

微盘股行情：“9月奇迹”解析与后续机会探寻

投资要点：

➤ 24年9月微盘股行情上涨超70%，跑赢全A近40%：9、10月跟随大盘上涨，且弹性更优；11、12月甚至走出独立行情。造就微盘股行情的原因有哪些？微盘股行情推进中应该关注什么？我们将参考2010年以来的8轮微盘股行情，进行归纳、分析；并以此分析框架，对25年初微盘股的行情机会进行演绎、探讨。

➤ 如何捕捉微盘股行情：5大驱动因素。我们认为行情由宽流动性和弱基本面驱动，政策和事件催化，而且在牛市中、后以及特定月份更易发生。

1-2) 基础：宽流动性和弱基本面。映射市场，流动性宽松意味着有更多的资金可以流入市场；而且，叠加弱基本面的宏观背景，市场中相对“轻业绩、重预期、重资金”的微盘股会更加受益。

3) 催化：资金相关的政策事件。微盘股行情的启动多伴随着宏观流动性的释放。

4) 环境：牛市和随后的震荡行情中更易发生。牛市中弹性更优，震荡中有机会走出独立行情。

5) 季节效应：1、上半年关注3月和5月，下半年关注8-11月的中期机会；但1、4月会出现明显跑输大盘，或是因为年前资金流出和获利了结。2、“月内”下半月风险加剧：8轮行情的结束日期均在“14”之后；下半月、下旬的平均日涨跌幅明显下降至负数。

➤ 如何把握微盘股行情：4个关注。我们可以通过时间、空间把握行情的整体结构，通过国债利率、融资余额、股指期货高频跟踪资金面、情绪面的影响。

时间与空间：50个交易日、30%超额收益、35%绝对收益，或可做为持续时间、累计涨幅的压力线；当行情区间符合微盘股5大驱动因素时，尝试借鉴15年9月的微盘股行情上限，71个交易日内上涨110%、跑赢全A76%。

跟踪指标：1、国债利率能从资金面对微盘股行情提供指引，和T-5微盘股超额收益中等相关。2、融资余额能从资金、情绪2方面，同时对微盘股行情提供指引，和T-5微盘股超额收益强相关。3、股指期货能从资金、情绪2方面，同时对微盘股行情提供指引，和T-5微盘股超额收益强相关。

➤ 微盘股行情的结束或缘于5大驱动因素的减弱以及4个关注的信号。对应前文，1) 流动性开始边际收紧，同时伴随着部分基本面指标的改善；2) 资金面收紧、强监管等事件的出台；3) 全A市场环境变化，导致风格切换；4) 季节效应的推移，尤其是1月、下半月；5) 行情持续的时间与空间到达历史均值、接近历史上限。

➤ 承前启后：24年行情分析及25年机会探讨

24年微盘股行情“9月奇迹”解析

9月微盘股行情超模，或是因为契合5大驱动因素。1-2) 基础：流动性持续投放，基本面相对平稳；3) 催化：924央行、证监会推出一揽子政策；4) 环境：9-10、11-12月先后契合“牛市”、“牛市后震荡”2种优势情景；5) 季节效应：处于8-11月的正反馈窗口。当行情区间契合微盘股5大驱动因素，尝试借鉴15年9月的微盘股行情上限。

9月微盘股行情结束的原因或是季节效应的改变，行情持续时间及空间的压制。1月微盘股的负面季节效应显著，平均跑输全A5.8%。9月微盘股行情已远超中位数水平。“获利了结”从市场层面压制行情的继续上行。

团队成员

分析师：周浦寒(S0210524040007)

zph30515@hfzq.com.cn

联系人：杨逸帆(S0210124110046)

yyf30689@hfzq.com.cn

相关报告

1、年度策略总量篇：转机何在——2024.12.13

2、供给侧出清+改善的行业筛选模型和选股逻辑——2024.11.29



25年2-3月微盘股或再迎机会、小概率“奇迹再现”

微盘股在25年2-3月或再次迎来行情机会。5大驱动因素基础或迎来边际增量，微盘股小概率“奇迹再现”。1-2)基础：流动性或仍有投放空间，开年基本面或相对平稳。而且，在特朗普上台后，风险偏好或再次回暖。3)催化：2月或打开降准降息的窗口期。4)环境：春季行情或助推微盘股行情：牛市中弹性更优，震荡中有机会走出独立行情，小概率“9月奇迹”再现。5)季节效应：3月正反馈全年最显著，平均跑赢全A7%。

➤ 此外，我们还在附录中对8次微盘股行情进行了回顾。

➤ 风险提示

历史经验不代表未来；行业不确定性风险；国内经济复苏速度不及预期；海外降息节奏不及预期；地缘政治风险。



正文目录

1 微盘股行情的前、中、后	5
2 如何捕捉微盘股行情：5大驱动因素	6
我们认为微盘股行情由宽流动性和弱基本面驱动，政策和事件催化，而且在牛市中、后以及特定月份更易发生。	6
2.1 基础：宽流动性+弱基本面	6
2.2 催化：资金相关的政策事件	7
2.3 环境：牛市与震荡行情	8
2.4 季节效应：3月正反馈明显，1月利空显著，此外警惕下半月风险	9
2.4.1 月度：3、5、8-11月或利好，1、4月或利空	9
2.4.2 月内：月末效应利空明显	10
3 如何把握微盘股行情：4个关注	12
3.1 时间与空间：50个交易日、30%超额收益、35%绝对收益	12
3.2 3个跟踪指标	12
3.2.1 国债利率：与T-5的超额收益中等相关	12
3.2.2 融资余额：与T-5的超额收益强相关	13
3.2.3 股指期货：与T-5的超额收益强相关	13
4 结束特征	15
5 承前启后：24年行情分析及25年机会探讨	17
5.1 24年微盘股行情“9月奇迹”解析	17
5.2 25年2-3月微盘股或再迎机会、小概率“奇迹再现”	17
6 附录：7+1次微盘股行情回顾	19
7 风险提示	23

图表目录

图表 1：微盘股行情的影响因素	5
图表 2：微盘股行情期间流动性	6
图表 3：21年2月微盘股行情期间行业的市值变化和涨跌幅	7
图表 4：催化微盘股行情的政策和事件	7
图表 5：微盘股指数的超额收益占比	8
图表 6：21年2月微盘股行情走势	8
图表 7：24年9月微盘股行情走势	8
图表 8：微盘股超额收益季节图	9
图表 9：微盘股绝对收益季节图	9
图表 10：人民币汇率季节图	10
图表 11：微盘股行情开始、结束日期统计	10
图表 12：微盘股指数月内区间的日平均涨跌幅	11
图表 13：微盘股指数月内区间的日平均超额涨跌幅	11
图表 14：微盘股行情的持续时间、超额收益、绝对收益	12
图表 15：微盘股收益和10年国债利率的相关性	13
图表 16：微盘股收益和10年国债利率的相关性	13
图表 17：微盘股收益和股指期货的相关性	14
图表 18：微盘股行情后的流动性	15
图表 19：微盘股行情结束时发生的的政策和事件	16
图表 20：24年9月开始的微盘股行情	17
图表 21：14年1-2月的微盘股行情	19
图表 22：14年7-10月的微盘股行情	19
图表 23：15年5-6、9-12月的2次微盘股行情	20
图表 24：16年2-4月的微盘股行情	20
图表 25：21年2-4月的微盘股行情	21
图表 26：21年11-22年1月的微盘股行情	21



