

# 目录

1.	市场周观察	3
2.	宏观流动性	9
3.	微观流动性	10
3.1.	流入端	12
3.2.	流出端	17

## 图表目录

图 1:	2006-2014 年红利和债呈负相关	3
图 2:	2015-至今红利和债呈正相关	3
图 3:	2015-至今红利占优行情通常为市场下行期	4
图 4:	中证红利指数的行业权重集中度	5
图 5:	滚动 3 年的中证红利指数市盈率和股息率变动	8
图 6:	滚动 5 年的中证红利指数市盈率和股息率变动	8
图 7:	当前经济增长中枢低于中证红利指数的股息率	9
图 8:	国债收益率和 DR007 变化	10
图 9:	中美利差与沪深 300	10
图 10:	换手率分位数变动	10
图 11:	陆股通周净买入	13
图 12:	陆股通周均成交额	13
图 13:	新发基金周度份额变化	14
图 14:	偏股基金发行情绪	14
图 15:	近四周基金份额变动情况	14
图 16:	偏股基金份额变动情况	14
图 17:	ETF 份额情况	15
图 18:	ETF 近四周净申购	15
图 19:	两融资金流入情况	16
图 20:	两融资金成交情况	16
图 21:	股权融资变化情况	18
图 22:	本周解禁市值行业分布	19
图 23:	未来四周解禁市值合计	19
图 24:	减持市值变动情况	20

表 1:	中证红利指数行业权重分布	5
表 2:	万得全 A 指数行业权重分布	6
表 3:	中证红利指数相对万得全 A 的行业权重分布差	7
表 4:	A 股资金周度变动情况	11
表 5:	行业资金变动情况	12
表 6:	近四周陆股通行业流动情况	13
表 7:	宽基指数 ETF 份额变动情况	15
表 8:	主要行业/主题 ETF 份额变动情况	15
表 9:	近四周行业融资净流动情况	17
表 10:	近 4 周 IPO 和定增的行业变化情况	18
表 11:	近四周行业增减持变动情况	20

## 1. 市场周观察

以 2015 年为界，红利由股性向债性转变。(1) 中证红利和中证全债的相关性表现以 2015 年为界，2006-2014 年，红利和全债的收益表现具有较强的负相关，即中证红利表现出更强的股性，呈现股债明显的跷跷板效应；2015-至今，红利和全债的收益表现呈现高度的正相关性。(2) 进一步对比红利和全 A 的表现，亦呈现出以 2015 年为界，2015 年以前全 A 和红利表现较强的正相关，且全 A 的表现领先于红利；而在 2015 年之后，全 A 和红利呈明显的负相关，即当全 A 持续下跌时红利走强，反之则反。

