

从融资、衍生品和指数 ETF 视角看微盘股流动性

优于大市

流动性风险可控，增量资金可期

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 孔祥 021-60375452
 证券分析师： 王德坤 021-61761035

kongxiang@guosen.com.cn
 wangdekun@guosen.com.cn

执证编码：S0980523060004
 执证编码：S0980524070008

事项：

近日，由于主要股指连续下跌，场内融资余额连续下降，市场担忧指数过快下跌易引发融资盘平仓，从而对后续走势造成不良影响。

国信非银观点：第一，融资余额未出现明显下跌，指数距融资平仓线尚有充分安全距离。按照场内平均杠杆率 150%、维持担保比例 130% 计算，加杠杆标的需下跌 56.7% 才会触及融资平仓线。我们统计了 11 月初以来各个主要指数的阶段高点与阶段低点，得出的区间最大跌幅，均明显低于 56.7%。**第二，雪球”等场外衍生品暂无敲入压力，同时可能因对冲策略有所逆势加仓。**和 24 年一季度相比，当下“雪球”等结构化衍生品存量规模更小，策略选择更多，预计暂无敲入压力。IM 股指期货贴水或因存量雪球对冲买入一度收窄。2025 年 1 月 3 日，IM 股指期货贴水明显收窄，可能由于存量雪球的对冲买盘导致。1 月 6 日，贴水再度走阔，但变幅并未明显超出近期均值。**第三，ETF 连续呈现资金净流入态势，微盘股板块有增量资金。**12 月 31 日、1 月 2 日、1 月 3 日、1 月 6 日 ETF 资金逆势加仓，资金净流入分别为 37.02 亿元、178.06 亿元、184.08 亿元、101.74 亿元。就各个主要指数挂钩的 ETF 来看，科创 50、中证 A500 挂钩的 ETF 资金净流入态势最明显，其余指数挂钩的 ETF 亦有相当规模的资金流入。整体而言，因流动性不足导致指数快速下跌的情景，短期内较难出现。

评论：

◆ 融资余额未出现明显下跌，指数距融资平仓线尚有充分安全距离

主要指数近期的融资买入额流失不明显。我们统计 2024 年 9 月 24 日（本轮行情启动）以来、2024 年 10 月 11 日（中证 2000 行情二次启动）以来、2024 年 12 月 12 日（中证 2000 阶段高点）以来的融资净买入额变化，可以发现，主要指数 12 月 12 日以来的融资净买入额流出不明显，占 9 月 24 日以来融资净买入额的比重几乎均小于 10%。

主要指数距离平仓线尚有充分安全距离。按照场内平均杠杆率¹150%、维持担保比例²130%计算，标的需下跌 56.7%³才会触及融资平仓线。我们统计了 11 月初以来各个主要指数的阶段高点与阶段低点，得出的区间最大跌幅，均明显低于 56.7%。

表1：各个指数成份股在各个区间的融资净买入额及指数价格变化

指数	2024.12.12 至 2025.1.6 (亿元)	2024.10.11 至 2025.1.6 (亿元)	2024.9.24 至 2025.1.6 (亿元)	11月初以来 阶段价格高点	11月初以来 阶段价格低点	区间最大跌幅
沪深 300	-189.19	596.91	1,604.14	4,200.91	3,743.07	-10.9%
中证 500	-69.05	516.54	1,034.61	6,382.98	5,384.44	-15.6%
中证 1000	-80.97	755.59	1,300.53	6,616.16	5,561.90	-15.9%
中证 2000	-73.72	482.07	846.77	2,663.79	2,147.20	-19.4%

