

核心观点

分析师 徐陈翼

SAC 证书编号：S0160523030003

xucy@ctsec.com

分析师 林昊

SAC 证书编号：S0160526010002

linhao@ctsec.com

相关报告

1. 《【财通策略】国内 ETF 流出放缓，全球资金青睐货币》 2026-06-08
2. 《“世界杯魔咒”是否存在？》 2026-06-07
3. 《潍柴动力等 6 家上市国企完成回购股份注销——瞭望国资系列 15》 2026-06-04

❖ Q2 以来现金流指数显著回调，谁最拖累？

- 1) **现金流指数涨跌幅一级行业拆分：**Q1&2 分阶段，汽车、钢铁、交运涨少跌多，有色、化工、电新、石化消化 Q1 涨幅。
- 2) **现金流指数涨跌幅二级行业拆分：**乘用车、普钢年内拖累最多，Q2 油气开采、电网设备、农化制品消化 Q1 涨幅。
- 3) **成分股口径：**上汽集团负贡献突出，中国海油、中国铝业、正泰电器 Q1 上涨后回撤。

❖ 回调催化：风格、估值、拥挤度、资金

- 1) **中期相对收益跑输：**24/9 以来的估值扩张行情使得类价值风格承压。现金流指数相对全 A 自 24/9 以来区间整体跑输，背后更多体现为风偏提升、估值扩张的逻辑使得类价值风格表现均承压。
- 2) **短期绝对收益回调：**估值、拥挤度高位消化，资金流出负反馈。现金流指数自 26/3 以来绝对收益回调同样明显，直接催化来自于估值拥挤度分别达到 +2STD、+1STD 的高位（如第 3 部分所述），首先引发了 3 月的第一波回调；而从现金流 ETF 的资金累计净流向可以看出，一方面是前期回调带来资金压力、另一方面是成长风格的持续走强，5 月以来现金流配置资金呈现边际净流出情形，形成指数回调与资金流出阶段负反馈。

❖ 性价比：PB 消化至均值、拥挤度降温至-2STD、现金流率 14%

- 1) **现金流指数估值：**PB 为 1.46 低于 3 年均值 (1.50)、PE 约+1STD。本轮绝对收益回调起始于 26/3 估值触及+2STD 的高位，截至当前，PB 已降至 1.46、消化至滚动 3 年均值以下，PE 为 14.1 倍略高、约为+1STD 位置。
- 2) **现金流指数拥挤度：**历史 1%分位数、-2STD 位置。本轮绝对收益回调起始于 26/3 拥挤度同样触及+1STD 的高位，截至当前，拥挤度已快速降至 0.56，处于 13 年以来 1%分位数、接近-2STD 位置。
- 3) **现金流指数现金流率：**13.9%位于均值与+1STD 之间。本轮指数现金流率经历 V 型两阶段：4 月财报期的现金流数据走弱而使得整体现金流率下降明显；5 月以来分母端的消化最终使得现金流率稳步回升。当前指数现金流率为 13.9%，高于滚动 3 年均值 13.1%、低于+1STD 的 14.6%。

❖ 风险提示：测算与实际数据误差；历史数据或无法外推；宏观及政策环境发生重大变化。

内容目录

1 Q2 以来现金流指数显著回调，谁最拖累？	3
1.1 一级行业口径：Q1&2 分阶段，汽车、钢铁、交运涨少跌多，有色、化工、电新、石化消化 Q1 涨幅	3
1.2 二级行业口径：乘用车、普钢年内拖累最多，Q2 油气开采、电网设备、农化制品消化 Q1 涨幅	4
1.3 成分股口径：上汽集团负贡献突出，中国海油、中国铝业、正泰电器 Q1 上涨后回撤	4
2 回调催化：风格、估值、拥挤度、资金	5
3 性价比：PB 消化至均值、拥挤度降温至-2STD、现金流率 14%	6
4 风险提示	9

图表目录

图 1：现金流指数涨跌幅一级行业拆分	3
图 2：现金流指数涨跌幅二级行业拆分	4
图 3：现金流指数成分涨跌幅贡献	5
图 4：现金流相对收益跑输：24/9 以来的估值扩张行情导致类价值风格承压	6
图 5：现金流 5 月后二次回调来自于资金面负反馈	6
图 6：现金流指数 PB 为 1.46 低于 3 年均值（1.50）	7
图 7：现金流指数 PE 约+1STD	8
图 8：现金流指数拥挤度历史 1%分位数、-2STD 位置	8
图 9：现金流指数现金流率 13.9%位于均值与+1STD 之间	9

