

“跨年行情”的资金面透视

——资金流向和中短线指标体系跟踪（二）

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：陈李

执业证书编号：S0600518120001

邮箱：yjs_chenl@dwzq.com.cn

研究助理：蒋珺逸

执业证书编号：S0600123040067

邮箱：jiangjy@dwzq.com.cn

2024年12月23日

摘要:

✓ 专题：“跨年行情”的资金面透视

- 年初宏观流动性往往存在压力，部分场内资金流出避险，市场整体交易活跃度偏低，小盘成长风格交易尤其清淡。
- 展望明年年初，预计本轮“跨年行情”中，外资回流规模相对有限，险资资金或为重要增量，1月多只被动指数基金认购截止，或为市场贡献增量资金。

✓ 宏观流动性与资金价格：宏观流动性边际收紧，债市利率回落，汇率贬值。

✓ 微观流动性与A股市场资金面：A股缩量下跌，可跟踪资金转为净流出。

- 散户：情绪回落
- 杠杆资金：净流入规模收缩，加仓电子、通信
- 外资：北向成交热度回落，海外ETF小幅减配A股
- 公募：偏股型基金新发强度小幅提升，以指数型基金为主；主动偏股型基金股票仓位普遍回落；ETF转为净流出，减仓科创

✓ 市场交易情绪跟踪

- A股与汇率背离指数：已由严重背离区间回落
- 股债收益相关性指标：“跷跷板”效应边际增强
- A股与港股收益分化指标：高位回落
- A股与商品背离指数：边际回落
- A股大小盘分化指数：收益走向均衡，换手率分化程度触顶

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、专题：“跨年行情”的资金面透视

■ 2、宏观流动性与资金价格

■ 3、微观流动性与A股市场资金面

■ 4、市场交易情绪跟踪

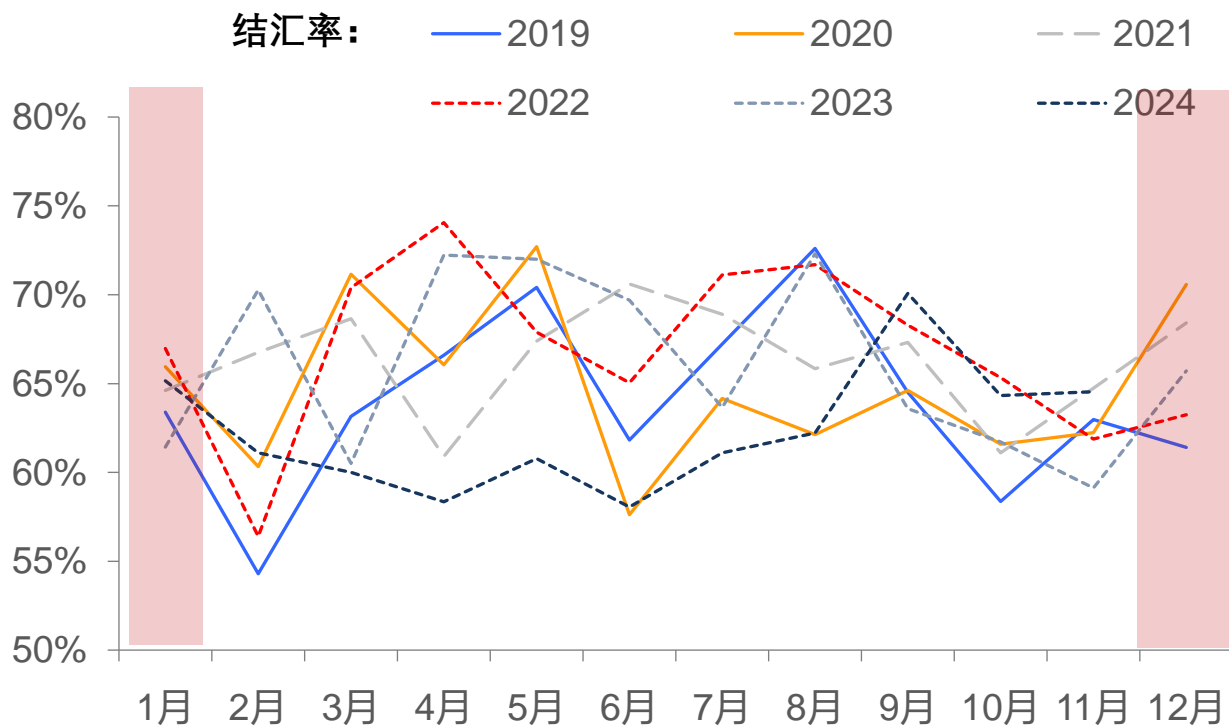
■ 5、风险提示

1、专题：“跨年行情”的资金面透视

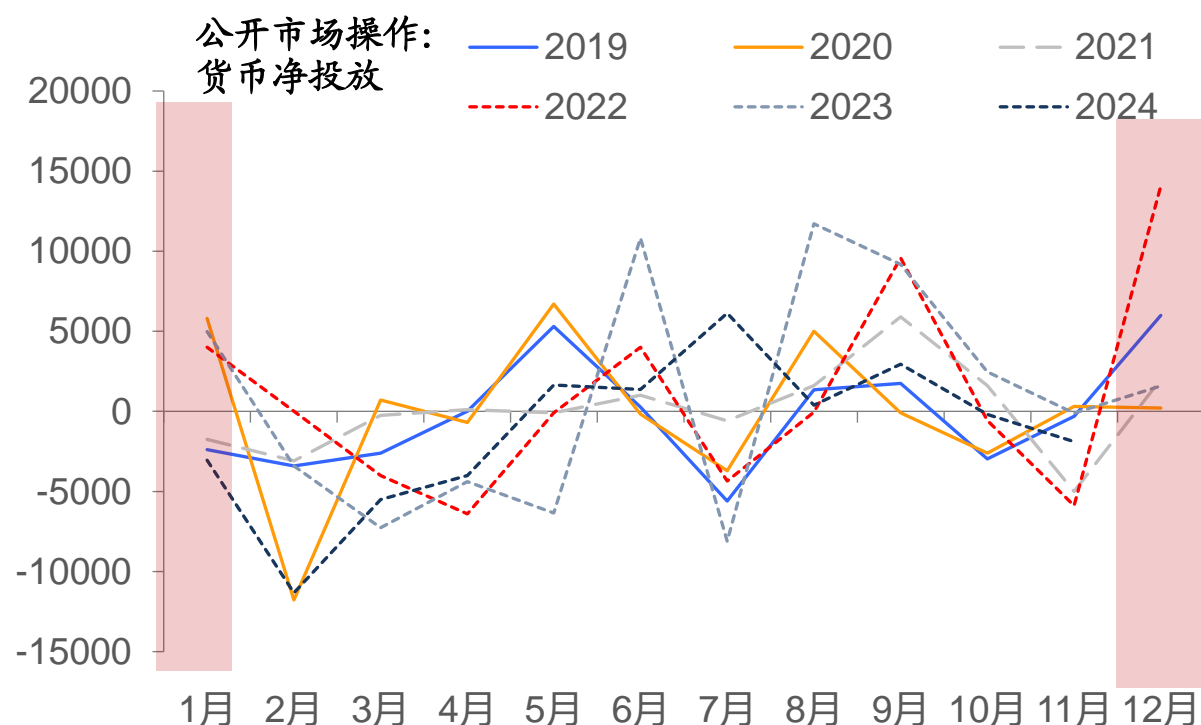
岁末年初，宏观流动性存在压力

- ✓ 年末至春节前，由于企业面临薪资结算与季节性结汇需求，居民因节日消费、人情往来等同样需要“持币过节”，因此宏观流动性往往存在压力。
- ✓ 为缓解资金需求端压力，央行通常在12月和1月加大公开市场操作力度。

岁末年初对于出口型企业而言，还面临季节性结汇需求（单位：%）



央行通常在12月和1月加大公开市场操作力度（单位：亿元）

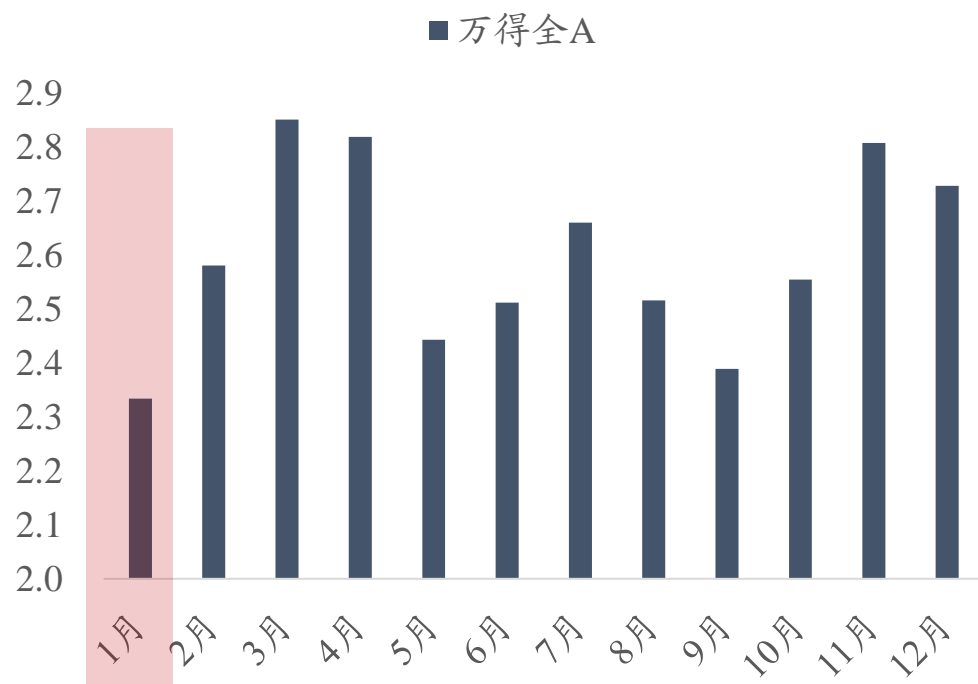


场内流动性也相对紧缩，小盘成长风格的交易尤其清淡

✓ 由于资金需求较大，年初部分场内资金流出避险，市场整体交易活跃度偏低，小盘成长风格交易尤其清淡。

- 过去10年，全部A股1月的日换手率均值为2.33%，明显低于其他月份。
- 分大小盘来看，1月小盘/成长风格交易换手承压，中证1000、国证2000、创业板综日换手率均值分别为3.03%、3.14%、3.67%，均为年内最低；大盘交易热度下行幅度相对较小，上证50、沪深300分别为1.26%、1.55%。

