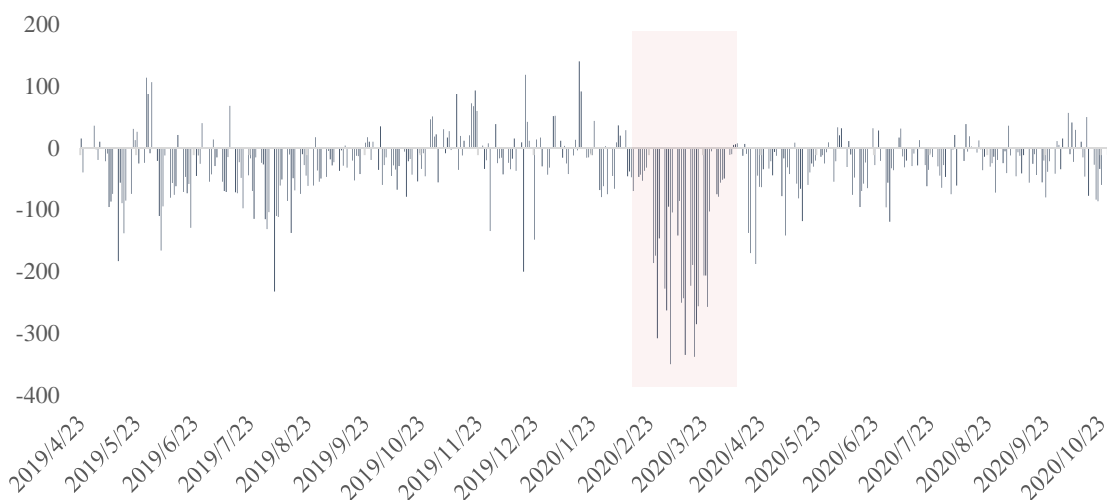
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 2020 年 3 月, A 股北向净流出规模创 14 年成立以来单月最高, 达 679 亿元 (单位: 亿元; 点)



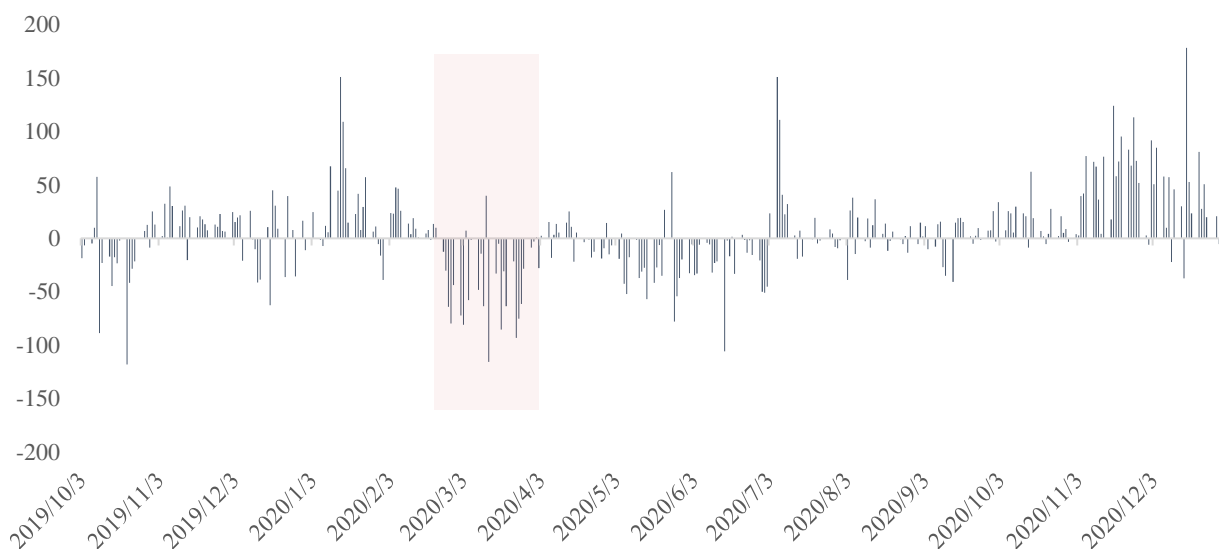
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 印度股市的日度海外资金流 (单位: 百万美元)



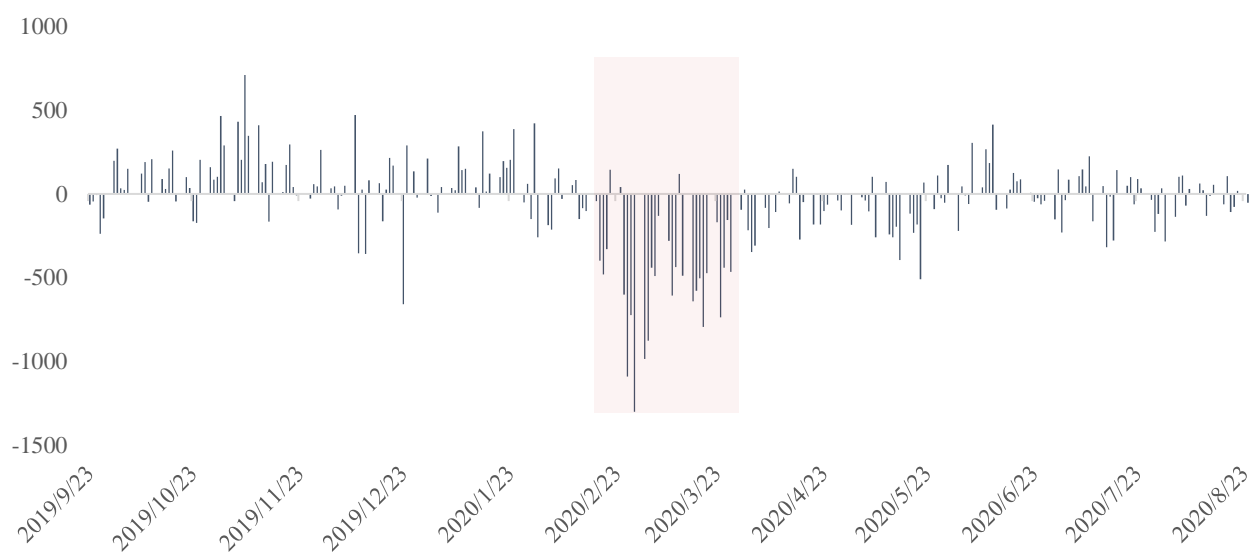
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图11: 港股的日度海外资金流 (单位: 百万美元)



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图12: 日股的日度海外资金流 (单位: 百万美元)



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>