

2025 年 09 月 03 日

居民参与股市的生态变化：ETF

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 6 月以来，非宽基 ETF 规模快速扩张

6 月以来，非宽基型 ETF 的规模快速扩张，6-8 月净流入达到 2279 亿元。本轮牛市行情的重要拐点发生在 6 月，我们统计自 6 月以来的 ETF 数据发现：

（1）居民青睐的三类 ETF：主题型 ETF、行业型 ETF、策略型 ETF 得到了显著的净流入，且逐月加速，3 个月总计净流入 2279 亿元。

（2）宽基型 ETF 连续 3 个月净赎回，净流出规模较大，达到 1978 亿元。

（3）宽基型 ETF 的特殊，导致直接看 ETF 净流入规模并不大，让部分投资者误以为居民资金并没有通过 ETF 渠道显著流入市场，但居民资金青睐的非宽基型 ETF 的大幅净流入从侧面印证居民资金已经在“跑步入场”。

● 这次居民资金入市的不同：ETF vs 主动管理 vs 自主开户

（1）本轮“牛市行情”主动管理新发规模上行乏力。历史上来看，居民资金入市的重要观测指标是主动管理基金的新发规模。过去 3 次居民资金大级别的入市，均具备的 2 大显著条件与特征：（1）银行理财、国债、货基、地产在过去 6 个月的收益率趋势总体下行。（2）居民需要观察到 A 股持续的明显赚钱效应，至少在居民资金大举入市前的 4 个月，上证综指和全 A 大幅上涨。对于中级别入市，以上条件则至少满足 1 条。但本轮 A 股这样的规律却显著的失效了：在 2 大居民资金大级别入市的条件均具备的当下，主动管理新发规模却上行乏力。我们认为其核心原因就是居民资金入市的方式由主动基金变成了 ETF。背后有 4 大原因：ETF 产品丰富度高、弹性高；渠道便利性高；费用低；决策成本低。

（2）部分投资者引用开户数数据来印证本轮居民资金尚未开启大举入市，我们认为这个观点忽略了居民资金入市方式的变化。部分投资者通过新开户数据测算：当前居民资金入市的幅度仅为 2024 年 10 月的 38.7%（265 万/685 万）。我们认为居民资金入市的方式已经发生了质的变化，由于 ETF 具备上述 4 大优势，居民资金除了直接开户入市外，ETF 或已成为居民资金入市的重要选择。

● 投资建议：（1）ETF 权重股或强于微盘股；（2）选行业或将比选股更重要

（1）ETF 的流入强化“龙头”风格，尤其是 ETF 权重股重要性提升。ETF 天然偏向权重股和龙头股，微盘股则缺乏 ETF 产品承接，在当下的市场环境下或存在虹吸效应。因此，在本轮居民资金入市的方式发生改变后，市场风格可能更向“龙头化”趋势演变，而成长风格的 β 从微盘、小盘成长扩散到中大盘成长，微盘股则行情更多呈现“主题性、短期性、波动性”。

（2）行业之间的涨幅差异扩大，未来“选行业”可能比“选股”更重要。以往的“指数牛”中，主动基金会主动寻找估值洼地去填补，行业间涨幅差异有限，但本轮“指数牛”行业之间的涨幅差异显著扩大。这背后的原因也非常易于理解：①居民的投资方式改变成为 ETF；②主题和行业 ETF 更为集中。如果 ETF 仍然持续作为增量资金的重要入口，行业间的分化或将会远大于历史经验值，本轮指数牛赚钱效应或更为集中化，未来“选行业”可能比“选股”更重要。