引言：Q2 以来现金流指数持续回调，谁形成明显拖累？促发回调的因素是什么？回调之后位置性价比如何？

1 Q2 以来现金流指数显著回调，谁最拖累？

1.1 一级行业口径：Q1&2 分阶段，汽车、钢铁、交运涨少跌多，有色、化工、电新、石化消化 Q1 涨幅

现金流指数涨跌幅一级行业拆分：Q1&2 分阶段，汽车、钢铁、交运涨少跌多，有色、化工、电新、石化消化 Q1 涨幅。我们选用国证现金流指数作为现金流指数代表，若视角放在 2026 年至今，则汽车-2.3pct、钢铁-1.5pct 拖累明显，此外交运-0.7pct、医药-0.4pct、轻工-0.4pct 同样承压，上述行业基本均表现为少涨多跌；若视角聚焦于 Q2，则 Q1 涨跌幅贡献领先行业也面临相当程度的涨幅消化，如有色-2.0pct 基本抹平 Q1 涨幅贡献，同时化工、电新、石化也在 Q2 迎来相当回撤。

图1：现金流指数涨跌幅一级行业拆分

申万一级	26年至今涨跌幅贡献 (pct)	Q1 (26/1/1- 26/3/15)	Q2 (26/3/16- 26/6/8)
石油石化	2.79	4.06	-1.26
电力设备	1.30	2.62	-1.32
基础化工	1.15	2.61	-1.46
有色金属	0.18	2.21	-2.03
通信	0.11	0.52	-0.42
煤炭	0.04	0.02	0.02
计算机	0.00	0.00	0.00
国防军工	0.00	0.00	0.00
环保	0.00	0.00	0.00
美容护理	0.00	0.00	0.00
纺织服饰	0.00	0.02	-0.02
建筑装饰	0.00	0.75	-0.76
食品饮料	-0.01	0.01	-0.02
电子	-0.02	0.02	-0.04
公用事业	-0.03	0.00	-0.03
综合	-0.04	-0.02	-0.02
传媒	-0.06	-0.02	-0.04
农林牧渔	-0.07	0.00	-0.07
社会服务	-0.10	0.01	-0.11
建筑材料	-0.14	0.25	-0.39
机械设备	-0.14	0.50	-0.64
家用电器	-0.17	0.26	-0.09
商贸零售	-0.18	0.00	-0.18
轻工制造	-0.41	0.07	-0.48
医药生物	-0.44	0.13	-0.57
交通运输	-0.71	0.42	-1.13
钢铁	-1.51	0.28	-1.80
汽车	-2.26	0.55	-2.81

数据来源：Wind，财通证券研究所，数据截至 26/6/8，下同

1.2 二级行业口径：乘用车、普钢年内拖累最多，Q2 油气开采、电网设备、农化制品消化 Q1 涨幅

现金流指数涨跌幅二级行业拆分：乘用车、普钢年内拖累最多，Q2 油气开采、电网设备、农化制品消化 Q1 涨幅。现金流指数若视角放在 2026 年至今的二级行业涨跌幅贡献拆分，则乘用车-3.5pct、普钢-1.3pct 拖累明显，此外物流-0.6pct、通信服务-0.5pct 贡献靠后，其中乘用车连续两季度回撤显著；若视角聚焦于 Q2，则在 Q1 涨幅领先的行业迎来回调消化的有油气开采-1.3pct、电网设备-0.9pct、农化制品-0.8pct。

图2：现金流指数涨跌幅二级行业拆分

	申万二级	26年至今涨跌幅贡献 (pct)	Q1 (26/1/1- 26/3/15)	Q2 (26/3/16- 26/6/8)
26年内涨跌幅贡献 前10名	油气开采 II	2.79	4.06	-1.26
	汽车零部件	1.67	1.25	0.42
	其他电源设备 II	0.88	1.12	-0.24
	化学原料	0.67	0.88	-0.21
	通信设备	0.58	0.55	0.03
	电网设备	0.33	1.25	-0.92
	专业工程	0.24	0.45	-0.21
	农化制品	0.24	1.07	-0.83
	化学制品	0.22	0.64	-0.41
	光伏设备	0.20	0.19	0.01
26年内涨跌幅贡献 后10名	化学制药	-0.19	0.08	-0.28
	房屋建设 II	-0.20	0.30	-0.50
	白色家电	-0.22	-0.22	0.01
	家居用品	-0.31	0.07	-0.38
	特钢 II	-0.32	0.14	-0.47
	摩托车及其他	-0.36	-0.13	-0.23
	通信服务	-0.47	-0.02	-0.44
	物流	-0.58	0.03	-0.61
	普钢	-1.26	0.00	-1.26
	乘用车	-3.52	-0.58	-2.95

