



Research and
Development Center

小微盘热度可能会被流动性压制

——策略周观点

2025年5月25日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号：S1500521060001
邮箱：fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号：S1500523070001
邮箱：lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金
隅大厦 B 座
邮编：100031

小微盘热度可能会被流动性压制

2024 年 5 月 25 日

核心结论：去年 10 月以来，市场整体处在大的宽幅震荡区间内，小微盘非常活跃，但是强度上已经开始有所变化。2024 年 9-12 月，小微盘涨得快，调得少，累计超额收益持续走强，但最近 1 个季度，小微盘股在指数上涨期间有超额收益，但指数下跌期跌幅也大，季度持有只有微盘股还较强，小盘股（中证 1000、中证 2000）已经跑不赢上证 50 了。我们认为背后的主要原因是，大小盘风格的决定性力量是投资者结构变化。虽然大趋势（量化游资规模增长、主动公募外资规模增幅小）依然有利于小盘，但继续走强需要等待增量资金，所以季度内小盘不一定占优。相比去年 Q4，3 月以来居民资金热度明显下降，从两融余额的变化能够看出，最近 1 个半月市场反弹期间，融资余额也没有明显回升。居民资金流入速度也在放缓，上交所 A 股账户新增开户数比去年 4 季度有所降温。这会限制小微盘风格的高度和范围。

- **（1）最近 3 次上涨，小微盘均领涨，但优势逐渐变小。**去年 10 月以来，市场整体处在大的宽幅震荡区间内，小微盘非常活跃，但是强度上已经开始有所变化。我们统计了 3 次上涨波段和 3 次下跌波段的各类指数，能够看到，每次上涨期，小微盘均跑赢指数，但分化逐渐缩小，上证 50 和沪深 300 弹性逐渐上升，中证 1000、2000 和微盘股指数弹性逐渐下降。三次下跌期中，第一次小微盘股跌幅较小，第二次和第三次小微盘股跌幅较大。
- 类似地，我们以累计超额收益来看，2024 年 9-12 月，超额收益排序是微盘股>中证 2000>中证 1000>上证 50，而最近一个季度超额收益排序是微盘>上证 50>中证 2000>中证 1000，小微盘的强度已经开始走弱，去年 Q4 在下跌期间和季度维度都有较大的超额收益，今年 3 月以来，只有上涨期间小微盘有较强的超额收益。
- **（2）背后原因：融资余额和居民资金有所走弱。**相比去年 Q4，3 月以来居民资金热度明显下降，从两融余额能够看到 4 月以来明显下降，而且最近 1 个半月市场反弹期间，融资余额也没有明显回升。居民资金流入速度也在放缓，上交所 A 股账户新增开户数比去年 4 季度有所降温。
- **（3）大趋势依然有利于小盘，但继续走强需要等待增量资金，所以季度内不一定占优。**影响大小盘风格最核心的因素是投资者结构的变化，如果是机构投资者（外资、保险、公募主动基金等）不断增多的市场，市场风格容易偏向大盘（比如 2003-2007 年、2016-2021 年），但如果是机构投资者不断减少的市场，市场风格更容易偏向小盘（比如 2008-2015 年、2021-2023 年）。
- **风险因素：**房地产超预期下行，美股剧烈波动，历史规律可能会失效。