● 风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

相关研究报告

《机构关注度环比回升：机械、医药、汽车——机构调研周跟踪》-2025.9.2

《2025 年中报：结构重于全局、科技为先——投资策略专题》-2025.9.1

《寻找当下相对便宜的指数和风格——投资策略周报》-2025.8.30

目 录

1、 6 月以来，非宽基 ETF 规模快速扩张	3
2、 这次居民资金入市的不同：ETF vs 主动管理 vs 自主开户	4
2.1、 本轮“牛市行情”主动管理新发规模上行乏力	4
2.2、 8 月新开户数不到 2024 年 10 月的 4 成，不意味着居民没有入市	5
3、 投资建议：ETF 权重股或强于微盘股；选行业或将比选股更重要	6
3.1、 ETF 的流入强化“龙头”风格，尤其是 ETF 权重股重要性提升	6
3.2、 行业之间的涨幅差异扩大，未来“选行业”可能比“选股”更重要。	6
4、 风险提示	7

图表目录

图 1： 过去 3 个月，非宽基型 ETF 和宽基型 ETF 净流入趋势相反	3
图 2： 份额视角，仅有宽基型 ETF 持续下降	4
图 3： 得益于股市上涨，各类型 ETF 规模均上行	4
图 4： 历史上 A 股在赚钱效应出现后新发主动管理基金均显著上行，但本轮在 2 大居民资金大级别入市条件具备的背景下规律却失效	4
图 5： 2025 年 8 月新开户数仅为 2024 年 10 月的 38.7%	5
表 1： 本轮“指数牛”在 ETF 的影响下，一级行业涨跌幅的变异系数显著增大	7

1、6月以来，非宽基ETF规模快速扩张

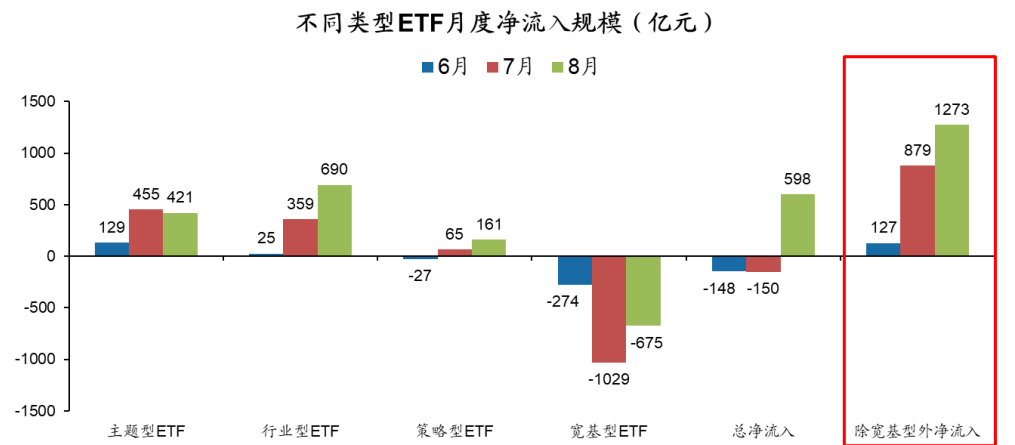
6月以来，6-8月非宽基型ETF的规模快速扩张，净流入达到2279亿元。本轮牛市行情的重要拐点发生在6月，我们统计自6月以来的ETF数据发现：

(1) 三类ETF：主题型ETF、行业型ETF、策略型ETF得到了显著的净流入，且逐月加速。三类ETF在6、7、8月的加总净流入分别达到127亿元、879亿元、1273亿元，总计2279亿元。我们认为，这三类ETF具备更明显的行业特征、往往也具备较强的弹性，相较于机构资金，居民资金在赚钱效应突出的行情中往往更青睐于投资这三类ETF。因此这三类ETF的净流入数据更适合代表居民资金的流向。

(2) 宽基型ETF连续3个月净赎回，净赎回规模较大。宽基型ETF是中央汇金和机构投资者主要增持的品种。宽基型ETF是市场存量规模最大的ETF类别，截至8月底，沪深300ETF华泰柏瑞、沪深300ETF易方达、沪深300ETF华夏、沪深300ETF嘉实是全中国大陆市场最大的4个ETF，总规模达到11333亿元。过去3个月，宽基型ETF净流出共计1978亿元。