¹ 平均杠杆率=（自有资金+融资资金）/自有资金

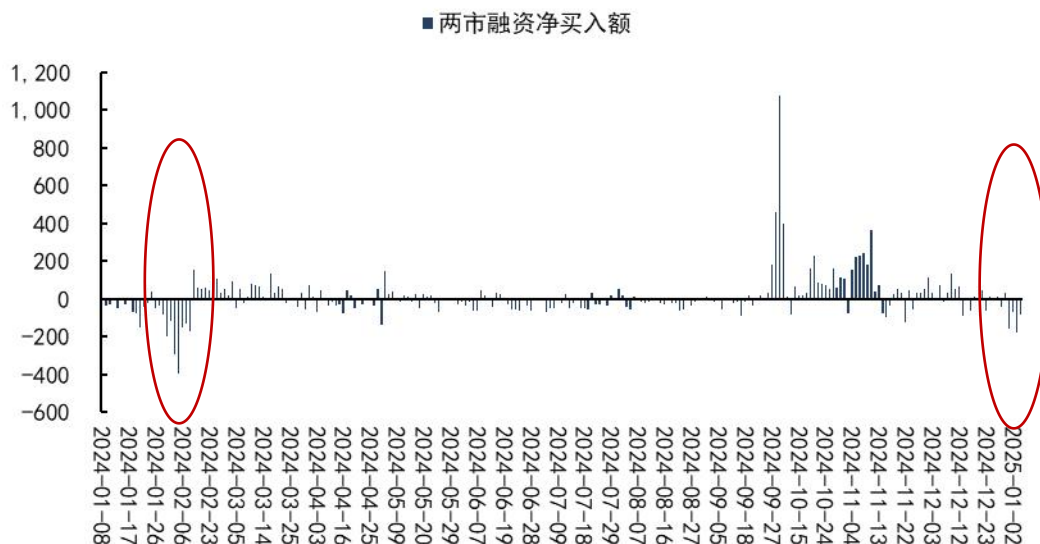
² 平仓线=（自有资金+融资资金）/融资资金

³ 56.7%=（1+0.5-0.5*130%）/（1+0.5）

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

全市场来看, 融资净买入额呈连续下降, 但下降绝对规模不大。截至1月6日, 场内融资余额 18,213.22 亿元, 仍处在较高水平。12月31日、1月2日、1月3日、1月6日四个交易日, 融资余额分别下跌 155.63 亿元、70.22 亿元、177.52 亿元、80.49 亿元, 融资余额自12月12日高点以来下跌 613.34 亿元。

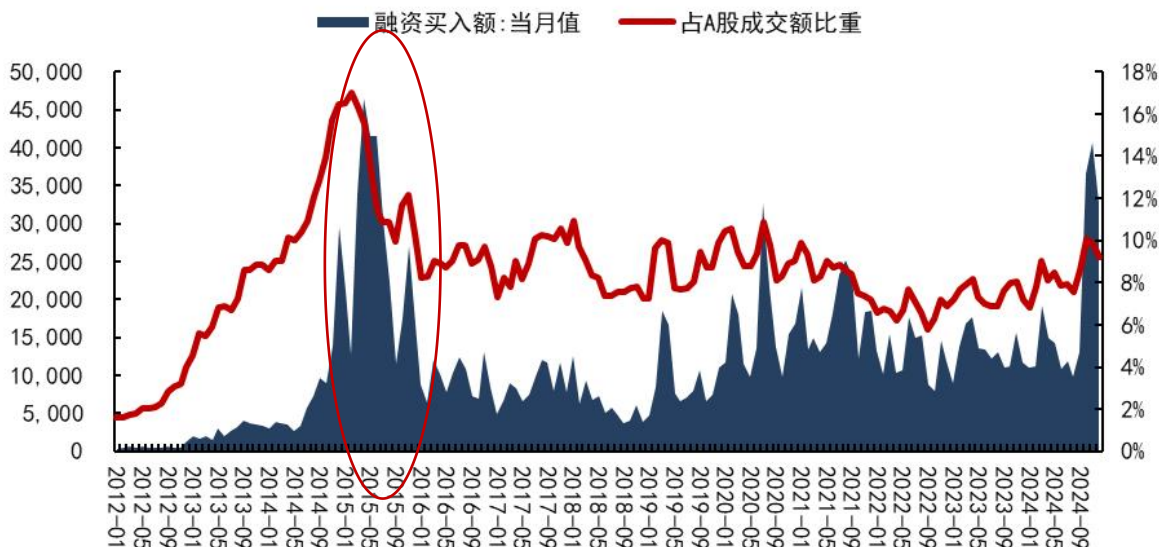
图1: 两市融资净买入额变化 (单位: 亿元)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

融资买入额占A股成交额比重并未明显高于历史区间。2015年2月, 融资买入额占A股成交额比重高达 17.0%, 场内融资对于A股市场影响较大。2024年12月, 融资买入额占A股成交额比重为 9.2%, 融资买入对于市场整体成交的影响力并未明显高于历史区间。

图2: 融资买入额规模及占A股成交额比例 (单位: 亿元)