图 1：2006-2014 年红利和债呈负相关



数据来源：， WIND

图 2：2015-至今红利和债呈正相关



数据来源：， WIND

图 3：2015-至今红利占优行情通常为市场下行期



数据来源：， WIND

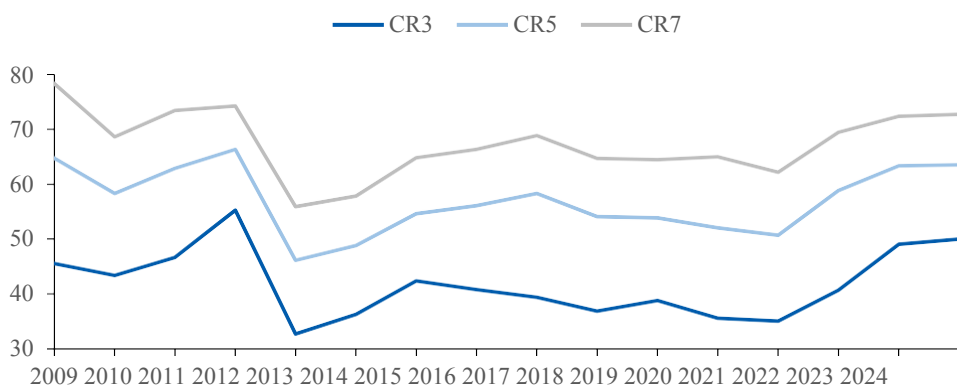
**红利指数收益表现变化在于行业权重的变化。**(1) 对于中证红利指数的行业权重分布，相对早期的行业集中于银行、煤炭、非银金融、交通运输、公用事业，而目前集中于银行、煤炭、交通运输、钢铁，行业权重分布变化并不大，主要以金融、周期上游和稳定板块为主；其中房地产、公用事业和汽车由于行业发展周期亦曾属于权重占比较高的行业。另外，行业权重的集中度有所变化，呈现高-低-高的特征，且市场越低迷，中证红利指数的行业集中度越高，即红利的行业优势越明显。(2) 对于万得全A的行业权重分布，相对早期的2009-2016年行业集中度TOP4的为银行、房地产、非银金融以及医药生物；2017年-2020年食品饮料、电子和计算机的权重逐步提高至TOP6，房地产占比下降；2021年开始电力设备、医药生物、电子、食品饮料占据TOP4。(3) 对比两者行业分布，早期偏离比较高的为煤炭、银行、钢铁以及非银金融、房地产；而当前偏离较高的行业有所增加包括交通运输以及电子、电力设备、食品饮料、医药生物和计算机。从偏离度看，会发现在2018年以前行业权重的分布差偏离度较低，普遍低于4%；在2019年后开始行业的偏离度持续提升。因而偏离度的提升导致红利和万得全A的走势呈负相关，且行业集中度的提升导致红利的相对表现被进一步放大。

表 1：中证红利指数行业权重分布

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
银行	-	21.98	20.46	29.08	15.21	17.53	17.27	17.53	14.99	10.61	9.34	10.84	10.39	18.75	19.46	20.03
煤炭	12.04	13.15	16.11	10.99	4.70	4.22	2.16	0.99	2.66	2.35	1.97	8.18	10.52	10.43	17.87	17.59
交通运输	12.10	7.85	9.08	5.69	7.58	7.42	10.25	8.34	10.21	11.37	11.92	6.86	7.76	11.51	11.75	12.35
钢铁	21.39	8.23	5.54	3.54	2.59	4.30	2.71	0.63	1.91	4.83	11.85	10.07	6.05	9.69	8.61	8.41
传媒	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.97	2.66	2.39	4.08	4.66	5.10
基础化工	6.20	7.10	4.40	1.97	2.95	2.86	3.47	1.78	0.75	2.52	3.92	4.95	4.58	5.07	5.68	5.09
纺织服饰	1.11	0.71	0.62	0.32	3.04	5.25	5.46	4.65	4.30	5.79	5.02	1.80	5.40	4.99	4.02	4.12
房地产建	3.49	2.48	1.46	2.90	7.05	3.99	6.09	5.64	9.22	14.69	15.07	14.71	14.19	8.45	4.30	3.79
筑材料公	0.78	1.29	1.05	0.74	2.67	1.96	2.46	3.10	2.05	2.61	5.58	6.09	4.96	5.52	3.99	3.77
