

## 8月风格日历效应：业绩相关性下旬跃升

## ——金融市场流动性与监管动态周报（0804）

当前A股融资资金完成自发式出清，前期融资集中方向加速净流出，担保比例同步回落，风险偏好修正，杠杆交易回归理性。与此同时，股票型ETF在市场调整过程中逆势放量、持续净申购，与杠杆资金形成筹码置换，进一步削弱了市场进一步深跌的动能。8月处于中报业绩密集披露期，高景气且业绩兑现的风格及行业有望相对占优。

□ 8月风格日历效应：各类风格胜率相对均衡，业绩相关性下旬跃升。从近10年以来A股8月风格的日历效应来看，由于8月是中报披露最密集的窗口，业绩确定性成为资金定价的第一权重，高景气且业绩兑现的行业相对占优；同时7月底政治局会议定调落地后，政策预期进入消化期，增量催化相对匮乏。从2010年至2025年的行业涨跌幅排名和业绩增速排名相关系数均值来看，8月上半月，行业涨跌幅的排名与当季（三季度）业绩增速的排名有一定同步性，但关联度不高。8月下半月，行业涨跌幅排名与当季业绩增速排名的同步性提升，市场对当季业绩的定价逻辑在下旬更清晰。总体来看，近10年以来8月偏价值的风格指数相对占优，金融、中证红利、大盘价值风格相对万得全A的胜率超60%，同时，中证A50和上证50等龙头宽基指数相对万得全A也有较高胜率。但是，中证2000、TMT板块胜率同样较高，胜率仅次于金融指数，消费及医药板块较万得全A取得超额收益的概率相对较低。

□ 货币政策与利率：上周（7/27-7/31）央行公开市场净投放4215亿元，未来一周将有21420亿元逆回购到期。货币市场利率上行，短端国债收益率上行，长端国债收益率下行，同业存单发行规模下降，某发行利率较上期持平。截至7月31日，R007上行5.3bp，DR007上行4.5bp，1年期国债收益率上行0.7bp，10年期国债收益率下行1.4bp，同业存单发行规模减少2779.2亿元。

□ 资金供需：二级市场可跟踪资金净流入。融资余额下降，融资资金净卖出774.9亿元；ETF净流入993.8亿元；新成立偏股类公募基金份额减少。重要股东由净减持规模下降，公布的计划减持规模扩大。

□ 市场偏好：行业偏好上，电子、电力设备、建筑材料获各类资金净流入规模较高。宽指ETF申赎参半，其中科创50ETF申购较多，上证50ETF赎回较多；行业ETF申赎参半，其中信息技术ETF申购较多，医药ETF赎回较多。净申购最高的为华夏上证科创板半导体材料设备主题ETF；净赎回最高的为华宝中证银行ETF。

□ 风险提示：经济数据及政策不及预期、海外政策超预期收紧。

## 定期报告

## 相关报告

1. 《招商A股流动性研究体系与流动性指数——A股市流动性研究之四》，2016年8月
2. 《A股机构投资者全景图——股票市场SCP范式研究之一》，2017年10月
3. 《当前韩国融资去杠杆情况如何？——金融市场流动性与监管动态周报（0728）》

| 招商A股流动性指数      |           |
|----------------|-----------|
| 流动性指标          | 数值/金额（亿元） |
| 资金供给           |           |
| 公募基金发行         | 57.88↓    |
| ETF净申购         | 993.76↑   |
| 融资净买入          | -774.91↑  |
| 资金需求           |           |
| 限售解禁           | 2537.21↑  |
| IPO融资          | 34.93↓    |
| 净减持金额          | 14.68↓    |
| 计划减持金额         | 11.41↑    |
| 活跃度            |           |
| A股周度日均成交额      | 22715.77↓ |
| 二级市场可跟踪资金供需净流入 |           |

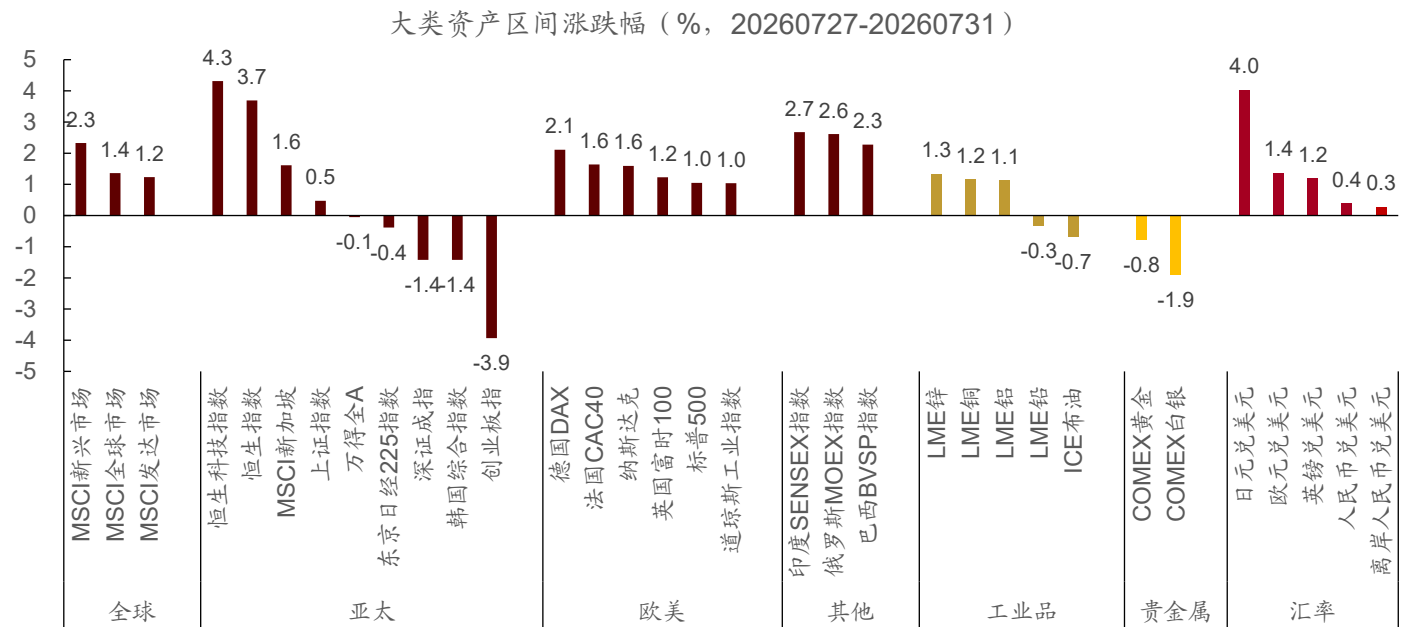
李昊阳 S1090524120005  
lihaoyang1@cmschina.com.cn