2014年以来，各月A股日换手率均值（基于自由流通股本）（单位：%）



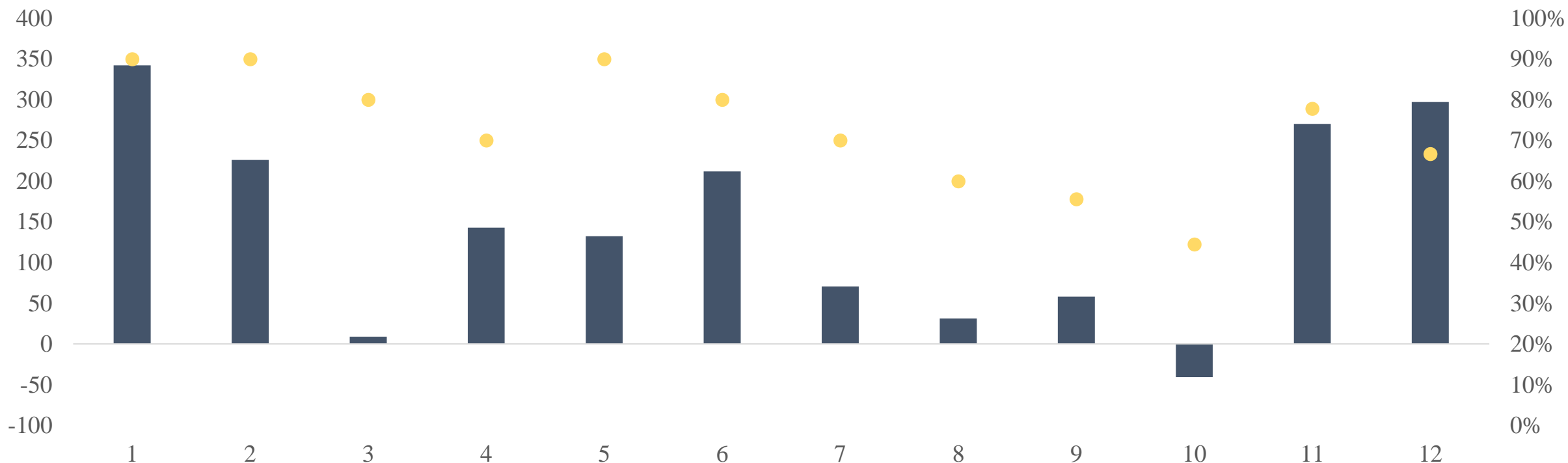
	万得全A	上证50	沪深300	中证1000	国证2000	创业板综
1月	2.33	1.26	1.55	3.03	3.14	3.67
2月	2.58	1.20	1.64	3.39	3.48	4.24
3月	2.85	1.28	1.78	3.89	3.92	4.48
4月	2.82	1.36	1.84	3.79	3.80	4.07
5月	2.44	1.08	1.53	3.34	3.38	3.75
6月	2.51	1.19	1.59	3.41	3.44	4.01
7月	2.66	1.33	1.72	3.52	3.58	4.00
8月	2.52	1.01	1.45	3.44	3.55	3.93
9月	2.39	0.93	1.33	3.13	3.41	4.11
10月	2.55	1.00	1.42	3.44	3.65	4.46
11月	2.81	1.20	1.68	3.64	3.83	4.43
12月	2.73	1.35	1.59	3.30	3.51	3.84

外资：历年跨年行情，外资净流入概率较高、规模较大

- ✓ 岁末年初，随着外资收假并进行年度资产再配置，A股往往迎来外资的大幅流入。
 - 2015至2024年8月期间，1月份北向资金净流入的概率高达90%，平均规模为342亿元，达年内最高。
- ✓ 展望明年年初，外资长钱的流入仍待基本面企稳验证，且临近特朗普上台外部扰动加大；短期看美债利率升至阶段性高位或将于1月中下旬后进入下行通道，海外流动性偏紧，预计本轮“跨年行情”中，外资回流规模相对有限。

2015年至2024年8月期间，各月北向资金净流入均值及概率（单位：%）

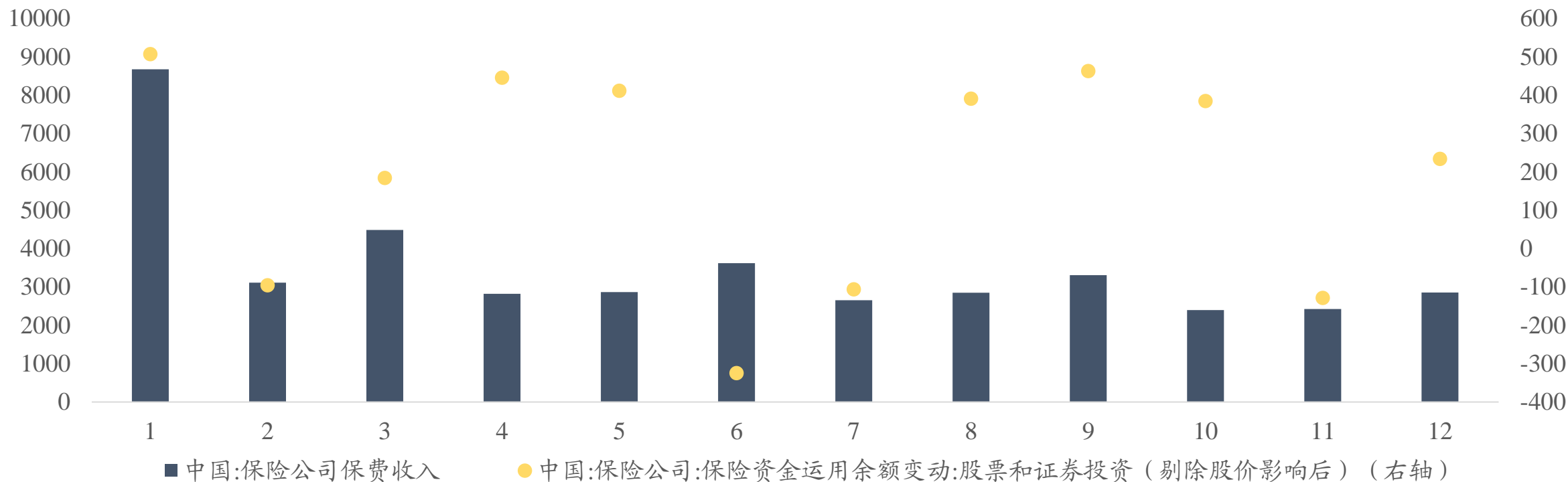
■ 北向资金月度净流入均值（亿元） ● 北向资金月度净流入概率（右轴）



险资：或为本轮“跨年行情”的重要增量

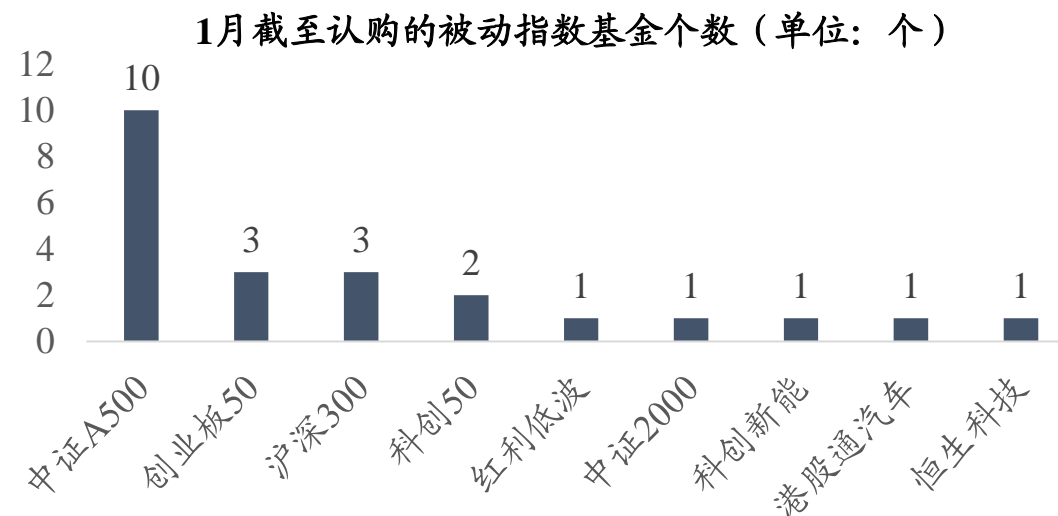
- ✓ 得益于开门红效应，险资资金往往在1月为市场带来明显增量。
 - 16-23年期间，1月份险资资金净流入均值为507亿元，为年内最高水平。
- ✓ 本轮跨年行情，险资资金或为重要增量。16-23年间1月单月的保费收入约为全年的1/5，负债端扩张显著。近期10年期国债利率快速下行至1.7%，资产荒背景下，红利资产配置需求有望提升。

