

微盘相对红利短期续涨概率<5% ——资金流向和中短线指标体系跟踪（十四）

证券分析师：陈刚

执业证书编号：S0600523040001

邮箱：cheng@dwzq.com.cn

证券分析师：蒋琚逸

执业证书编号：S0600123040067

邮箱：jiangjy@dwzq.com.cn

2025年5月26日

摘要:

✓ 宏观流动性与资金价格:

- 公开市场操作: 本期央行公开市场转为净投放, 规模达9600亿元, 央行已连续3月实现MLF超额续作
- 货币市场利率: 央行呵护下资金面整体稳健
- 债券市场利率: 债市表现有所分化, 信用债强于利率债, 国债收益率曲线陡峭化
- 外汇市场: 评级下调叠加财政可持续性担忧, 美元信用根基受冲击, 美元走弱的同时美债冲高, 中美利差走阔, 人民币升值

✓ 微观流动性与A股市场资金面: A股缩量回调, 可跟踪资金净流出规模收缩

- 散户: 散户情绪回升
- 杠杆资金: 杠杆资金转为净流出, 市场风险偏好下降
- 外资: 北向成交热度边际回落, 海外被动资金维持净流入, 离岸沪深300ETF时隔两周转为净申购
- 公募: 偏股基金新发强度回升, 主动偏股型仓位小幅上行; ETF资金连续5周净流出, 军工ETF获大幅净申购

✓ 中短线指标体系跟踪:

- A股与汇率/港股/商品背离指标: 对于市场短期走势的指示性意义较弱
- A股大小盘分化指数: 从收益角度看, 指标逐渐由负区间上行至正区间, 表明上周以来小盘相对大盘实现中短期超额; 大小盘换手率分化程度仍处高位, 后续小盘相对大盘换手热度降温的概率仍高于85%
- 微盘-红利轮动指标: 近期指标快速上行、触及严重背离区间, 表明微盘相对红利严重超涨, 模型提示中短期内, 微盘相对红利进一步超涨的概率低于5%

✓ 风险提示: 经济复苏不及预期、海外衰退超预期、地缘政治事件黑天鹅、统计数据口径存在偏差等



■ 1、宏观流动性与资金价格

■ 2、微观流动性与A股市场资金面

■ 3、中短线指标体系跟踪

■ 4、风险提示

1、宏观流动性与资金价格

央行公开市场转为净投放

- ✓ 公开市场操作：本期央行公开市场转为净投放，以应对税期及政府债缴款等扰动，累计规模达9600亿元。
 - 逆回购净投放4600亿元。其中，投放量9460亿元，回笼量4860亿元。
 - MLF投放5000亿元。自3月以来，央行已连续3个月实现MLF超额续作。

注：表中所指本期为2025年5月17日-5月23日，上期为2025年5月10日-5月16日						
公开市场操作（亿元）		本期	上期	边际变化		近6个月趋势图
逆回购	投放	9460	4860		4600	
	回笼	-4860	-8361		3501	
	净投放	4600	-3501		8101	
MLF	投放	5000	0		5000	
	回笼	0	-1250		1250	
	净投放	5000	-1250		6250	
货币净投放量总计	投放	14460	4860		9600	
	回笼	-4860	-9611		4751	
	净投放	9600	-4751		14351	

银行间流动性稳健，债市表现分化

- ✓ 货币市场利率：央行呵护下资金面整体稳健。SHIBOR隔夜及DR007利率边际下行，分别-8.9bp、-5.1bp。
- ✓ 债券市场利率：债市表现有所分化。信用债强于利率债，信用利差边际回落10.5bp，国债收益率曲线陡峭化，1Y、10Y国债收益率分别-3.5bp、+0.3bp，期限利差扩大至27bp。
- ✓ 外汇市场：评级下调叠加财政可持续性担忧下，美元信用根基受冲击，美元走弱的同时美债冲高。2Y、10Y中美利差双双走阔，美元兑人民币即期汇率升至7.19元。

注：表中所指本期为2025年5月17日-5月23日，上期为2025年5月10日-5月16日						
货币市场利率（%）		本期	上期	边际变化 （bp）	历史分位 （近5年）	近1年趋势图
公开市场操作	逆回购利率（7天）	1.40	1.40	0.0	0%	
质押式回购	R007	1.63	1.63	0.2	4%	
	DR007	1.59	1.64	-5.1	8%	
SHIBOR	SHIBOR（隔夜）	1.57	1.65	-8.9	33%	
	SHIBOR（1周）	1.55	1.55	0.7	4%	
	SHIBOR（1个月）	1.61	1.63	-1.4	3%	
	SHIBOR（3个月）	1.64	1.65	-0.5	3%	
债券市场利率（%）		本期	上期	边际变化 （bp）	历史分位 （近5年）	近1年趋势图
国债	国债收益率（1Y）	1.45	1.48	-3.48	11%	
	国债收益率（10Y）	1.72	1.72	0.28	6%	
信用债	企业债收益率（5Y/AAA）	1.94	2.04	-10.12	3%	
	企业债信用利差（5Y/AAA）	0.37	0.48	-10.46	7%	
外汇市场		本期	上期	边际变化	历史分位 （近5年）	近1年趋势图
汇率	美元兑人民币（人民币元）	7.19	7.21	-0.02	71%	
中美利差 （中-美）	中美利差（2Y）（bp）	-252.53	-250.51	-2.02	24%	
	中美利差（10Y）（bp）	-278.92	-275.07	-3.85	4%	

2、微观流动性与A股市场资金面

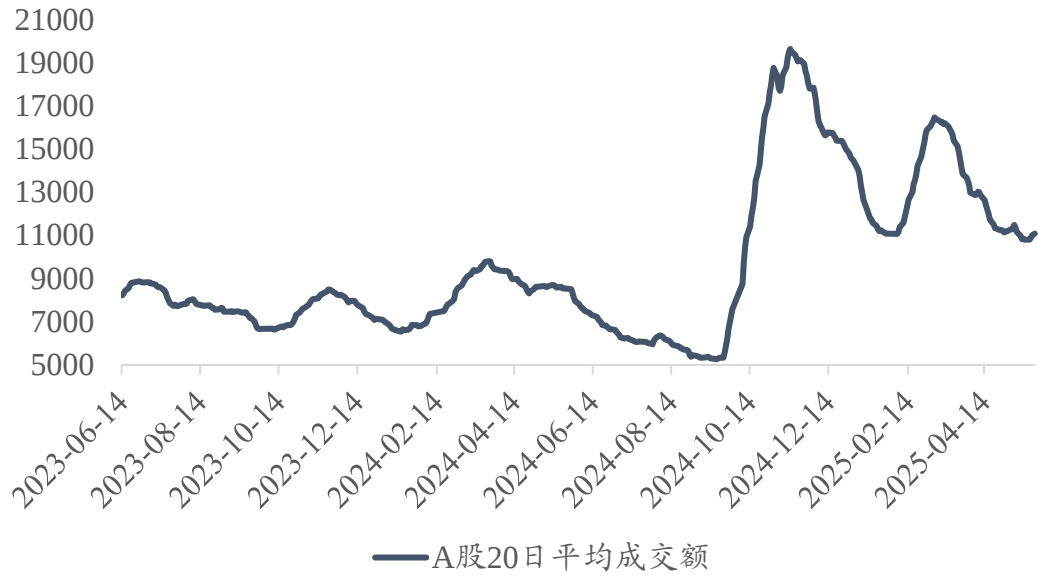
注：本期为2025年5月19日-5月23日，上期为2025年5月12日-5月16日

成交热度：A股缩量回调

✓ 本期，万得全A下跌0.63%，日均成交金额收缩至1.17万亿元，较上期减少929.2亿元。

- 分板块来看，除北交所外，上证主板、深证主板、创业板、科创板日均成交额均有回落，分别环比减少311、176、365、89亿元。
- 分重要指数看，沪深300、上证50、中证500、中证1000日均成交额分别环比减少599、169、302、169亿元。