用事业医	7.35	4.49	7.13	5.34	6.34	11.35	14.88	14.59	14.20	6.57	4.33	3.50	5.20	4.04	2.62	2.84
药生物汽	2.69	4.87	3.52	2.99	4.79	3.22	1.33	0.86	0.58	3.06	0.61	2.37	4.84	1.89	3.32	2.84
车	10.10	3.11	2.19	3.74	9.96	7.27	6.13	8.67	9.68	10.84	5.68	8.24	7.86	3.22	2.89	2.77
石油石化	0.32	3.75	3.24	4.17	2.32	1.96	1.81	2.33	1.79	2.47	2.56	1.97	1.63	2.10	2.37	2.71
建筑装饰	0.57	1.52	0.78	2.30	2.35	3.83	2.15	3.37	0.77	1.54	0.57	0.59	0.73	0.80	1.83	1.77
非银金融	-	-	10.08	15.22	1.78	1.14	0.50	4.16	3.51	1.07	0.55	0.64	0.66	1.93	1.89	1.69
机械设备	1.95	2.55	1.72	1.13	4.83	4.26	3.46	3.14	2.49	2.81	3.48	3.04	3.49	1.71	1.46	1.56
家用电器	-	-	0.16	0.15	-	3.25	4.70	4.53	4.13	1.41	3.02	2.27	1.58	1.71	1.31	1.47
商贸零售	2.98	2.77	0.60	0.28	1.55	4.73	3.72	1.14	1.09	0.58	0.57	0.64	1.94	0.61	0.93	1.13
环保	1.09	0.96	0.86	0.59	1.96	1.81	1.48	1.44	1.04	1.07	-	-	-	-	0.52	0.56
食品饮料	1.95	5.45	5.00	3.69	2.89	2.86	4.08	6.93	6.25	4.08	3.55	2.72	3.92	3.03	0.51	0.42
轻工制造	0.66	0.36	1.04	0.53	4.96	2.49	2.55	0.90	1.10	1.00	0.91	1.57	0.93	0.49	-	-
电力设备	-	0.30	-	1.17	2.65	1.37	1.01	2.73	2.26	1.42	1.71	0.75	0.99	-	-	-
电子	1.14	1.36	1.44	0.77	3.68	2.56	2.35	1.75	2.79	3.96	4.04	2.30	-	-	-	-
综合农	-	-	-	0.16	0.42	-	-	-	0.87	0.90	-	1.48	-	-	-	-
林牧渔有	1.79	1.03	0.73	0.52	-	-	-	-	1.36	2.49	1.48	1.07	-	-	-	-
色金属美	9.12	3.52	1.73	1.42	2.21	-	-	-	-	-	1.31	0.70	-	-	-	-
容护理计	-	-	-	-	-	-	-	0.79	-	-	-	-	-	-	-	-
计算机社	0.71	0.63	0.65	0.33	0.57	0.34	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
会服务	0.43	0.34	0.27	0.17	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
通信	-	0.19	0.12	0.09	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
国防军工	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：， WIND