2016至2023年期间保费收入及测算的险资月度净流入均值（单位：亿元）

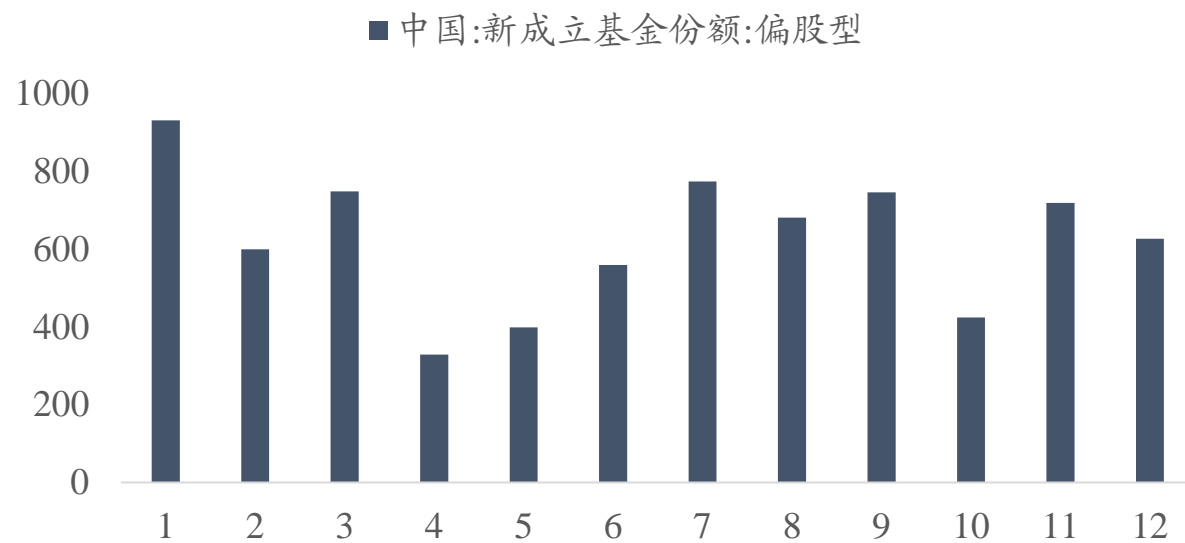


公募：得益于开门红效应，1月新发强度较高

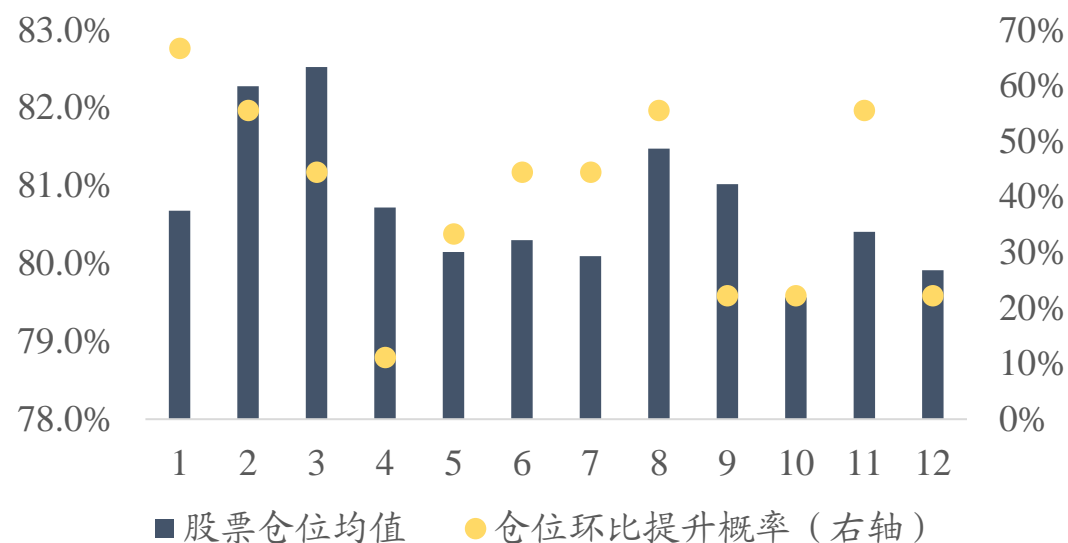
- ✓ 同样得益于开门红效应，1月公募新发偏股基金的规模达年内最大，且股票仓位往往环比提升。
 - 16-23年期间，1月份新成立偏股型基金净流入均值为1031亿元；股票仓位环比提升的概率达68%。
- ✓ 近期新发偏股型基金中被动指数型基金占比较高，1月多只被动指数基金认购截止，或为市场贡献增量资金。



2016年至今新发偏股型基金月度净流入均值（单位：亿元）



2016年至今偏股混合型基金股票仓位及环比提升概率（单位：%）



2、宏观流动性与资金价格

宏观流动性边际收紧

✓ 公开市场操作：本期央行公开市场累计净回笼3102亿元，宏观流动性边际收紧，货币投放量16783亿元，回笼量19885亿元。

➢ 其中，逆回购投放量16783亿元，回笼量5385亿元；MLF回笼14500亿元。

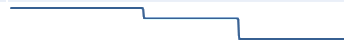













注：表中所指本期为2024年12月14日-12月20日，上期为2024年12月7日-12月13日

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	16783	5385	11398	
	回笼	-5385	-3541	-1844	
	净投放	11398	1844	9554	
MLF	投放	0	0	0	
	回笼	-14500	0	-14500	
	净投放	-14500	0	-14500	
货币净投放量总计	投放	16783	5385	11398	
	回笼	-19885	-3541	-16344	
	净投放	-3102	1844	-4946	

债市利率回落，汇率贬值

- ✓ 货币市场利率：利率普遍回落。R007、DR007、SHIBOR（1周）利率明显回落超10bp，中长期利率维持下行态势。
- ✓ 债券市场利率：国债及信用债收益率均下行至近5年历史低点，信用利差回升。
- ✓ 外汇市场：中美利差持续扩大，2Y达到-323bp。美元兑人民币即期汇率为7.30元，较前期贬值。

注：表中所指本期为2024年12月14日-12月20日，上期为2024年12月7日-12月13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)	1.50	1.50	0.0	0%	
质押式回购	R007	1.75	1.91	-15.8	11%	
	DR007	1.57	1.69	-11.7	9%	
SHIBOR	SHIBOR (隔夜)	1.41	1.40	1.0	26%	
	SHIBOR (1周)	1.62	1.76	-13.8	6%	
	SHIBOR (1个月)	1.70	1.71	-1.0	8%	
	SHIBOR (3个月)	1.71	1.74	-2.7	8%	
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)	0.98	1.16	-17.75	0%	
	国债收益率 (10Y)	1.70	1.78	-7.53	0%	
信用债	企业债收益率 (5Y/AAA)	1.94	1.96	-2.41	0%	
	企业债信用利差 (5Y/AAA)	0.57	0.53	3.85	32%	
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)	7.30	7.28	0.02	97%	
中美利差 (中-美)	中美利差 (2Y) (bp)	-322.94	-307.30	-15.64	0%	
	中美利差 (10Y) (bp)	-281.82	-262.29	-19.53	0%	

3、微观流动性与A股市场资金面

注：本期为2024年12月16日-20日，上期为2024年12月9日-13日

成交热度：A股缩量下跌

✓ 本期，万得全A下跌1.08%，日均成交金额达到1.52万亿元，较上期减少4100亿元，A股缩量下跌。

- 分板块来看，上证主板、深证主板、创业板、科创板、北交所日均成交额分别环比减少1472.6、1111.1、1259.5、191.4、65.1亿元。
- 分重要指数看，沪深300、上证50、中证500、中证1000分别环比减少593.9、106.9、611.2、681.1亿元。

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）

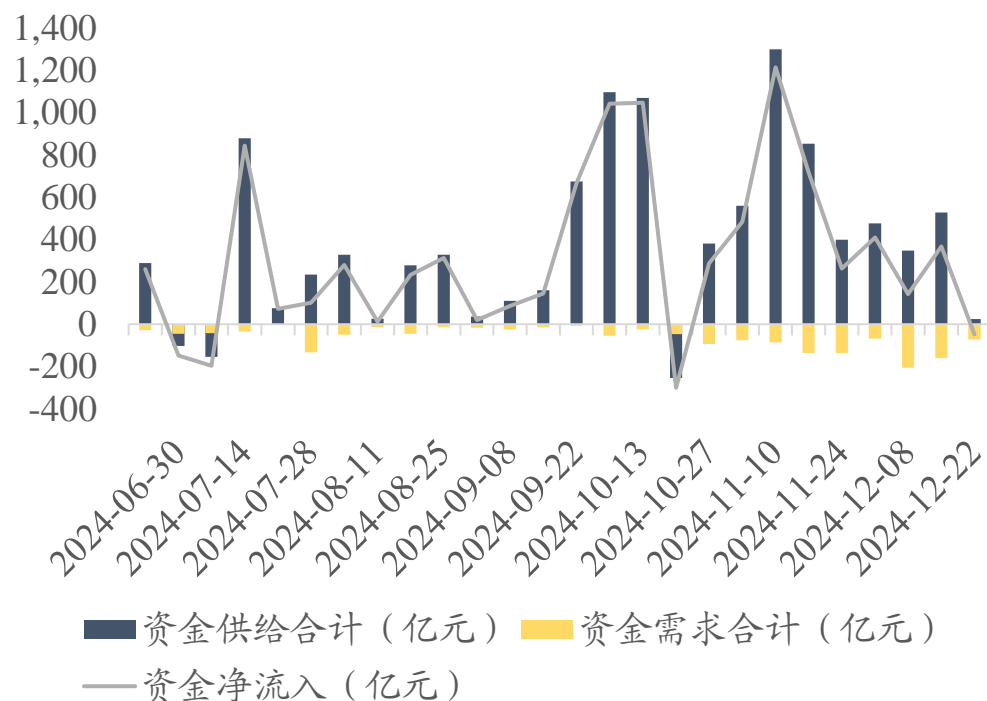
	日均成交额	日均成交额变动		日均成交额	日均成交额变动
全部A股	15,229.74	-4099.70	上证主板	4,814.63	-1472.59
沪深300	3,128.79	-593.94	深证主板	5,136.73	-1111.06
上证50	853.56	-106.91	创业板	4,010.94	-1259.50
中证500	2,144.25	-611.18	科创板	1,094.76	-191.44
中证1000	3,360.75	-681.14	北交所	172.68	-65.11

资金供需：A股可跟踪资金转为净流出

✓ 本期，A股可跟踪资金总计净流出48亿元，净流入量较前期减少415亿元，主要系股票型ETF净申购转为净流出、融资资金放缓流入导致资金供给减少所致。

- 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）25亿元，较前期减少503亿元。
- 资金总需求（IPO+定增+重要股东净减持）73亿元，较前期减少87亿元。