数据来源：Wind，财通证券研究所

1.3 成分股口径：上汽集团负贡献突出，中国海油、中国铝业、正泰电器 Q1 上涨后回撤

成分股口径：上汽集团负贡献突出，中国海油、中国铝业、正泰电器 Q1 上涨后回撤。年内成分股贡献来看，上汽集团-2.5pct 拖累明显大于其他成分，也如我们此前报告《年化 22%指数的误区及再增强——自由现金流系列研究 2》所述，“上汽 24Q4 以来现金流充裕，核心来源也并非经营趋势显著走强，而是经营性净营运资本收缩带来的现金释放”、“缩表求生和现金管理都可能让自由现金流报表变得更好看，但都不能简单等同于基本面改善或是企业改变经营模式”，其报表科目管理后的现金流增多确实并未获得市场的正面定价。年内其余拖累较多成分股包括长城汽车-1.0pct、宝钢股份-0.9pct、厦门象屿-0.5pct。若聚焦于 Q2，如中国海油-1.3pct、中国铝业-0.9pct、正泰电器-0.9pct 均在 Q1 取得相对涨幅后迎来回撤。若考虑正向贡献，则年内领先个股包括中国海油、潍柴动力、中国动力、卫星化学、烽火通信等。

图3: 现金流指数成分涨跌幅贡献

26年内现金流指数成分_涨跌幅贡献前10&后10				
代码	简称	26年至今涨跌幅贡献 (pct)	Q1 (26/1/1- 26/3/15)	Q2 (26/3/16- 26/6/8)
600938. SH	中国海油	2.79	4.06	-1.26
000338. SZ	潍柴动力	1.91	1.32	0.60
600482. SH	中国动力	1.13	1.01	0.12
002648. SZ	卫星化学	0.67	0.88	-0.21
600498. SH	烽火通信	0.58	0.55	0.03
601212. SH	白银有色	0.41	0.88	-0.47
601877. SH	正泰电器	0.26	1.13	-0.87
600352. SH	浙江龙盛	0.22	0.64	-0.41
000792. SZ	盐湖股份	0.22	0.69	-0.47
603929. SH	亚翔集成	0.21	0.11	0.10
601727. SH	上海电气	-0.23	0.10	-0.33
000651. SZ	格力电器	-0.26	0.14	-0.12
601600. SH	中国铝业	-0.30	0.57	-0.88
000708. SZ	中信特钢	-0.32	0.14	-0.47
000959. SZ	首钢股份	-0.39	0.16	-0.55
600050. SH	中国联通	-0.47	-0.02	-0.44
600057. SH	厦门象屿	-0.53	0.04	-0.57
600019. SH	宝钢股份	-0.85	0.16	-0.69
601633. SH	长城汽车	-1.04	0.24	-0.80
600104. SH	上汽集团	-2.48	-0.34	-2.14