图 4：中证红利指数的行业权重集中度



数据来源：， WIND

表 2: 万得全 A 指数行业权重分布

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
电子医	2.09	3.44	2.75	2.60	3.84	3.33	4.79	4.92	5.55	4.69	6.86	8.15	8.98	7.81	9.77	8.63
药生物电	4.91	6.34	5.79	5.95	7.59	6.15	6.83	6.67	7.13	7.48	8.39	10.13	9.27	9.30	9.58	8.44
力设备	2.35	3.28	3.03	2.58	3.26	3.13	3.75	3.61	3.48	3.19	3.33	5.49	10.51	9.93	8.05	7.84
银行食	12.47	9.79	11.93	12.84	10.24	11.56	8.25	8.67	9.31	10.81	10.32	7.70	5.84	6.34	5.83	7.03
品饮料非	4.79	4.21	4.95	4.65	3.87	3.14	2.88	3.42	4.84	5.11	6.52	9.24	7.54	7.57	6.66	6.61
银金融机	7.44	6.86	7.04	9.21	8.38	12.04	7.80	7.84	8.83	9.34	10.11	8.59	6.20	5.96	5.93	5.85
械设备计	3.47	5.29	5.19	4.70	5.01	5.17	5.77	5.63	4.56	4.33	4.15	4.80	4.55	4.59	5.20	5.14
算机有色	1.42	2.20	2.40	2.37	4.56	4.03	5.87	4.86	4.62	5.09	5.63	5.50	5.12	4.93	5.97	5.03
金属基础	4.70	5.80	4.90	5.35	3.66	3.60	3.26	3.49	3.68	3.10	2.79	3.03	3.92	4.07	3.82	4.60
化工	4.86	5.13	4.98	4.64	4.68	4.45	5.30	5.55	5.16	4.81	4.52	5.03	4.80	4.94	4.53	4.51
汽车公	3.45	3.47	3.44	3.44	3.53	3.27	3.35	3.50	3.57	3.43	2.88	3.25	3.72	3.71	4.04	4.29
用事业交	3.51	2.99	3.11	2.98	2.83	3.27	2.97	2.85	2.69	2.99	2.44	1.98	2.47	2.63	2.89	3.51
通运输家	4.38	4.02	3.97	3.39	3.23	3.47	3.39	2.91	3.09	3.12	3.02	2.45	2.63	3.07	2.71	3.03
用电器国	1.70	1.64	1.71	2.00	2.58	2.07	2.01	2.69	3.16	3.04	3.22	3.13	2.34	2.16	2.28	2.76
防军工	1.37	1.70	1.68	1.67	2.05	2.36	2.56	2.33	1.98	1.92	1.82	2.36	3.06	2.84	2.90	2.75
通信	2.85	2.63	2.82	1.34	1.77	1.66	2.13	2.09	2.12	2.14	1.96	1.54	1.56	1.84	2.59	2.74
建筑装饰	2.18	2.29	2.41	3.05	2.68	3.32	2.94	3.37	3.03	3.27	2.42	1.65	1.75	2.00	2.02	2.15
传媒石	0.89	1.07	1.40	1.38	2.76	2.28	3.62	3.33	3.03	2.70	2.62	2.08	2.01	1.80	2.19	2.02
油石化农	2.33	1.83	1.84	1.75	1.62	1.38	1.05	1.15	1.11	1.50	1.12	0.65	1.16	1.27	1.40	1.71
林牧渔	1.93	2.18	2.17	1.93	2.04	1.68	1.92	2.38	1.96	2.07	2.18	2.13	1.75	1.94	1.78	1.69
煤炭	3.87	3.59	3.18	2.78	1.57	1.26	0.81	0.91	1.03	1.03	0.81	0.66	0.90	1.20	1.30	1.65
房地产	8.26	5.93	6.12	7.02	5.79	5.96	6.26	5.68	5.22	4.83	4.44	2.66	2.05	2.04	1.56	1.29
商贸零售	4.19	3.99	3.31	2.76	2.82	2.64	2.69	2.55	2.10	1.85	1.32	1.02	1.41	1.63	1.16	1.07
钢铁轻	3.31	2.44	2.16	1.76	1.20	1.47	1.14	1.24	1.43	1.48	1.09	0.91	1.15	0.97	0.92	1.02
工制造建	1.00	0.85	0.90	0.88	1.09	0.96	1.42	1.43	1.31	1.19	1.09	1.02	1.09	1.10	1.08	1.00
筑材料	1.73	2.12	2.01	2.07	1.75	1.63	1.47	1.63	1.63	1.58	1.71	1.64	1.45	1.26	0.99	0.93
环保纺	0.53	0.60	0.68	0.84	1.18	1.07	1.32	1.24	1.24	0.97	0.79	0.65	0.82	0.86	0.87	0.83
织服饰社	1.13	1.37	1.38	1.26	1.27	1.16	1.64	1.56	1.13	1.03	0.80	0.60	0.66	0.71	0.72	0.73
会服务美	0.65	0.81	0.84	0.66	0.80	0.78	1.02	0.90	0.78	0.96	0.95	1.28	0.67	0.77	0.69	0.63
容护理	0.16	0.15	0.20	0.25	0.29	0.17	0.15	0.13	0.12	0.16	0.17	0.26	0.41	0.52	0.39	0.38
综合	1.88	2.00	1.66	1.50	1.62	1.53	1.65	1.45	1.12	0.80	0.54	0.43	0.22	0.25	0.18	0.15