目录

一、策略观点：小微盘热度可能会被流动性压制.....	4
二、本周市场变化.....	8
风险因素.....	11

表目录

表 1：配置建议表.....	7
----------------	---

图目录

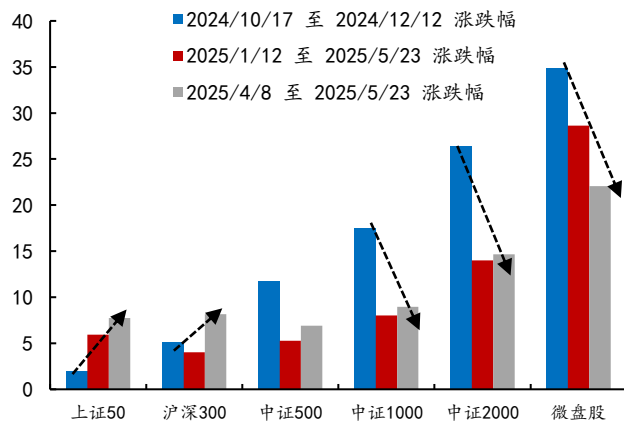
图 1：最近 3 次上涨，小微盘领涨，但优势逐渐变小（单位：%）.....	4
图 2：最近 3 个下跌，小微盘由抗跌变为领跌（单位：%）.....	4
图 3：近期小微盘超额收益没有去年 Q4 那么突出（单位：%）.....	5
图 4：4 月以来的上涨，融资余额没有回升（单位：点数，亿）.....	5
图 5：居民资金入场热度下降（单位：万户）.....	5
图 6：大小盘风格的核心决定因素是投资者结构（单位：倍，%）.....	6
图 7：进入震荡期，Q3 后期或 Q4 有望回归牛市状态（单位：点数）.....	6
图 8：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 9：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 10：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）.....	8
图 11：概念类指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 12：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 13：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 14：2025 年至今全球大类资产收益率（单位：%）.....	9
图 15：港股通累计净买入（单位：亿元）.....	9
图 16：融资余额（单位：亿元）.....	9
图 17：新发行基金份额（单位：亿份）.....	10
图 18：基金仓位估算（单位：%）.....	10
图 19：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）.....	10
图 20：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）.....	10
图 21：长期国债利率走势（单位：%）.....	10
图 22：各类债券与同期限债券利差（单位：%）.....	10

一、策略观点：小微盘热度可能会被流动性压制

去年 10 月以来，市场整体处在大的宽幅震荡区间内，小微盘非常活跃，但是强度上已经开始有所变化。2024 年 9-12 月，小微盘涨得快，调得少，累计超额收益持续走强，但最近 1 个季度，小微盘股在指数上涨期间有超额收益，但指数下跌期跌幅也大，季度持有只有微盘股还较强，小盘股（中证 1000、中证 2000）已经跑不赢上证 50 了。我们认为背后的主要原因是，大小盘风格的决定性力量是投资者结构变化。虽然大趋势（量化游资规模增长、主动公募外资规模增幅小）依然有利于小盘，但继续走强需要等待增量资金，所以季度内小盘不一定占优。相比去年 Q4，3 月以来居民资金热度明显下降，从两融余额的变化能够看出，最近 1 个半月市场反弹期间，融资余额也没有明显回升。居民资金流入速度也在放缓，上交所 A 股账户新增开户数比去年 4 季度有所降温。这会限制小微盘风格的高度和范围。

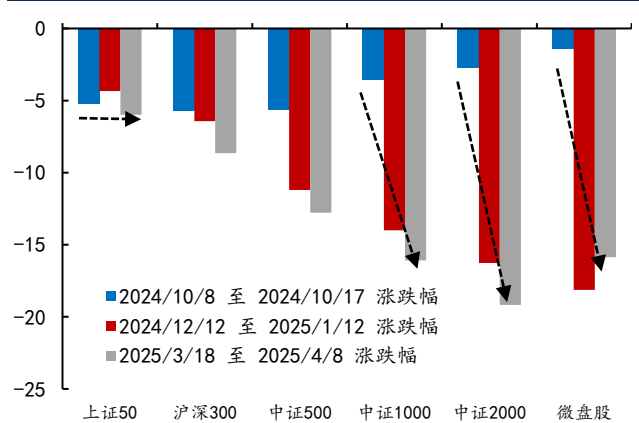
（1）最近 3 次上涨，小微盘均领涨，但优势逐渐变小。去年 10 月以来，市场整体处在大的宽幅震荡区间内，小微盘非常活跃，但是强度上已经开始有所变化。我们统计了 3 次上涨波段和 3 次下跌波段的各类指数，能够看到，每次上涨期，小微盘均跑赢指数，但分化逐渐缩小，上证 50 和沪深 300 弹性逐渐上升，中证 1000、2000 和微盘股指数弹性逐渐下降。三次下跌期中，第一次小微盘股跌幅较小，第二次和第三次小微盘股跌幅较大。