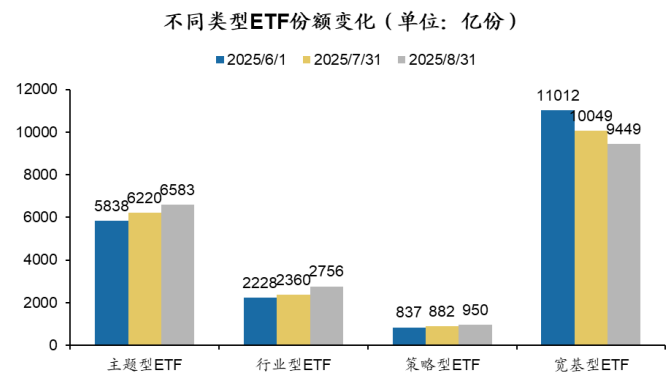
(3) 宽基型ETF的特殊，导致直接看ETF净流入规模并不大，让部分投资者误以为居民资金并没有通过ETF渠道显著流入市场，但居民资金青睐的非宽基型ETF的大幅净流入从侧面印证居民资金已经在“跑步入场”。

图1：过去3个月，非宽基型ETF和宽基型ETF净流入趋势相反



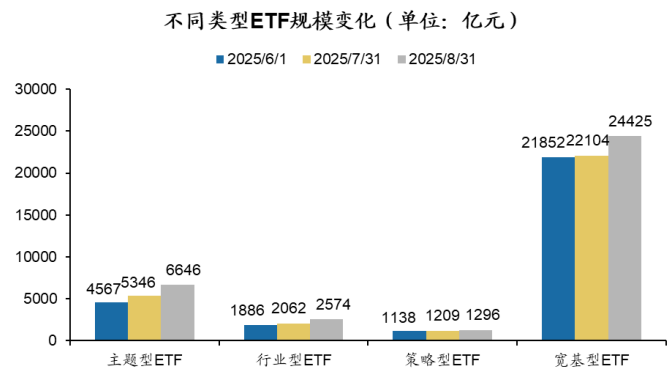
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：份额视角，仅有宽基型 ETF 持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：得益于股市上涨，各类型 ETF 规模均上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

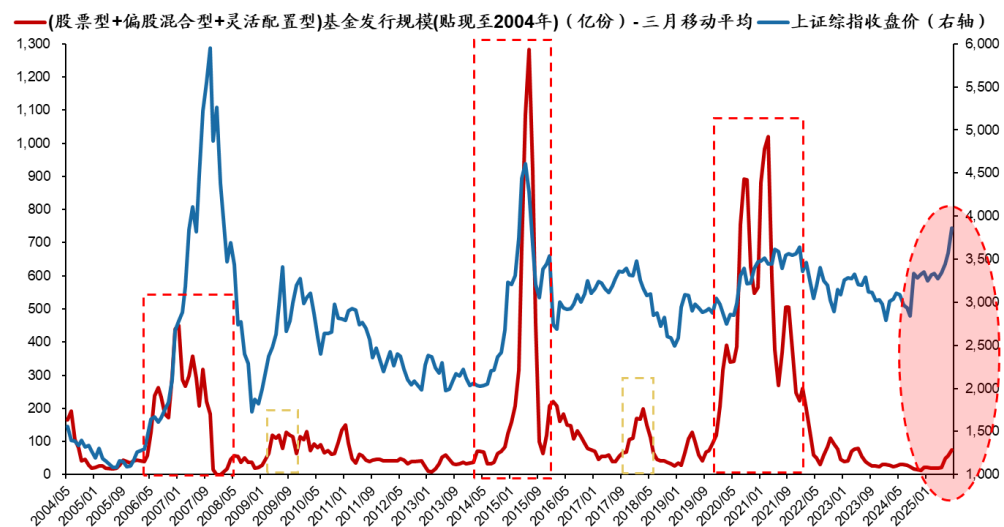
2、这次居民资金入市的不同：ETF vs 主动管理 vs 自主开户

2.1、本轮“牛市行情”主动管理新发规模上行乏力

历史上来看，居民资金入市的重要观测指标是主动管理基金的新发规模。居民资金大举入市，是过去一段时间居民可配置的大类资产的表现决定的，即居民资金入市是过去一段时间居民可配置的大类资产表现的结果，而非大类资产走势的原因。