A股周度可跟踪资金供需（单位：亿元）



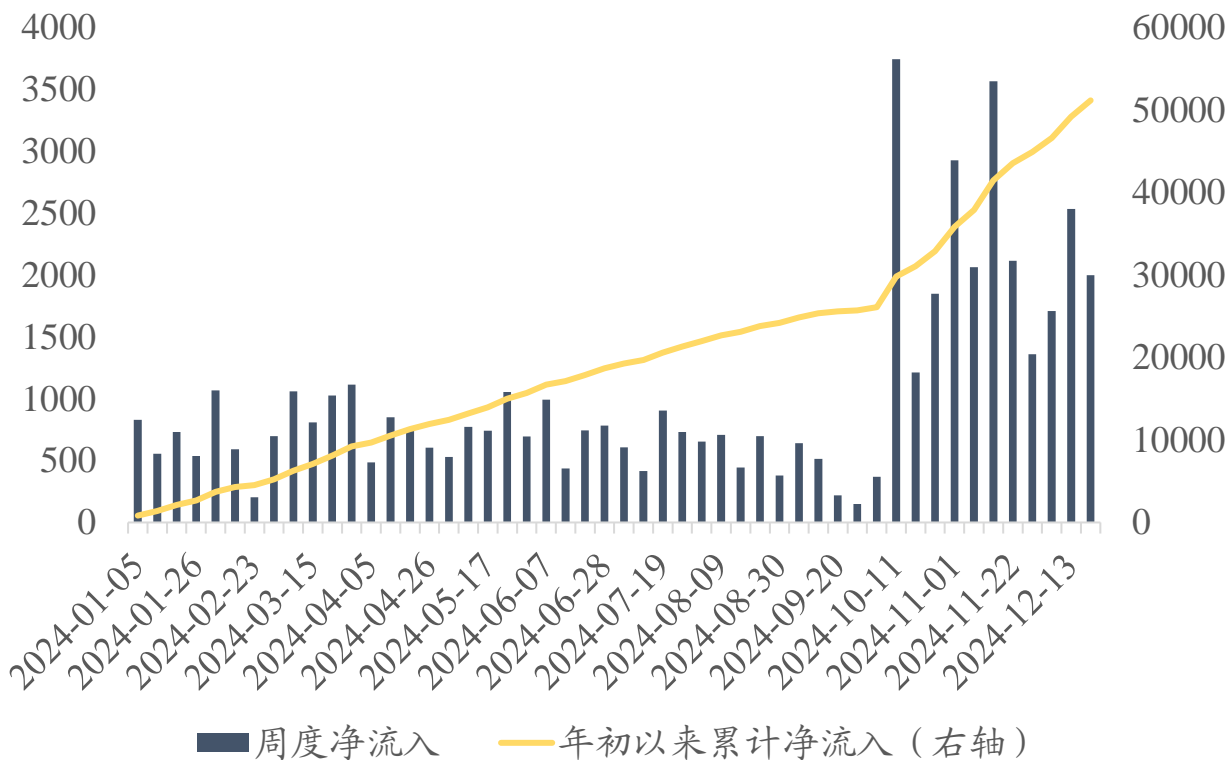
A股可跟踪资金流		本期	前期	变动
资金供给	偏股型基金新发份额	51	46	5
	融资资金净流入	11	208	-197
	股票型ETF净申购	-37	273	-310
	合计	25	527	-503
资金需求	IPO	12	13	-1
	定增	24	111	-87
	重要股东净减持	37.26	37.05	0
	合计	73	160	-87
A股资金净流入		-48	367	-415