A股日成交金额20日移动平均（单位：亿元）



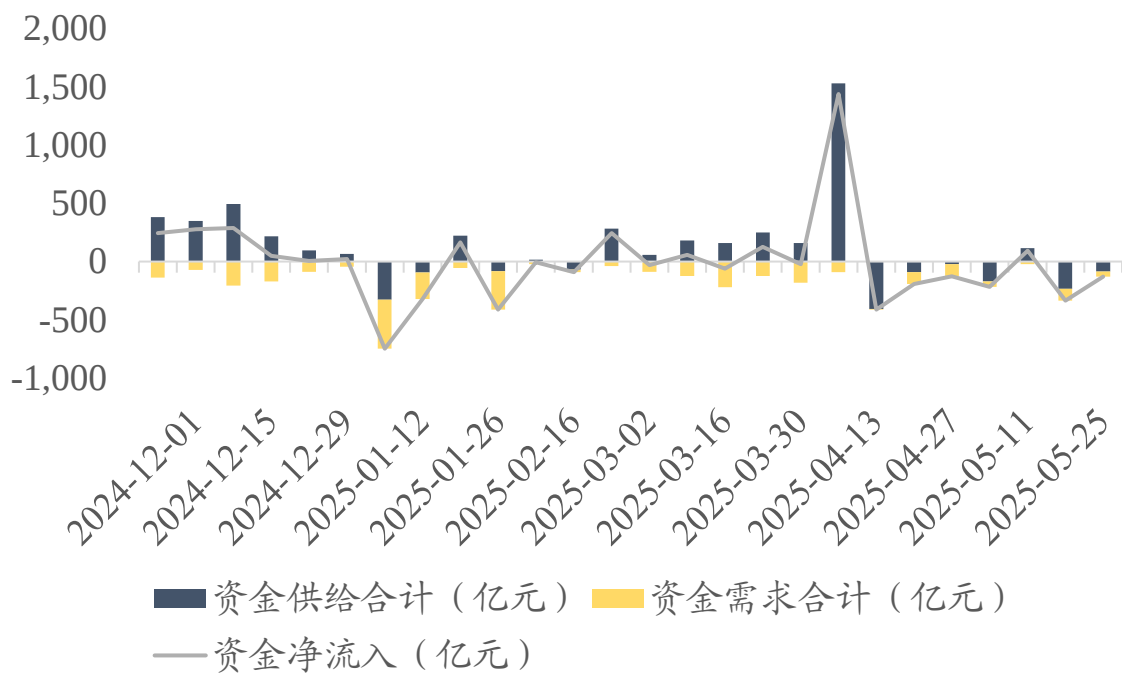
市场板块及重要指数周度成交额变动（单位：亿元）

	日均成交额	日均成交额变动		日均成交额	日均成交额变动
全部A股	11,733.50	-929.17	上证主板	3,772.30	-311.47
沪深300	2,068.04	-598.91	深证主板	3,779.61	-175.94
上证50	577.88	-168.71	创业板	3,074.82	-365.46
中证500	1,475.48	-302.20	科创板	747.13	-89.11
中证1000	2,253.28	-169.42	北交所	359.49	12.65

资金供需：A股可跟踪资金净流出规模收缩

- ✓ 本期，A股可跟踪资金仍为净流出，但规模收缩至129亿元，主要系ETF资金净赎回减少所致。
 - 资金总供给（偏股型公募基金新发+融资资金净流入+股票型ETF净申购）为-87亿元，较前期增加147亿元。
 - 资金总需求（IPO+定增+重要股东净减持）42亿元，较前期减少59亿元。

A股周度可跟踪资金供需（单位：亿元）



A股可跟踪资金流		本期	前期	变动
资金供给	偏股型基金新发份额	95	48	47
	融资资金净流入	-56	22	-78
	股票型ETF净申购	-126	-304	178
	合计	-87	-234	147
资金需求	IPO	16	13	3
	定增	11	43	-32
	重要股东净减持	16	46	-30
	合计	42	102	-59
A股资金净流入		-129	-336	207