数据来源: , WIND

表 3：中证红利指数相对万得全 A 的行业权重分布差

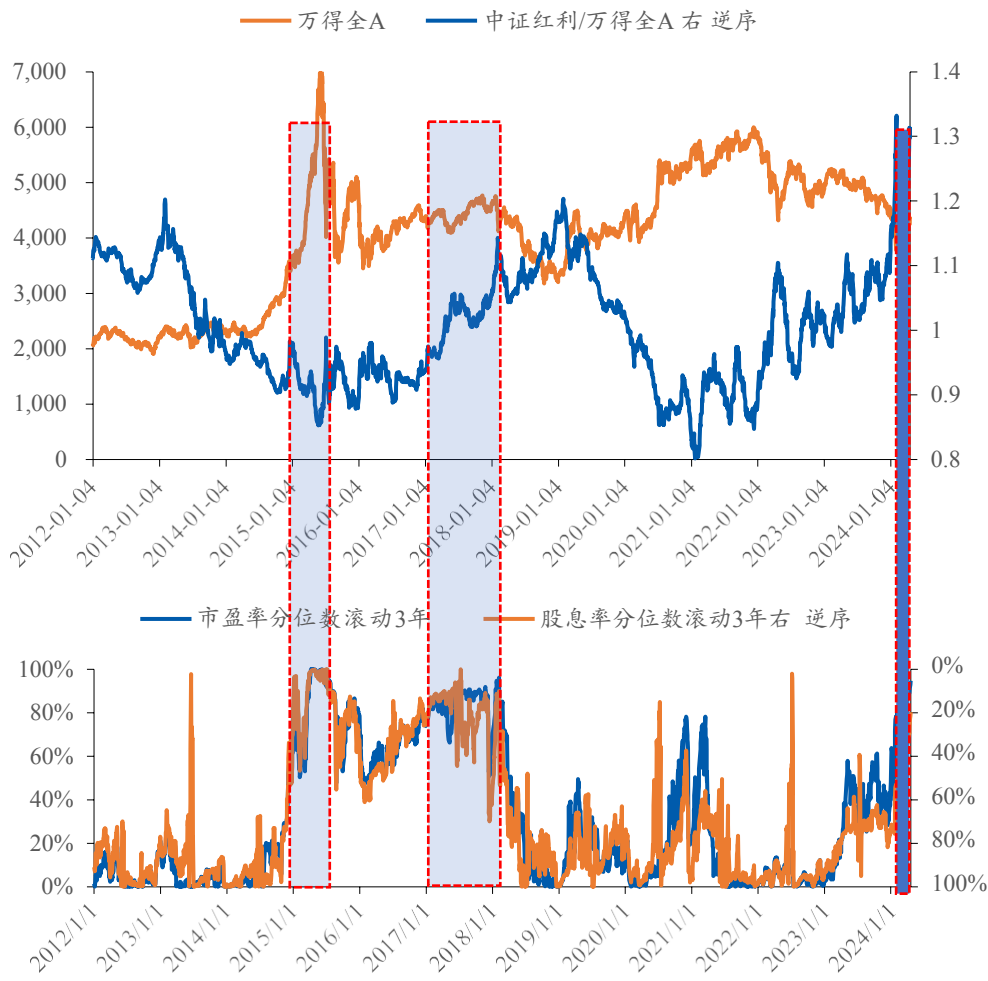
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
煤炭	8.2	9.6	2.9	8.2	3.1	3.0	1.3	0.1	1.6	1.3	1.2	7.5	9.6	9.2	6.6	5.9
银行	-12.5	2.2	8.5	6.2	5.0	6.0	9.0	8.9	5.7	-0.2	-1.0	3.1	4.5	2.4	3.6	3.0
交通运输	7.7	3.8	5.1	2.3	4.3	3.9	6.9	5.4	7.1	8.3	8.9	4.4	5.1	8.4	9.0	9.3
钢铁	8.1	3.8	3.4	1.8	1.4	2.8	1.6	-0.6	0.5	3.3	0.8	9.2	4.9	8.7	7.7	7.4
纺织服装	-0.0	-0.7	-0.8	-0.9	1.8	4.1	3.8	3.1	3.2	4.8	4.2	1.2	4.7	4.3	3.3	3.4
传媒	-0.9	-1.1	-1.4	-1.4	-2.8	-2.3	-3.6	-3.3	-3.0	-2.7	-1.6	0.6	0.4	2.3	2.5	3.1
建筑材料	-0.9	-0.8	-1.0	-1.3	0.9	0.3	1.0	1.5	0.4	1.0	3.9	4.4	3.5	4.3	3.0	2.8
房地产	-4.8	3.4	-4.7	-4.1	1.3	-2.0	-0.2	-0.0	4.0	9.9	0.6	2.1	2.1	6.4	2.7	2.5
石油石化	-2.0	1.9	1.4	2.4	0.7	0.6	0.8	1.2	0.7	1.0	1.4	1.3	0.5	0.8	1.0	1.0
基础化工	1.3	2.0	-0.6	-2.7	-1.7	-1.6	-1.8	-3.8	-4.4	-2.3	-0.6	-0.1	-0.2	0.1	1.1	0.6
商贸零售	-1.2	-1.2	-2.7	-2.5	-1.3	2.1	1.0	-1.4	-1.0	-1.3	-0.8	-0.4	0.5	-1.0	-0.2	0.1
综合	-1.9	-2.0	-1.7	-1.3	-1.2	-1.5	-1.7	-1.5	-0.3	0.1	-0.5	1.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2
环保	0.6	0.4	0.2	-0.3	0.8	0.7	0.2	0.2	-0.2	0.1	-0.8	-0.6	-0.8	-0.9	-0.3	-0.3
美容护理	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	0.7	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4
建筑装饰	-1.6	-0.8	1.6	-0.8	-0.3	0.5	0.8	-0.0	-2.3	1.7	-1.8	-1.1	-1.0	-1.2	-0.2	-0.4