散户：情绪回落

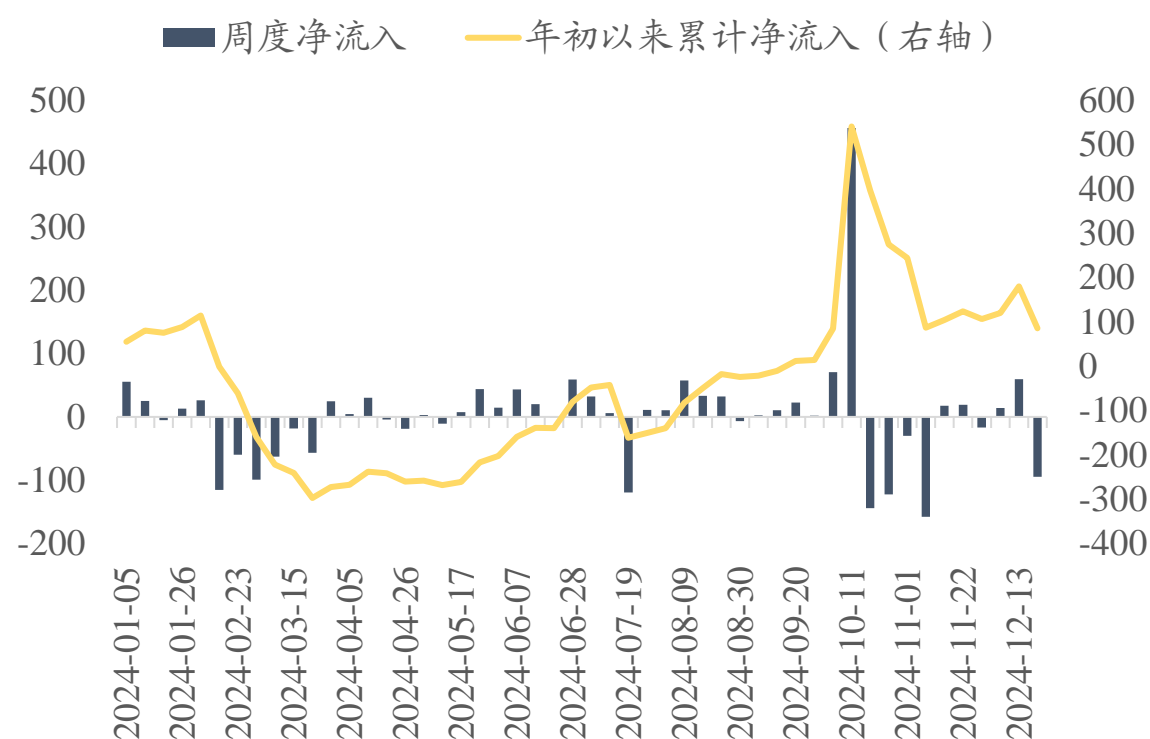
✓ 本期，散户情绪环比回落。

- 以小单刻画的沪深两市散户资金净流入1998亿元，环比下降534亿元。
- 散户ETF资金转为净流出，规模为94.4亿元，环比下降154亿元。

以小单刻画的沪深两市散户资金流向（亿元）



散户通过ETF市场净流入资金测算（单位：亿元）

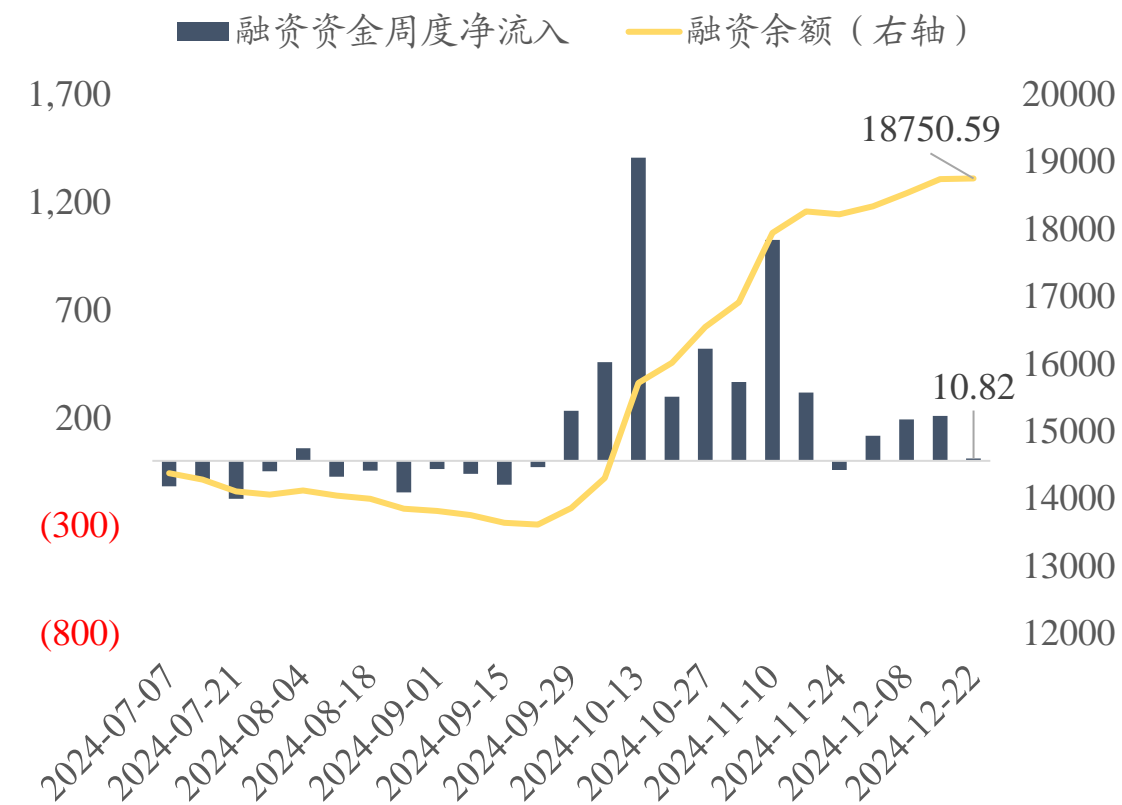


注：选取截至2024H1，穿透法计算后个人投资者占比较大的ETF

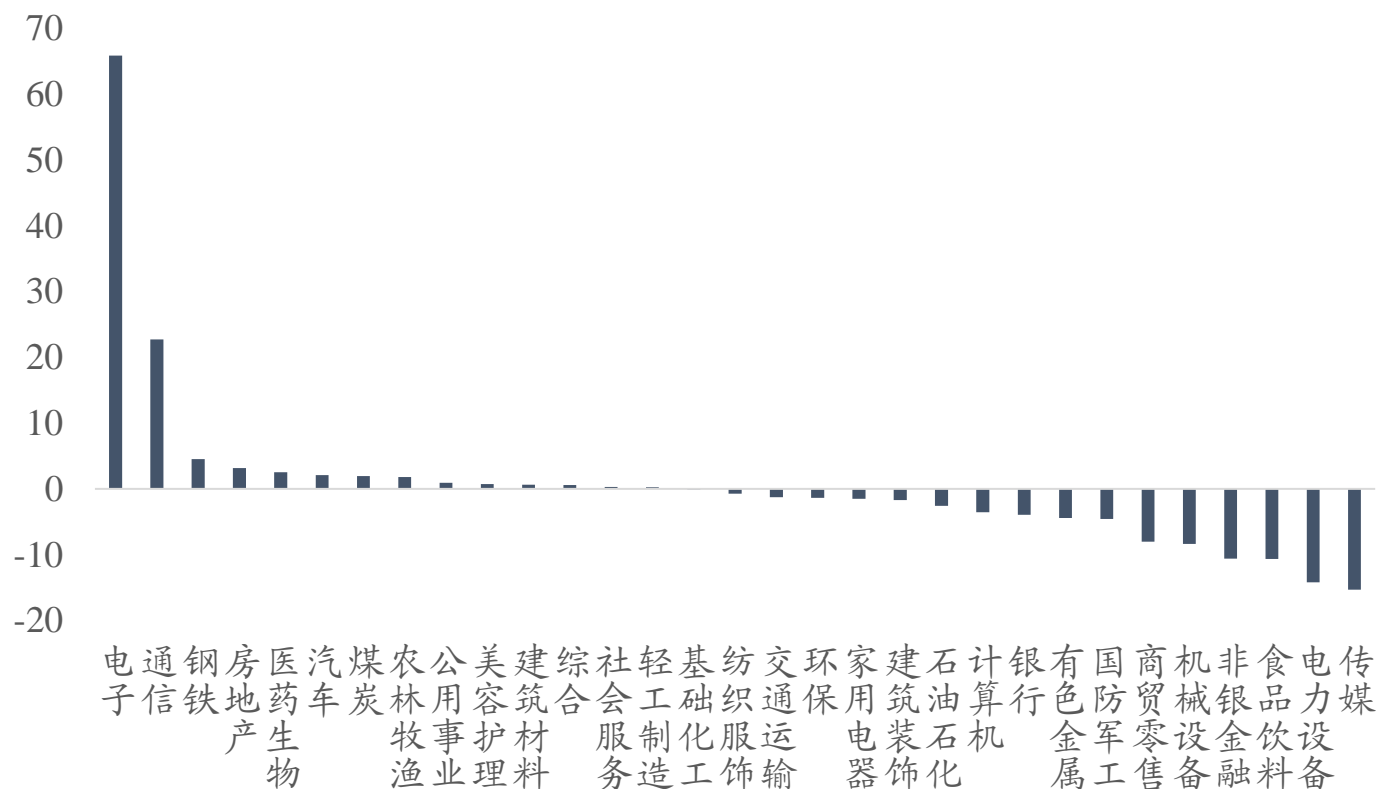
杠杆资金：净流入规模收缩，加仓电子、通信

- ✓ 本期，杠杆资金流入规模明显下降，市场风险偏好边际回落。
 - 融资资金净流入10.82亿元，较上周减少197亿元，融资余额升至18751亿元。
 - 主要加仓电子、通信，减仓传媒、电力设备、食品饮料、非银金融。

融资余额及资金净流入规模（单位：亿元）



上周各申万一级行业融资净买入额（单位：亿元）

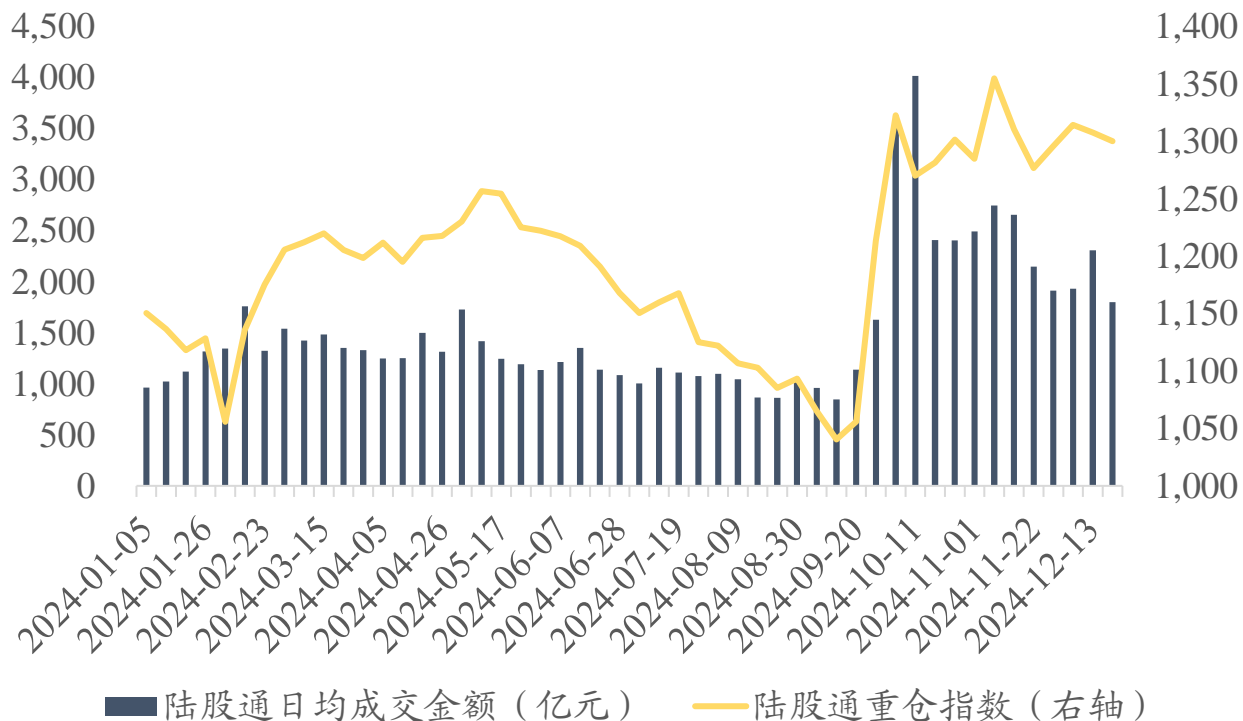


外资：北向成交热度回落，海外ETF小幅减配A股

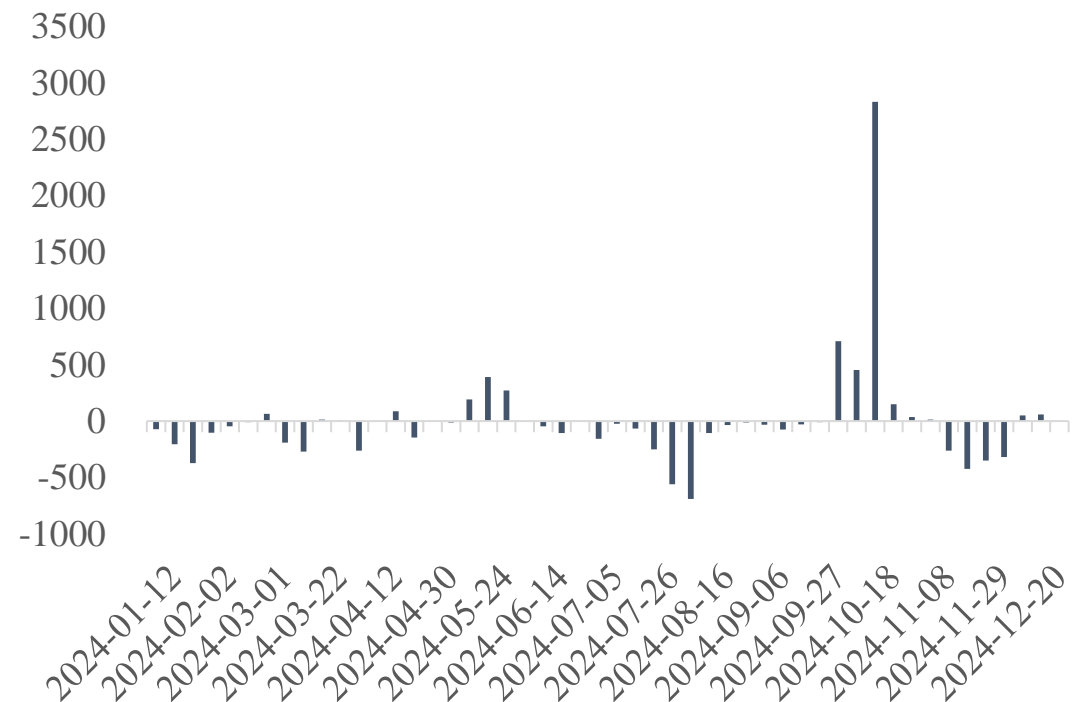
✓ 本期，北向成交热度有所回落，海外重仓A股的ETF资金小幅净流出。

- 陆股通日均成交金额下降至1800亿元，环比减少506亿元。
- 继两周海外上市重仓A股的ETF小幅净流入后，本期转为小幅净流出，规模约为628万美元，其中中国科技ETF-Invesco大幅净流出410万美元。