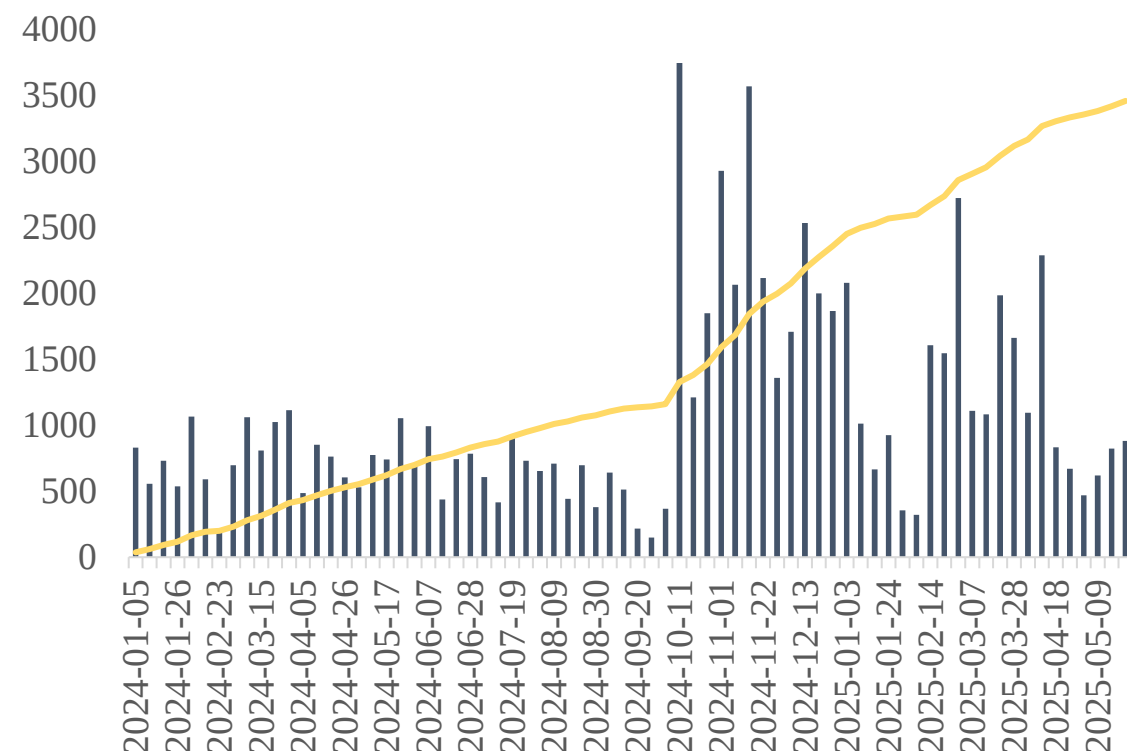
散户：散户情绪回升

✓ 本期，散户活跃度指标环比回升。

- 以小单刻画的沪深两市散户资金净流入880亿元，环比提升58亿元。
- 散户ETF资金由前期的净流出转为净流入，规模为18亿元，环比提升27亿元。

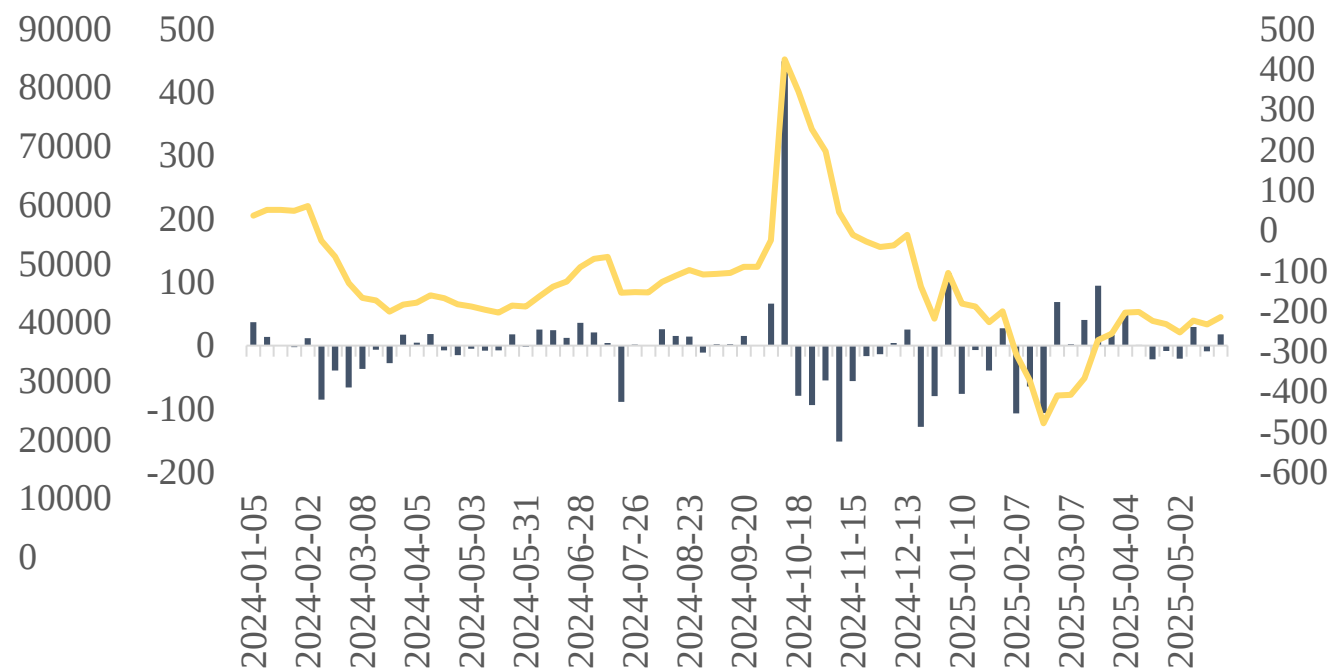
以小单刻画的沪深两市散户资金流向（亿元）

■ 周度净流入 — 2024年以来累计净流入（右轴）



散户通过ETF市场净流入资金测算（单位：亿元）

■ 周度净流入 — 2024年以来累计净流入（右轴）



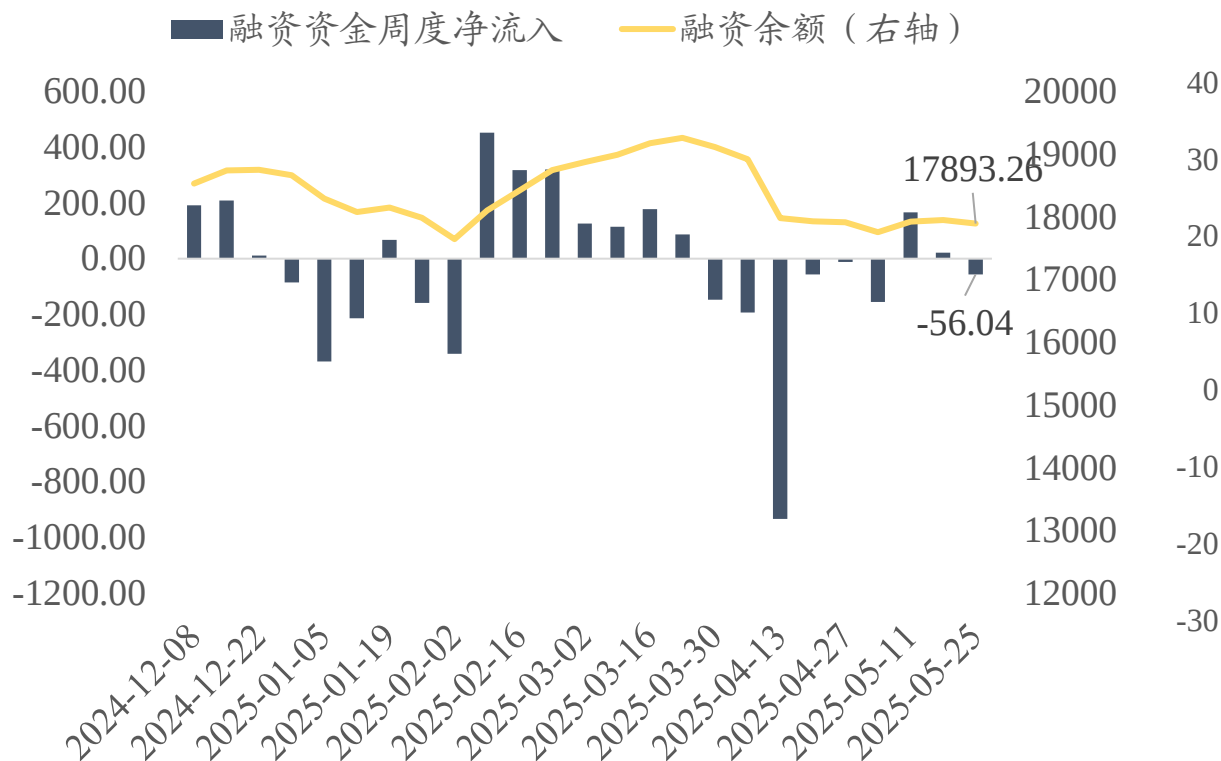
注：选取穿透法计算后个人投资者占比较大的ETF

杠杆资金：杠杆资金转为净流出，市场风险偏好下降

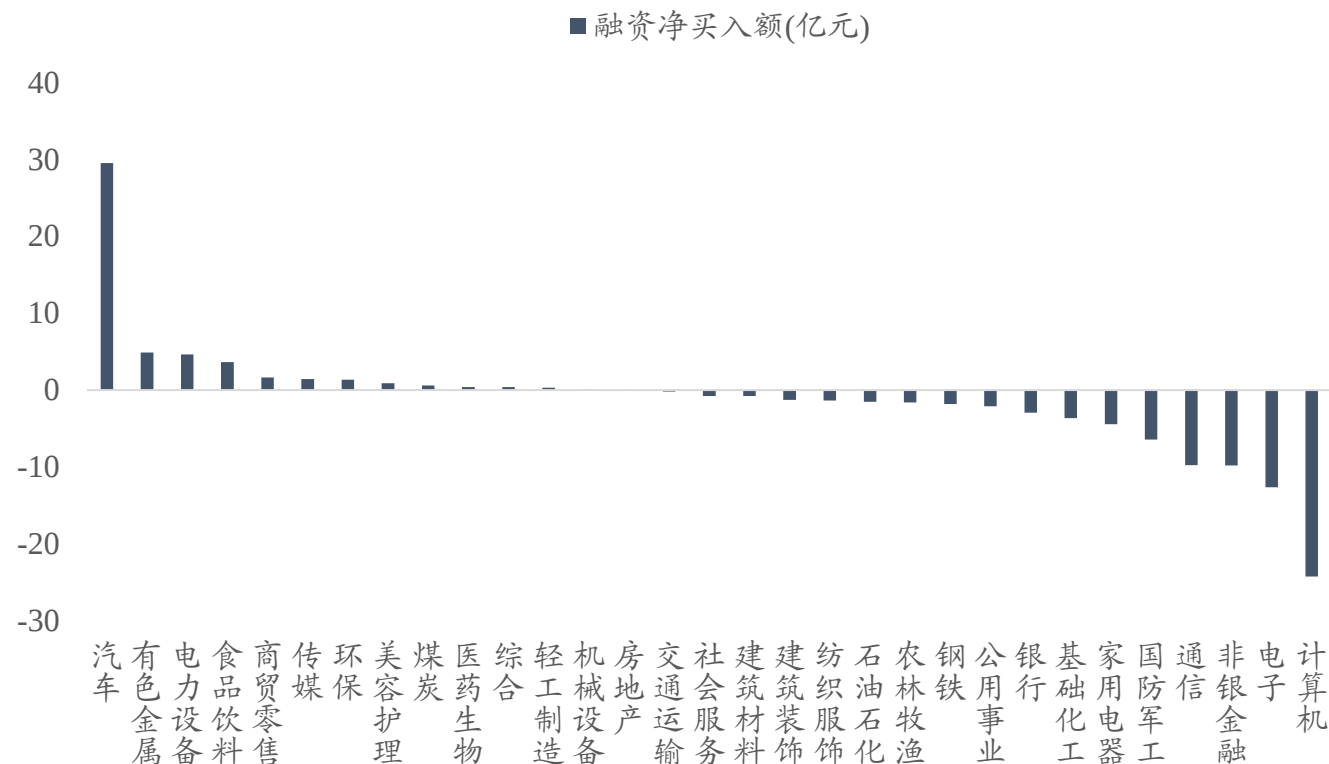
✓ 本期，杠杆资金转为净流出，市场风险偏好下降。

- 融资资金净流出56亿元，规模环比减少78亿元，融资余额回落至17893亿元。
- 汽车获明显加仓，计算机、电子、非银金融等一级行业遭大幅减仓。