图 1：最近 3 次上涨，小微盘领涨，但优势逐渐变小（单位：%）



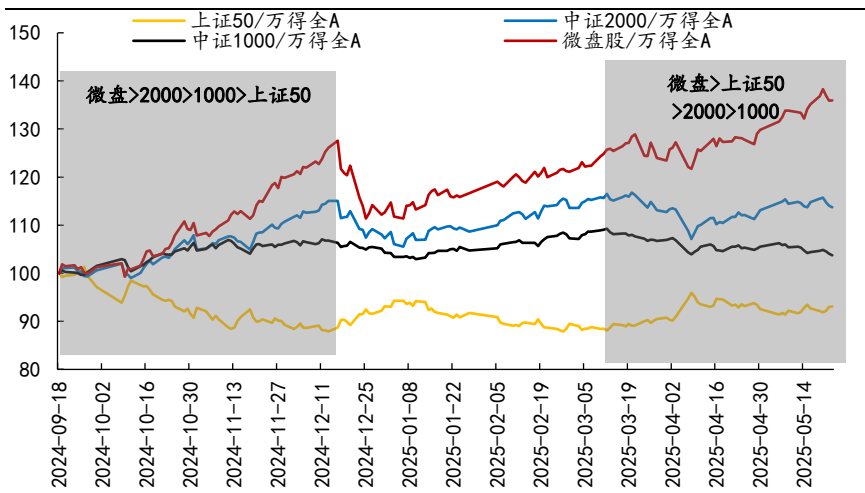
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：最近 3 个下跌，小微盘由抗跌变为领跌（单位：%）



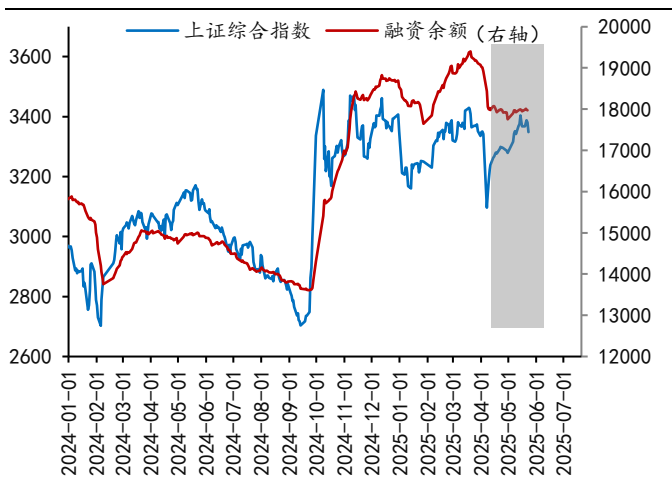
资料来源：万得，信达证券研发中心

类似地，我们以累计超额收益来看，2024 年 9-12 月，超额收益排序是微盘股>中证 2000>中证 1000>上证 50，而最近一个季度超额收益排序是微盘>上证 50>中证 2000>中证 1000，小微盘的强度已经开始走弱，去年 Q4 在下跌期间和季度维度都有较大的超额收益，今年 3 月以来，只有上涨期间小微盘有较强的超额收益。

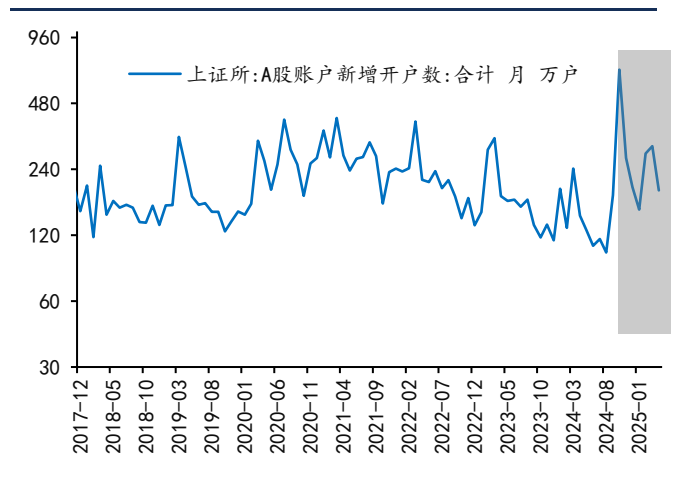
图 3：近期小微盘超额收益没有去年 Q4 那么突出（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 背后原因：融资余额和居民资金有所走弱。 相比去年 Q4, 3 月以来居民资金热度明显下降，从两融余额能够看到 4 月以来明显下降，而且最近 1 个半月市场反弹期间，融资余额也没有明显回升。居民资金流入速度也在放缓，上交所 A 股账户新增开户数比去年 4 季度有所降温。

图 4：4 月以来的上涨，融资余额没有回升（单位：点数，亿）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：居民资金入场热度下降（单位：万户）