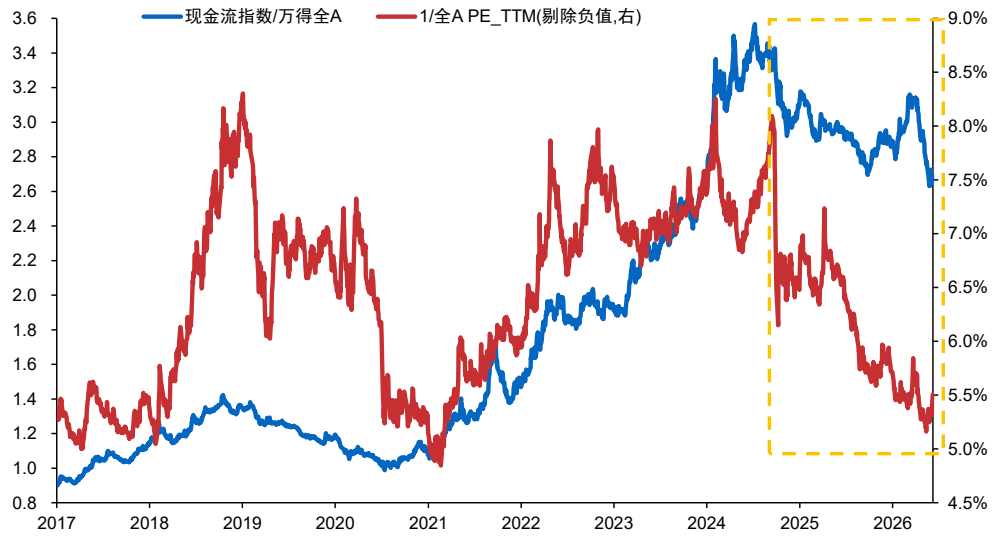
数据来源: Wind, 财通证券研究所

2 回调催化: 风格、估值、拥挤度、资金

中期相对收益跑输: 24/9 以来的估值扩张行情使得类价值风格承压。现金流指数相对全 A 自 24/9 以来区间整体跑输, 背后更多体现为风偏提升、估值扩张的逻辑使得类价值风格表现均承压。

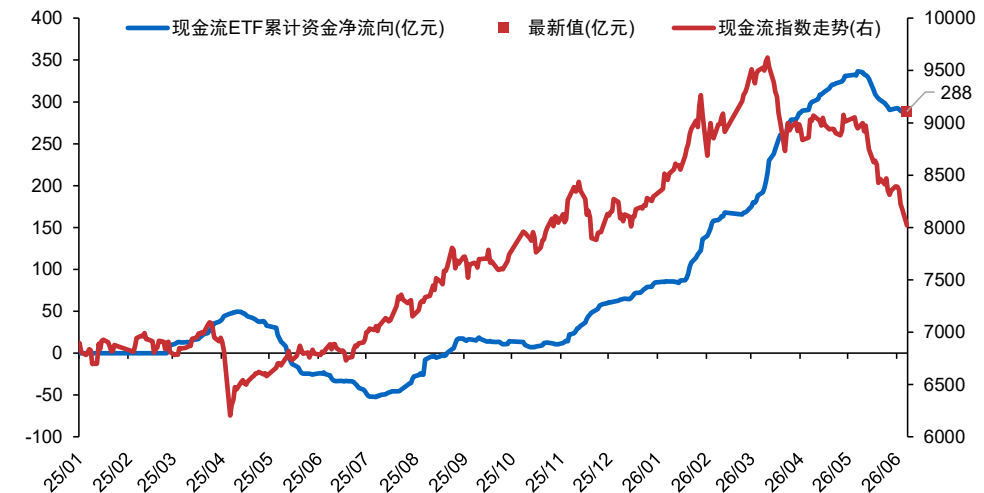
短期绝对收益回调: 估值、拥挤度高位消化, 资金流出负反馈。现金流指数自 26/3 以来绝对收益回调同样明显, 直接催化来自于估值拥挤度分别达到+2STD、+1STD 的高位 (如第 3 部分所述), 首先引发了 3 月的第一波回调; 而从现金流 ETF 的资金累计净流向可以看出, 一方面是前期回调带来资金压力、另一方面是成长风格的持续走强, 5 月以来现金流配置资金呈现边际净流出情形, 形成指数回调与资金流出阶段负反馈。

图4: 现金流相对收益跑输：24/9 以来的估值扩张行情导致类价值风格承压



数据来源：Wind，财通证券研究所

图5: 现金流 5 月后二次回调来自于资金面负反馈



数据来源：Wind，财通证券研究所

3 性价比：PB 消化至均值、拥挤度降温至-2STD、现金流率 14%

现金流指数估值：PB 为 1.46 低于 3 年均值 (1.50)、PE 约+1STD。以整体法计算现金流指数的历史 PB、PE 情况，可以看出本轮绝对收益回调起始于 26/3 估值触及+2STD 的高位，截至当前，PB 已降至 1.46、消化至滚动 3 年均值以下，PE 为 14.1 倍略高、约为+1STD 位置。

现金流指数拥挤度：历史 1%分位数、-2STD 位置。以指数成交额占全 A 比/自由流通市值占全 A 比，再取 10 期移动平均作为拥挤度指标，可以看出本轮绝对收益回调起始于 26/3 拥挤度同样触及+1STD 的高位，截至当前，拥挤度已快速降至 0.56，处于 13 年以来 1%分位数、接近-2STD 位置。

现金流指数现金流率：13.9%位于均值与+1STD 之间。本轮指数现金流率经历 V 型两阶段：1) 虽然 3 月中至 3 月底的指数回调带动现金流率略微抬升、但 3 月底的成分切换并未明显消化估值从而进一步提升指数现金流率，最终 4 月财报期的现金流数据走弱而使得整体现金流率下降明显；2) 5 月以来分母端的消化最终使得现金流率稳步回升。当前指数现金流率为 13.9%，高于滚动 3 年均值 13.1%、低于+1STD 的 14.6%。

图6: 现金流指数 PB 为 1.46 低于 3 年均值 (1.50)



数据来源：Wind，财通证券研究所

图7: 现金流指数 PE 约+1STD



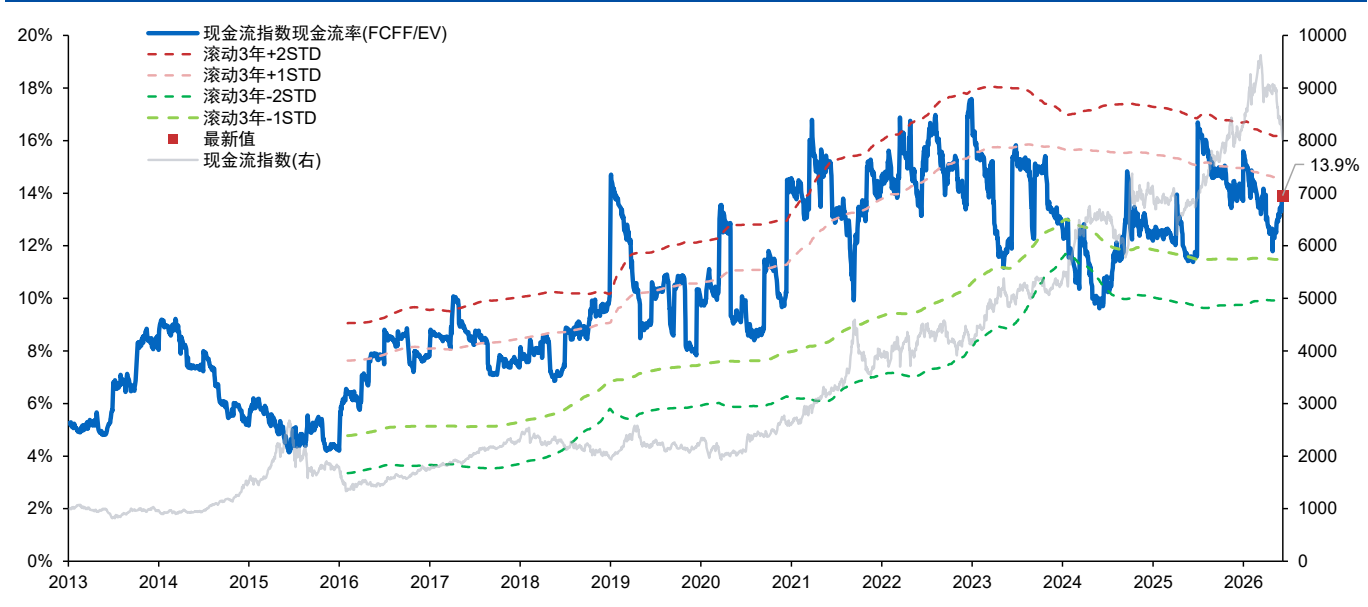
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图8: 现金流指数拥挤度历史 1%分位数、-2STD 位置



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图9: 现金流指数现金流率 13.9%位于均值与+1STD 之间



数据来源: Wind, 财通证券研究所

4 风险提示

测算与实际数据误差: 可得公开数据为月末权重, 而实际权重数据每交易日均会变化, 故测算涨跌幅贡献与实际情况存在误差;

历史数据或无法外推: 基于历史数据考察现阶段情况存在局限性;

宏观及政策环境发生重大变化: 若未来宏观经济政策出现转向(如货币政策收紧、产业政策调整), 或行业监管出台新规, 可能传导至基本面大幅波动。

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。