融资余额及资金净流入规模（单位：亿元）



本期各申万一级行业融资净买入额（单位：亿元）

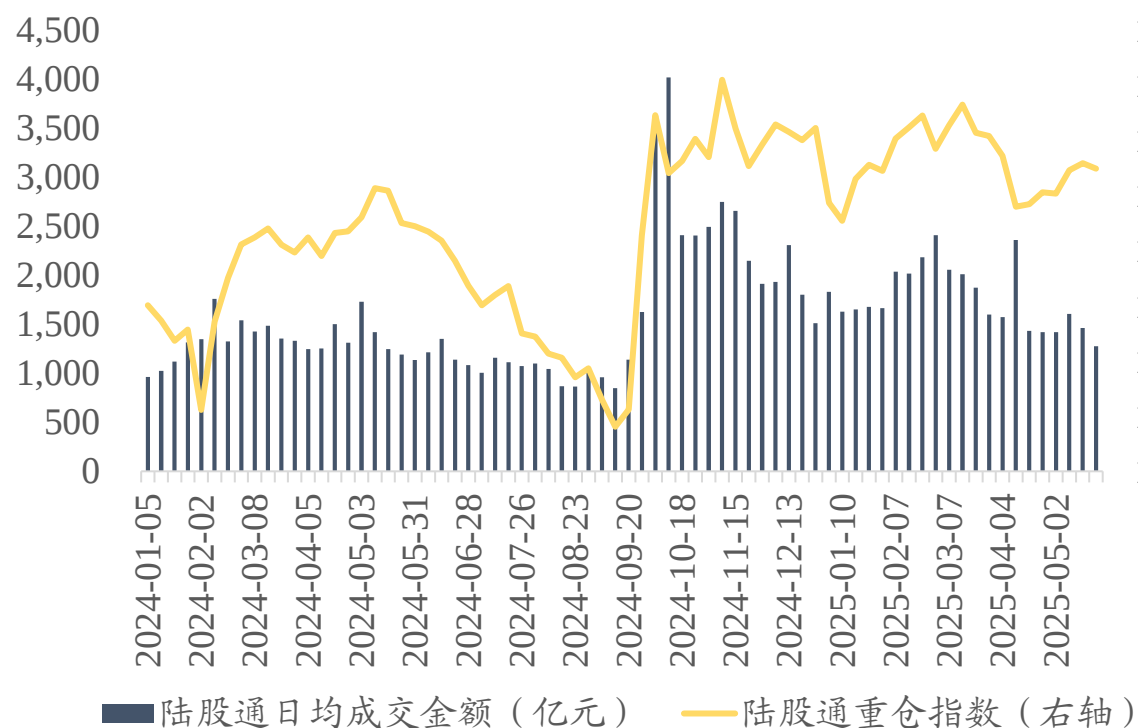


外资：北向成交热度边际回落，海外被动资金维持净流入

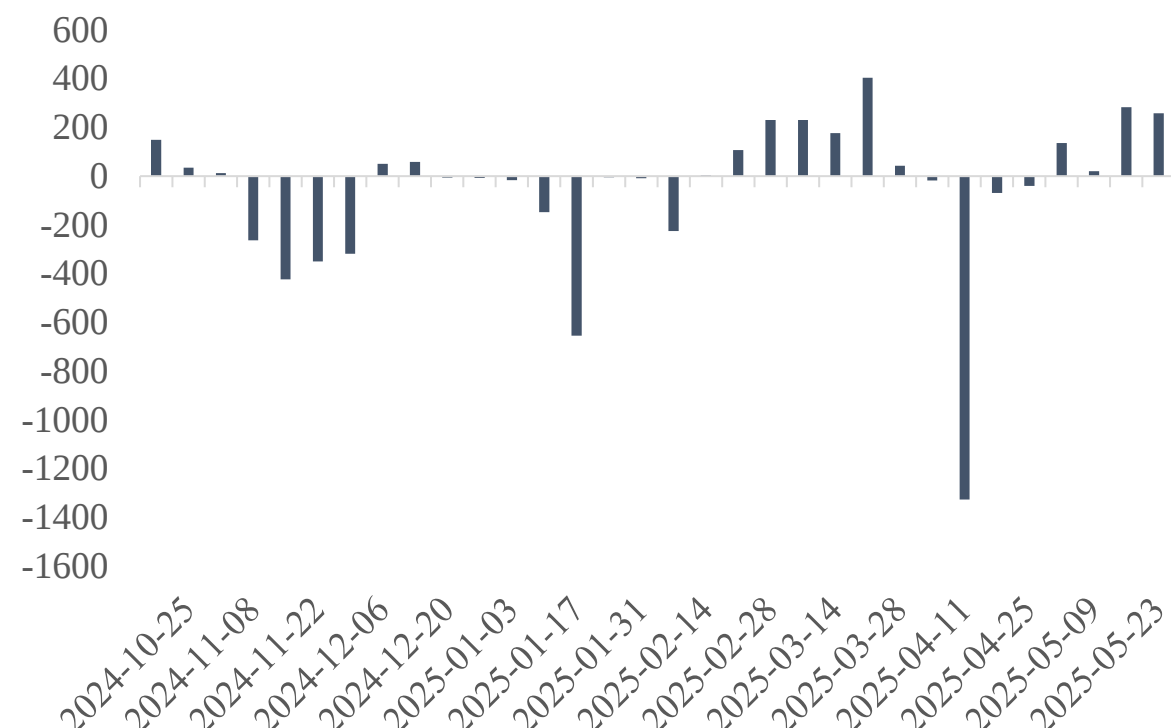
✓ 本期，北向成交热度较前期回落，海外上市且侧重投资A股的ETF资金继续加仓，规模小幅收窄。

- 陆股通日均成交金额为1275亿元，环比回落185亿元。
- 海外被动资金维持净流入，规模为2.58亿美元，环比小幅减少2502万美元。

陆股通日均成交金额（单位：亿元）



海外上市侧重投资A股的ETF资金流向（单位：百万美元）



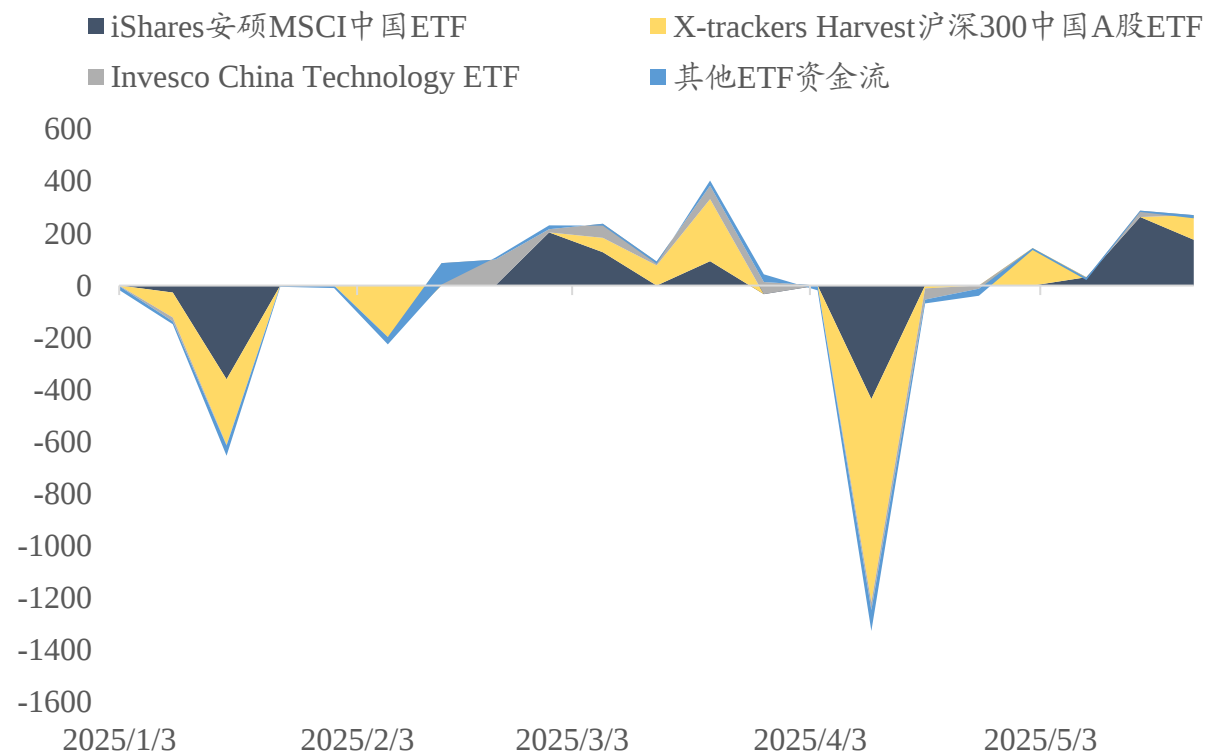
外资：北向成交热度边际回落，海外被动资金维持净流入

- ✓ 本期，北向成交热度较前期回落，海外上市且侧重投资A股的ETF资金继续加仓，规模小幅收窄。
 - 海外被动资金流中，iShares安硕MSCI中国ETF净流入1.76亿美元；X-trackers Harvest 沪深300ETF 时隔两周转为净申购，规模为0.96亿美元。