社会服务	-0.2	-0.5	-0.6	-0.5	-0.8	0.8	-1.0	-0.9	0.8	1.0	0.9	-1.3	-0.7	-0.8	-0.7	-0.6
公用事业	3.8	1.5	4.0	2.4	3.5	8.1	1.9	1.7	1.5	3.6	1.9	1.5	2.7	1.4	-0.3	-0.7
轻工制造	-0.3	-0.5	0.1	-0.4	3.9	1.5	1.1	-0.5	-0.2	-0.2	-0.2	0.5	-0.2	-0.6	-1.1	-1.0
家用电器	-1.7	-1.6	-1.5	-1.8	-2.6	1.2	2.7	1.8	1.0	1.6	-0.2	-0.9	-0.8	-0.5	-1.0	-1.3
汽车	6.6	-0.4	-1.2	0.3	6.4	4.0	2.8	5.2	6.1	7.4	2.8	5.0	4.1	-0.5	-1.1	-1.5
农林牧渔	-0.1	-1.2	-1.4	-1.4	-2.0	-1.7	-1.9	-2.4	-0.6	0.4	-0.7	-1.1	-1.8	-1.9	-1.8	-1.7
通信	-2.8	-2.4	-2.7	-1.3	-1.8	-1.7	-2.1	-2.1	-2.1	-2.1	-2.0	-1.5	-1.6	-1.8	-2.6	-2.7
国防军工	-1.4	-1.7	-1.7	-1.7	-2.0	-2.4	-2.6	-2.3	-2.0	-1.9	-1.8	-2.4	-3.1	-2.8	-2.9	-2.8
机械设备	-1.5	-2.7	-3.5	-3.6	-0.2	-0.9	-2.3	-2.5	-2.1	-1.5	-0.7	-1.8	-1.1	-2.9	-3.7	-3.6
非银金融	-7.4	-6.9	3.0	6.0	-6.6	-0.9	-7.3	-3.7	-5.3	-8.3	-9.6	-7.9	-5.5	-4.0	-4.0	-4.2
有色金属	4.4	-2.3	-3.2	-3.9	-1.4	-3.6	-3.3	-3.5	-3.7	-3.1	-1.5	-2.3	-3.9	-4.1	-3.8	-4.6
计算机	-0.7	-1.6	-1.7	-2.0	-4.0	-3.7	-5.9	-4.9	-4.6	-5.1	-5.6	-5.5	-5.1	-4.9	-6.0	-5.0
医药	-2.2	-1.5	-2.3	-3.0	-2.8	-2.9	-5.5	-5.8	-6.5	-4.4	-7.8	-7.8	-4.4	-7.4	-6.3	-5.6
生物制品	-2.8	1.2	0.0	-1.0	-1.0	-0.3	1.2	3.5	1.4	1.0	-3.0	-6.5	-3.6	-4.5	-6.2	-6.2
电力	-2.4	-3.0	-3.0	-1.4	-0.6	-1.8	-2.7	-0.9	-1.2	-1.8	-1.6	-4.7	-9.5	-9.9	-8.0	-7.8
设备	-0.9	-2.1	-1.3	-1.8	-0.2	-0.8	-2.4	-3.2	-2.8	-0.7	-2.8	-5.8	-9.0	-7.8	-9.8	-8.6
电子	5.13	3.64	3.60	3.94	2.75	3.41	3.99	3.80	3.81	3.73	4.32	4.55	4.63	5.06	5.62	5.41
标准差																