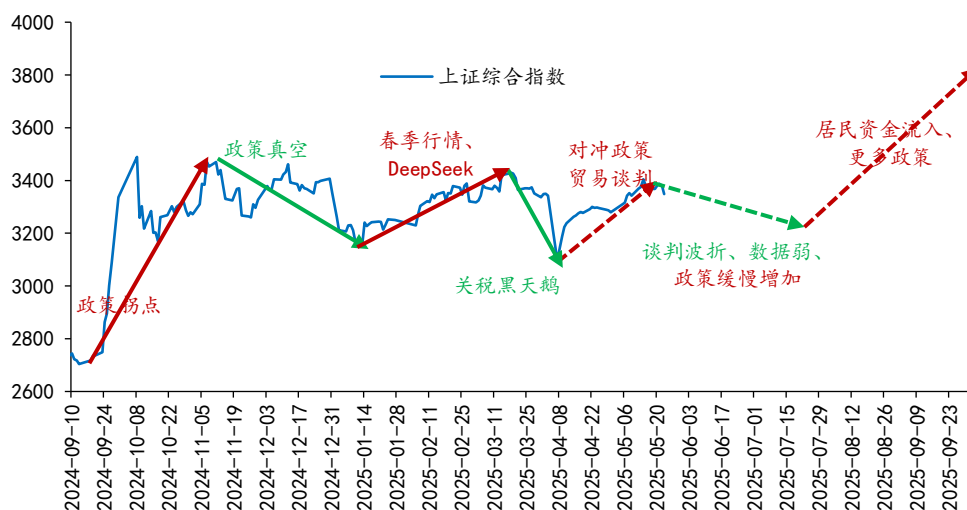
资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 大趋势依然有利于小盘，但继续走强需要等待增量资金，所以季度内不一定占优。 影响大小盘风格最核心的因素是投资者结构的变化，如果是机构投资者（外资、保险、公募主动基金等）不断增多的市场，市场风格容易偏向大盘（比如 2003-2007 年、2016-2021 年），但如果是机构投资者不断减少的市场，市场风格更容易偏向小盘（比如 2008-2015 年、2021-2023 年）。2024 年 1-8 月，市场风格偏大盘，主要是因为保险和 ETF 资金流入较强，2024 年 9 月-2025 年 3 月风格偏小盘，主要是因为个人投资者等交易性资金快速流入。3 月以来，虽然量化等资金依然较为活跃，但居民资金流入速度明显放慢，这会限制小盘风格的强度，导致小盘风格只能在市场反弹期有阶段性超额收益。后续来看，小盘风格如果想要继续走强，需要居民增量资金流入，季度内可能看不到。

图 6：大小盘风格的核心决定因素是投资者结构（单位：倍，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(4) 短期 A 股大势研判观点：谈判和政策预期部分兑现，5 月下旬到 7 月可能会有二次“小幅”回撤。继续上涨面临的压力有：(1) 关税后续还会再谈，还有不确定的地方；(2) 4 月的市场波动，对居民资金赚钱效应还是产生了负面干扰，融资余额和市场交易热度明显下降，恢复起来需要些时间；(3) 关税缓和后，指数全面突破还需要一个强的板块主线推动，之前有 DeepSeek 驱动的 AI 和机器人，现在还在酝酿中，需要些时间。往下空间大概率也不会很大，因为：(1) 4 月关税是突发黑天鹅，后续即使经济预期有所反复，也很难比 4 月更极端；(2) ETF 规模稳步增长、保险资金也在流入，股市托底力量较大。综上，我们认为，市场在 5-7 月可能还会有震荡回撤，不过幅度可控。Q3 后期或 Q4，盈利、政策和居民资金三因素中，有一个往乐观方向转变，市场有望回归牛市状态。

图 7：进入震荡期，Q3 后期或 Q4 有望回归牛市状态（单位：点数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

注：虚线仅代表相关假设条件下指数可能的趋势，不代表预测指数点位。

(5) 近期配置观点：季度内偏价值，等 Q3 再增加弹性。

本周较强的配置逻辑：消费高低切、并购重组、公募新规。(1) 主题板块活跃（并购重组概念）：证监会

修改上市公司重大资产重组管理办法，简化审核流程，提出鼓励私募基金参与上市公司并购重组，短期相关题材活跃。(2) **新消费**：核心原因是自下而上的季报业绩较强和产业逻辑共振，稳内需政策支持下也有望受益。短期催化有 618 大促医美、化妆品需求提升，金价企稳，对标港股龙头补涨。(3) **银行**：存款利率下调缓解息差压力，险资加快增配红利板块。(4) **创新药**：2025 年 Q1 龙头业绩兑现较好，产业趋势底部企稳复苏，国际化与 BD 交易催化，筹码结构较好。