海外上市重仓A股的ETF总规模（单位：亿美元）



海外各路被动资金流向（单位：百万美元）

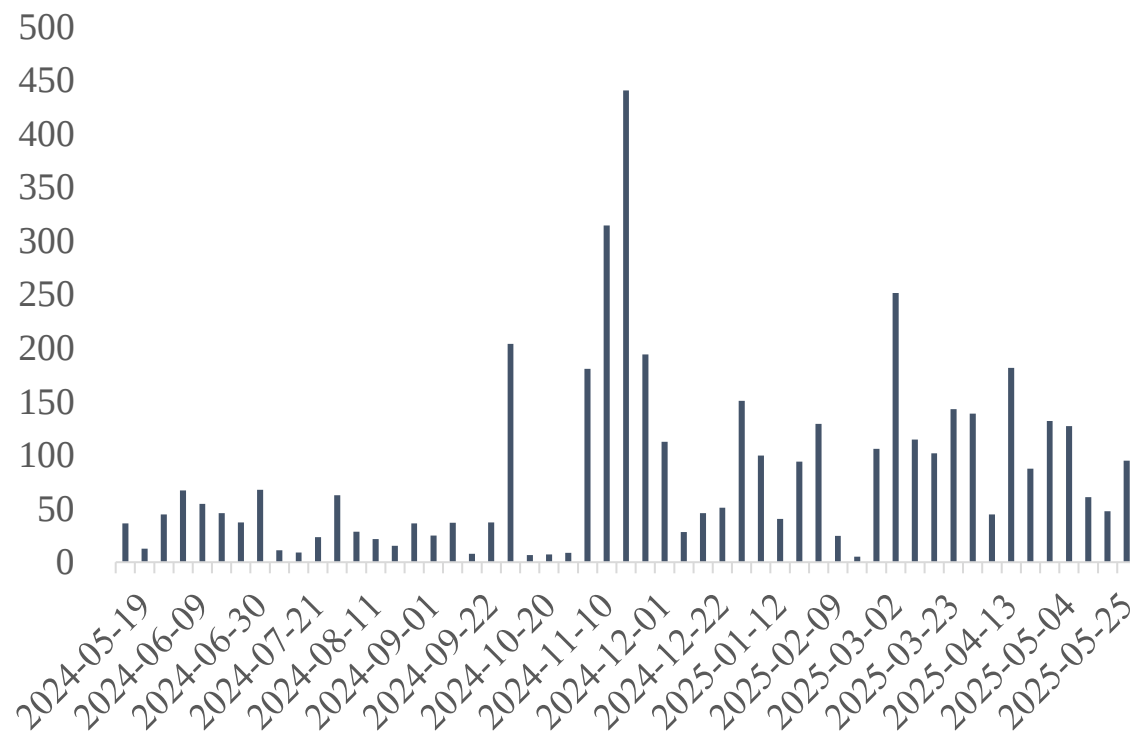


公募：偏股基金新发强度回升，主动偏股型仓位小幅上行

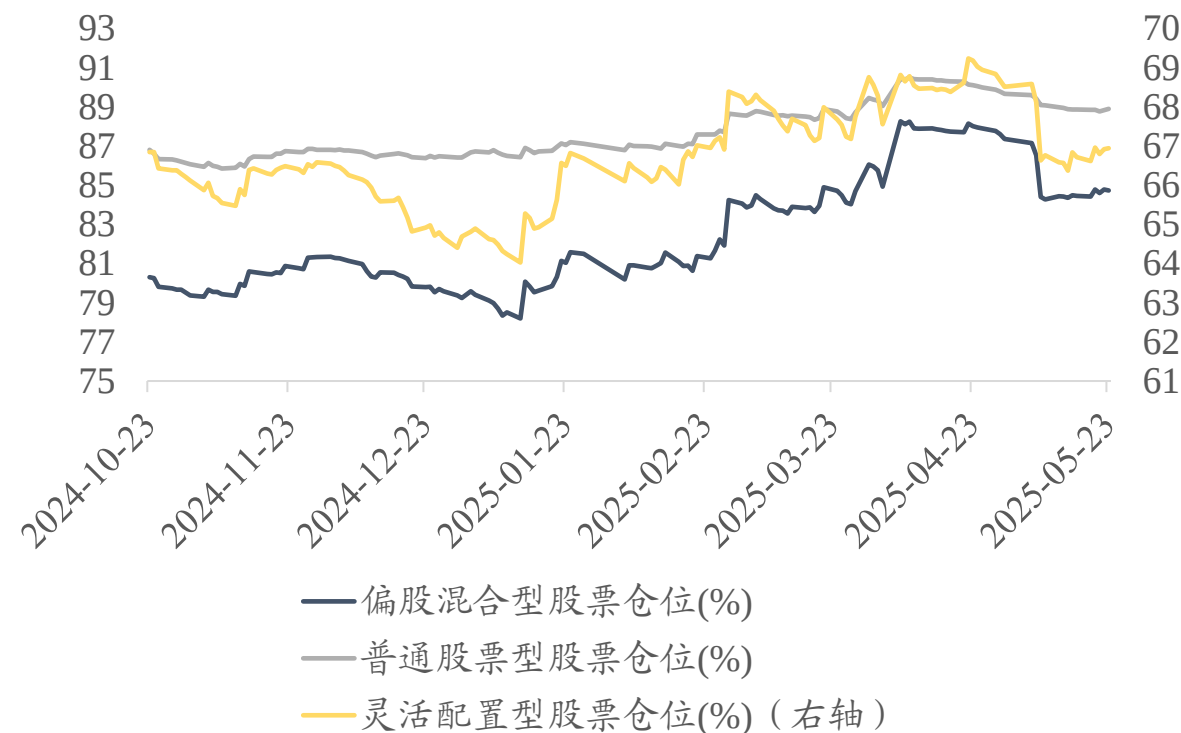
✓ 本期，偏股型基金新发强度边际回升，主动偏股型基金股票仓位小幅上行。

- 新成立偏股型基金份额为94.9亿元，环比回升47.3亿元，基本均为指数型产品。
- 偏股混合型、灵活配置型、普通股票型的股票仓位总体较前期小幅回升，环比分别提升0.28pct、0.23pct、0.03pct。