陆股通日均成交金额（单位：亿元）



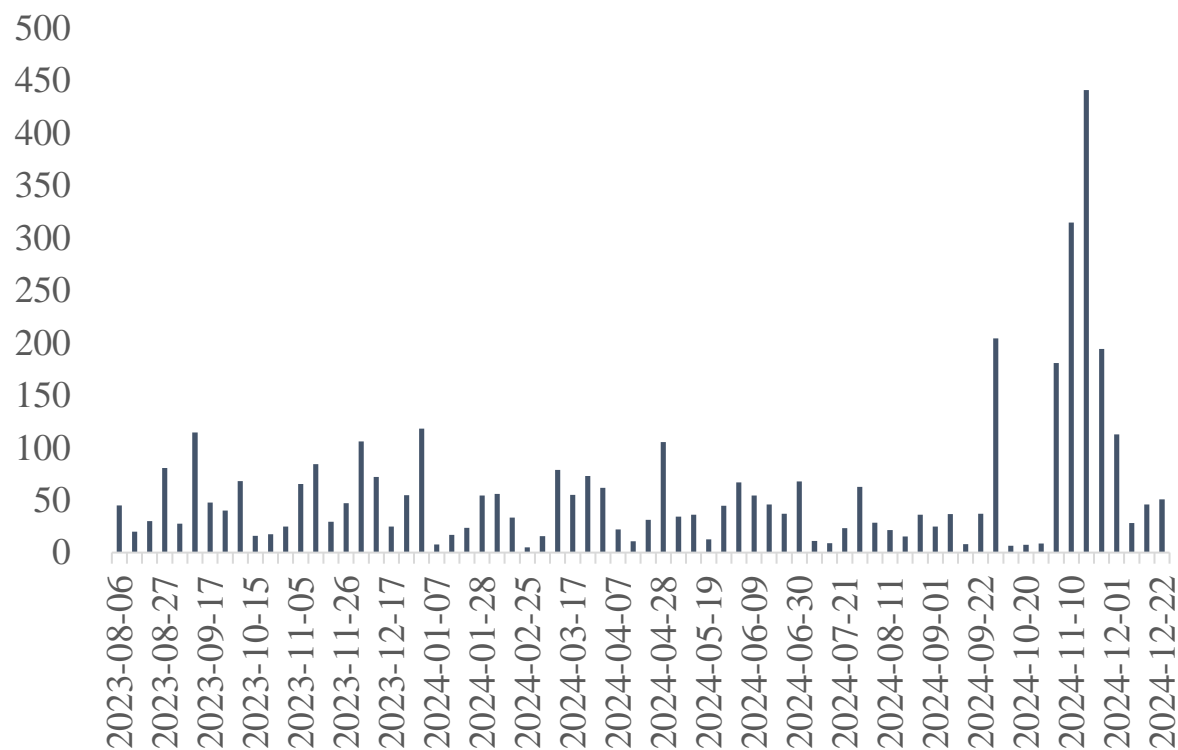
海外上市重仓A股的ETF资金流向（单位：百万美元）



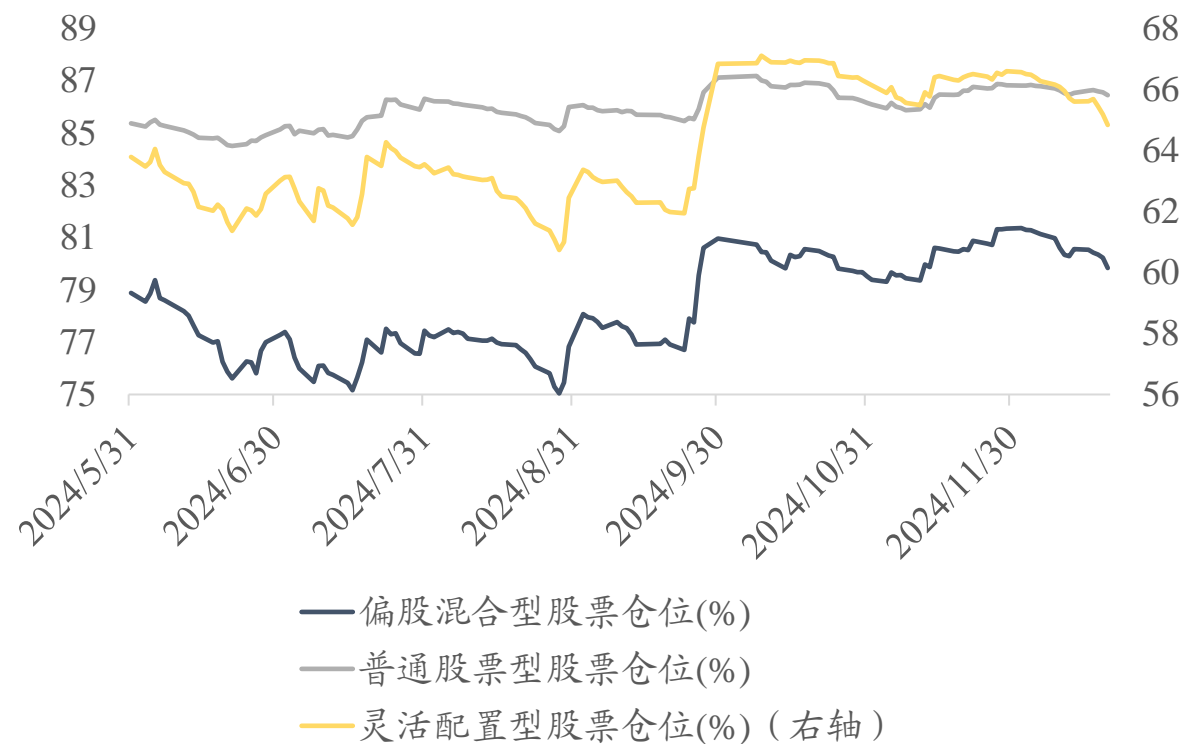
公募：主动偏股型基金仓位回落

- ✓ 本期，偏股型基金新发强度小幅提升，以指数型基金为主，主动偏股型基金股票仓位普遍回落。
 - 新成立偏股型基金份额为50.88亿元，环比上升5.1亿元，其中指数型基金新发规模为45.9亿元。
 - 偏股混合型、灵活配置型、普通股票型基金的股票仓位分别为79.83%、64.82%、86.43%，较前期环比变动-0.72pct、-0.77pct、-0.08pct。

新成立偏股型基金份额（单位：亿元）



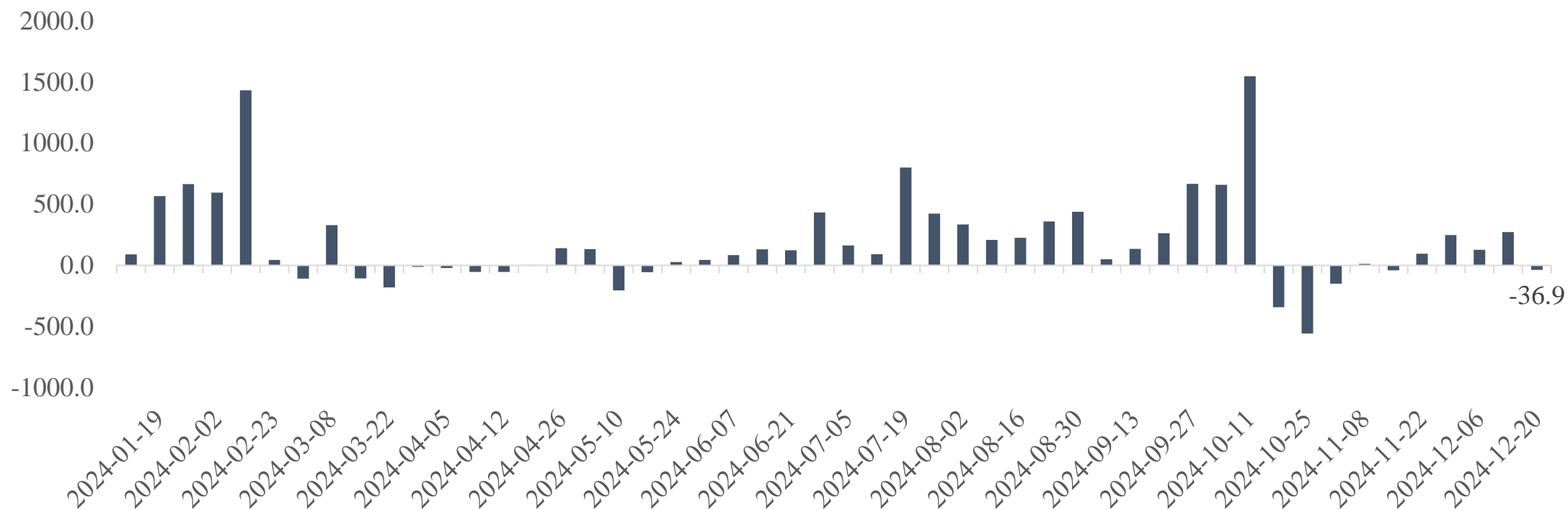
主动偏股型基金股票仓位（单位：%）



公募：ETF转为净流出，减仓科创

✓ 本期，股票型ETF净流出36.9亿元，环比回落310亿元。

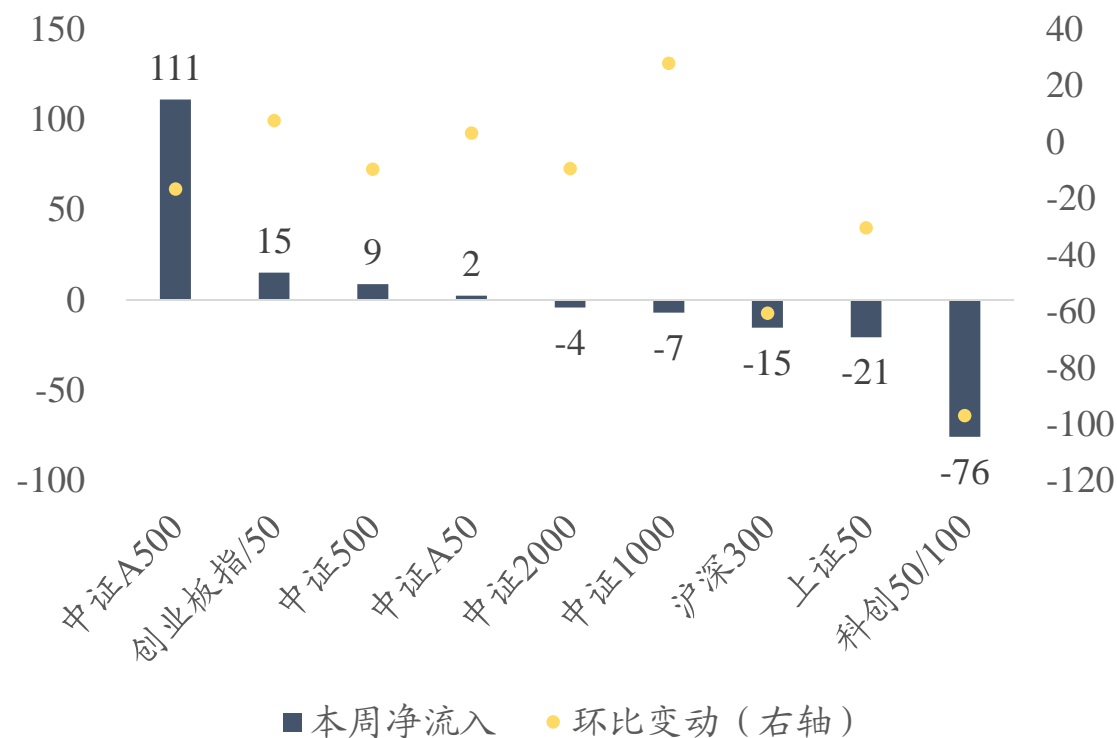
股票型ETF当周净流入（单位：亿元）



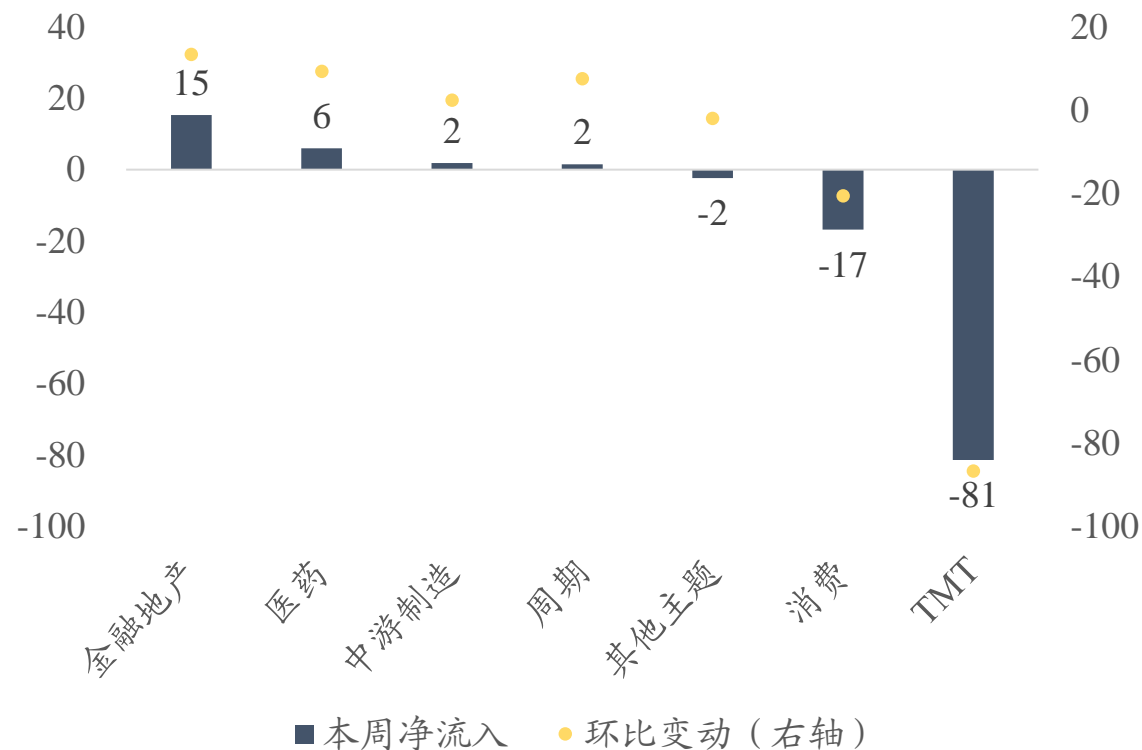
公募：ETF转为净流出，减仓科创

- ✓ 中证A500持续净申购，沪深300、科创50/100转为净赎回。
 - 宽基ETF中，中证A500仍维持资金大幅净流入，规模为111亿元；创业板指/50、中证A50ETF转为净申购；沪深300、科创50/100转为净赎回。
 - 行业主题ETF中，净申购的板块为金融地产、医药、中游制造、周期，净赎回的板块为TMT、消费，TMT大幅净流出81亿元。

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转为净流出，减仓科创

✓ 本期，资金净流入的前十大ETF主要跟踪中证A500和红利指数。

- 净流入规模最大的前三大ETF为南方中证A500ETF、华泰柏瑞红利低波ETF、华泰柏瑞上证红利ETF，分别净流入17.7亿元、15.6亿元、9.8亿元。
- 净流出规模最大的前三大ETF分为华夏上证科创板50成份ETF、嘉实上证科创板芯片ETF、国联安中证全指半导体ETF，分别净流出55.4亿元、35.2亿元、26.9亿元。

上周净流入前十大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
159352.SZ	南方中证A500ETF	17.7	8.2	9.5
512890.SH	华泰柏瑞红利低波ETF	15.6	9.1	6.4
510880.SH	华泰柏瑞上证红利ETF	9.8	12.3	-2.5
515450.SH	南方标普中国A股大盘红利低波50ETF	9.0	2.5	6.4
515080.SH	招商中证红利ETF	8.7	1.9	6.8
159949.SZ	华安创业板50ETF	7.4	2.6	4.8
159351.SZ	嘉实中证A500ETF	7.3	2.5	4.8
515180.SH	易方达中证红利ETF	6.0	10.8	-4.9
510500.SH	南方中证500ETF	5.1	20.0	-14.9
512880.SH	国泰中证全指证券公司ETF	4.6	3.8	0.8

上周净流出前十大ETF（单位：亿元）

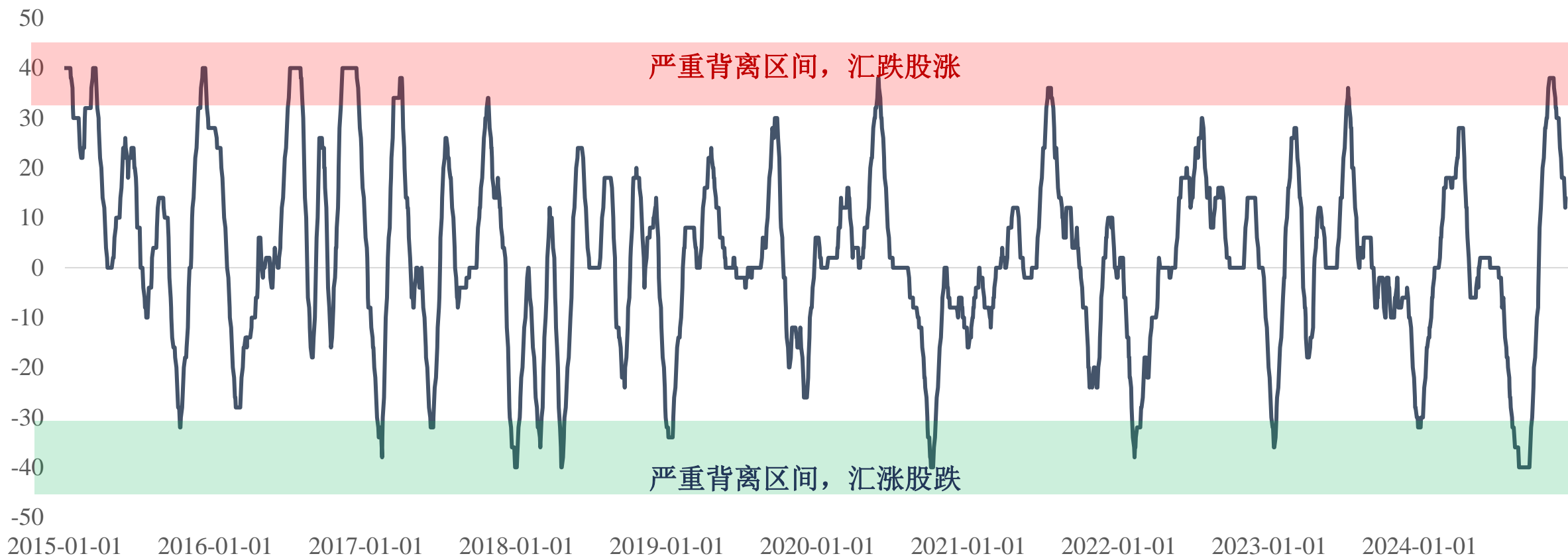
基金代码	基金名称	本周净流出	上周净流出	环比变动
588000.SH	华夏上证科创板50成份ETF	-55.4	10.0	-65.4
588200.SH	嘉实上证科创板芯片ETF	-35.2	-6.1	-29.0
512480.SH	国联安中证全指半导体ETF	-26.9	2.7	-29.6
510050.SH	华夏上证50ETF	-19.3	10.8	-30.1
159995.SZ	华夏国证半导体芯片ETF	-12.3	1.9	-14.2
512690.SH	鹏华中证酒ETF	-10.2	-6.5	-3.7
512760.SH	国泰CES半导体芯片行业ETF	-8.6	-2.8	-5.9
588080.SH	易方达上证科创板50ETF	-8.5	6.6	-15.1
510300.SH	华泰柏瑞沪深300ETF	-6.4	36.9	-43.3
159919.SZ	嘉实沪深300ETF	-5.3	9.5	-14.8

4、市场交易情绪跟踪

A股与汇率背离指数：已由严重背离区间回落

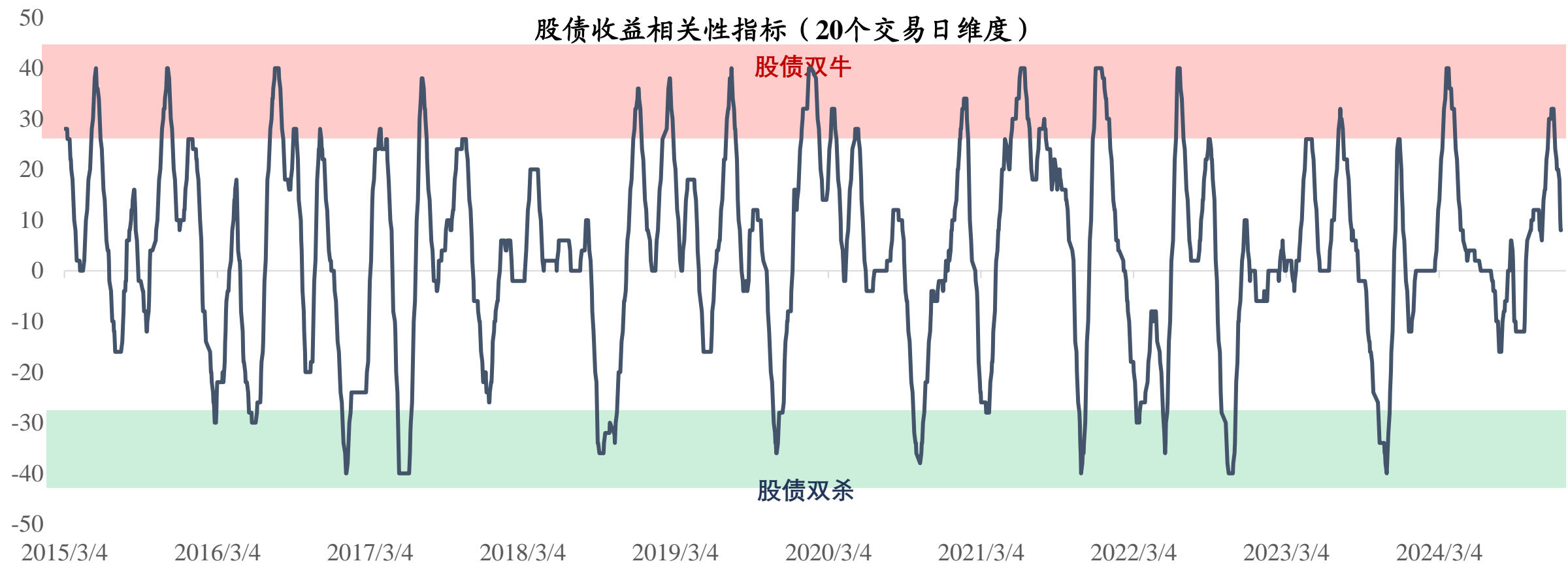
- ✓ 我们构建了人民币汇率和A股背离指数：当指数上行至35以上，则表明市场处于中短期内“汇率跌+A股涨”的严重背离区间；当指数下行至-35以下时，则表明市场处于“汇涨股跌”的背离区间；当指数处于-35至+35区间内，对于市场短期走势的指示性意义较弱。
- ✓ 当前背离指数已由严重背离区间回落，对于市场短期走势的指示性意义较弱。

汇率和A股背离指数（20个交易日维度）



股债收益相关性指标：“跷跷板”效应边际增强

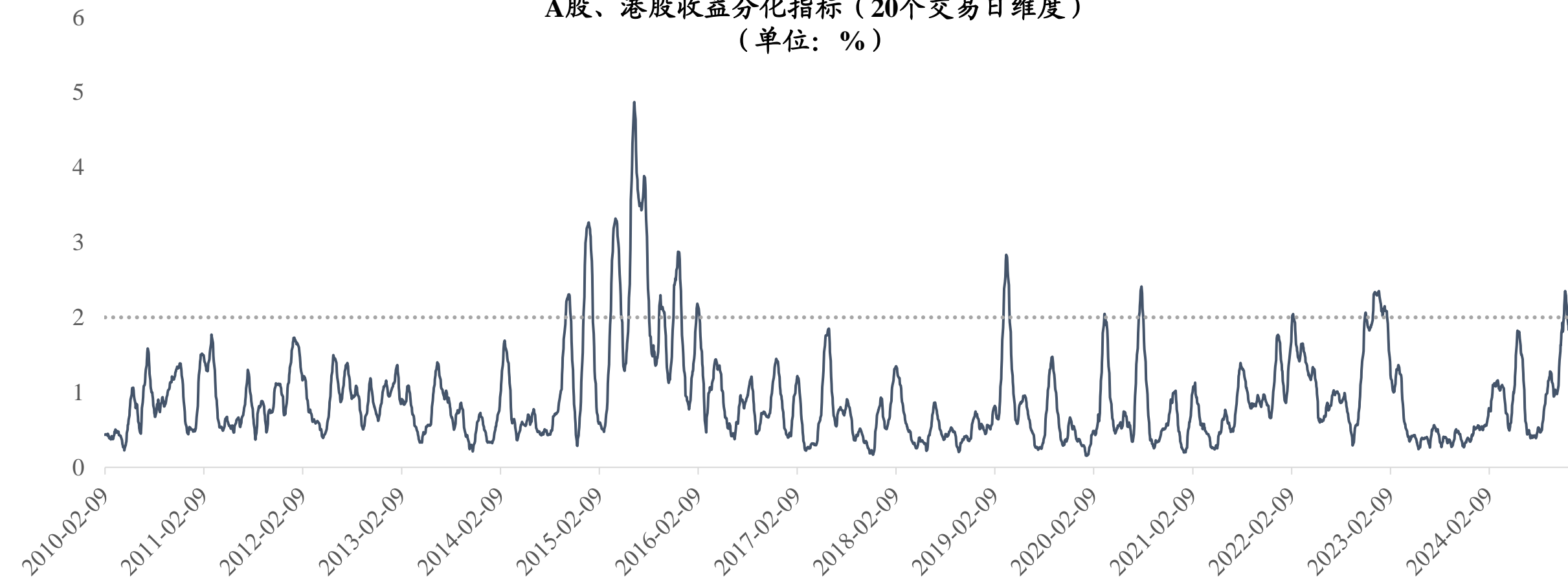
- ✓ 我们构建了股债收益相关性指标：当指数上行至30以上，则表明市场处于中短期“股债双牛”的正相关区间；当指数下行至-30以下时，则表明市场处于中短期“股债双杀”的正相关区间；当指数行至-30至+30区间内，则表明中短期股债收益呈“跷跷板”状态。
- ✓ 近期指标已由“股债双牛”的高度正相关区间回落，股债“跷跷板”效应边际增强。



A股与港股收益分化指标：高位回落

- ✓ 我们构建了A股和港股收益分化指标：指标值越大，则港股与A股的收益表现分化程度越高。当指标 >2 时，表明中短期AH股收益高度分化，或将迎来中枢回归。
- ✓ 当前指标已由高位回落，表明近期A股、港股收益表现趋同。

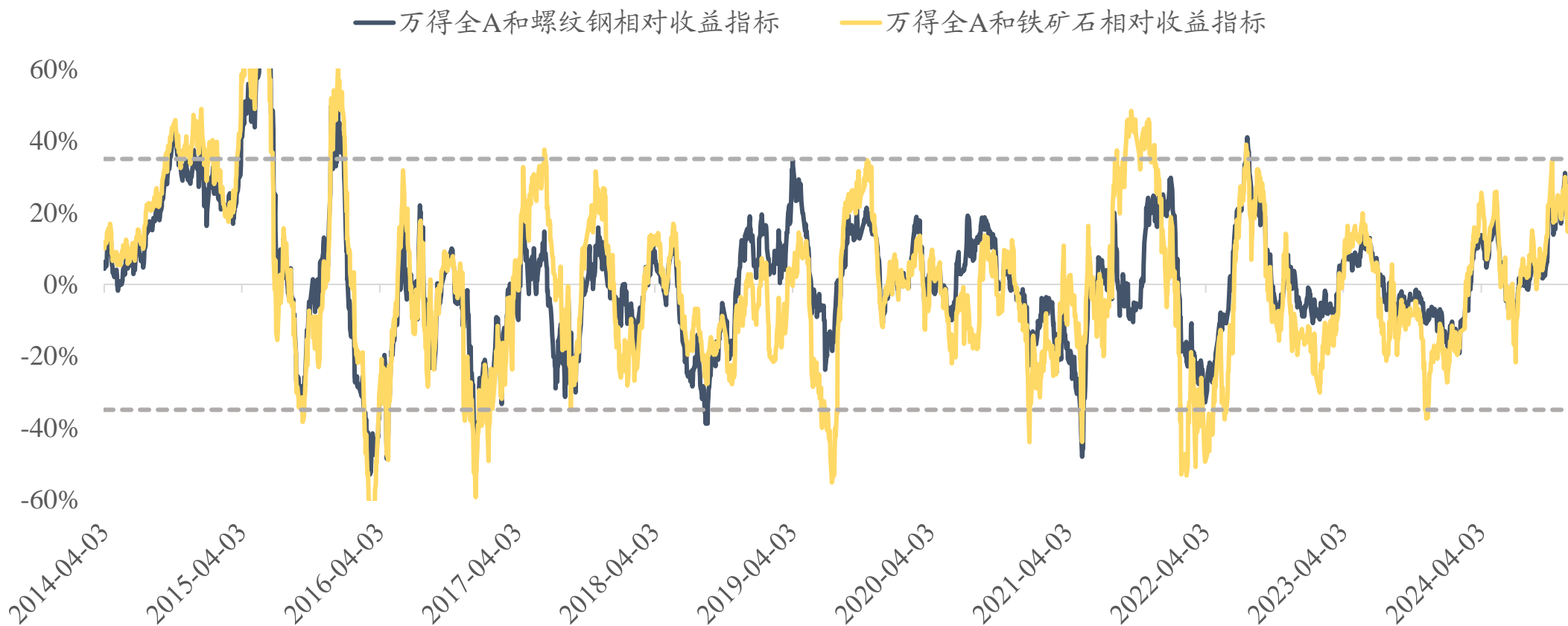
A股、港股收益分化指标（20个交易日维度）
（单位：%）



A股与商品背离指数：边际回落

- ✓ 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。
- ✓ 当前指标由历史偏高水平回落，A股相对黑色系商品的收益表现开始收敛。

A股和黑色系商品收益表现分化（60个交易日维度）



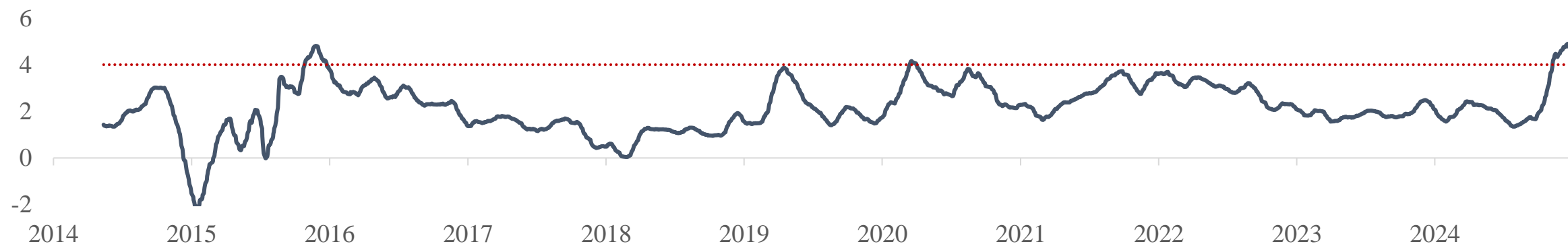
A股大小盘分化指数：收益走向均衡，换手率分化程度触顶

- ✓ 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。
- ✓ 当前大小盘分化指数已由高位回落。从收益角度看，当前市场风格正走向均衡；大小盘换手率分化程度也阶段性触顶，后续有望回落。

A股大小盘风格轮动指数（30个交易日维度）



换手率：国证2000-中证A100（30个交易日移动平均）（单位：%）



5、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