涂婧清 S1090520030001  
tujingqing@cmschina.com.cn

田登位 S1090524080002  
tiandengwei@cmschina.com.cn

王德健（研究助理）  
wangdejian@cmschina.com.cn

图 1：大类资产表现：港股>欧股>工业金属



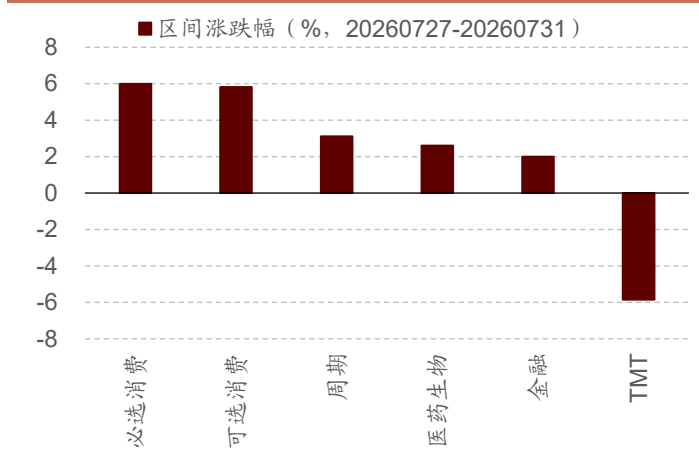
资料来源：Wind，招商证券

图 2：风格：小盘价值>大盘价值>小盘成长>大盘成长



资料来源：Wind，招商证券

图 3：大类行业：必选>可选>周期>医药生物>金融>TMT



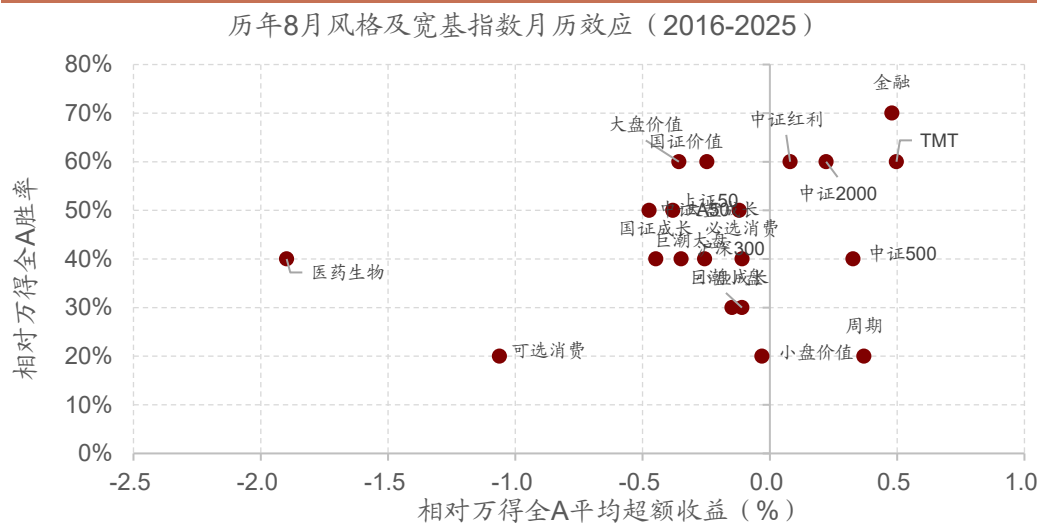
资料来源：Wind，招商证券

## 一、流动性专题

### ※ 8 月风格日历效应：各类风格胜率相对均衡，业绩相关性下旬跃升

从近 10 年以来 A 股 8 月风格的日历效应来看，由于 8 月是中报披露最密集的窗口，业绩确定性成为资金定价的第一权重，高景气且业绩兑现的行业相对占优；同时 7 月底政治局会议定调落地后，政策预期进入消化期，增量催化相对匮乏。从 2010 年至 2025 年的行业涨跌幅排名和业绩增速排名相关系数均值来看，8 月上旬，行业涨跌幅的排名与当季（三季度）业绩增速的排名有一定同步性，但关联度不高。8 月下半月，行业涨跌幅排名与当季业绩增速排名的同步性提升，市场对当季业绩的定价逻辑在下旬更清晰。

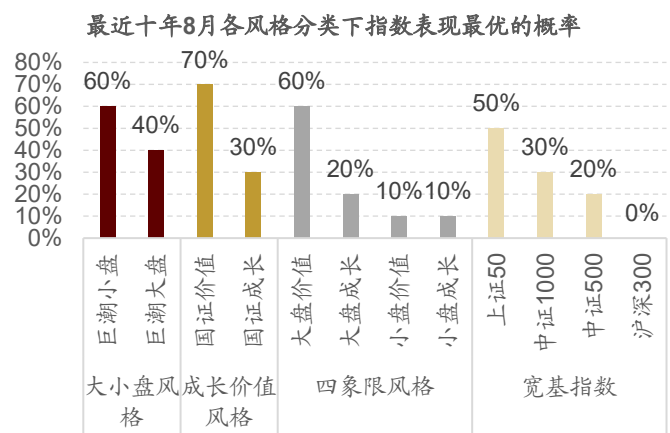
图 4：近 10 年以来 8 月偏价值风格相对占优



资料来源：Wind，招商证券

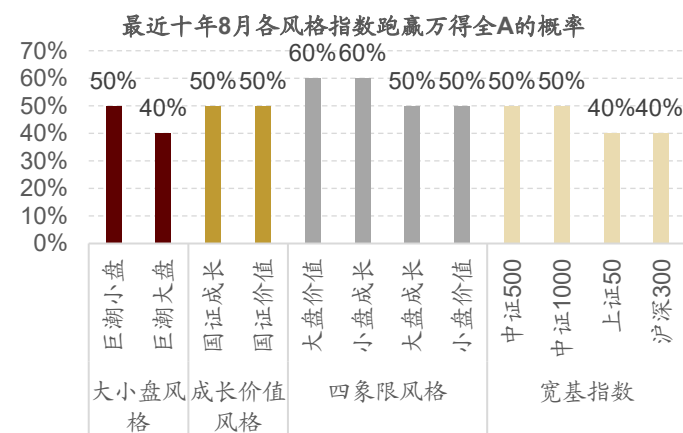
总体来看，近 10 年以来 8 月偏价值的风格指数相对占优，金融、中证红利、大盘价值风格相对万得全 A 的胜率超 60%，同时，中证 A50 和上证 50 等龙头宽基指数相对万得全 A 也有较高胜率。但是，中证 2000、TMT 板块胜率同样较高，胜率仅次于金融指数，消费及医药板块较万得全 A 取得超额收益的概率相对较低。

图 5：最近十年 8 月各类风格下指数占优概率



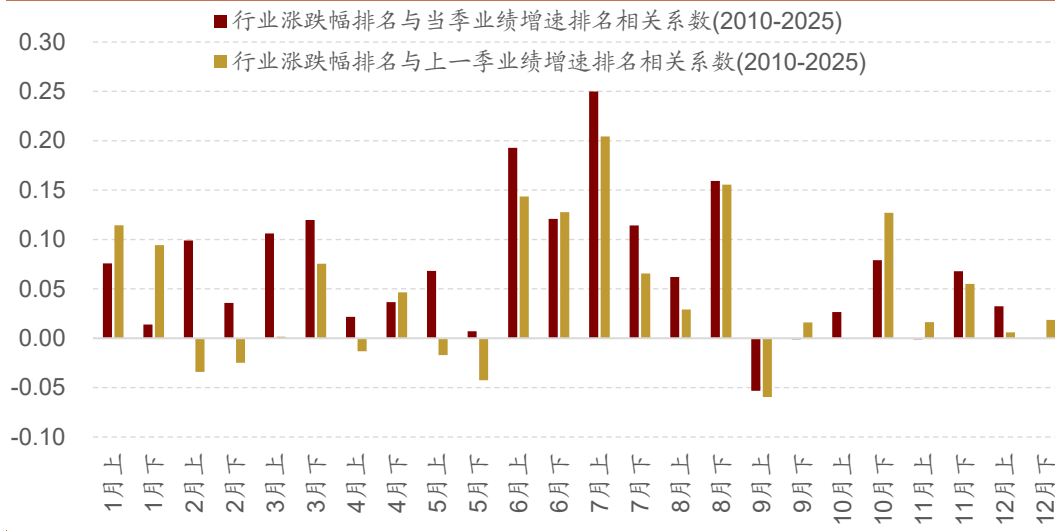
资料来源：Wind，招商证券

图 6：最近十年的 8 月各类指数跑赢万得全 A 的概率



资料来源：Wind

图 7：8 月下旬业绩相关性跃升



资料来源：Wind，招商证券

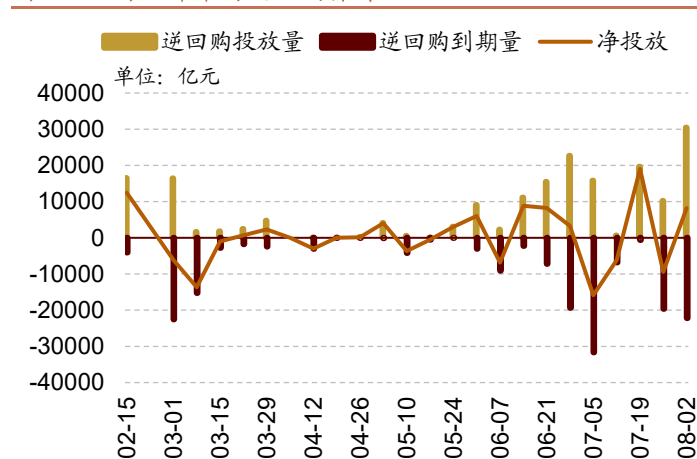
## 二、货币政策工具与资金成本

上周(7/27-7/31)央行公开市场净投放 4215 亿元。为维护银行体系流动性合理充裕,央行开展逆回购 30420 亿元,同期有 22205 亿元央行逆回购到期,逆回购净投放 8215 亿元。同期 4000 亿元 MLF 到期,未来一周将有 21420 亿元逆回购到期。

货币市场利率上行, R007 与 DR007 利差扩大; 短端国债收益率上行, 长端国债收益率下行, 期限利差缩小。截至 7 月 31 日, R007 为 1.46%, 较前期上行 5.3bp, DR007 为 1.45%, 较前期上行 4.5bp, 两者利差扩大 0.9bp 至 0.02%。1 年期国债到期收益率上升 0.7bp 至 1.15%, 10 年期国债到期收益率下降 1.4bp 至 1.71%, 期限利差缩小 2.1bp 至 0.57%。

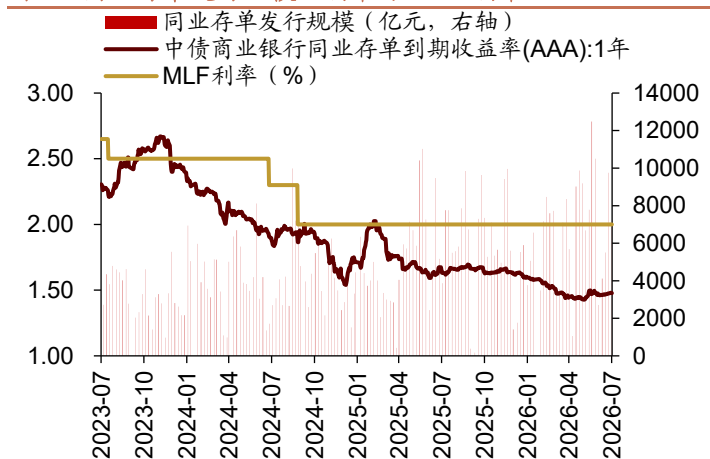
同业存单发行规模下降, 某发行利率较上期持平。上周(7/27-7/31)同业存单发行 284 只, 较上期减少 144 只; 发行总规模 6971.9 亿元, 较上期减少 2779.2 亿元; 截至 7 月 31 日, 1 个月、3 个月和 6 个月发行利率分别较前期变化 0.0bp、-2.2bp、0.7bp 至 1.40%、1.43%、1.48%。

图 8: 央行公开市场逆回购操作



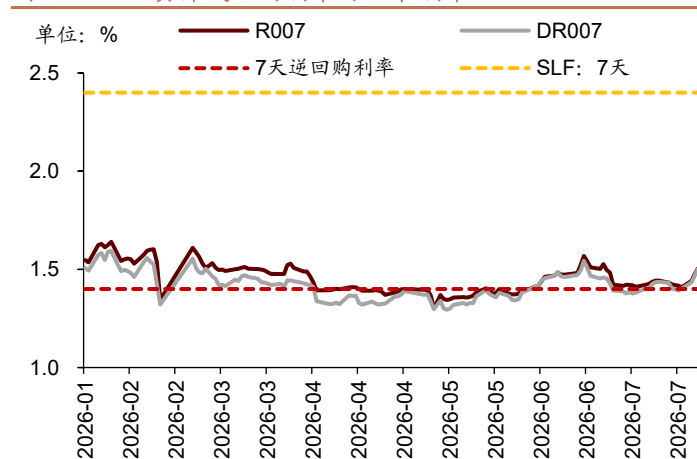
资料来源: Wind、招商证券

图 9: 同业存单发行规模、利率与 MLF 利率



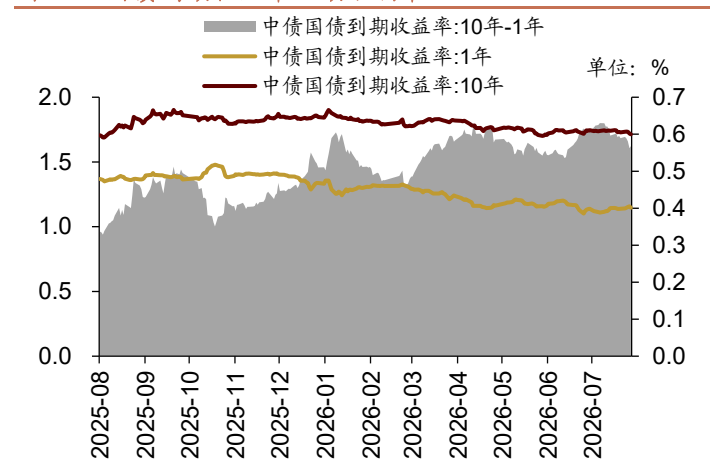
资料来源: Wind、招商证券

图 10: 7 天质押式回购利率与政策利率



资料来源: Wind、招商证券

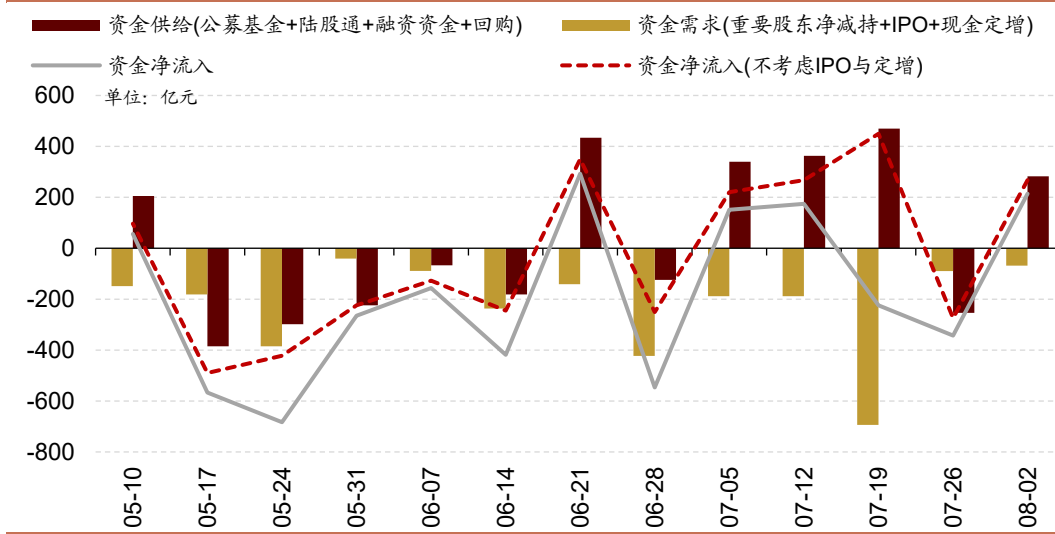
图 11: 国债到期收益率及期限利率



资料来源: Wind、招商证券

### 三、股市资金供需

图 12: A 股周度资金供需

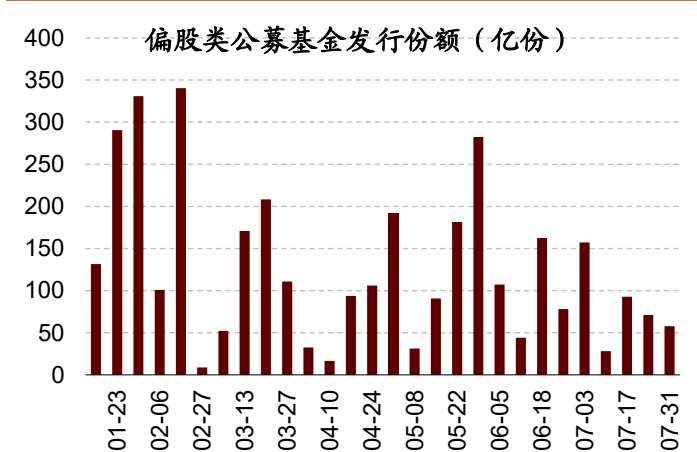


资料来源：Wind，招商证券

#### 1、资金供给

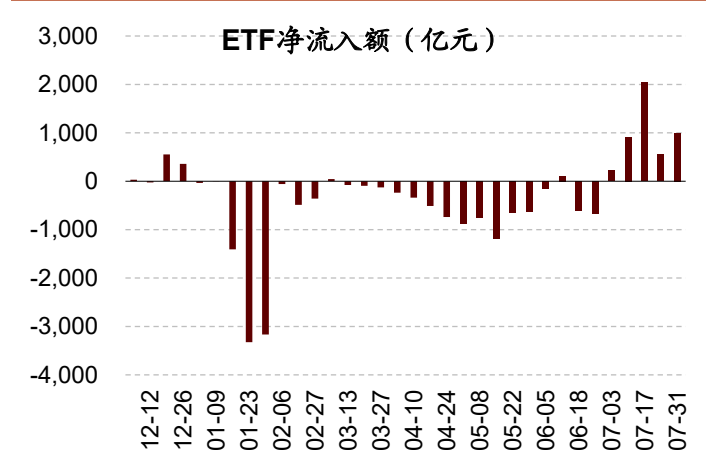
资金供给方面，上周（7/27-7/31）新成立偏股类公募基金 57.9 亿份，较前期减少 13.3 亿份。股票型 ETF 较前期净流入，对应净流入 993.8 亿元。上周整个市场融资净卖出 774.9 亿元，净卖出额较前期收窄 134.8 亿元，截至 7 月 31 日，A 股融资余额为 25890.8 亿元。

图 13: 偏股类公募基金发行份额



资料来源：Wind，招商证券

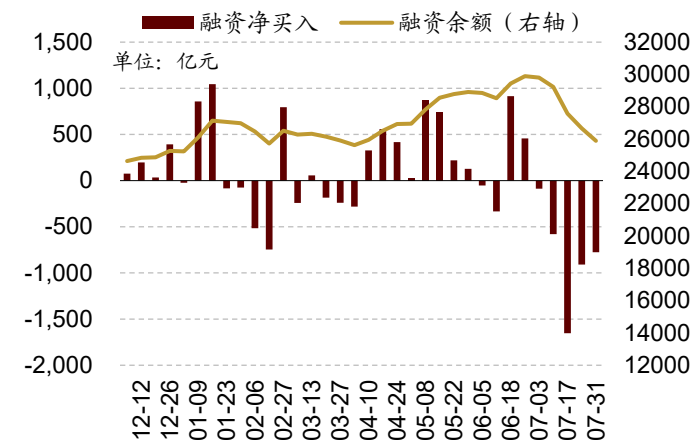
图 14: 股票型 ETF 资金净流入规模



资料来源：Wind，招商证券

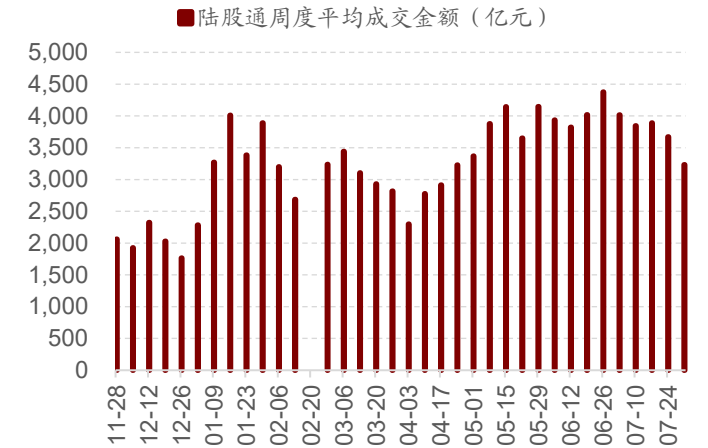


图 15: 融资净买入额及融资余额



资料来源: Wind、招商证券

图 16: 陆股通周度日成交额



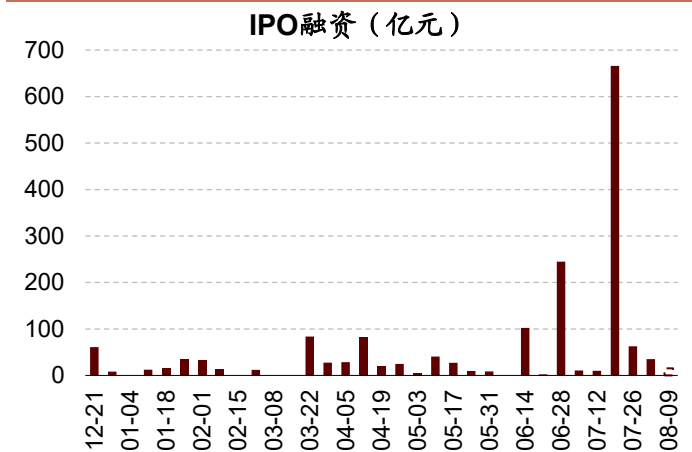
资料来源: Wind、招商证券

## 2、资金需求

资金需求方面，上周（7/27-7/31）回落至 34.9 亿元，共有 3 家公司进行 IPO 发行，截至 7 月 31 日公告，未来一周将有 1 家公司进行 IPO 发行，计划募资规模 15.3 亿元。重要股东净减持规模缩小，净减持 14.7 亿元；公告的计划减持规模 11.4 亿元，较前期上升。

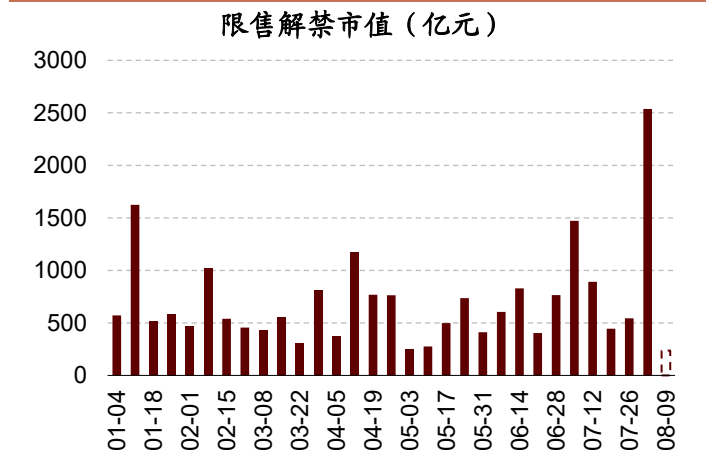
限售解禁市值为 2537.2 亿元（首发原股东限售股解禁 28.1 亿元，首发一般股份解禁 2264.7 亿元，定增股份解禁 207.3 亿元，其他 37.1 亿元），较前期上升。未来一周解禁规模下降至 236.2 亿元（首发原股东限售股解禁 99.4 亿元，首发一般股份解禁 2.9 亿元，定增股份解禁 115.4 亿元，其他 18.5 亿元）。

图 17: IPO 融资金额



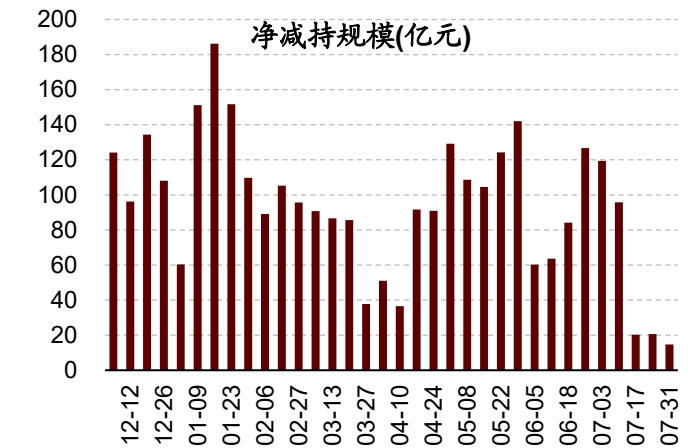
资料来源: Wind、招商证券

图 18: 限售解禁市值



资料来源: Wind、招商证券

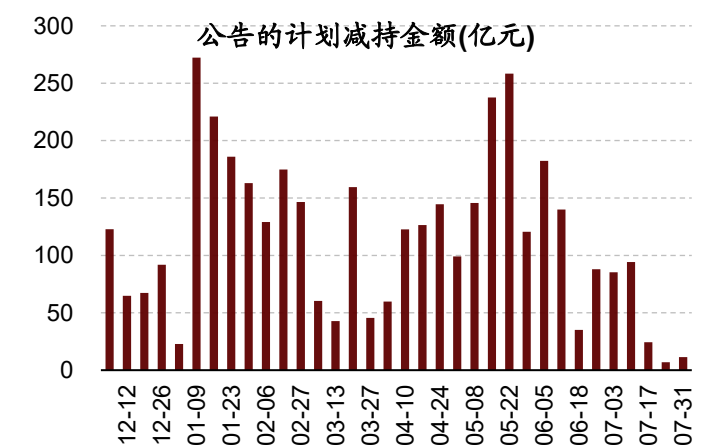
图 19: 重要股东二级市场净减持规模



资料来源: Wind、招商证券

注: 数据为已公告减持完成数据, 公告发布可能存在滞后

图 20: 公告的计划减持规模



资料来源: Wind、招商证券

## 四、投资者偏好

### 1、行业偏好

行业偏好上, 上周 (7/27-7/31) 电子、电力设备、建筑材料获各类资金净流入规模较高。上周股票型 ETF 净流入 990.9 亿元, 净流入规模较高的行业为电子、电力设备、通信, 流入金额分别为 532.7 亿元、116.8 亿元、111.8 亿元, 净流出行业仅银行和煤炭。融资资金净流出 774.9 亿元, 净买入的行业仅建筑材料(+10.0 亿元), 净卖出通信 (-209.6 亿元)、电子 (-163.0 亿元)、医药生物 (-51.8 亿元) 等行业。



表 1：上周各类资金行业净流入（单位：亿元）

| 行业   | 融资资金    | ETF    | 重要股东净增持 | 合计(↓)  |
|------|---------|--------|---------|--------|
| 电子   | -162.97 | 532.72 | -3.60   | 366.15 |
| 电力设备 | -49.18  | 116.82 | -2.30   | 65.34  |
| 建筑材料 | 10.00   | 5.75   | -1.07   | 14.69  |
| 有色金属 | -29.42  | 39.41  | 0.99    | 10.99  |
| 汽车   | -17.11  | 20.15  | -0.81   | 2.23   |
| 家用电器 | -8.39   | 10.06  | -0.43   | 1.24   |
| 食品饮料 | -9.15   | 10.21  | -0.04   | 1.02   |
| 农林牧渔 | -2.42   | 3.29   | -0.04   | 0.83   |
| 传媒   | -4.08   | 5.87   | -1.11   | 0.69   |
| 美容护理 | -0.33   | 0.78   | 0.00    | 0.45   |
| 轻工制造 | -0.33   | 1.47   | -1.02   | 0.13   |
| 综合   | -1.30   | 0.74   | 0.04    | -0.52  |
| 环保   | -4.05   | 3.01   | -0.12   | -1.16  |
| 国防军工 | -17.03  | 15.63  | 0.10    | -1.30  |
| 商贸零售 | -4.90   | 3.43   | 0.00    | -1.48  |
| 纺织服饰 | -0.93   | 0.14   | -0.83   | -1.62  |
| 房地产  | -4.40   | 2.43   | -0.28   | -2.25  |
| 社会服务 | -3.75   | 1.26   | 0.10    | -2.39  |
| 钢铁   | -5.47   | 2.03   | 0.00    | -3.44  |
| 建筑装饰 | -10.42  | 5.16   | -0.16   | -5.42  |
| 公用事业 | -9.28   | 3.27   | 0.00    | -6.01  |
| 石油石化 | -6.34   | 0.11   | 0.11    | -6.12  |
| 机械设备 | -45.38  | 43.94  | -4.71   | -6.14  |
| 非银金融 | -25.96  | 14.85  | 0.00    | -11.11 |
| 基础化工 | -29.61  | 21.36  | -3.21   | -11.46 |
| 煤炭   | -2.71   | -12.10 | 0.00    | -14.81 |
| 交通运输 | -18.73  | 3.10   | 0.11    | -15.52 |
| 计算机  | -47.99  | 21.74  | 3.93    | -22.31 |
| 银行   | -20.80  | -13.23 | 0.00    | -34.04 |
| 医药生物 | -51.77  | 15.75  | -0.72   | -36.74 |
| 通信   | -209.60 | 111.76 | 0.39    | -97.45 |
| 合计   | -793.78 | 990.92 | -14.68  | 182.46 |

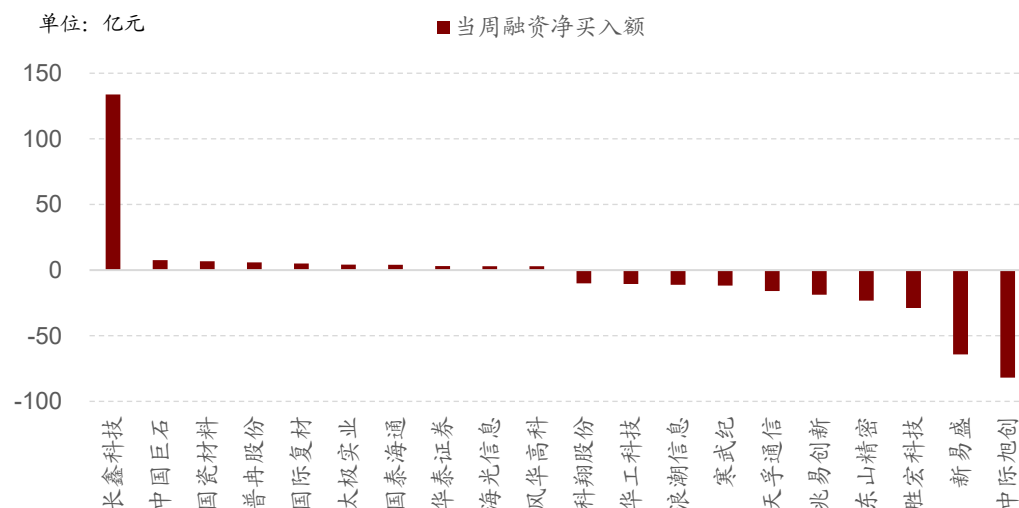
资料来源：Wind，招商证券

注：重要股东净增持以变动截止日期为参考；ETF 分行业净流入规模拆分所有股票型 ETF；融资资金、股东增减持、ETF 均截至上周五

## 2、个股偏好

融资净买入规模较高的为长鑫科技（+133.9 亿元）、中国巨石（+7.6 亿元）、国瓷材料（+6.7 亿元）等；净卖出规模较高的为中际旭创（-81.9 亿元）、新易盛（-64.2 亿元）、胜宏科技（-28.9 亿元）等。

图 21：融资净买入与净卖出前 10 大股票



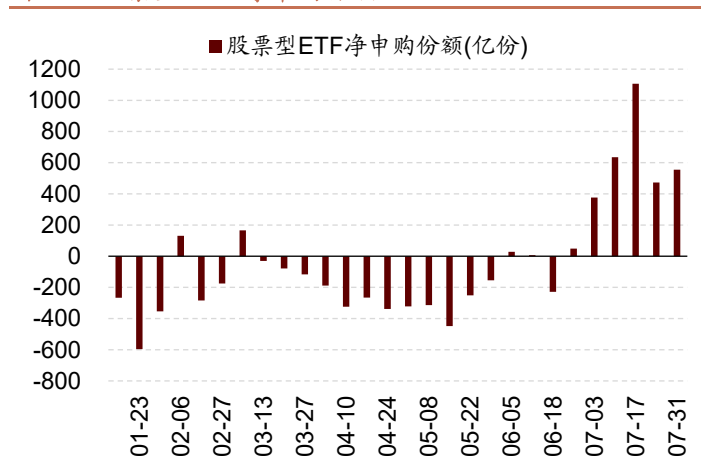
资料来源：Wind，招商证券

## 4、ETF 偏好

上周(7/27-7/31)ETF 净申购, 当周净申购 554.8 亿份, 宽指 ETF 申赎参半, 其中科创 50ETF 申购较多, 上证 50ETF 赎回较多; 行业 ETF 申赎参半, 其中信息技术 ETF 申购较多, 医药 ETF 赎回较多。具体的, 沪深 300ETF 净申购 29.2 亿份; 上证 50ETF 净赎回 7.2 亿份。科创 50ETF 净申购 244.4 亿份。A50ETF 净赎回 0.1 亿份; 双创 50ETF 净申购 117.6 亿份; 创业板 ETF 净申购 81.9 亿份; 中证 500ETF 净申购 6.7 亿份。行业 ETF 方面, 信息技术行业净申购 205.5 亿份; 消费行业净赎回 6.7 亿份; 医药行业净赎回 37.1 亿份; 券商行业净赎回 8.4 亿份; 金融地产行业净赎回 26.2 亿份; 军工行业净申购 1.6 亿份; 原材料行业净申购 8.3 亿份; 新能源&智能汽车行业净赎回 1.3 亿份。

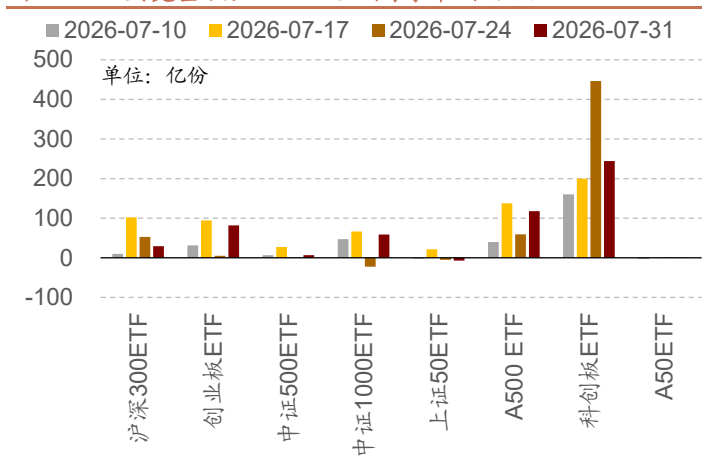
上周(7/27-7/31)股票型 ETF 净申购规模最高的为华夏上证科创板半导体材料设备主题 ETF (+105.2 亿份), 华夏上证科创板 50ETF (+58.7 亿份) 净申购规模次之; 净赎回规模最高的为华宝中证银行 ETF (-13.4 亿份), 华宝中证医疗 ETF (-12.4 亿份) 次之。

图 22: 股票型 ETF 净申购份额



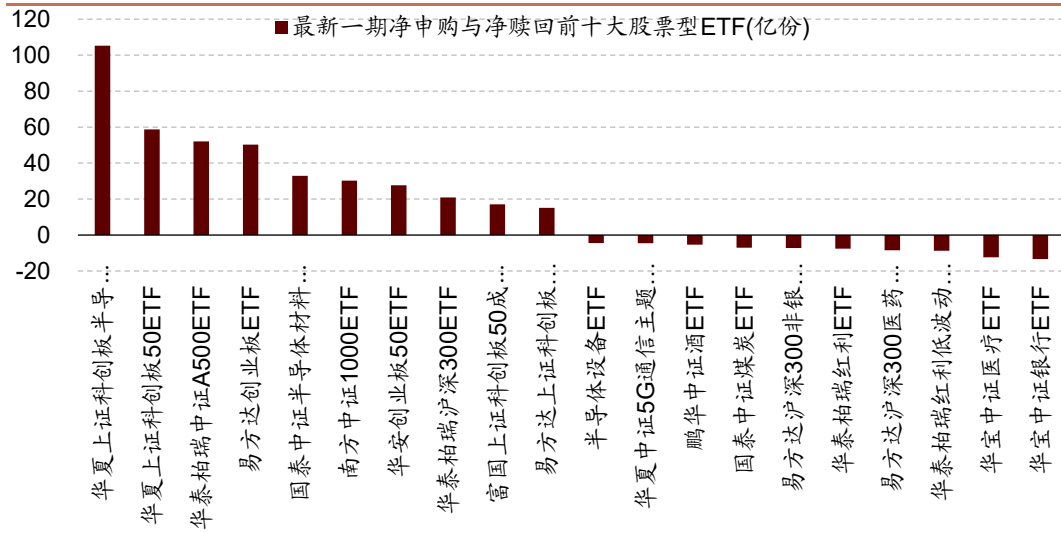
资料来源: Wind、招商证券

图 23: 主要宽基指数 ETF 近三周净申购份额



资料来源: Wind、招商证券

图 24: 最新一期净申购与净赎回前十大股票型 ETF



资料来源: Wind、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。