数据来源：WIND

红利指数市盈率的高低并不能决定红利行情，经济增长中枢影响红利行情的持续性。

(1) 对比中证红利指数市盈率的变化表现，滚动 3 年来看当前市盈率分位数已经处于绝对高位 94.6%，但从历史经验来看，即使处于高分位，并不能预示着红利估值见顶，例如 2017 年长期处于 90% 以上的分位，红利指数仍持续走强。(2) 对比中证红利指数的市盈率和股息率的分位数变化，两者呈高度负相关； $PE=P/EPS$ ，股息率= $\text{分红}/P$ ，一定程度上分红等价于利润，即股息率 $\sim EPS/P$ ；因此两者之间高度重合下，一旦出现偏离即存在纠偏的可能性，因此短期存在 PE 调整的风险。(3) 长期方向来看，当前 GDP 的增长中枢基本在 5% 左右较 2022 年以前明显下台阶，而中证红利的股息率普遍高于 5%，因此推动着红利指数的持续占优行情；同样根据公式股息率= $\text{分红}/P$ ，而过去 12 个月的分红总额不变的情况下，P 越高，股息率越低，而当前的股息率为 5.06% 较 2024 年初的 6.17% 已经明显下滑，因此当前红利的稳定收益存在低于经济增长中枢的可能性，使得对于红利的性价比大幅下降。因此后续红利的表现取决于两个变量，其一是经济增长中枢的变动，由于当前经济增长处于换挡模式，仍存在中枢下移的可能性；其二是分红比例的提高，受益于未来的分红政策以及盈利能力的提高。