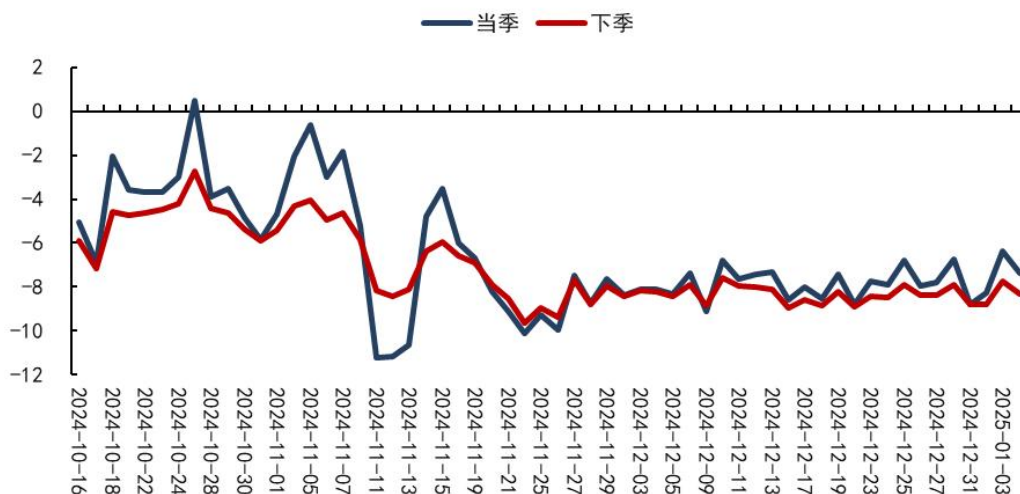


资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 股指期货贴水未出现明显扩大，期间一度有所收窄

“雪球”等场外衍生品暂无敲入压力，同时可能因对冲策略有所逆势加仓。和 24 年一季度相比，当下“雪球”等结构化衍生品存量规模更小，策略选择更多，预计暂无敲入压力。IM 股指期货贴水或因存量雪球对冲买入一度收窄。2025 年 1 月 3 日，IM 股指期货贴水明显收窄，可能由于存量雪球的对冲买盘导致。1 月 6 日，贴水再度走阔，但变幅并未明显超出近期均值。

图3: IM 贴水未有明显扩大，且一度有所收窄

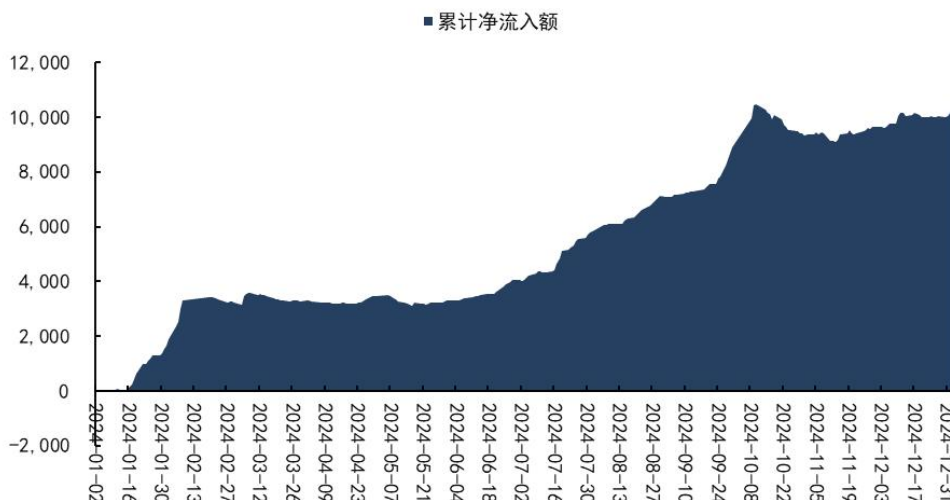


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ ETF 资金保持净流入态势

ETF 连续呈现资金净流入态势。12 月 31 日、1 月 2 日、1 月 3 日、1 月 6 日 ETF 资金逆势加仓，资金净流入分别为 37.02 亿元、178.06 亿元、184.08 亿元、101.74 亿元。就各个主要指数挂钩的 ETF 来看，科创 50、中证 A500 挂钩的 ETF 资金净流入态势最明显，其余指数挂钩的 ETF 亦有相当规模的资金流入。

图4: ETF 资金呈现净流入态势（单位：亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 各个指数挂钩 ETF 的单日净流入额 (亿元)

指数	12月31日	1月2日	1月3日	1月6日
沪深 300	-30.35	41.46	39.51	19.28
中证 500	-32.58	5.18	13.39	6.38
中证 1000	-12.97	4.53	36.55	8.13
中证 2000	0.37	-2.30	4.18	0.39
科创 50	12.42	29.80	16.97	8.44
中证 A50	-1.06	-1.08	-1.76	0.68
中证 A500	38.31	12.97	27.98	30.78

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示:

资金流出超预期, 政策落地低于预期, 经济下行超预期等。

相关研究报告:

- 《寻找低利率环境下个人财富管理方案-个人养老金制度全面实施下银行、证券与基金模式探索》 —— 2024-12-17
- 《当社交流量驱动资金入市--现代投资银行进化视角之一》 ——2024-12-16
- 《平抑净值波动, 探索仍在途中-银行理财降低波动的方法与影响分析》 ——2024-11-30
- 《革故鼎新, 渐进求变--2025 年非银金融行业投资策略》 ——2024-11-23
- 《政策拐点, 蓄势待时——2024 年四季度机构资金配置行为分析》 ——2024-10-17

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032