新成立偏股型基金份额（单位：亿元）



主动偏股型基金股票仓位（单位：%）

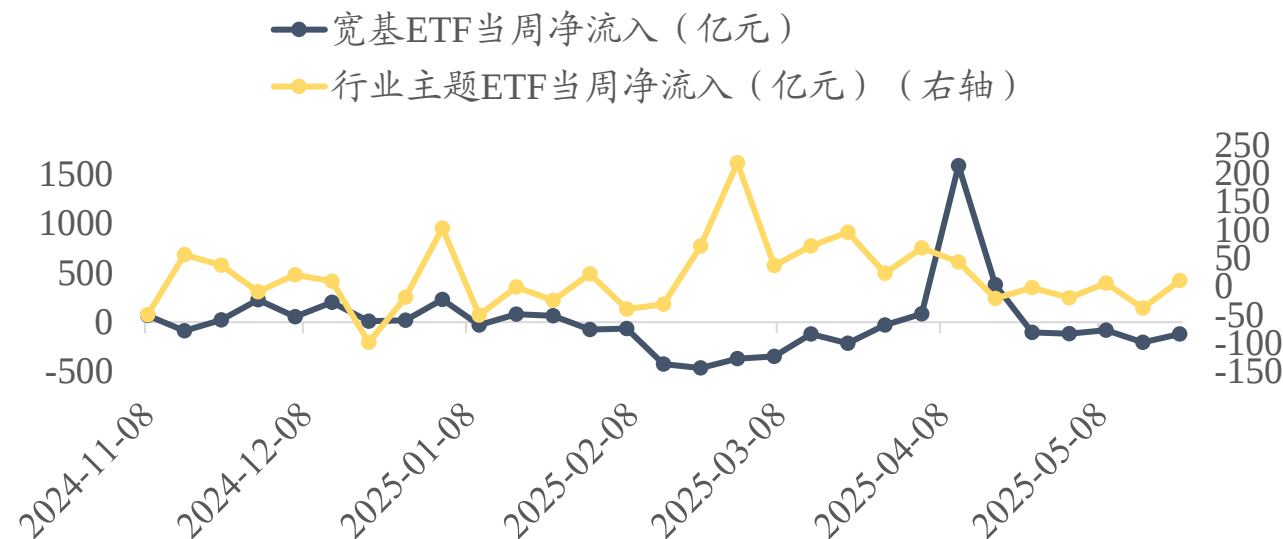


公募：ETF资金连续5周净流出，军工ETF获大幅净申购

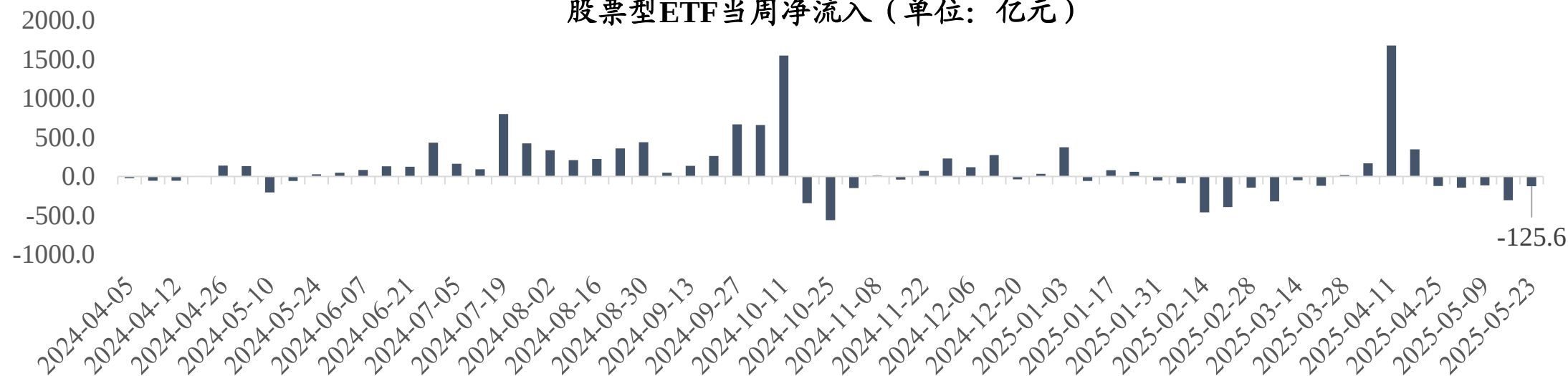
✓ 本期，股票型ETF持续净流出，规模达125.6亿元，环比收窄178.3亿元。

- 宽基ETF资金共计净流出120.8亿元，规模较前期收缩82.8亿元。
- 行业主题ETF资金由前期净流出转为净流入，规模达10.5亿元，环比提升48.5亿元。