图 5：滚动 3 年的中证红利指数市盈率和股息率变动



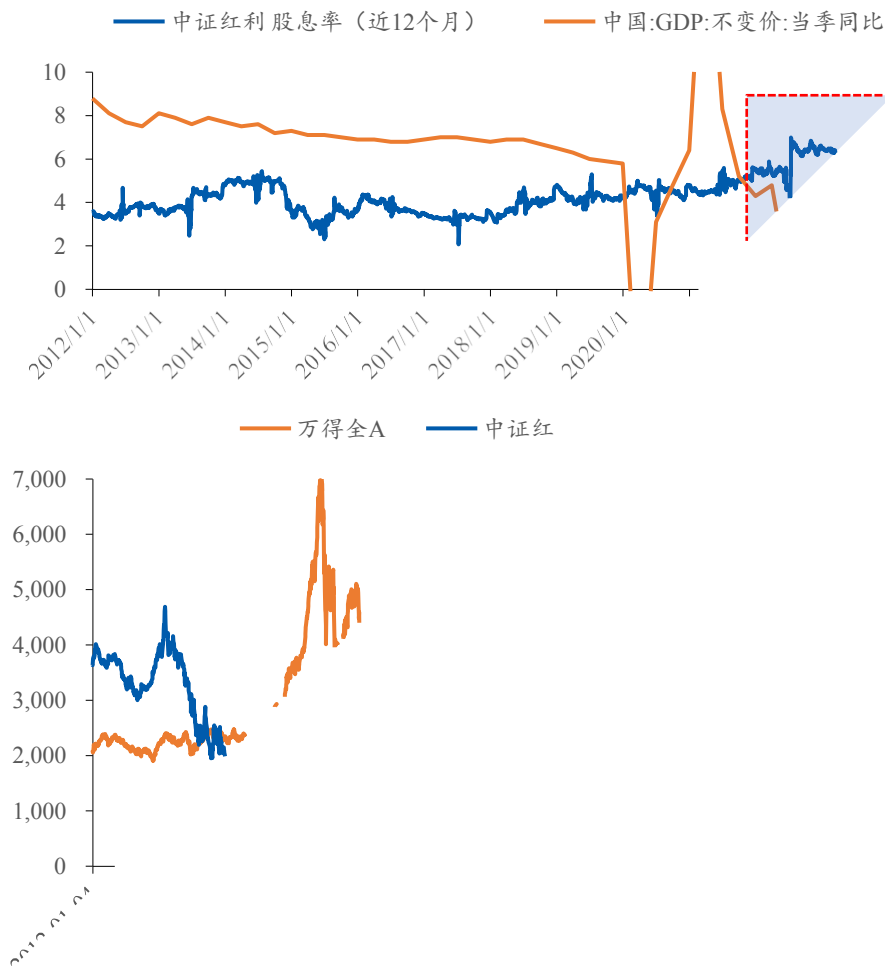
数据来源：， WIND

图 6：滚动 5 年的中证红利指数市盈率和股息率变动



数据来源：， WIND

图 7：当前经济增长中枢低于中证红利指数的股息率



数据来源：， WIND

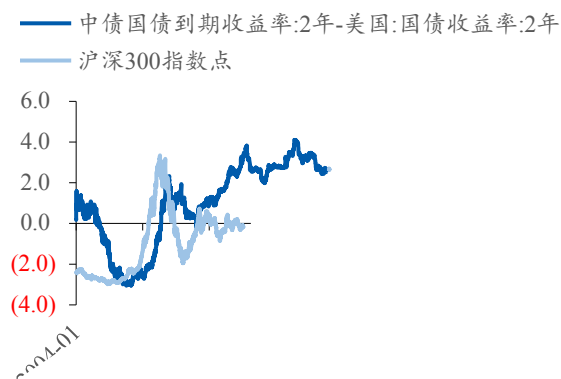
## 2. 宏观流动性

国内流动性维持宽松，中美利差倒挂有所反复。本周 2 年期国债到期收益率为 1.85%，环比上周 1.85% 上升 0.45BP，流动性继续维持宽松；中美 2 年期国债利差为 -3.12%，环比上周的 -3.03% 下降 9.22BP，中美利差进一步扩大。



图 8：国债收益率和 DR007 变化

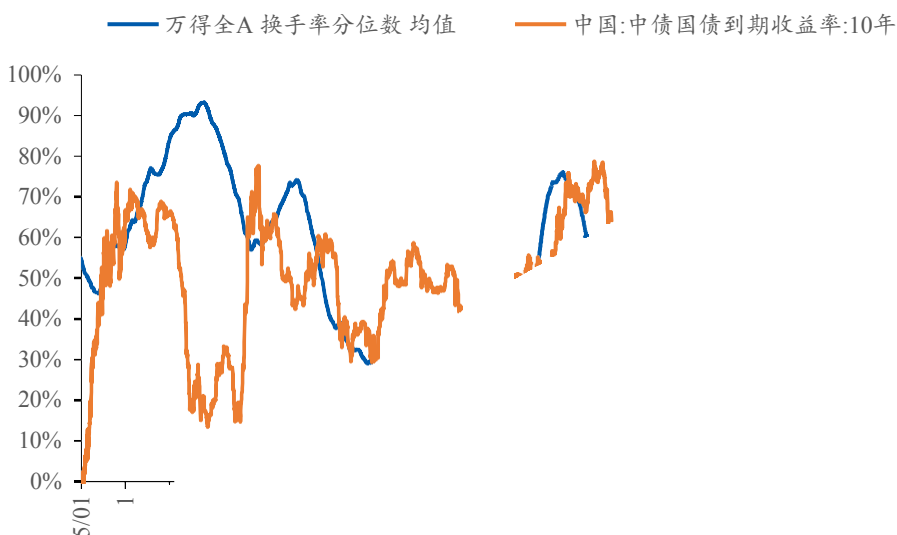
图 9：中美利差与沪深 300



数据来源：， WIND

数据来源：， WIND

图 10：换手率分位数变动



数据来源：， WIND

### 3. 微观流动性

本周可观察A股资金，北向资金近期受美债压力导致继续流出，两融资金亦受市场调整亦转向流出，基金端新发保持较低规模，且指数ETF亦转向流出，整体流入端全面放缓；流出端压力平稳，股权融资受国九条影响规模进一步缩量，解禁和减持维持相对低位。

表 4：A 股资金周度变动情况

分类		上周	本周
流入端	陆股通	-114.7	-66.9
	偏股型基金	61.3	16.4
	-新发偏股基金	10.8	25.2
	-股票型 ETF	58.8	-13.1
	融资融券	-43.0	-86.1
	合并	-96.3	-136.7
流出端	股权融资	0.0	0.0
	-IPO	0.0	0.0
	-定增	0.0	0.0
	解禁	500.1	363.1
	减持	-8.0	-6.8
	合并	-8.0	-6.8

数据来源：， WIND（基金单位为亿份，其余为亿元；减持为负表示增持）

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/688065114075006065>