从基金的发行量来看，2004年以来，A股经历了3次大级别的和2次中级别的居民资金入市，分别为：（1）大级别：2006年6月-2007年6月（持续12个月），2014年12月-2015年6月（持续6个月），2020年4月-2021年8月（持续16个月）；（2）中级别：2009年4月-2010年1月（持续7个月），2017年11月-2018年3月（持续4个月）。

图4：历史上A股在赚钱效应出现后新发主动管理基金均显著上行，但本轮在2大居民资金大级别入市条件具备的背景下规律却失效



数据来源：Wind、开源证券研究所

过去 3 次居民资金大级别的入市，均具备的 2 大显著条件与特征：(1) 银行理财、国债、货基、地产在过去 6 个月的收益率趋势总体下行。(2) 居民需要观察到 A 股持续的明显赚钱效应，至少在居民资金大举入市前的 4 个月，上证综指和全 A 大幅上涨。对于中级别入市，以上条件则至少满足 1 条。

总结以上的规律，我们发现 A 股在赚钱效应出来以后，主动管理基金的新发规模都会上行。但本轮 A 股这样的规律却显著的失效了：在 2 大居民资金大级别入市的条件均具备的当下，主动管理新发规模却上行乏力。

我们认为其核心原因就是居民资金入市的方式由主动基金变成了 ETF。背后有 4 大原因：

(1) 产品丰富度高、弹性高：在监管的大力支持下，近年来 ETF 的丰富度大幅提升，尤其是针对细分行业、下沉式主题的 ETF 非常丰富。

(2) 渠道便利性高：得益于移动互联网的发展，购买 ETF 可以不需要繁琐的开户等流程，居民可以直接在银行 APP、支付宝等支付渠道购买 ETF 联接产品；

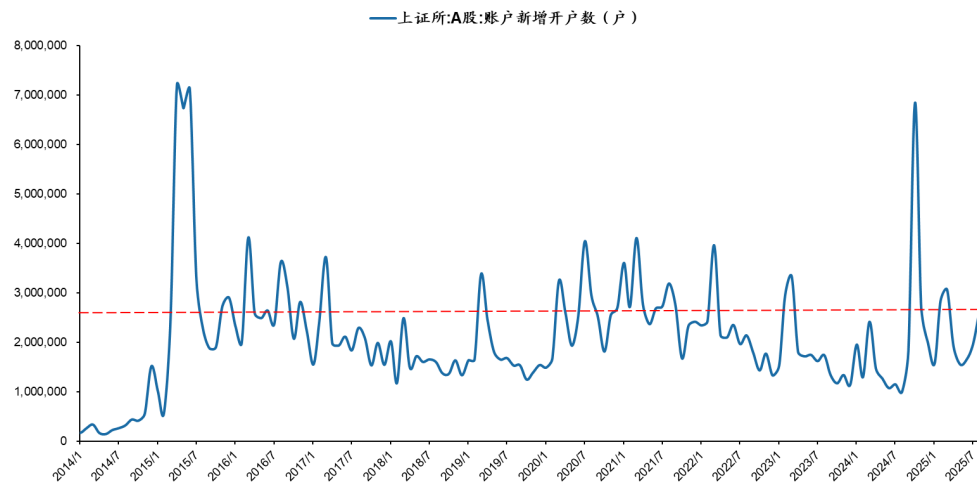
(3) 费用低：ETF 费率远低于主动基金，在短期赎回时费用更灵活，叠加监管推动费率下调，费用优势大，而这一优势或将进一步提升基金买卖基金的换手率；