宽基及行业主题ETF当周净流入（单位：亿元）



股票型ETF当周净流入（单位：亿元）

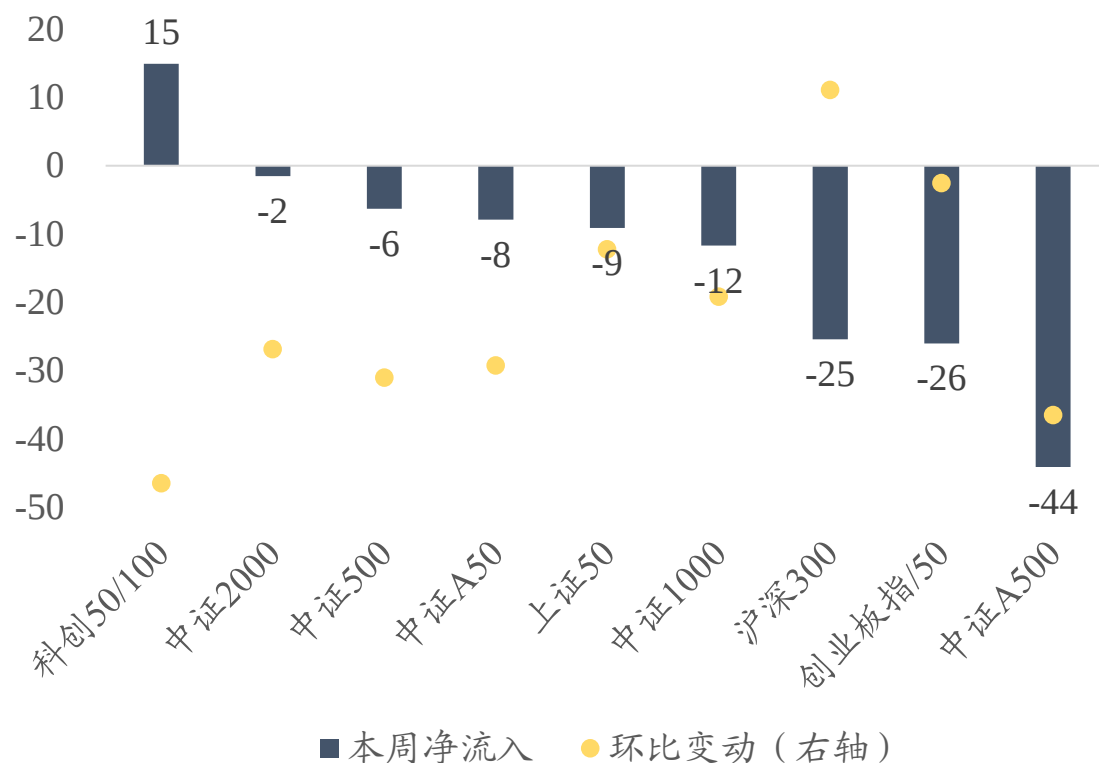


公募：ETF资金连续5周净流出，军工ETF获大幅净申购

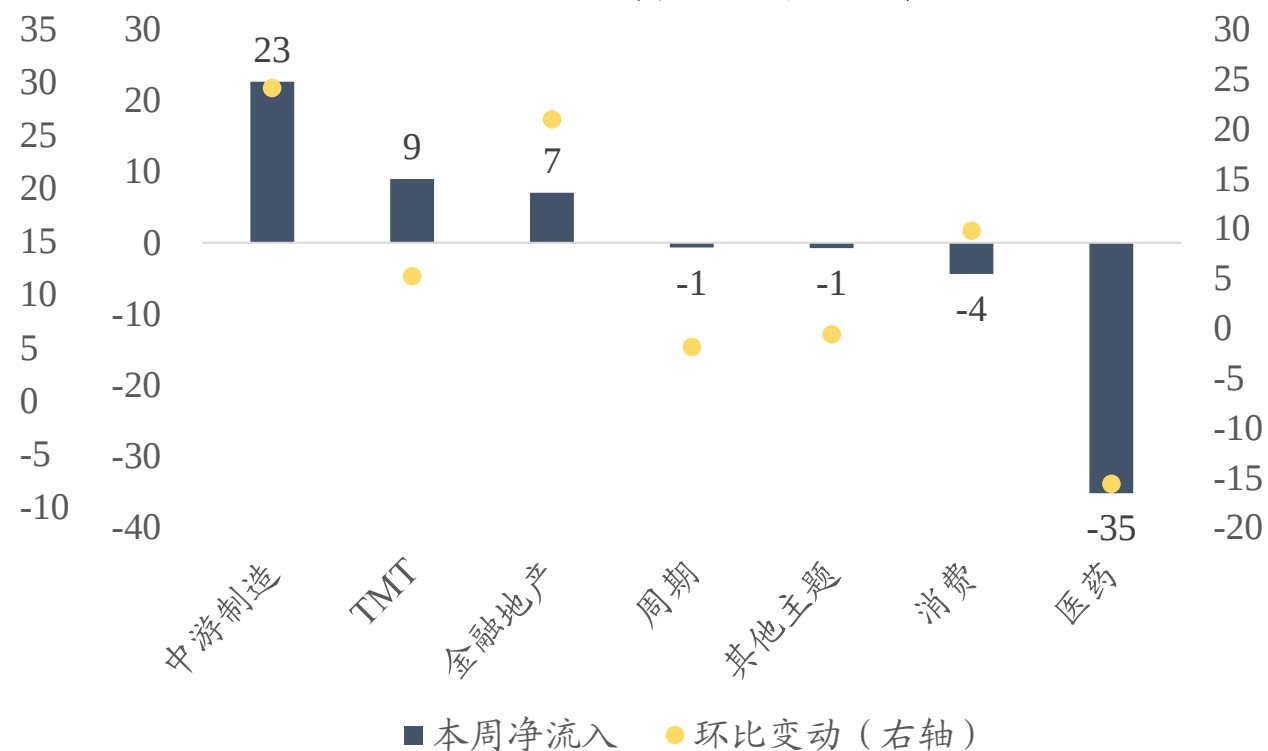
✓ 科创相关ETF资金维持净流入，中游制造ETF转为净申购。

- 宽基ETF中，仅科创50/100实现净流入，本期净流入规模为14.9亿元，环比减少7.8亿元；中证A500ETF净赎回44.1亿元，环比小幅扩大1.4亿元。
- 行业主题ETF中，中游制造、TMT、金融地产被净申购，其中中游制造板块获大幅净申购，规模为23亿元；医药、消费、周期为净赎回，医药净赎回规模由前期的19.5亿元扩大至35.2亿元。

主要宽基ETF资金流情况（单位：亿元）



行业主题ETF资金流情况（单位：亿元）



公募：ETF资金连续5周净流出，军工ETF获大幅净申购

✓ 本期，科创、军工相关ETF净流入规模靠前。

- 净流入规模最大的前三大ETF为华夏上证科创50ETF、富国中证军工龙头ETF、国泰中证军工ETF，分别净流入9.9亿元、9.9亿元、7.5亿元。国防/军工指数口径下，ETF资金总计净流入27.5亿元。
- 净流出规模最大的前三大ETF为易方达创业板ETF、创新药ETF、华泰柏瑞沪深300ETF，分别净流出15.4亿元、13.8亿元、10.9亿元。

本期净流入前十大ETF（单位：亿元）

基金代码	基金名称	本周净流入	上周净流入	环比变动
588000.SH	华夏上证科创板50成份ETF	9.9	14.2	-4.3
512710.SH	富国中证军工龙头ETF	9.9	5.4	4.5
512660.SH	国泰中证军工ETF	7.5	-4.5	12.0
512670.SH	国防ETF	6.9	0.5	6.5
512480.SH	国联安半导体ETF	5.3	8.6	-3.2
512880.SH	国泰中证全指证券公司ETF	4.6	-3.8	8.4
512690.SH	酒ETF	3.9	-5.7	9.6
512680.SH	广发中证军工ETF	3.2	4.9	-1.7
515450.SH	南方标普中国A股大盘红利低	2.9	-1.2	4.1
588200.SH	嘉实上证科创板芯片ETF	2.7	1.2	1.5

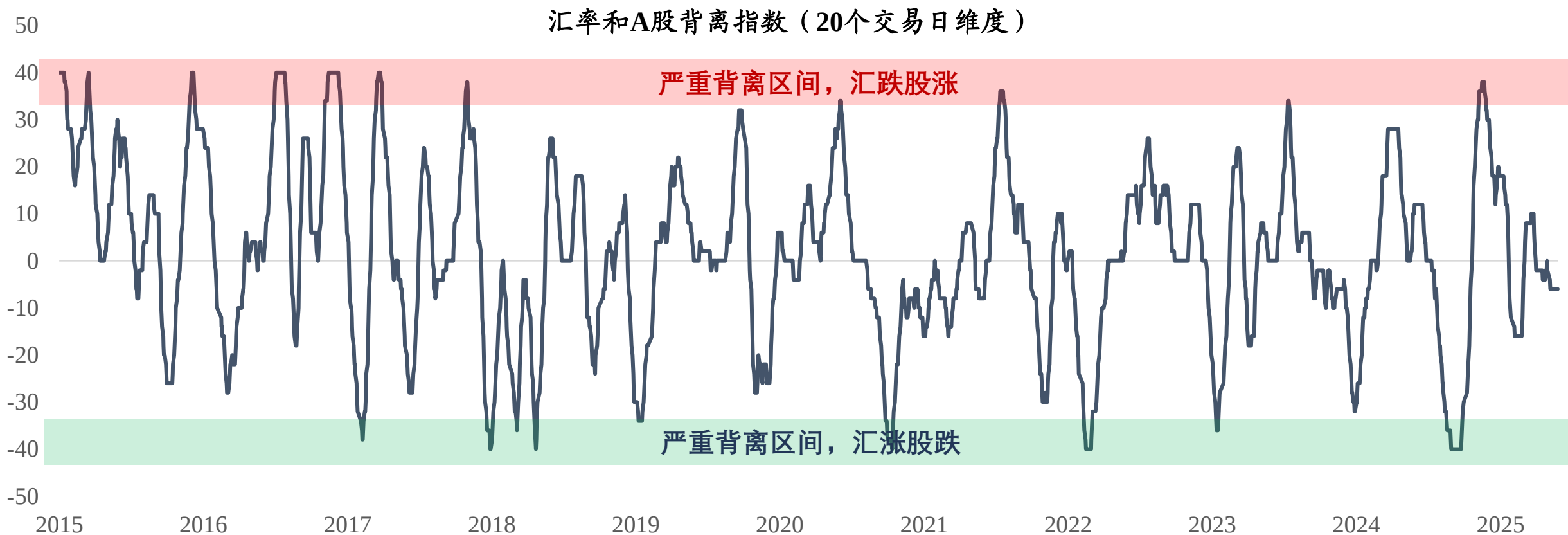
本期净流出前十大ETF（单位：亿元）

基金代码	基金名称	本周净流出	上周净流出	环比变动
159915.SZ	易方达创业板ETF	-15.4	-28.0	12.6
159992.SZ	创新药	-13.8	-5.2	-8.6
510300.SH	华泰柏瑞沪深300ETF	-10.9	-25.9	15.0
512010.SH	易方达沪深300医药ETF	-9.9	-5.2	-4.7
510050.SH	华夏上证50ETF	-7.9	-20.6	12.6
159949.SZ	华安创业板50ETF	-6.9	-10.1	3.2
512100.SH	南方中证1000ETF	-5.9	-10.1	4.2
159919.SZ	嘉实沪深300ETF	-5.3	-6.6	1.2
563220.SH	富国中证A500ETF	-4.8	-3.2	-1.6
510880.SH	华泰柏瑞上证红利ETF	-4.5	-12.2	7.7

3、中短线指标体系跟踪

A股与汇率背离指数：对于市场短期走势的指示性意义较弱

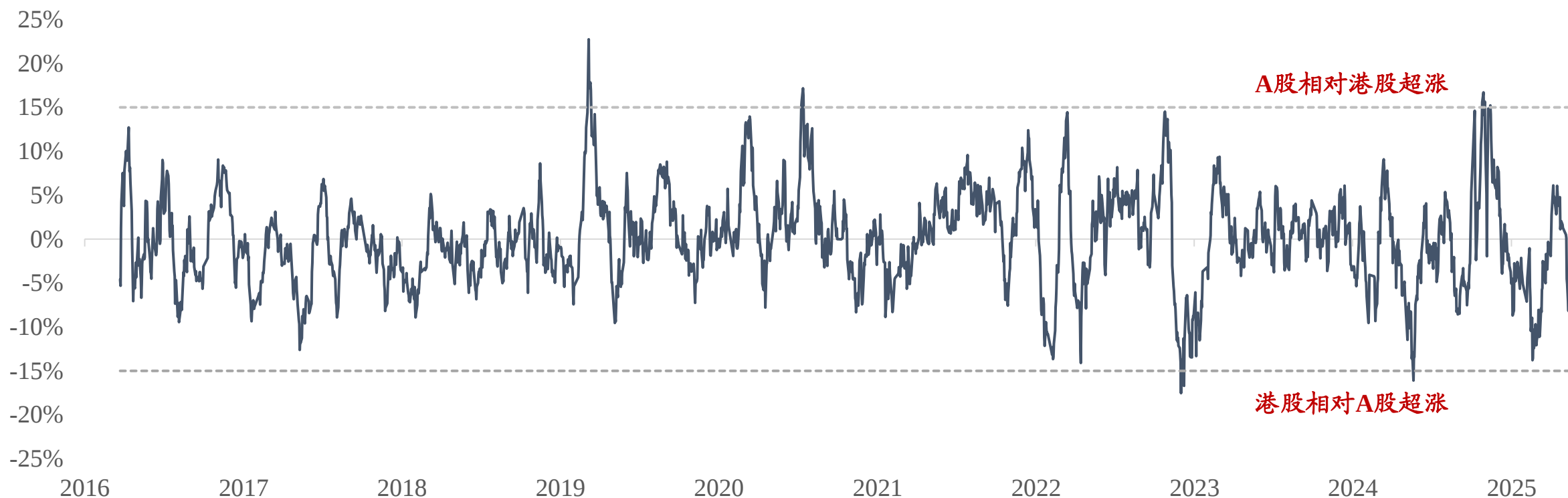
- ✓ 我们构建了人民币汇率和A股背离指数：当指数上行至35以上，则表明市场处于中短期内“汇率跌+A股涨”的严重背离区间；当指数下行至-35以下时，则表明市场处于“汇涨股跌”的背离区间；当指数处于-35至+35区间内，对于市场短期走势的指示性意义较弱。
- ✓ 当前背离指数并未升至严重背离区间，对于市场短期走势的指示性意义较弱。



A股与港股收益分化指标：对于市场短期走势的指示性意义较弱

- ✓ 我们构建了A股和港股收益分化指标：历史主要运行区间在-15%和+15%之间。当指标靠近区间上沿，则A股相对港股处于超涨；当指标靠近区间下沿，则港股相对A股处于超涨。
- ✓ 近期指标已于负区间向0轴靠近，表明港股中短期相对A股的超额正迎来收敛，对于市场短期走势的指示性意义较弱。

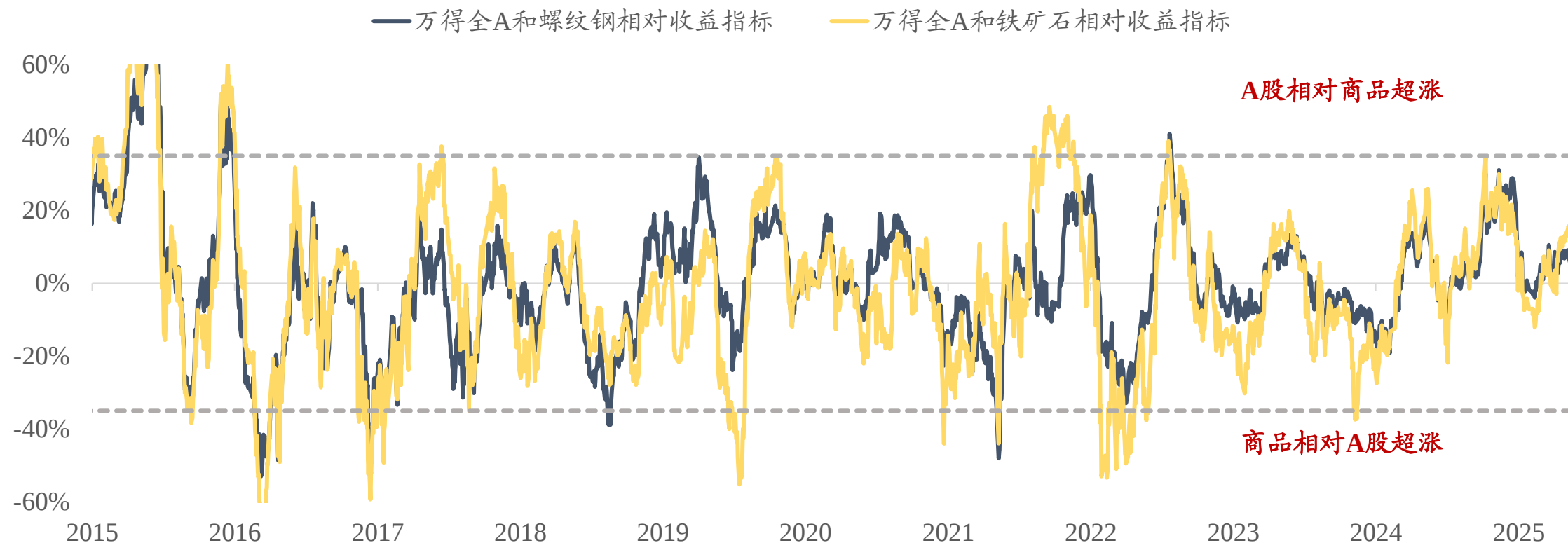
A股、港股收益分化指标（20个交易日维度）（单位：%）



A股与商品背离指数：A股相对商品超额收益回落

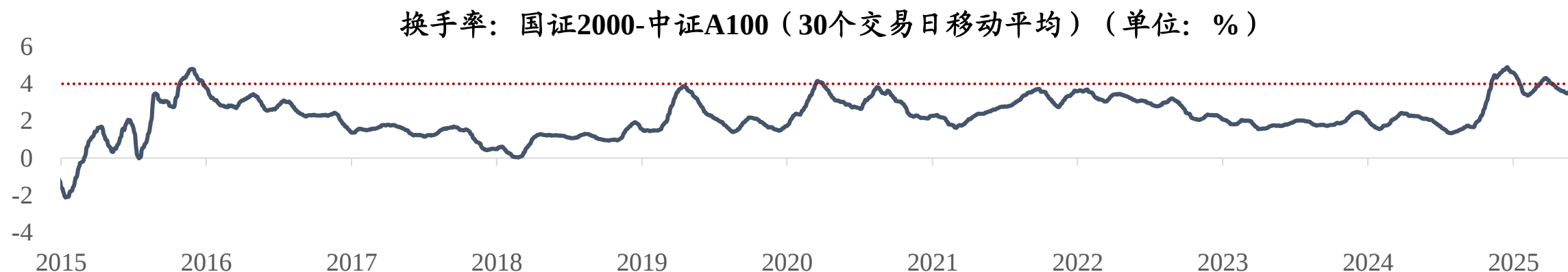
- ✓ 我们构建的A股和商品收益分化指标：历史主要运行区间在-35%和+35%之间。当指标靠近区间上沿，则A股相对商品处于超涨；当指标靠近区间下沿，则A股相对商品处于超跌。
- ✓ 近期，A股相对黑色系商品的中期超额收益回落，模型对于市场短期走势的指示性意义较弱。

A股和黑色系商品收益表现分化（60个交易日维度）



A股大小盘分化指数：后续小盘相对大盘换手热度降温的概率仍高于85%

- ✓ 我们构建的A股大小盘分化指数：历史主要运行区间在-20%和+20%之间。当指标靠近区间上沿，则小盘相对大盘处于超涨；当指标靠近区间下沿，则大盘相对小盘处于超涨。
- ✓ 从收益角度看，指标逐渐由负区间上行至正区间，表明上周以来小盘相对大盘实现超额收益。
- ✓ 大小盘换手率分化程度仍处高位，后续小盘相对大盘换手热度降温的概率仍高于85%。



微盘-红利轮动指标：中短期内，微盘相对红利进一步超涨的概率低于5%

- ✓ 我们构建的微盘-红利轮动指标：历史主要运行区间在-20%和+20%之间。当指标靠近区间上沿，则微盘相对红利处于超涨；当指标靠近区间下沿，则红利相对微盘处于超涨。
- ✓ 近期指标快速上行、触及严重背离区间，表明微盘相对红利中短期严重超涨。截至5月26日收盘，指标行至19.7%，模型提示指标进一步上行的概率不超过5%，红利相对微盘的超额收益有望迎来收敛。

微盘-红利轮动指标（30个交易日维度）



4、风险提示

- 经济复苏不及预期：经济复苏不及预期可能会加剧市场不确定性；
- 海外衰退超预期：或将影响国内进出口及相关产业链；
- 地缘政治事件黑天鹅：地缘政治风险或使国内外局势趋于紧张；
- 统计数据口径存在偏差：数据统计不全或口径差异可能会造成结果误差。

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

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）），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 财富家园