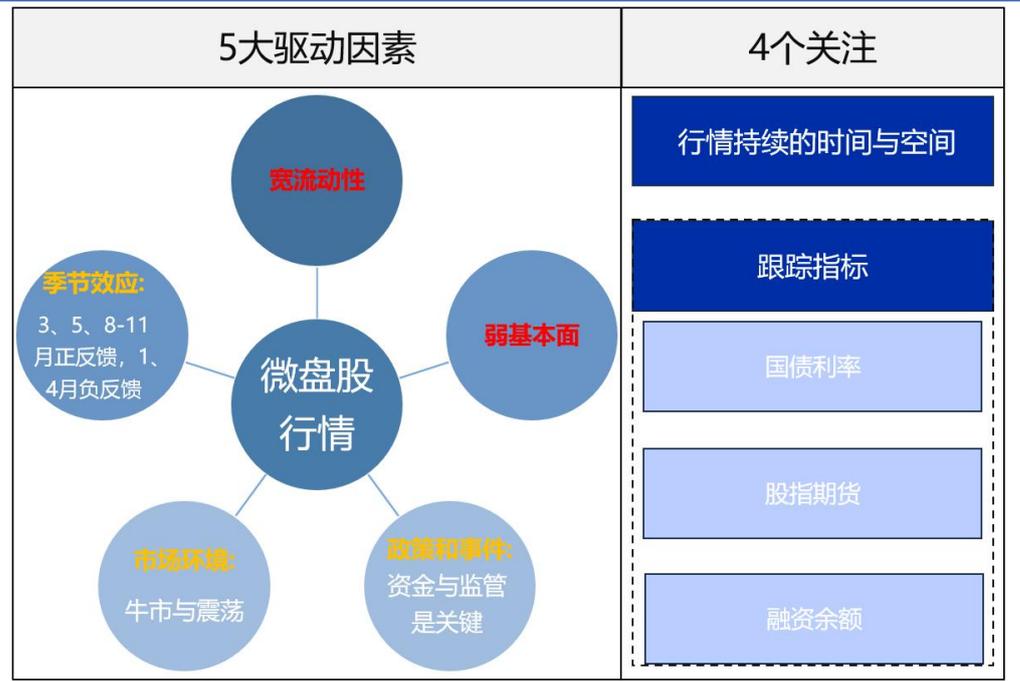
图表 27: 24 年 9 月开始的微盘股行情 22



1 微盘股行情的前、中、后

24年9月微盘股行情上涨超70%，跑赢全A近40%：9、10月跟随大盘上涨，且弹性更优；11、12月甚至走出独立行情。（行情区间为24/9/18-24/12/16）造就微盘股行情的原因有哪些？微盘股行情推进中应该关注什么？我们将参考2010年以来的8轮微盘股行情，进行归纳、分析；并以此分析框架，对25年初微盘股的行情机会进行演绎、探讨。

图表 1：微盘股行情的影响因素



资料来源：华福证券研究所绘制

备注：1) 本文对2010年起的微盘股行情进行分析。参考标的为万得微盘股指数（25年改名为万得微盘股日频等权指数），代码8841431.WI。此外，全A指数选用同花顺全A(加权)指数，代码700001.TI。2) 季节效应中的正反馈指，微盘股指数过去10年在某月份的平均超额收益为正；负反馈则反之。下同。

2 如何捕捉微盘股行情：5大驱动因素

我们认为微盘股行情由宽流动性和弱基本面驱动，政策和事件催化，而且在牛市中、后以及特定月份更易发生。

2.1 基础：宽流动性+弱基本面

宽流动性和弱基本面是微盘股行情的宏观逻辑。映射市场，流动性宽松意味着有更多的资金可以流入市场；而且，叠加弱基本面的宏观背景，市场中相对“轻业绩、重预期、重资金”的微盘股会更加受益。本文使用M2同比差、Shibor、两融余额，层次渐进地描述流动性的变化；使用PMI平均、社消同比差、工业增加值同比差，从不同角度刻画基本面的情况。结合数据，我们可以直观地观察到：过去8轮微盘股行情均有明显的流动性释放，而且多伴随着基本面的部分走弱。

21年初，A股层面的流动性结构性宽松：核心资产的调整释放大量资金，一鲸落而万物生。同时，深交所主板和中小板合并，也使得增量资金流向小微盘标的。具体来看，21年初M2同比增速下降明显（-2%），宏观流动性相对紧缩。但往下拆解，我们可以发现21年初A股市场呈现结构性的宽松流动性。21/2/8-4/20期间，全A市值变化-8046亿元，但如果刨去食品饮料变化的-8522亿元，其它行业市值仍增加近500亿元，即其它行业仍呈现资金净流入的态势。

图表 2：微盘股行情期间流动性

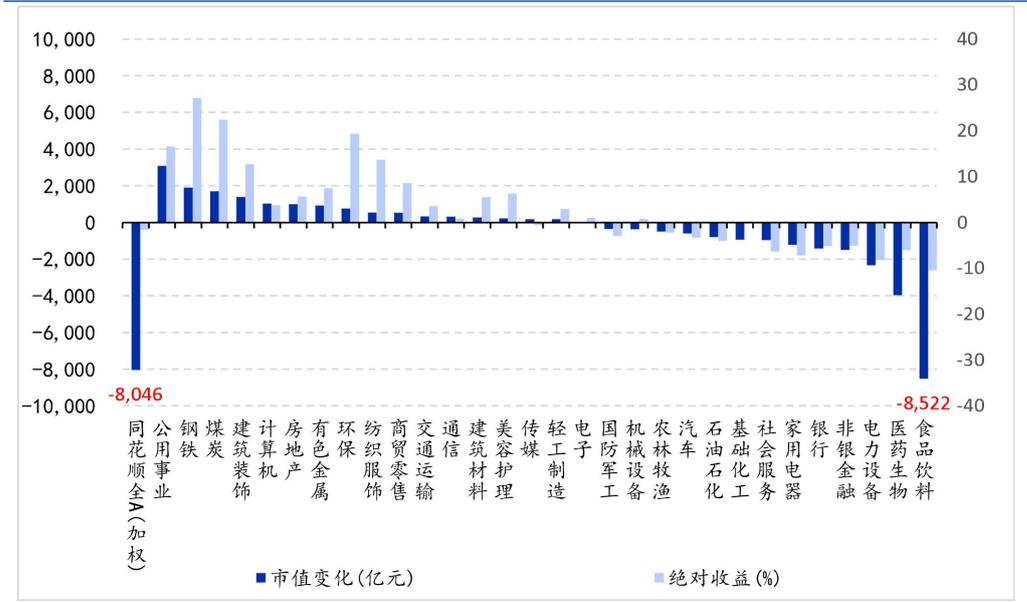
微盘股行情区间			流动性			基本面		
年份	开始时间	结束时间	M2同比差(%)	Shibor隔夜(BP)	两融余额变化(亿元)	PMI平均	社消同比差(%)	工业增加值同比差(%)
8次行情平均			-0.1	-32	1743	50.2	0.9	-5.2
14年	01月14日	02月24日	0.1	-104	371	50.4	-1.4	0.3
	07月24日	10月15日	-0.9	-82	2359	51.3	-0.7	-1.3
15年	05月07日	06月15日	1.0	-37	3345	50.2	0.5	0.7
	09月15日	12月30日	0.2	4	2557	49.8	0.2	0.2
16年	02月29日	04月19日	-0.5	-0.3	403	49.6	-1.0	1.1
21年	02月08日	04月20日	-2.0	-5	107	50.9	13.1	-42.5
	11月02日	22年1月17日	1.1	-1	-286	49.7	-3.2	0.4
24年	09月18日	12月16日	0.3	-32	5089	50.0	-0.2	0.0

资料来源：Ifind，华福证券研究所

备注：1)当微盘股指数连续2个月跑赢同花顺全A指数超5%，该区间认为存在微盘股行情。同时，根据指数当时数据，确定行情具体的起始日期。2)同比差指，行情开始月份的指标同比减去行情结束月份的指标同比。3)因为统计局不发布1-2月的社消数据，所以若行情开始在这一区间，则使用上一期数据；结束在这一区间，则沿用下一期数据。4)流动性部分，标红表示指标指向流动性宽松，对应M2同比差>0（即M2同比增速上升）、利率下降、两融余额上升。基本面部分，标绿表示指标指向基本面回落，对应PMI平均<50，社消同比差<0（即社消增速回落）、工业增加值同比差<0（即工业增加值增速回落）。



图表 3：21 年 2 月微盘股行情期间行业的市值变化和涨跌幅



资料来源：Ifind，华福证券研究所

备注：计算区间为 21/2/8 到 21/4/20，即文中划分的 21 年初微盘股行情。

2.2 催化：资金相关的政策事件

资金相关的政策事件或催化微盘股行情的发生。宽流动性是微盘股行情的宏观基础。对应地，微盘股行情的启动多伴随着宏观流动性的释放：8 轮行情中，6 轮行情开始前后伴随着央行降准的货币政策。剩余的 2 轮行情中，A 股也有流向小微盘的结构性的资金增量事件：14 年 1 月的行情开始前，保监会放行险资购买创业板股票；21 年 2 月，证监会批准深交所主板和中小板合并。这些事件，一方面标志着增量资金流入的时间节点；另一方面说明微盘股行情的启动多处于流动性宽松的环境，定性地佐证的前文中 3 大流动性量化指标的准确性。

图表 4：催化微盘股行情的政策和事件

微盘股行情区间		催化微盘股行情的政策和事件
年份	区间	
14年	1/14-2/24	1月7日保监会放行保险资金投资创业板股票
	7/24-10/15	6月9日央行定向降准 6月13日《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》正式发布实施 7月11日证监会表示取消借壳上市以外重大资产重组行政审批 8月14日国务院办公厅发布《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》 9月18日央行再次下调正回购利率
15年	5/7-6/15	4月19日央行实施定向降准
	9/15-12/30	8月23日国务院公布《基本养老保险基金投资管理办法》 8月25日央行“双降”
16年	2/29-4/19	2月29日央行降准
		3月12日证监会主席刘士余表示注册制暂缓
21年	2/8-4/20	2月5日证监会批准深交所主板和中小板合并
	21/11/2-22/1/17	11月15日北交所开市 12月6日央行降准
24年	9/18-12/16	9月24日央行、证监会集中推出多项重磅政策：央行宣布降低准备金率、利率、存量房贷利率，创设互换便利在内的新货币政策工具。证监会宣布鼓励长钱长投，促进并购重组

资料来源：保监会，金融时报，央行，证监会，中国证券网，国务院，新华社，中国政府网，中国侨网，华福证券研究所

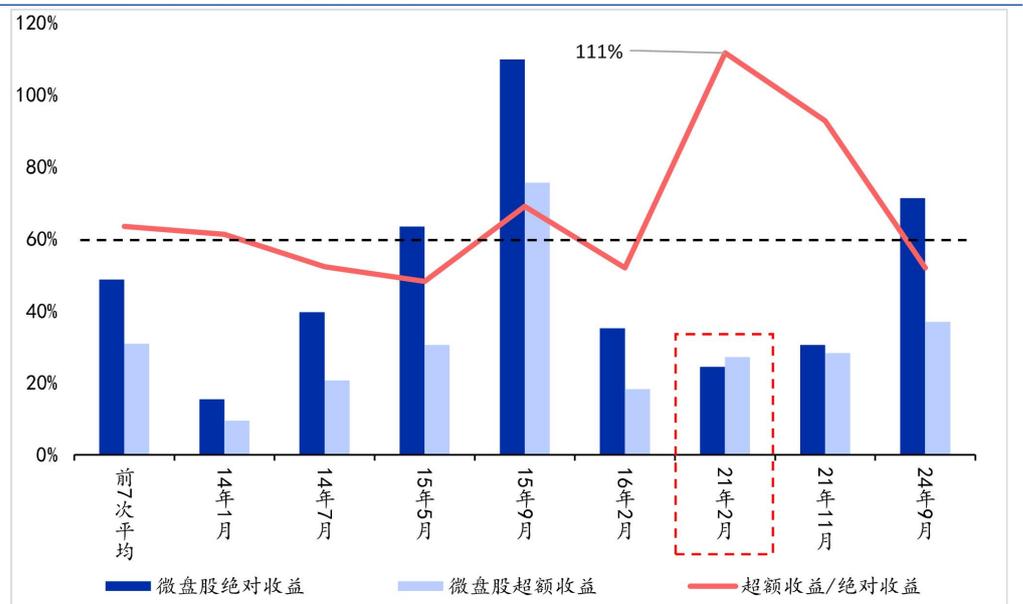
备注：标粗事件，认为对微盘股行情的催化作用明显。

2.3 环境：牛市与震荡行情

微盘股行情更容易在牛市和随后的震荡行情中发生：牛市中弹性更优，震荡中有机会走出独立行情。我们用“超额收益/绝对收益”来刻画，行情中微盘股指数的收益来自于“弹性”的比例。具体来看，8轮微盘股行情“超额收益/绝对收益”的比例平均高达67%，说明微盘股指数较市场整体的高弹性。而且，21年2月的微盘股行情中，这一比例甚至达到111%，即A股整体下跌、微盘股独立上涨。A股市场在21年2月进入震荡，食品饮料等核心资产下跌；微盘股反而受益于结构性的宽松流动性，走出独立上涨的行情。

24年9月的微盘股行情超模，或因为前后发生全部2种情境。如果把其划分为9-10月和11-12月的2个区间，“超额收益/绝对收益”的比例从31%快速上升到了82%；沿用之前的模型，9-10月区间属于牛市中的微盘股弹性更优，11-12月区间属于震荡行情中微盘股的独立行情。

图表 5：微盘股指数的超额收益占比



资料来源：Ifind, Wind, 华福证券研究所
备注：虚线为纵坐标60%的水平线。

图表 6：21年2月微盘股行情走势



资料来源：Ifind, Wind, 证监会, 人民日报海外版, 银保监会, 国务院, 金融委, 中国政府网, 华福证券研究所

图表 7：24年9月微盘股行情走势



资料来源：Ifind, Wind, 央行, 新京报, 中国政府网, 华福证券研究所

2.4 季节效应：3月正反馈明显，1月利空显著，此外警惕下半年风险

2.4.1 月度：3、5、8-11月或利好，1、4月或利空

微盘股季节效应上半年关注3月和5月，下半年关注8-11月的中期机会；但1、4月会出现明显跑输大盘，或是因为年前资金流出和获利了结。我们通过季节效应，对未覆盖的周期性驱动因素进行补充。从超额收益来看，上半年3、5、8、10-11月均跑赢全A超3%，其中3月和5月的 α 收益最为明显（但获利了结或导致了4、6月微盘股的回落）。从绝对收益来看，2-3、5、10-11月微盘股平均涨幅都超过4%，其中3月高达9%。但值得注意的是，因为微盘股指数自带“高抛低吸”的属性（每日选取市值最小的400只个股等权计算），所以除了提高对其收益要求外，微盘股指数的季节性回落更需要注意。1月微盘股平均下跌5.8%、跑输全A2.3%，我们认为这或是因为年前市场资金的流出。类比人民币汇率，因为外贸商需要支付员工的工资、奖金以及供应商款项，产生资金需求，所以会在年前周期性结汇，使得人民币在12-1月周期性升值。A股市场的资金或也因为这个理由发生季节性外流。

图表 8：微盘股超额收益季节图

月份	微盘股较全A的月超额收益(%)											
	平均	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
1月	-2.3	8.5	-2.8	-4.2	-6.1	-6.6	-1.9	-10.3	6.4	2.5	-8.9	
2月	1.2	1.9	2.4	3.1	-2.3	6.5	-3.0	6.7	4.8	6.4	-14.2	
3月	6.8	5.6	9.8	-2.0	13.0	4.8	9.3	7.0	8.3	0.2	11.9	
4月	-2.0	2.6	7.9	-6.0	0.5	-0.3	-6.1	-2.2	-7.5	-3.2	-6.1	
5月	4.5	20.0	-1.5	-5.9	2.6	6.6	2.9	2.7	6.6	8.8	2.0	
6月	0.2	5.9	4.2	-1.1	-3.1	-0.7	-5.0	3.1	-2.3	4.0	-3.2	
7月	1.5	3.8	0.0	-7.8	3.5	-0.8	-1.4	1.9	9.3	3.7	3.1	
8月	4.0	5.0	3.3	6.8	-2.1	-1.0	6.1	5.4	2.9	7.7	5.6	
9月	2.2	5.7	6.2	1.5	-0.1	1.6	2.2	-0.1	-0.3	3.4	1.9	
10月	3.6	12.3	2.4	-2.1	4.5	-0.4	0.8	-3.6	9.1	3.4	9.3	
11月	4.3	14.4	2.0	-6.4	7.4	-1.1	0.3	9.3	1.8	6.8	8.6	
12月	1.2	13.1	5.0	-1.2	2.9	0.9	-11.5	7.5	-2.1	2.9	-5.9	

资料来源：Ifind, Wind, 华福证券研究所

图表 9：微盘股绝对收益季节图

月份	微盘股的月绝对收益(%)											
	平均	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
1月	-5.8	10.0	-28.3	-4.6	-4.3	-3.8	-2.1	-10.2	-3.1	10.0	-21.3	
2月	4.4	7.7	0.0	6.1	-7.2	24.3	-3.0	6.6	7.5	6.3	-4.6	
3月	9.0	23.0	24.2	-2.8	12.8	12.8	2.9	3.9	0.7	-0.5	13.2	
4月	-1.6	19.9	6.1	-9.1	-3.2	-1.7	-0.8	0.1	-17.1	-4.7	-5.1	
5月	5.6	33.5	-1.9	-8.9	2.5	0.3	3.5	7.9	12.4	5.5	0.8	
6月	1.0	-3.9	7.3	3.7	-11.5	2.7	3.4	4.1	7.4	5.6	-8.3	
7月	1.2	-11.4	0.5	-6.2	3.7	-0.9	11.8	-1.4	6.6	6.2	3.4	
8月	1.9	-7.9	7.5	9.8	-8.4	-1.8	8.2	8.6	0.0	2.1	1.6	
9月	2.5	0.8	4.5	2.6	1.2	2.4	-3.8	-1.1	-7.9	2.3	24.2	
10月	4.5	26.6	5.2	-1.1	-4.6	0.4	1.9	-3.2	6.6	1.1	11.5	
11月	6.6	19.5	5.7	-9.4	9.5	-2.6	4.3	12.4	9.7	7.2	9.9	
12月	1.2	17.9	-0.6	-1.5	-2.0	8.5	-8.3	8.6	-4.1	0.9	-7.8	

资料来源：Ifind, Wind, 华福证券研究所

图表 10：人民币汇率季节图

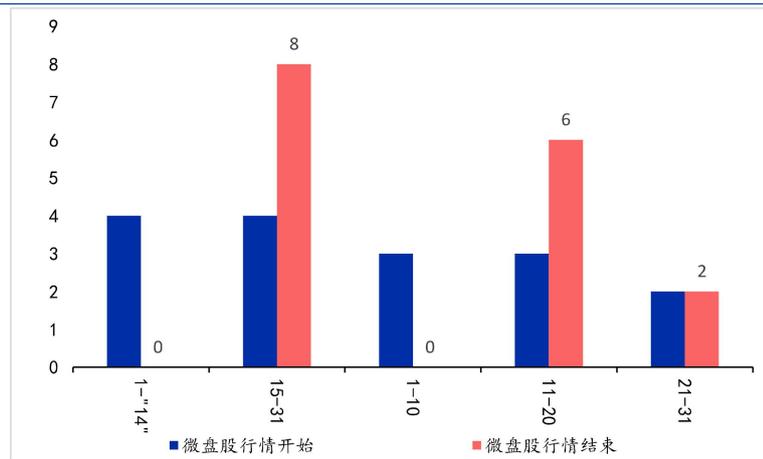
月份	人民币对美元汇率月涨跌幅（负数表示升值）										
	平均	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1月	-1.0	0.3	0.9	-1.1	-3.1	-2.3	-1.3	-0.8	0.0	-2.9	0.3
2月	0.4	0.2	-0.1	0.2	-0.1	-0.2	1.7	0.0	-0.8	2.8	0.00
3月	0.1	-0.1	-1.3	0.4	-0.7	0.6	1.1	1.5	0.4	-1.2	-0.1
4月	0.3	-0.5	0.0	-0.1	0.8	-0.1	-0.4	-1.6	4.2	0.8	0.2
5月	0.8	0.1	1.9	-0.4	1.2	2.5	1.1	-1.5	0.6	2.3	0.04
6月	0.6	-0.1	0.8	-1.3	3.2	-0.4	-0.7	1.4	0.8	2.0	0.3
7月	0.1	0.1	0.3	-0.7	3.0	0.1	-1.3	0.0	0.5	-1.3	0.1
8月	0.7	4.4	0.6	-1.9	0.1	3.0	-1.8	0.1	2.2	0.7	-0.3
9月	0.2	-0.4	-0.2	0.5	0.8	-0.2	-0.7	0.3	3.0	0.0	-1.5
10月	0.2	-0.2	1.3	0.0	1.2	-0.3	-1.3	-1.5	1.1	0.0	1.7
11月	-0.1	0.7	1.8	-0.5	-0.4	-0.3	-2.2	-0.2	0.0	-1.1	0.9
12月	-0.5	1.5	0.7	-1.0	-1.0	-0.8	-0.8	-0.1	-3.0	-0.3	0.01

资料来源：Iifind，华福证券研究所

2.4.2 月内：月末效应利空明显

“月内”下半月风险加剧：8轮行情的结束日期均在“14”之后；下半月、下旬的平均日涨跌幅明显下降至负数。我们对8轮微盘股行情的开始、结束日期，按照“日”进行统计（例如6月1日“日”为1），2分法下结束日期均在“14”之后，3分法下日期集中在“11-20”的区间。我们再看（绝对）涨跌幅，微盘股指数的区间平均日涨跌幅，随着日期的推移快速下降，在“21-31”区间甚至下降为负数。（因为微盘股指数自带“高抛低吸”的属性，所以回落信号更需要注意。）超额涨跌幅来看，“15-31”“21-31”的区间超额收益趋近于0，月末效应利空明显。

图表 11：微盘股行情开始、结束日期统计



资料来源：华福证券研究所



图表 12: 微盘股指数月内区间的日平均涨跌幅

微盘股指数: 平均“日”涨跌幅(%)	合计	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
1-“14”	0.23	-0.1	0.1	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	0.5	0.4	0.1
15-31	0.03	-0.3	0.6	0.2	-0.4	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1
1-10	0.23	0.0	-0.1	0.4	0.4	0.2	0.1	0.0	0.2	0.4	0.9	0.6	0.1
11-20	0.15	-0.1	0.9	0.4	-0.2	0.2	-0.1	0.3	0.2	-0.1	0.1	0.2	0.0
21-31	-0.003	-0.4	0.4	-0.1	-0.4	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.1

资料来源: Wind, 华福证券研究所
备注: 计算区间为 2010-2024 年。下同。

图表 13: 微盘股指数月内区间的日平均超额涨跌幅

微盘股指数: 平均“日”超额涨跌幅(%)	合计	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
1-“14”	0.11	0.0	-0.2	0.3	0.1	0.3	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	0.2	0.0
15-31	0.08	-0.1	0.4	0.1	-0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0
1-10	0.12	0.0	-0.3	0.4	0.0	0.4	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.4	0.2	-0.1
11-20	0.15	0.0	0.4	0.3	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.0	0.3	0.2
21-31	0.05	-0.1	0.4	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.0	-0.2

资料来源: Ifind, Wind, 华福证券研究所
备注: 超额涨跌幅指, 标的指数的涨跌幅, 减去同花顺全 A 指数的涨跌幅。

3 如何把握微盘股行情：4 个关注

我们可以通过时间、空间把握行情的整体结构，通过国债利率、融资余额、股指期货高频跟踪资金面、情绪面的影响。

3.1 时间与空间：50 个交易日、30%超额收益、35%绝对收益

50 个交易日、30%超额收益、35%绝对收益，或可做为持续时间、累计涨幅的压力线；当行情区间契合微盘股 5 大驱动因素时，尝试借鉴 15 年 9 月的微盘股行情上限，71 个交易日上涨 110%、跑赢全 A 76%。持续时间以及累计涨幅，会从市场层面对行情进行压制乃至结束，所以我们或可参考前 7 次行情的中位数作为未来行情的基准（这里使用中位数而不是平均值，是为避免 15 年的极端值影响）。

图表 14：微盘股行情的持续时间、超额收益、绝对收益

微盘股行情区间				超额收益			绝对收益			
年份	开始时间	结束时间	持续天数	微盘股	国证2000	创业板	同花顺全A	微盘股	国证2000	创业板
8次行情中位数			49	28%	13%	3%	18%	37%	27%	21%
14年	01月14日	02月24日	24	9.4%	9%	4%	6%	15.4%	15%	10%
	07月24日	10月15日	53	20.6%	13%	3%	19%	39.6%	32%	22%
15年	05月07日	06月15日	27	30.5%	21%	-1%	33%	63.3%	54%	32%
	09月15日	12月30日	71	75.5%	23%	20%	34%	109.7%	57%	55%
16年	02月29日	04月19日	35	18.2%	6%	4%	17%	35.1%	23%	21%
21年	02月08日	04月20日	45	27.1%	14%	-9%	-3%	24.4%	11%	-12%
	11月02日	22年1月17日	53	28.2%	10%	-7%	2%	30.5%	12%	-5%
24年	09月18日	12月16日	58	36.9%	13%	9%	34%	71.2%	47%	44%

资料来源：Ifind，Wind，华福证券研究所
备注：持续天数以交易日计算。

3.2 3 个跟踪指标

3.2.1 国债利率：与 T-5 的超额收益中等相关

国债利率能从资金面对微盘股行情提供指引；（刨去 15 年 5 月后）和 T、T-5 微盘股超额收益的相关性均达到-0.5。国债利率相较 A 股，对宏观流动性及其指标的反应更加敏感；当流动性宽松时，国债和微盘股多出现“股债双牛”的情形。其中，15 年 5 月存在异步，其原因或是：15 年增量资金主要是流向股市的杠杆资金，同时股市极致的单边行情吸引债市资金转移。

图表 15: 微盘股收益和 10 年国债利率的相关性

微盘股行情区间			超额收益	相关性: 10年国债利率与超额收益			绝对收益	相关性: 10年国债利率与绝对收益		
年份	开始时间	结束时间		T	T-5	T-10		T	T-5	T-10
8次行情平均			31%	-0.4	-0.3	-0.3	49%	-0.3	-0.4	-0.3
除15年5月外, 7次行情平均			31%	-0.5	-0.5	-0.4	47%	-0.5	-0.5	-0.4
14年	01月14日	02月24日	9%	-0.4	-0.8	-0.8	15%	-0.5	-0.9	-0.8
	07月24日	10月15日	21%	-0.8	-0.7	-0.3	40%	-0.8	-0.7	-0.3
*15年	05月07日	06月15日	30%	0.9	0.8	0.7	63%	0.9	0.8	0.6
	09月15日	12月30日	76%	-0.8	-0.8	-0.8	110%	-0.8	-0.8	-0.8
16年	02月29日	04月19日	18%	0.4	0.1	-0.1	35%	0.3	0.0	-0.1
21年	02月08日	04月20日	27%	-0.6	0.1	0.5	24%	-0.5	0.0	0.5
	11月02日	22年1月17日	28%	-0.8	-0.8	-0.9	30%	-0.8	-0.9	-0.9
24年	09月18日	12月13日	37%	-0.8	-0.6	-0.4	71%	-0.5	-0.4	-0.3

资料来源: Ifind, Wind, 华福证券研究所

备注: 1) T-5 指, 5 个交易日前的指标数值和微盘股收益数值之间的相关性。2) 相关系数的绝对值在 0-0.4 为弱相关, 0.4-0.7 为中等相关, 0.7 以上为强相关。

3.2.2 融资余额: 与 T-5 的超额收益强相关

融资余额能从资金、情绪 2 方面, 同时对微盘股行情提供指引; (刨去 21 年 2 月后) 和 T、T-5 微盘股超额收益的相关性均达到 0.8。融资融券过投资者使用杠杆的额度来反映市场情绪, 同时也直接影响了流向 A 股的资金。而且, 通过比较与微盘股超额收益的相关系数, 融资余额指标比融券余额指标具有更加优秀的跟踪、指示作用。其中, 21 年 2 月存在异步, 其原因在 2.1 “驱动因素: 流动性” 部分有过解释: 当时的资金更多来自核心资产的调整释放, 所以来自融资余额资金的影响减弱。

图表 16: 微盘股收益和 10 年国债利率的相关性

微盘股行情区间			超额收益	相关性: 融资余额与超额收益			绝对收益	相关性: 融资余额与绝对收益		
年份	开始时间	结束时间		T	T-5	T-10		T	T-5	T-10
8次行情平均			31%	0.7	0.6	0.6	49%	0.7	0.6	0.5
除21年2月外, 7次行情平均			31%	0.8	0.8	0.8	52%	0.9	0.8	0.7
14年	01月14日	02月24日	9%	1.0	0.9	0.9	15%	0.9	0.8	0.9
	07月24日	10月15日	21%	1.0	1.0	1.0	40%	1.0	1.0	1.0
15年	05月07日	06月15日	30%	1.0	1.0	1.0	63%	1.0	1.0	1.0
	09月15日	12月30日	76%	0.9	0.9	0.8	110%	0.9	0.9	0.8
16年	02月29日	04月19日	18%	0.9	0.5	0.0	35%	0.9	0.4	-0.1
*21年	02月08日	04月20日	27%	-0.4	-0.5	-0.8	24%	-0.2	-0.6	-0.8
	11月02日	22年1月17日	28%	0.2	0.5	0.6	30%	0.4	0.6	0.7
24年	09月18日	12月13日	37%	0.9	0.9	0.9	71%	1.0	0.9	0.9

资料来源: Ifind, Wind, 华福证券研究所

3.2.3 股指期货: 与 T-5 的超额收益强相关

股指期货能从资金、情绪 2 方面, 同时对微盘股行情提供指引; (刨去 21 年 2 月后) 和 T、T-5 微盘股超额收益的相关性均达到 0.6、0.7。由于高杠杆的存在, 股指期货的交易波动更高, 对市场情绪、预期的变化更加敏感, 甚至领先于 A 股变化。



考虑到数据可得性，我们选用沪深 300 作为股指期货的标的。股指期货指标和微盘股存在基差风险，需要注意微盘股是否处于“震荡市场中”的独立行情。其中，21 年 2 月存在异步，其原因便是微盘股独立于全 A 走出独立行情，所以标的为沪深 300 的股指期货指标失灵。

图表 17：微盘股收益和股指期货的相关性

微盘股行情区间			超额收益	相关性：融资余额与超额收益			绝对收益	相关性：融资余额与绝对收益		
年份	开始时间	结束时间		T	T-5	T-10		T	T-5	T-10
8次行情平均			31%	0.4	0.5	0.4	49%	0.5	0.5	0.4
除21年2月外，7次行情平均			31%	0.6	0.7	0.5	52%	0.7	0.7	0.5
14年	01月14日	02月24日	9%	0.6	0.7	-0.4	15%	0.8	0.6	-0.4
	07月24日	10月15日	21%	0.8	0.8	0.8	40%	0.9	0.8	0.8
15年	05月07日	06月15日	30%	0.8	0.8	0.6	63%	0.9	0.8	0.5
	09月15日	12月30日	76%	0.9	0.9	0.9	110%	0.9	0.9	0.9
16年	02月29日	04月19日	18%	0.8	0.8	0.8	35%	0.9	0.8	0.8
*21年	02月08日	04月20日	27%	-0.9	-0.7	-0.6	24%	-0.8	-0.7	-0.5
	11月02日	22年1月17日	28%	-0.2	0.3	0.4	30%	0.0	0.3	0.4
24年	09月18日	12月13日	37%	0.4	0.5	0.7	71%	0.7	0.7	0.7

资料来源：Ifind，Wind，华福证券研究所



4 结束特征

微盘股行情的结束或缘于 5 大驱动因素的减弱以及 4 个关注的信号。对应前文，我们可以发现微盘股行情结束时：

- 1) 流动性开始边际收紧，同时伴随着部分基本面指标的改善；
- 2) 资金面收紧、强监管等事件的出台；
- 3) 全 A 市场环境变化，导致风格切换；
- 4) 季节效应的推移，尤其是 1 月、下半月；
- 5) 行情持续的时间与空间到达历史均值、接近历史上限；

图表 18：微盘股行情后的流动性

微盘股行情结束后1个月			流动性			基本面		
年份	开始时间	结束时间	M2同比差(%)	Shibor:隔夜(BP)	两融余额变化(亿元)	PMI平均	社消同比差(%)	工业增加值同比差(%)
7次行情平均			-0.1	15	-1642	50.3	-1.0	0.9
14年	01月14日	02月24日	-1.2	82	92	50.3	-1.4	0.0
	07月24日	10月15日	-0.3	-1	757	50.6	0.2	-0.5
15年	05月07日	06月15日	1.5	12	-8181	50.1	-0.1	-0.8
	09月15日	12月30日	0.7	5	-2822	49.6	0.0	0.0
16年	02月29日	04月19日	-1.0	0.6	-643	50.1	-0.1	0.0
21年	02月08日	04月20日	0.2	24	256	51.1	-5.3	-1.0
	11月02日	22年1月17日	-0.6	-17	-951	50.2	0.0	8.9
24年	09月18日	12月16日	0.0	6.2	-540	50.1	0.0	0.0

资料来源：Ifind，华福证券研究所

备注：为方便计算，行情后 1 个月默认为往后 30 天。


图表 19：微盘股行情结束时发生的的政策和事件

微盘股行情区间		微盘股行情结束前后发生的政策和事件
年份	区间	
14年	1/14-2/24	2月18-20日人民币汇率持续大跌
	7/24-10/15	10月17日史上最严退市制度《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》出台
15年	5/7-6/15	6月2日证监会要求清理场外配资
	9/15-12/30	9月17日证监会再次发布清理配资相关文件：《关于继续做好清理整顿违法从事证券业务活动的通知》
		11月6日证监会重启IPO并提出了进一步改革完善新股发行制度的政策措施 11月13日沪深交易所再次修改两融交易实施细则，融资保证金不低于100% 12月4日上交所、深交所和中金所发布指数熔断相关规定 1月4-7日沪深300指数两次熔断
16年	2/29-4/19	4月21日国内三大期货交易所出台措施，抑制交易过热
21年	2/8-4/20	3月26日银保监会、住建部、人民银行发文防止经营用途贷款违规流入房地产 4月2日银保监会联合央行发布《系统重要性银行附加监管规定（试行）》 4月8日国务院金融稳定发展委员会研究加强地方金融机构微观治理和金融监管等工作
		12月17日证监会修订内地与香港股票市场交易互联互通机制，将对所谓“假外资”从严监管 2月1日全面实行股票发行注册制改革正式启动
24年	9/18-12/13	12月12日中央经济工作会议提出提高财政赤字率（但未提及具体数字），增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。

资料来源：iFind，证监会，人民网，中国政府网，中国经济网，新华网，上交所，深交所，中金所，上海证券报，金融时报，银保监会，国务院，金融委，中国证券报，新京报，新华社，中国侨网，中国日报，华福证券研究所



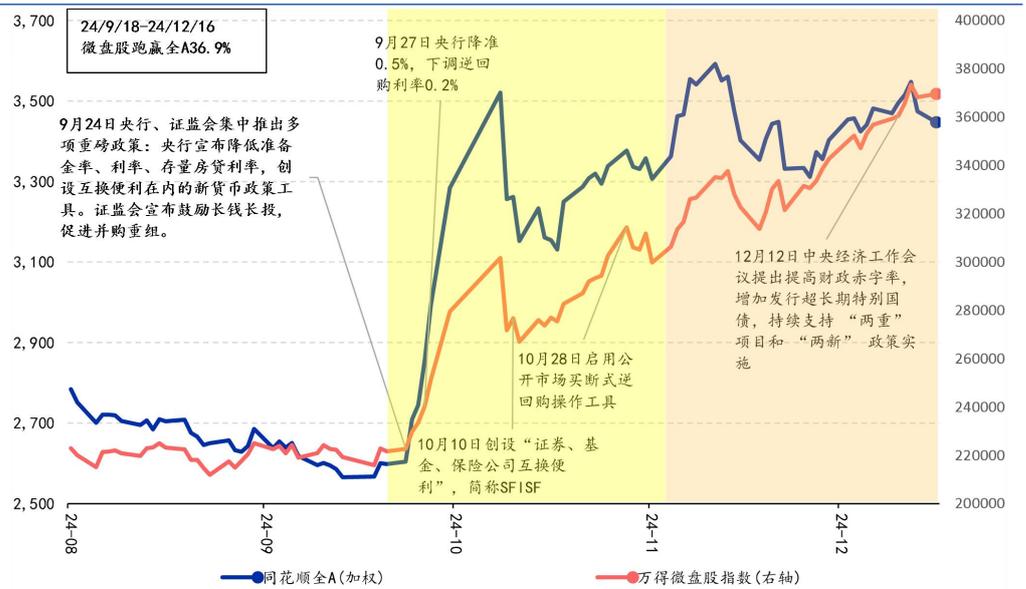
5 承前启后：24 年行情分析及 25 年机会探讨

5.1 24 年微盘股行情“9 月奇迹”解析

9 月微盘股行情超模，或是因为契合 5 大驱动因素。1-2) 基础：流动性持续投放，基本面相对平稳；3) 催化：924 央行、证监会推出一揽子政策；4) 环境：9-10、11-12 月先后契合“牛市”、“牛市后震荡”2 种优势情景；5) 季节效应：处于 8-11 月的正反馈窗口。如前文所述，当行情区间契合微盘股 5 大驱动因素，尝试借鉴 15 年 9 月的微盘股行情上限。24 年 9 月微盘股行情最终在 58 个交易日内，上涨 71%，跑赢全 A37%；8 轮行情中仅次于 15 年历史上限。

9 月微盘股行情结束的原因或是季节效应的改变，行情持续时间及空间的压制。1 月微盘股的负面季节效应显著，平均跑输全 A2.3%。9 月微盘股行情已远超中位数水平：持续 50 个交易日、30%超额收益、35%绝对收益。“获利了结”从市场层面压制行情的继续上行。

图表 20：24 年 9 月开始的微盘股行情



资料来源：Ifind，Wind，央行，新京报，中国政府网，华福证券研究所

5.2 25 年 2-3 月微盘股或再迎机会、小概率“奇迹再现”

微盘股在 25 年 2-3 月或再次迎来行情机会。5 大驱动因素基础或迎来边际增量，微盘股小概率“奇迹再现”。

1-2) 基础：流动性或仍有投放空间，开年基本面或相对平稳。而且，在特朗普上台后，风险偏好或再次回暖。3) 催化：2 月或打开降准降息的窗口期。政策定调下流动性仍有投放空间：24/12 中央经济工作会议、25/1 中国人民银行工作会议均提及择时降准降息。制约货币政策的因素或是国债利率以及汇率的持续走低。但展望后市，随着央行加严监管债市、以及 1 月末美联储不降息预期落地，2-3 月国债利率、汇率都有企稳可能，即降准降息政策或打开窗口期。此外，由于春节假期长短、错



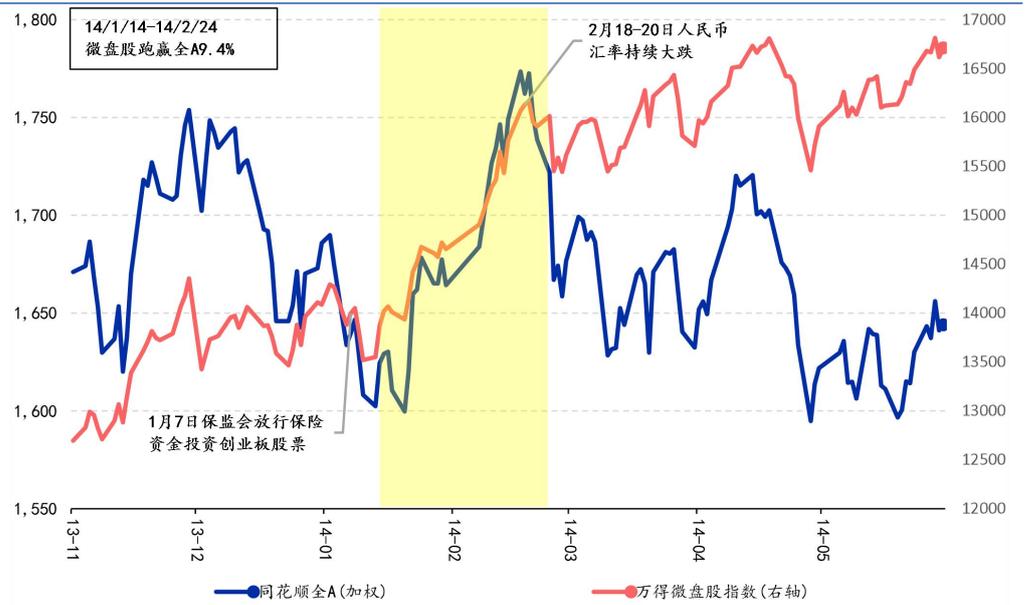
位的影响，宏观数据相对匮乏或难以比较，基本面影响或相对减弱。

4) 环境：春季行情或助推微盘股行情：牛市中弹性更优，震荡中有机会走出独立行情，小概率“9月奇迹”再现。如果春季躁动行情再现，高弹性的微盘股或收获更高的涨幅。如果开年市场整体震荡，在满足1-3驱动下微盘股仍有可能走出独立行情。极端情况下，或重演9-12月微盘股行情，“奇迹再现”：25年2月类比24年9-10月，微盘股在牛市中弹性更优；25年3月类比24年11-12月，微盘股在震荡市场中走出独立行情。

5) 季节效应：3月正反馈全年最显著，平均跑赢全A7%。结合前文，3月 α 收益最为明显，平均跑赢全A6.8%、绝对收益达9%；2月同样具有正反馈，平均跑赢全A1.2%、绝对收益达4.4%。

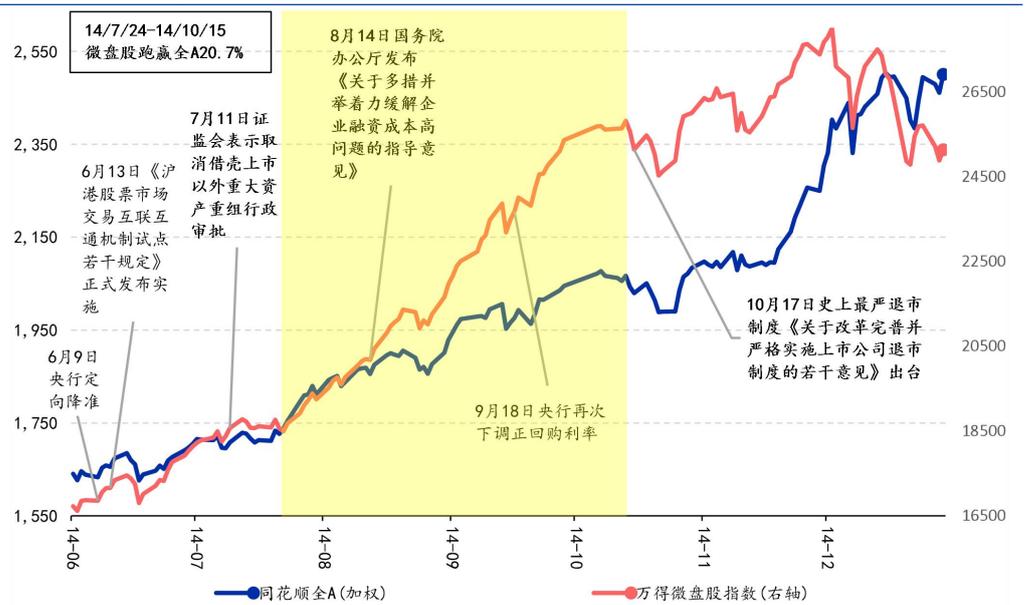
6 附录：7+1次微盘股行情回顾

图表 21：14 年 1-2 月的微盘股行情



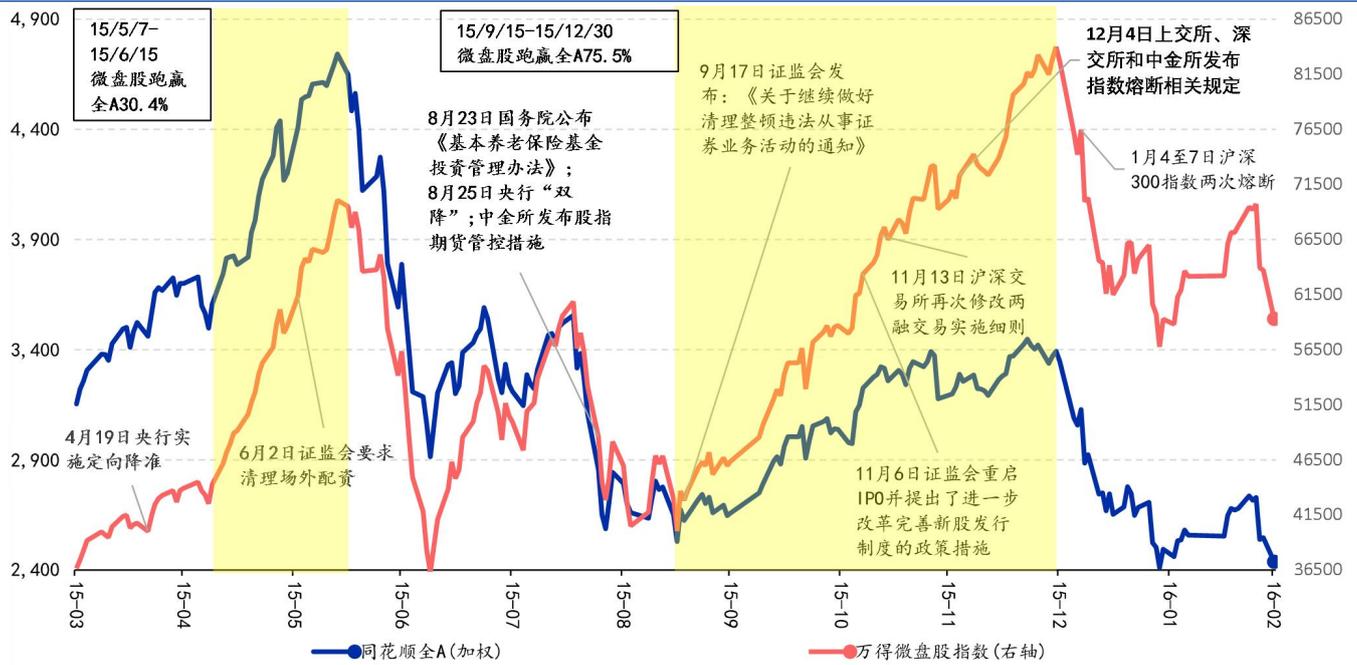
资料来源：Ifind, Wind, 证监会, 金融时报, 华福证券研究所

图表 22：14 年 7-10 月的微盘股行情



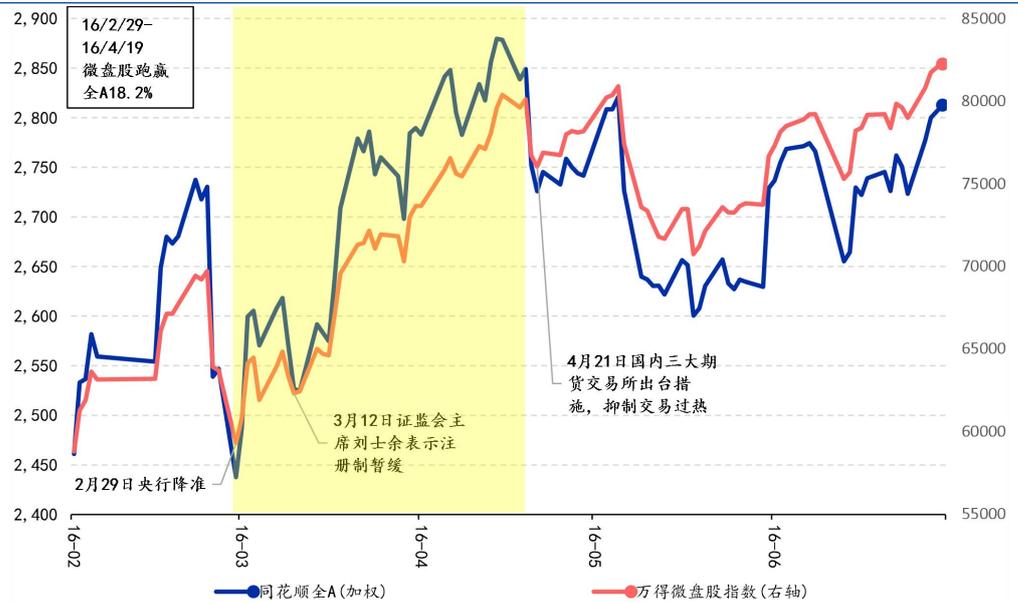
资料来源：Ifind, Wind, 央行, 金融时报, 证监会, 中国证券网, 国务院, 中国政府网, 华福证券研究所

图表 23: 15 年 5-6、9-12 月的 2 次微盘股行情



资料来源: Ifind, Wind, 央行, 证监会, 人民网, 国务院, 中金所, 中国政府网, 中国经济网, 新华网, 上交所, 深交所, 上海证券报, 中国侨网, 中国日报, 华福证券研究所

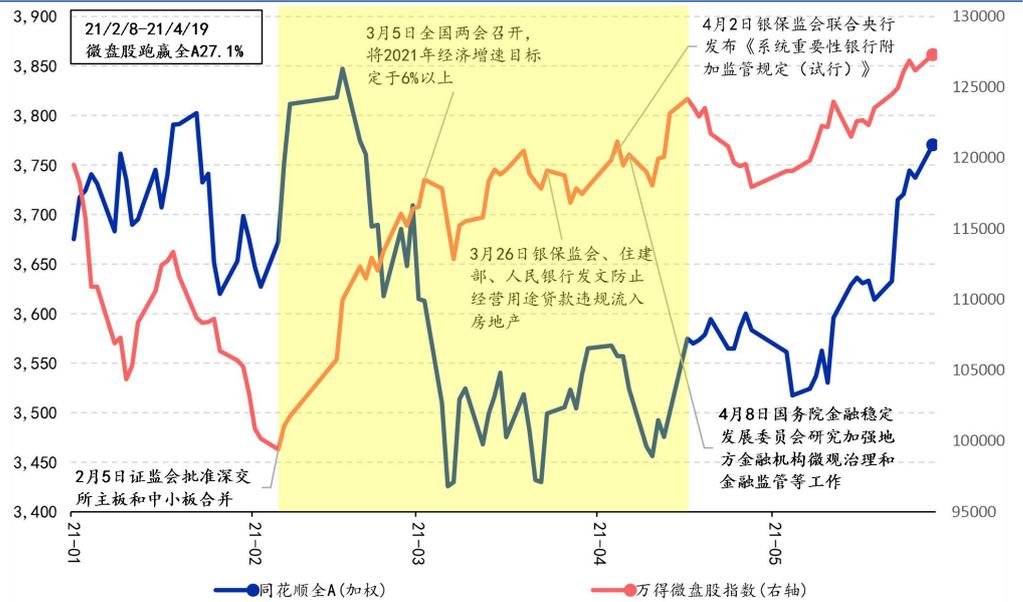
图表 24: 16 年 2-4 月的微盘股行情



资料来源: Ifind, Wind, 央行, 新华社, 金融时报, 华福证券研究所

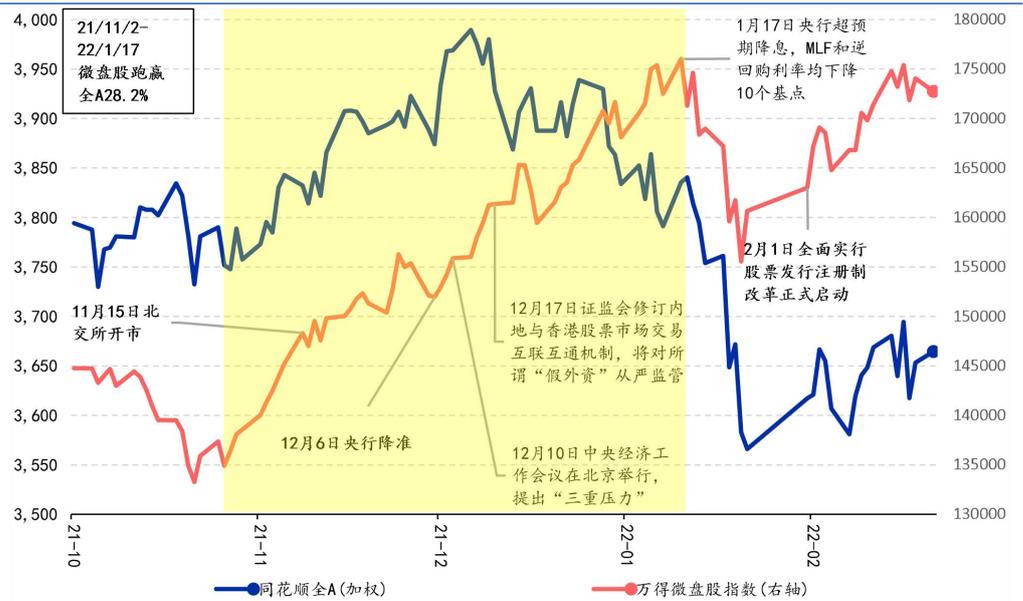


图表 25: 21 年 2-4 月的微盘股行情



资料来源: Ifind, Wind, 证监会, 人民日报海外版, 银保监会, 国务院, 金融委, 中国政府网, 华福证券研究所

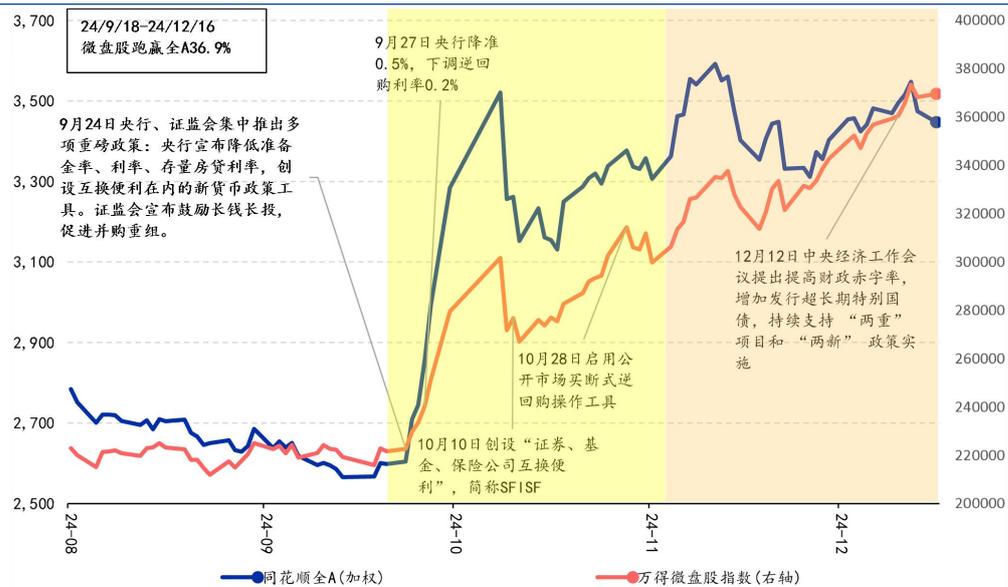
图表 26: 21 年 11-22 年 1 月的微盘股行情



资料来源: Ifind, Wind, 央行, 中国政府网, 新华社, 中国新闻网, 证监会, 中国银行保险报, 新华社, 华福证券研究所



图表 27: 24 年 9 月开始的微盘股行情



资料来源: Ifind, Wind, 央行, 新京报, 中国政府网, 华福证券研究所



7 风险提示

历史经验不代表未来：尽管过往的数据和案例为我们提供宝贵的参考，但它们并不等同于未来的走向。投资者不应仅依赖于过去的表现来做出未来的决策，而应综合考虑当前的市场状况、经济趋势及政策导向。

行业不确定性风险：随着全球经济形势的变化和技术革新步伐加快，各行业面临着前所未有的挑战与机遇。新技术的出现可能颠覆传统商业模式，导致某些领域出现结构性调整；消费者偏好和需求也在不断演变中，这些都将给企业带来不确定性。

国内经济复苏速度不及预期：虽然中国经济整体向好，但仍存在一些结构性问题亟待解决，仍存在一定的不确定性。

海外降息节奏不及预期：全球主要经济体货币政策的变动将直接影响国际资本流动和汇率波动，从而对中国金融市场造成冲击。

地缘政治风险：国际关系紧张、贸易保护再起、局部冲突爆发，这些因素不仅影响着全球供应链的安全稳定，也可能导致国际金融市场动荡不安。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn