

“3600点的A股攻守道”系列报道之市场总览篇

【编者按】

当沪指再次突破3600点,市场却呈现出与历史迥异的新生态。在这样的市场环境下,投资者既不能对高成长赛道盲目追高,也不应对低估值板块简单抄底。为此,本报今日起推出“3600点的A股攻守道”系列报道,试图解答当前市场的核心命题:如何在流动性充裕但板块快速轮动的市场中,寻找真正具备“低估值+高成长”特质的战略机遇?

上证指数今年以来首破3600点

# A股新生态下市场驱动因素生变

7月23日,A股市场冲高回落,上证指数盘中站上3600点,为今年以来首次突破。

自4月8日开启的本轮反弹以来,上证指数、深证成指、创业板指分别累计上涨15.69%、18.10%、27.86%,上证指数连续突破3100点、3200点、3300点、3400点、3500点、3600点关口,行业普涨之下结构性行情突出,板块轮动明显。

分析人士认为,相比于上次上证指数突破3600点主要是由政策驱动,本次突破3600点更多的是由流动性和基本面驱动,市场上涨趋势更为平稳,走势更为稳健。下半年,全球流动性将进一步宽松,内外因素交织下,市场将维持震荡上行态势。

● 本报记者 吴玉华



视觉中国图片 制图/苏振

## 3600点得而复失

7月23日,A股市场冲高回落,在大金融板块的带动下,上证指数盘中一度突破3600点,最高报3613.02点。Wind数据显示,截至收盘,上证指数、科创50指数分别上涨0.01%、0.45%,深证成指、创业板指、北证50指数分别下跌0.37%、0.01%、1.58%,上证指数报收3582.30点,创业板指报收2310.67点。

权重股拉升带动指数上行,大盘股走势强于大盘。大盘股集中的上证50指数、沪深300指数分别上涨0.32%、0.02%,小微盘股集中的中证1000指数、中证2000指数、万得微盘股指数分别下跌0.45%、0.88%、0.28%。

7月23日A股市场成交额为1.90万亿元,较前一个交易日减少303亿元。整个A股市场上涨股票数为1271只,56只股票涨停,4027只股票下跌,10只股票跌停。

从盘面上看,券商、保险等板块表现活跃,雅江水电站概念股表现分化。申万一级行业中,非银金融、美容护理、家用电器行业领涨,分别上涨1.29%、0.59%、0.58%;建筑材料、国防军工、机械设备行业跌幅居前,分别下跌2.27%、1.60%、1.29%。

此前连续爆发的雅江水电站概念股出现分化,铁建重工、深水规院、筑博设计均20%涨停,西宁特钢、浙富控股、中国电建、华新水泥、西藏天路等多股涨停,安靠智电跌停12%、同德化工跌停,北化股份跌停7%,国泰集团、天山股份、中国西电等跌幅6%,广东建工、三一重工等跌幅5%。

带动上证指数突破3600点的大金融板块冲高回落,非银金融板块一度涨逾2%,银行板块一度涨逾1%。

安爵资产董事长刘岩表示,7月23日的走势反映出市场在关键阻力位附近的多空博弈加剧,部分投资者对短期获利了结意愿增强。从技术面看,上证指数虽未能站稳3600

点,但近期温和放量表明市场仍处于上升趋势中,短期回调或为后续突破蓄力。

## 本轮反弹结构性行情突出

在上证指数4月7日出现今年以来的低点——3040.69点后,4月8日开始,A股市场展开本轮反弹,在多重积极因素的支撑下持续走高,上证指数在7月23日盘中突破3600点。

Wind数据显示,4月8日以来,截至7月23日,上证指数、深证成指、创业板指分别累计上涨15.69%、18.10%、27.86%。申万一级行业板块全线上涨,共有14个行业板块涨幅超过20%,通信、综合、有色金属行业领涨市场,分别累计上涨36.21%、29.06%、27.92%,涨幅最小的食品饮料行业上涨0.27%。以上证指数为比较基准,4月8日以来共有22个行业板块跑赢市场,9个行业板块跑输市场。市场轮动之下的结构性行情突出,科技、有色、军工等板块明显跑赢市场,而消费、煤炭、房地产等板块则跑输市场。概念板块中,4月8日以来,稳定币、CPO、光芯片、稀土、CRO、创新药、银行等众多概念板块均有轮动。

从成交额来看,在市场一步步走高的同时,成交额总体呈现放量态势。Wind数据显示,4月8日以来,A股市场成交额仅在4月18日低于1万亿元,其他72个交易日均超1万亿元,7月22日成交额达1.93万亿元,创下阶段新高。

个股层面上,4月8日以来,共有5100只股票上涨,占比超九成,793只股票涨幅在50%以上。其中,135只股票涨幅在100%以上,来自创新药、机械设备及科技板块的股票较多。

中国银河证券策略首席分析师杨超表示,4月7日-8日,中央汇金入市增持ETF,保险资金同步入市,缓解短期市场波动,维护资本市场稳定运行,有力提振市场信心,A股

迎来反弹。之后一系列利好举措为A股市场提供政策支持与基本面信心,外部不确定性有所下降,市场风险偏好回暖,诸多利好因素交织作用下,A股市场维持平稳向上运行态势。

“本轮反弹并未形成交易的主线,而是呈现‘电风扇’式的轮动特征。”东吴证券首席策略分析师陈刚表示。

回顾本轮反弹以来的市场,上证指数从3100点以下到突破3600点,一共用了73个交易日,A股市场平稳向上,各板块出现轮动。从市场估值和总市值来看,Wind数据显示,4月7日万得全A、沪深300滚动市盈率分别为11.67倍、16.97倍,7月23日分别为13.54倍、20.66倍。A股总市值从87.13万亿元增长至104.82万亿元。

上一次上证指数突破3600点是在2024年10月8日,彼时上证指数从2024年9月18日的低点2689.70点最高涨至2024年10月8日的3674.40点,仅仅用了10个交易日。从估值来看,2024年9月17日万得全A、沪深300滚动市盈率分别为10.78倍、14.77倍,2024年10月8日分别为13.87倍、19.55倍。A股总市值从73.68万亿元增长至97.63万亿元。

分析人士表示,相比于上次上证指数突破3600点主要是由政策驱动,本次突破3600点更多的是由流动性和基本面驱动,市场上涨趋势更为平稳,走势更为稳健。

黑崎资本首席战略官陈兴文认为,本次上证指数突破3600点并创今年以来的新高,这是政策预期强化、资金结构优化与产业逻辑共振的结果。

## A股市场有望继续上涨

Wind数据显示,截至7月22日,A股融资余额报19196.13亿元,创近4个月新高,4月8日以来合计增加逾750亿元。赚钱效应持续扩大之下,公募基金规模二季度末突破34万亿元,创历史新高。

对于A股市场,华泰证券研究所策略首席兼金融工程联席首席分析师何康表示,近期,A股强势运行,短期情绪或有惯性。底部升高,高位拉锯,局部高活跃度或为基准情形。一方面,估值性价比下降,且已进入筹码密集的压力区间;另一方面,决策层稳市场决心及行动堵住市场下行风险,回调仍是机会,建议保持仓位。

“内外因素交织下,市场或维持震荡上行。”光大证券策略首席分析师张宇生认为,从基本面看,近期经济数据整体表现较好,2025年二季度GDP同比增长5.2%,上半年GDP同比增长5.3%。从政策看,盈利改善与资金入市双管齐下,下半年政策在发力节奏和空间上仍有余地,一旦外部不确定性上升,政策或仍将迅速发力。从当前市场预期看,9月可能成为年内美联储降息的关键节点,若下半年美联储启动降息,全球流动性将进一步宽松,助力中国资产重估。下半年市场仍存在一些预期差,或将开启下一阶段上涨行情,并有望突破2024年下半年的阶段性高点。

对于当前市场各板块的配置,陈兴文表示,大金融板块是估值修复的主力军,银行受益于息差企稳与资产质量改善预期,非银机构则因居民财富管理需求爆发而获益,当前银行板块PB低于近十年中位数,具有攻守兼备的特点,值得重点关注。科技成长板块需聚焦政策落地与产业化验证,AI算力、商业航天、创新药等赛道已从概念期进入业绩兑现阶段,科创50指数动态市盈率相较于纳斯达克仍有估值优势。周期品行情则有政策催化与供需错配双重支撑,水电重大项目落地为周期品板块带来机遇,稀土、化工等产能出清行业迎来利润弹性。

“科技成长板块内部,AI算力链仍是重点,适度增配航空装备、游戏、存储等有补涨空间的景气品种;氯碱等部分化工品、固态电池也值得关注。”何康认为。

## 发力多元资产配置 券商资管转型加速

● 本报记者 林倩

随着债券市场波动加剧和资管新规的深入推进,券商资管面临着前所未有的转型压力和发展机遇。在接受中国证券报记者采访的业内人士看来,券商资管需要加速转型,减少对固收业务的依赖,积极发力进行多元资产配置,创新产品和服务,提升主动管理能力,以适应市场变化和客户需求的多样化,打造差异化竞争力。同时,券商资管还要加强对投资组合的风险管理。

## 市场波动与竞争加剧

去年多数券商资管呈现较强韧性,固收类产品发挥了重要作用。但是今年以来,债券市场告别过去几年单边走强态势,步入高波动震荡格局。如何在复杂多变的市场环境中寻找新的增长点,成为券商资管亟待解决的关键问题。

华金证券副总裁华一在接受记者采访时表示,今年以来,券商资管在固收类产品方面面临多重挑战,市场波动加剧了投资难度,收益获取难度增加,产品净值化管理压力增大,信用风险防控难度也在提升。

“当前利率中枢下行至历史低位附近,叠加信用利差收窄,新配置债券票息下降,而存量高收益资产逐步到期,产品收益面临‘再投资’等压力。”国金资管助理总经理杨静涛表示,部分机构通过加久期、加杠杆增厚收益,但久期拉长至5年以上的产品在利率波动中净值回撤风险陡增。

资管新规推进下,固收类产品全面净值化,这对券商资管提出更高的要求。华一表示,今年以来债券市场的高波动使产品净值波动明显,加之投资者对净值回撤的容忍度降低,券商资管需在产品设计与管理上注重风险控制和流动性管理,合理设置产品期限结构、优化赎回条款,同时加强与投资者沟通,引导其树立长期投资理念。

## 积极进行多元策略布局

在接受采访的机构人士看来,为破解收益困局,券商资管需加大可转债、ABS、境外债、REITs等非传统固收资产的布局,但对这类资产的配置上存在“风险-收益性价比”平衡的问题。

近年来,包括华鑫证券、华福证券、华金证券在内的多家券商开始将目光投向一种创新的投资策略——全天候策略。据华一介绍,华金证券资管在2024年初即开始探索宏观视角下的全天候多元资产配置交易策略,通过投资权益市场、债券市场、商品期货、金融期货、可转债、REITs、期权等多种资产类别,降低了单一资产的风险,同时也降低了资产之间的相关性。全天候策略可以通过不同的资产和策略组合实现风险的平衡和分散,即使单一子策略表现不佳,也不会导致整个组合整体风险失控。

对于固收产品来说,杨静涛表示,ABS和可转债是重点挖掘的资产。ABS的基础资产现金流相对稳健,能分散传统债券风险,信用结构分层设计可匹配不同风险偏好,补充固收资产多样性。优质可转债也符合固收产品稳健性要求,正股上涨时有机会转股获利,增强收益弹性,缓解纯债收益压力。此外,可转债基金也有类似效果。

“除固收产品外,权益投资是公司近几年关注的重点,公司力求探索细分领域的投资机会,挖掘能够增厚业绩的细分赛道。”杨静涛表示,今年权益市场环境向好态势显现,红利策略在去年表现较好,从长期来看仍有投资价值。

在多元化资产配置的同时,券商资管还应加强对投资组合的风险管理。华一表示,在低利率环境下,市场波动可能加大,机构需要建立完善的风险管理体系,对投资组合进行动态调整和优化,以降低投资风险并提高收益稳健性。机构应加大资管产品的创新力度,推出更多符合市场需求和投资者偏好的产品,如固收类、混合类、权益类、全天候类等,以适应不同投资者的风险承受能力。

## 打造差异化竞争力

相较于银行、基金、保险等其他金融机构,券商资管的核心优势源于依托体系内证券公司全牌照生态与资本市场深度参与,可以形成差异化竞争力。

在当前市场环境,杨静涛认为,券商资管有望在多个业务方向实现增量:一是通过QDII布局海外高息资产,并探索REITs、商品期货等另类资产,分散单一市场风险;二是券商资管可依托投行基因优势,发力ABS、基础设施公募REITs等创新工具,具体品种上,绿色ABS、战略新兴ABS、低空经济ABS等与国家战略贴合的项目均是方向。

尽管固收市场行情有所降温,但低风险理财仍是主流。华一表示,券商资管可通过持续丰富固收产品体系,加强“固收+”产品的发行力度,如挂钩黄金、衍生品的固收+策略等,尽力满足投资者对收益的需求,推动固收业务保持相对平稳增长。此外,券商资管可发行“FOF+衍生品”结构的产品,通过期权等衍生品对冲FOF的下行风险;或设计“母基金+子基金”的分级模式,满足不同风险偏好投资者需求。

# 外资加仓中国 全球资本“再平衡”加速

● 葛瑶 代诗瑶

随着中国经济基本面稳步向好,外资持续加码中国资产,A股市场逐渐成为其新的重点布局领域。国家外汇管理局最新数据显示,2025年上半年外资净增持境内股票和基金101亿美元,扭转过去两年净减持态势。

业内人士普遍认为,全球资本正经历“再平衡”过程,外资在A股的配置比例仍有较大提升空间。伴随中国经济转型升级以及长期资金逐步进入市场,A股市场中长期发展潜力巨大。

## 跨境资金连续流入

国家外汇管理局国际收支司司长贾宁7月22日在国新办新闻发布会上表示,2025年上半年外资净增持境内股票和基金101亿美元,扭转了过去两年总体净减持态势。尤其是5月、6月,净增持规模增加至188亿美元,显示全球资本配置境内股市的意愿增强。

贾宁表示,经济基本面稳健为外资投资中国创造了稳定的宏观环境。随着扩内需政策效果显现,经济稳中向好态势有望进一步巩固。近期,多家国际投行表示看好中国发展机遇,将中国资产评级由中性上调至超配。

外汇市场的稳定运行,进一步增强了国际资本对中国市场的配置信心。高盛测算,今年5月和6月,中国跨境资金分别实现净流入300亿美元和40亿美元。6月,经常账户项下外汇流入230亿美元。

流向中国的资金背后,是全球资本“再平衡”的逻辑调整。富达国际在一份报告中称,投资者正在降低对美股尤其是大型科技股的不俗占比,转向估值更具吸引力、成长潜力不俗的亚洲股票市场。富达国际亚太区投资总监斯图尔特·拉姆布(Stuart Rumble)认为,全球贸易格局变化、财政政策不确定性以及汇率波动,正促使投资者向新兴市场及具有结构性成长机会的区域寻求收益。

瑞银全球股票策略团队的研究表明,美元指数每下跌10%,新兴市场股市平均回报率可提升约9个百分点。预计A股作为新兴市场的重要组成部分,将在人民币温和升值背景下受益于外资的阶段性回流。

## 中概股ETF同步受益

国内需求端也呈现积极信号。国家统计局的数据显示,2025年6月,我国社会消费品零售总额同比增长4.8%。摩根大通分析认为,假期效应、“618”促销及入境游政策放宽是主要推动因素,预计下半年消费回暖的势头有望延续。个性化、体验化与科技化正在引领中国消费市场结构升级,也成为外资投资中国的重要方向之一。

外资正以稳健步伐进入A股市场。瑞银的数据显示,截至2025年一季度末,外资持有A股资产总规模为2.97万亿元,占A股总市值的3.4%;而A股在MSCI中国指数中的权重约为17%。

与此同时,外资也在重新评估对A股的配置比例。野村东方国际证券资产管理部总经理肖令君认为,从全球视角来看,A股当前估值水平与中国经济体量及全球贸易地位并不匹配,外资配置比例不足5%,未来仍具较大提升空间。他认为,在新经济转型与长期资产逐步入市的背景下,A股市场长期发展空间广阔。当前A股正处于“熊转牛”的初期阶段,估值优势和政策支持为市场奠定了中长期投资价值基础。

增持趋势不仅体现在A股市场中,境外中概股ETF同样呈现资金净流入的态势,反映外资对中国资产的整体兴趣逐渐升温。ETF.com的数据显示,2025年上半年,安硕MSCI中国ETF(MCHI)净流入约1.6亿美元,KraneShares中概互联网ETF(KWEB)净流入约2.5亿美元。MCHI当前总规模接近64亿美元,持仓包括腾讯控股、阿里巴巴-W、小米集团-W、美团-W等龙头企业;KWEB规模约73亿美元,聚焦大型互联网中概股。