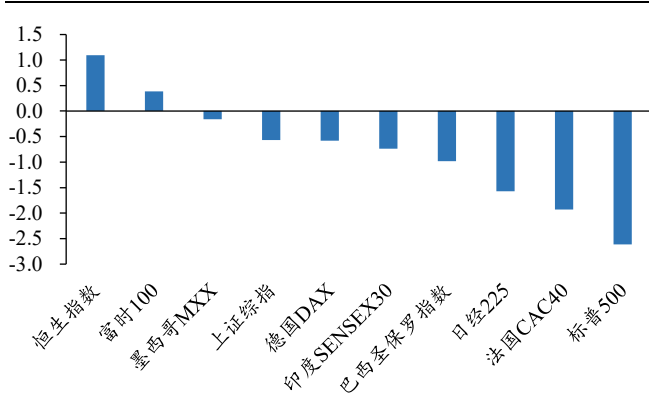
配置风格：季度内偏大盘价值。(1) 如果是业绩较强的成长股牛市，则超额收益往往比较连续，如果是业绩不稳定的成长股牛市，则经历过持续活跃表现后，往往会有季度的休整；(2) 3 月以来，居民资金流入速度放慢，融资余额和交易量回升幅度小于指数涨幅；(3) 美国股市的调整，影响了全球科技股的估值。

配置方向：(1) 进可攻退可守(银行、钢铁、建筑)：海外经济敏感性低，国内政策敏感性高；指数权重相比投资者配置比例大；长期破净个股占比多，市值管理受益方向。(2) **新消费**：自下而上，业绩趋势和产业逻辑能自洽；自上而下看，宏观层面外需不确定，内需更确定，后续还可能有稳内需的政策，新消费也有望受益。(3) **军工**：独立的需求周期，内外部特殊环境下，军工可能会有持续的主题事件催化。(4) **有色金属(黄金、稀土)**：产能格局强，经济弱受影响小，经济强或政策多受益；内部黄金稀土等受益于地缘格局的细分行业可能有所表现。(5) **房地产**：估值位置偏低；稳增长政策可能还有新增举措。

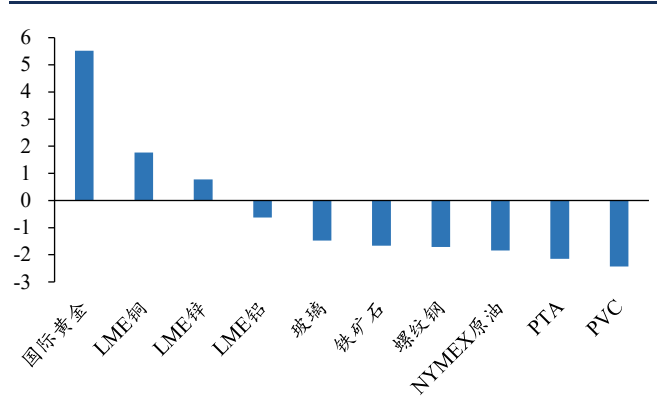
表 1：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	行业组合	银行、房地产、军工、有色金属
行业配置观点	周期	从价格波动规律和产能格局来看，商品价格依然受到产能周期正面的支撑，过去 1-2 年的价格走弱主要是库存周期下降和国内地产下降的影响。25 年需求负面影响还在，但力度可能会减弱。黄金涨是商品长期牛市还在的重要证据。
	消费	目前消费板块的估值大多处于 2010 年以来中等偏下的水平，但由于长期逻辑（消费升级）较难进一步验证，估值抬升空间不大。消费的投资机会可能会主要局限在两个方向：(1) 新的消费模式；(2) 部分行业可能会有较强的高分红属性；
	成长	长期来看，AI 和机器人的产业趋势很强，鉴于技术进步的过程还在，相关资本开支带来的机会较多。短期来看，未来一个季度，AI 和机器人可能会面临两个扰动：(1) A 股历史上，几乎不依赖业绩的成长股牛市阶段有 2014-15、2019 年，这两个阶段成长股有 2 个季度超额收益后，往往会有季度相对收益的回撤。(2) 美股科技股调整较多，后续能否重回牛市影响全球 AI 产业链的估值。
	金融地产	金融的估值依然很有性价比，内在上涨逻辑主要是两点：(1) 房地产下滑虽然没有结束，但越来越明确对金融体系冲击已经结束，由此导致银行等行业的估值持续低估已经不合理。(2) 监管机构鼓励 ETF 发展、鼓励上市公司市值管理、鼓励长期资金入市，这天然有利于银行等板块。可能会是这一轮牛市很重要的暗线。

资料来源：信达证券研发中心

图 12: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 13: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

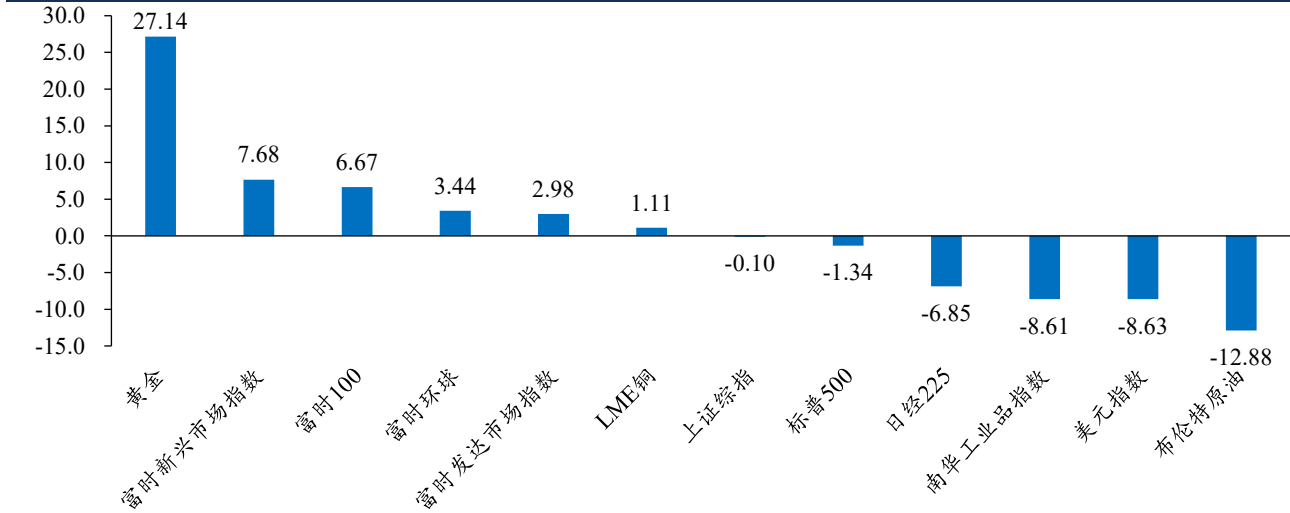
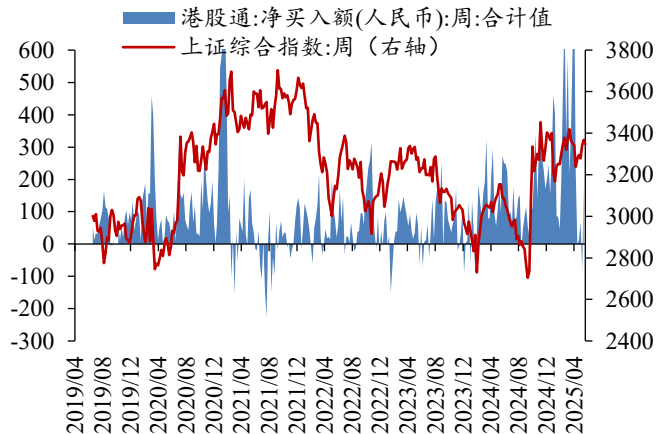
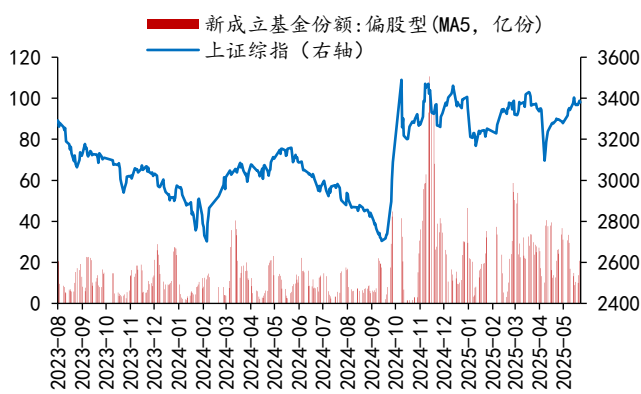
图 14: 2025 年至今全球大类资产收益率 (单位: %)

 资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心
 注: 统计日期截至 2025 年 5 月 23 日

图 15: 港股通累计净买入 (单位: 亿元)


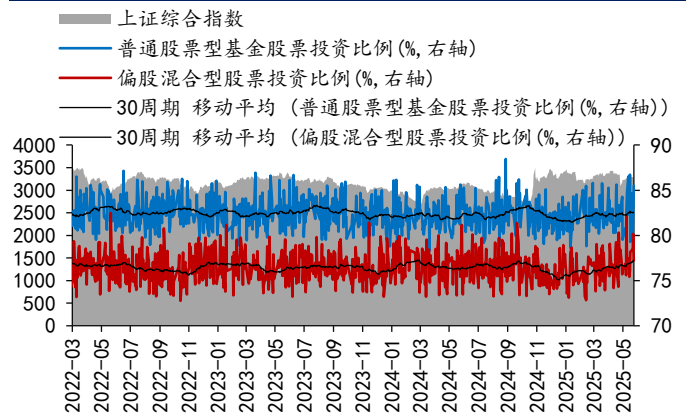
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 融资余额 (单位: 亿元)

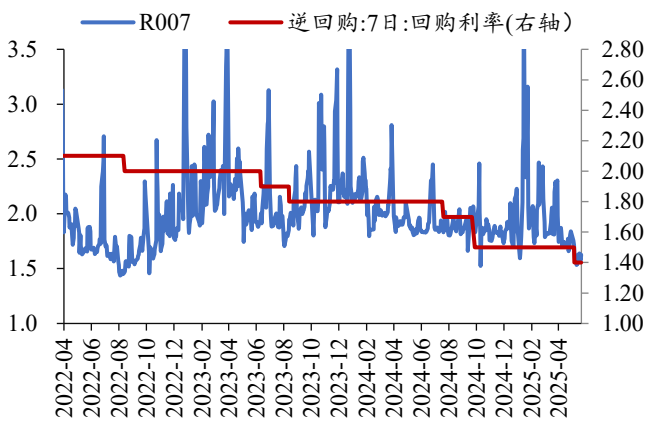

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 新发行基金份额 (单位: 亿份)


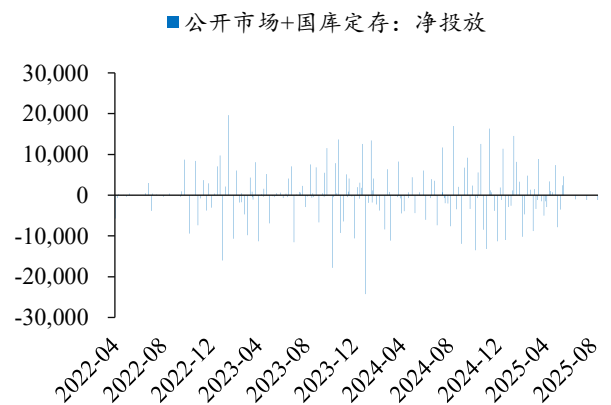
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 基金仓位估算 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 19: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)


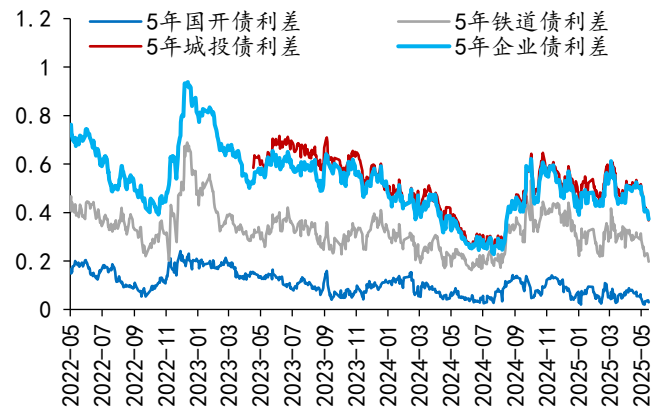
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 21: 长期国债利率走势 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 22: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动，历史规律可能会失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。