(4) 决策成本低：ETF 是锚定基准的一篮子股票，不需要选择基金管理人，对于居民来说减少了决策环节。

2.2、8 月新开户数不到 2024 年 10 月的 4 成，不意味着居民没有入市

部分投资者引用开户数数据来印证本轮居民资金尚未开启大举入市，我们认为这个观点忽略了居民资金入市方式的变化。2024 年 10 月上证所 A 股新增开户数达到了 685 万，而 2025 年 8 月这一数据仅为 265 万，部分投资者由此测算：当前居民资金入市的幅度仅为 2024 年 10 月的 38.7% (265 万/685 万)。我们认为居民资金入市的方式已经发生了质的变化，由于 ETF 具备：**(1) 产品丰富度高、弹性高；(2) 渠道便利性高；(3) 费用低；(4) 决策成本低**——4 大优势，居民资金除了直接开户入市外，ETF 或已成为居民资金入市的重要选择。

图5：2025 年 8 月新开户数仅为 2024 年 10 月的 38.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、投资建议：ETF 权重股或强于微盘股；选行业或将比选股更重要

3.1、ETF 的流入强化“龙头”风格，尤其是 ETF 权重股重要性提升

ETF 天然偏向权重股和龙头股，微盘股则缺乏 ETF 产品承接，在当下的市场环境下或存在虹吸效应。由于 ETF 按权重买入，在 ETF 资金持续进入的过程当中，增量资金更多流向龙头；而另一方面，微盘股往往未被纳入 ETF 成分则，缺乏 ETF 产品承接，在当下 ETF 作为重要增量资金的背景下，容易存在虹吸效应。

因此，在本轮居民资金入市的方式发生改变后，市场风格可能更向“龙头化”趋势演变，而成长风格的 β 从微盘、小盘成长扩散到中大盘成长，微盘股则行情更多呈现“主题性、短期性、波动性”。

3.2、行业之间的涨幅差异扩大，未来“选行业”可能比“选股”更重要。

ETF 成为居民增量资金入市的重要渠道后，本轮“指数牛”行业之间的涨幅差异扩大、资金更集中、涨幅更集中，因此在本轮“增量市”当中，“选行业”可能比“选股”更重要。

以往的“指数牛”行情中，主动基金广撒网配置，会主动寻找估值洼地去填补，行业间涨幅差异有限，但本轮“指数牛”行业之间的涨幅差异显著扩大。我们以“指数牛”期间，一级行业涨跌幅的标准差/涨跌幅均值构建“变异系数”指标，发现过去两轮指数牛（2006 年 3 月至 2007 年 10 月，2014 年 11 月至 2015 年 6 月）的变异系数均低于 50%；但本轮从 6 月开始、尚未结束的“指数牛”的变异系数高达 90.6%，即便我们从 2024 年的 9 月 24 日开始算起，本轮“指数牛”的一级行业涨跌幅变异系数仍然高达 56.4%。我们认为这证明了，本轮指数牛行情在主题型 ETF、行业型 ETF、策略型 ETF 成为主要增量资金后，行业之间的涨幅差异明显扩大。

这背后的原因也非常易于理解：（1）居民的投资方式改变，通过 ETF 入市资金按权重被动配置；（2）主题和行业 ETF 加速分化：政策和盈利热点行业快速吸金，冷门行业缺乏承接。

由此可判断，如果 ETF 仍然持续作为增量资金的重要入口，行业间的分化或将会远大于历史经验值，本轮指数牛赚钱效应或更为集中化，未来“选行业”可能比“选股”更重要。

表1：本轮“指数牛”在ETF的影响下，一级行业涨跌幅的变异系数显著增大

	指数牛1	指数牛2	本轮指数牛（起始点算2025-6-1）	本轮指数牛（起始点算2024-9-24）
时间区间	2006-3-1至2007-10-16	2014-11-1至2015-6-12	2025-6-1至2025-9-2	2024-9-24至2025-9-2
一级行业涨幅均值	425.3%	129.3%	17.0%	49.9%
涨幅标准差	175.8%	30.0%	15.4%	28.2%
变异系数 (标准差/均值)	41.3%	23.2%	90.6%	56.4%

资料来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

- 宏观政策超预期变动放大市场波动。
- 全球流动性及地缘政治恶化风险。
- 测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn