下载日志已记录，仅供内部参考

十一假期前后市场的日历效应

——金融市场流动性与监管动态周报（0923）

定期报告

A 股国庆节前后市场表现呈现出一定的日历效应。国庆节前市场交投相对清淡，部分资金在避险需求下流出，导致市场表现不佳。国庆节后市场风险偏好改善，主要指数往往迎来反弹。但近两年该规律出现了学习效应下的节前抢跑，当市场对节后必涨形成一致预期后，买入行为前移至节前两周。

- **国庆长假前后的日历效应：A 股国庆节前后市场表现呈现出一定的日历效应。国庆节前市场交投相对清淡**，部分资金在避险需求下流出，导致市场表现不佳。**国庆节后市场风险偏好改善，主要指数往往迎来反弹**。从过去十年 A 股国庆节后一周表现来看，上证指数、沪深 300、中证 1000 指数上涨概率接近 60%。但随着市场对国庆节前避险、节后反弹传统日历效应认知加深，**近两年该规律出现了学习效应下的节前抢跑，**拉高了近十年国庆节前市场的平均涨幅。
- **货币政策与利率：上周（9/14-9/18）央行公开市场净投放 8588 亿元，未来一周将有 2720 亿元逆回购、1800 亿元国库现金定存到期。**货币市场利率下行，短端国债收益率上行，长端国债收益率下行，同业存单发行规模扩大，发行利率涨跌不一。截至 9 月 20 日，R007 下行 1.2bp，DR007 下行 2.4bp，1 年期国债收益率上行 0.1bp，10 年期国债收益率下行 0.8bp，同业存单发行规模增加 1343.0 亿元，3M 同业存单利率上行，1M/6M 同业存单利率下行。
- **资金供需：二级市场可跟踪资金平衡。**融资余额上升，融资资金净买入 61.1 亿元；ETF 净流出 51.9 亿元；新成立偏股类公募基金份额增加。重要股东由净减持规模下降，公布的计划减持规模下降。
- **市场偏好：行业偏好上，通信、机械设备、银行获各类资金净流入规模较高。**宽指 ETF 申赎参半，其中中证 500ETF 申购较多，科创 50ETF 赎回较多；行业 ETF 以净赎回为主，其中信息技术 ETF 赎回较多，金融地产(不含券商)ETF 申购较多。净申购最高的为南方中证 500ETF；净赎回最高的为华夏上证科创板 50ETF。
- **风险提示：经济数据及政策不及预期、海外政策超预期收紧。**

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. 《加息靴子落地，短期迎修复窗口——金融市场流动性与监管动态周报（0917）》

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	88.25↑
ETF 净申购	-51.86↓
融资净买入	61.13↑
资金需求	
限售解禁	444.49↓
IPO 融资	51.10↑
净减持金额	49.91↓
计划减持金额	58.25↓
活跃度	
A 股周度日均成交额	18100.30↓
二级市场可跟踪资金供需基本平衡	

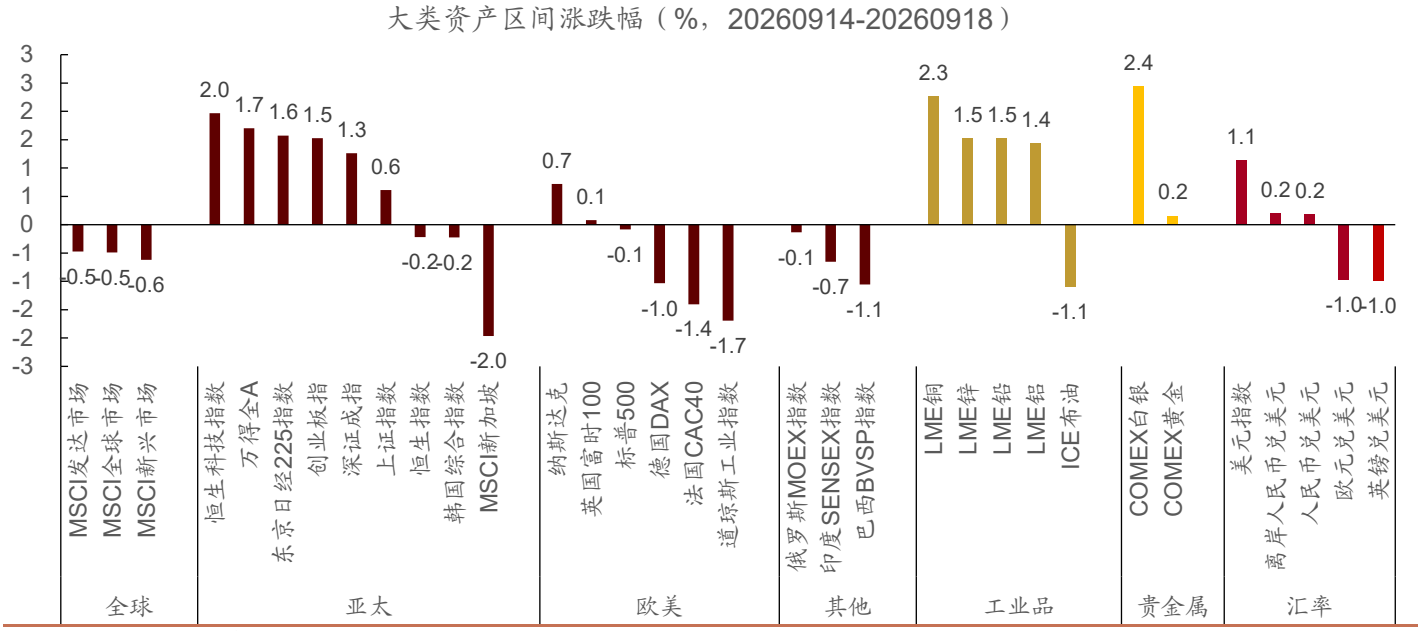
李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn

涂婧清 S1090520030001
tujingqing@cmschina.com.cn

王德健 S1090526080002
wangdejian@cmschina.com.cn

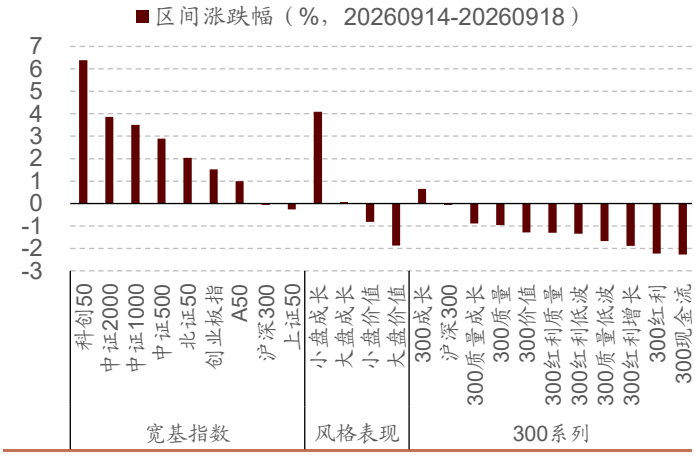
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：大类资产表现：油价大涨；贵金属下跌；股市多下跌



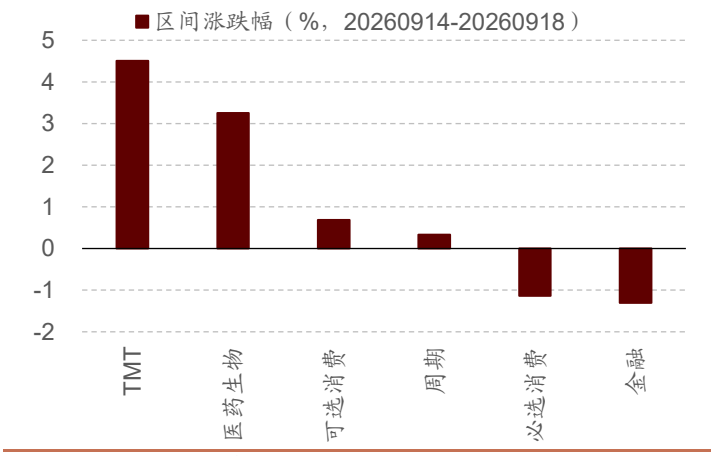
资料来源：Wind，招商证券

图 2：风格：大盘成长>小盘价值>小盘成长>小盘价值



资料来源：Wind、招商证券

图 3：大类行业表现



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

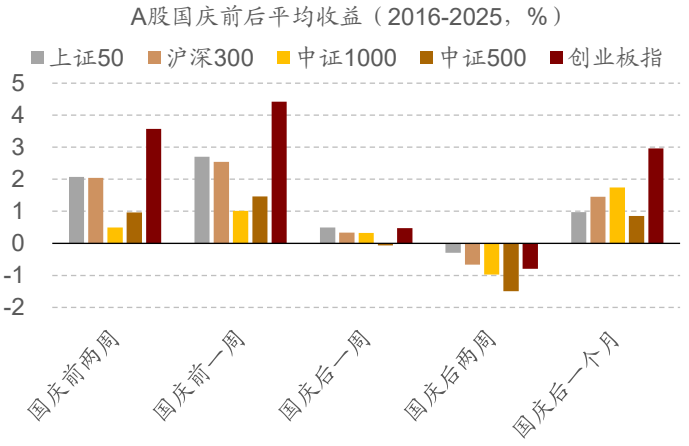
一、流动性专题

※ 长假前后的季节性效应

A 股国庆节前后市场表现呈现出一定的日历效应。具体来说，国庆节前市场交投相对清淡，部分资金在避险需求下流出，导致市场表现不佳。然而，国庆节后市场风险偏好改善，主要指数往往迎来反弹。从过去十年 A 股国庆节后一周表现来看，上证指数、沪深 300、中证 1000 指数上涨概率接近 60%。

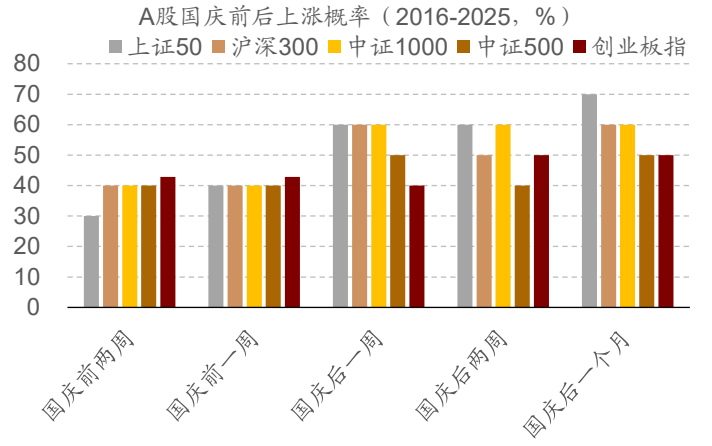
但是，随着市场对国庆节前避险、节后反弹传统日历效应认知加深，近两年该规律出现了学习效应下的节前抢跑，拉高了近十年国庆节前市场的平均涨幅。一方面，节前抢跑特征明显，2024 年在政策预期催化下节前大涨，2025 年节前两周平均收益显著优于节后；**另一方面，节后兑现压力显现**，2024 年 10 月 9 日上证指数单日大跌 6.6%，2025 年节后亦未现传统放量上攻，呈偏强震荡格局。换言之，**当市场对节后必涨形成一致预期后，买入行为前移至节前两周。**

图 4：近十年国庆前后主要指数平均收益



资料来源：Wind、招商证券

图 5：近十年国庆前后主要指数上涨概率



资料来源：Wind、招商证券

从近十年国庆节后行业表现来看，国庆后一周一级行业上涨概率多数在 50%以上，其中上涨概率靠前的行业集中在计算机、通信、电子等行业，其中银行、非银金融在国庆后两周和国庆后一个月上涨概率仍然较高。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：近十年国庆假期前后行业表现（2016-2025）

单位：%	国庆前一周		国庆后一周		国庆后两周		国庆后一月	
一级行业	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率
农林牧渔	1.7	30	1.2	70	-0.5	50	2.8	70
基础化工	0.3	30	0.2	50	-1.5	50	0.5	60
钢铁	0.5	40	0.1	60	-1.3	40	0.6	50
有色金属	-0.5	30	0.1	70	-1.6	30	1.5	50
电子	1.8	40	0.7	70	0.1	50	5.6	80
家用电器	1.8	60	0.8	60	-0.3	50	3.4	60
食品饮料	5.5	60	-0.3	60	-2.2	60	0.1	50
纺织服饰	0.2	20	1.1	70	-0.4	70	0.6	60
轻工制造	1.1	30	-0.3	70	-1.8	40	1.2	60
医药生物	3.5	60	0.9	60	-0.8	50	1.6	70
公用事业	0.0	30	-0.2	60	-1.5	60	-1.0	60
交通运输	0.5	20	-0.1	70	-0.5	60	0.2	70
房地产	1.5	30	-1.6	30	-2.8	30	-2.0	20
商贸零售	1.5	30	-0.3	60	-1.7	60	1.1	60
社会服务	3.3	50	-1.9	50	-3.3	40	-1.1	50
综合	0.3	20	0.1	50	-1.0	40	2.8	60
建筑材料	0.9	30	0.4	70	-1.7	50	0.5	50
建筑装饰	0.3	40	0.5	70	0.3	70	2.0	50
电力设备	3.2	60	0.5	50	-1.0	40	3.7	60
国防军工	0.6	40	0.5	60	-0.6	40	1.1	40
计算机	1.9	30	1.1	80	0.0	60	3.2	60
传媒	1.8	40	-1.2	60	-2.1	70	1.1	60
通信	1.8	30	0.2	80	-0.7	60	1.1	60
银行	1.5	30	1.6	80	1.9	70	1.3	70
非银金融	2.7	30	0.5	80	0.1	70	2.8	80
汽车	1.0	40	1.1	70	-0.2	60	4.6	70
机械设备	0.9	40	0.5	50	-0.6	50	2.3	50
煤炭	0.2	30	0.0	40	-1.3	30	-1.4	30
石油石化	-0.2	40	-0.2	60	-1.5	40	-1.4	50
环保	0.7	30	0.2	70	-1.4	70	0.9	50
美容护理	4.1	60	1.1	70	-0.8	50	0.9	70

资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

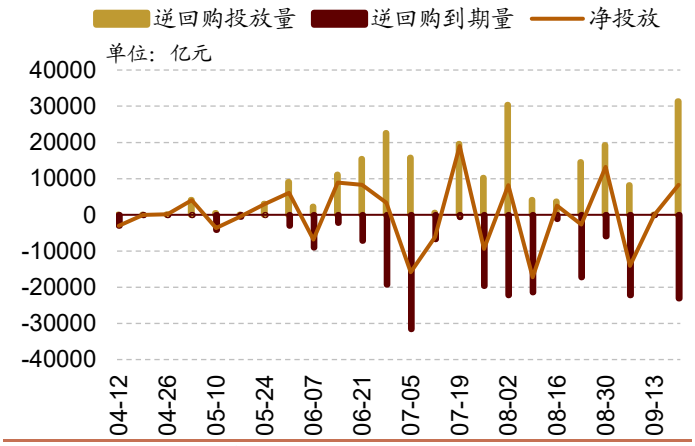
二、货币政策工具与资金成本

上周（9/14-9/18）央行公开市场净投放 8588 亿元。为维护银行体系流动性合理充裕，央行开展逆回购 31683 亿元，同期有 23095 亿元央行逆回购到期，逆回购净投放 8268 亿元。另外开展 700 亿元国库现金定存，同期有 700 亿元国库现金定存到期，国库现金定存净投放 0 亿元。未来一周将有 2720 亿元逆回购、1800 亿元国库现金定存到期。

货币市场利率先上后下，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 9 月 18 日，R007 为 1.41%，较前期下行 1.2bp，DR007 为 1.40%，较前期下行 2.4bp，两者利差扩大 1.2bp 至 0.01%。1 年期国债到期收益率上升 0.1bp 至 1.23%，10 年期国债到期收益率下降 0.8bp 至 1.68%，期限利差缩小 0.9bp 至 0.45%。

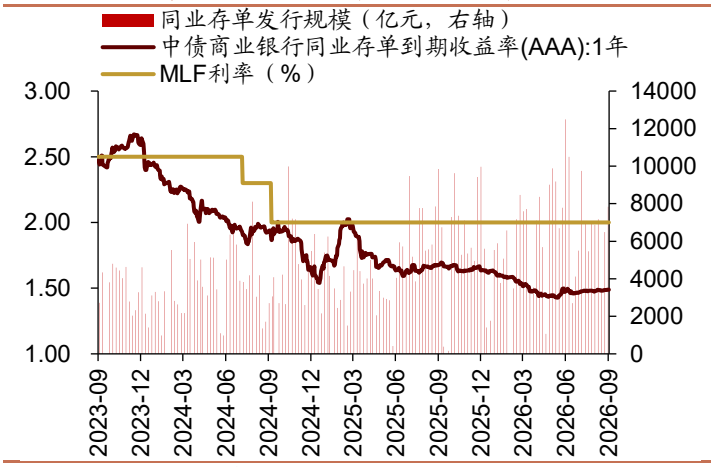
同业存单发行规模扩大，发行利率涨跌不一。上周（9/14-9/18）同业存单发行 373 只，较上期增多 9 只；发行总规模 7838.5 亿元，较上期增多 1343.0 亿元；截至 9 月 18 日，1 个月、3 个月和 6 个月发行利率分别较前期变化-0.8bp、0.9bp、-1.7bp 至 1.43%、1.46%、1.48%。

图 6：央行公开市场逆回购操作



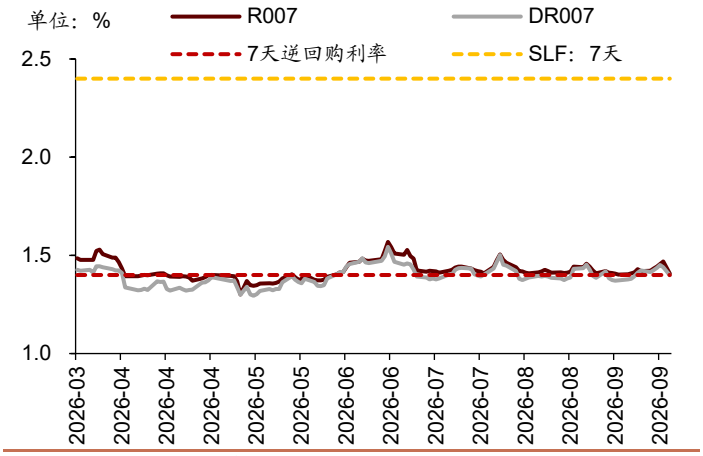
资料来源：Wind、招商证券

图 7：同业存单发行规模、利率与 MLF 利率



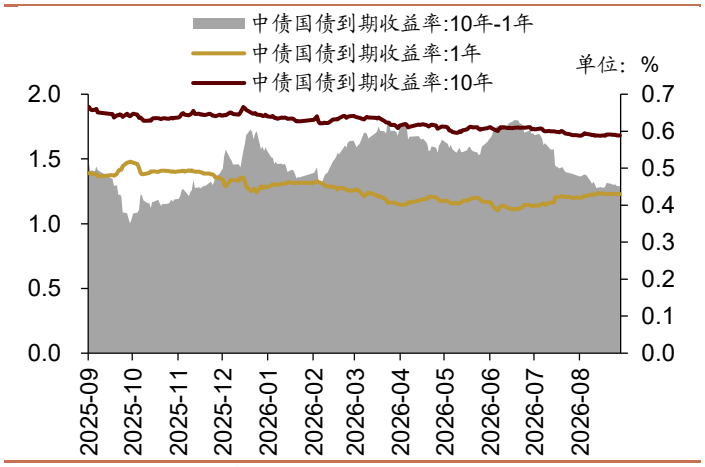
资料来源：Wind、招商证券

图 8：7 天质押式回购利率与政策利率



资料来源：Wind、招商证券

图 9：国债到期收益率及期限利率

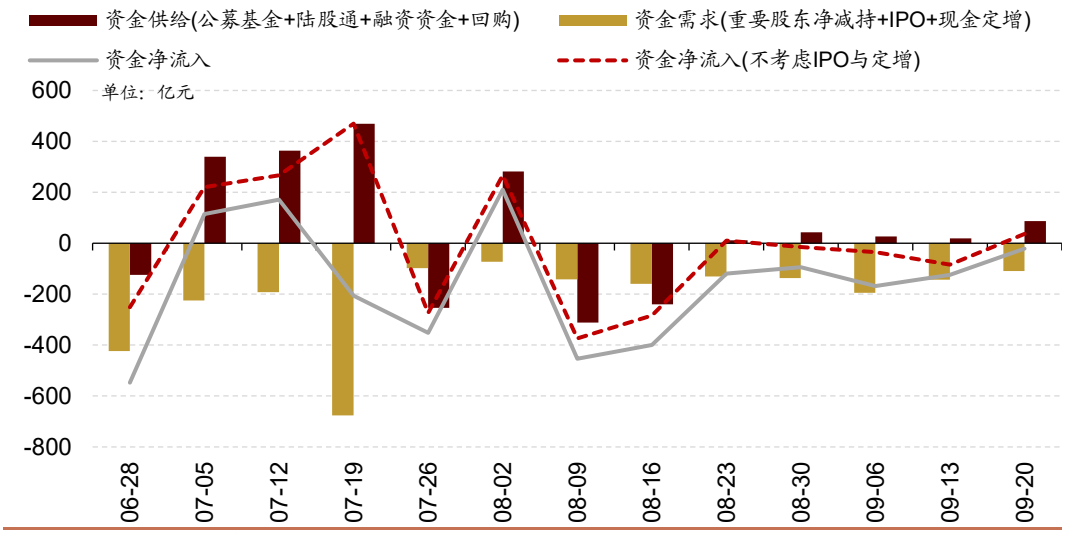


资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

三、股市资金供需

图 10：A 股周度资金供需

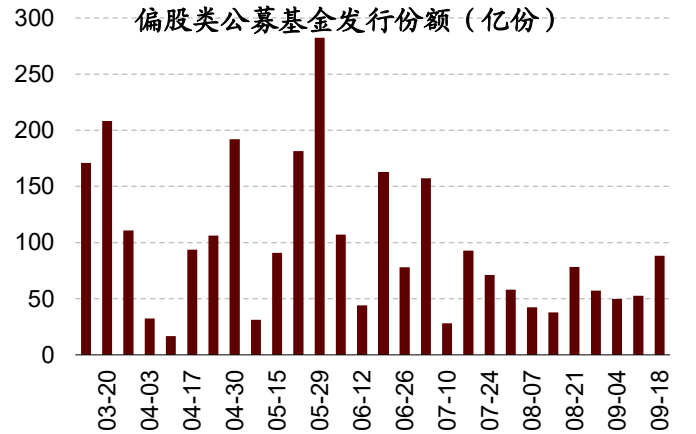


资料来源：Wind，招商证券

1、资金供给

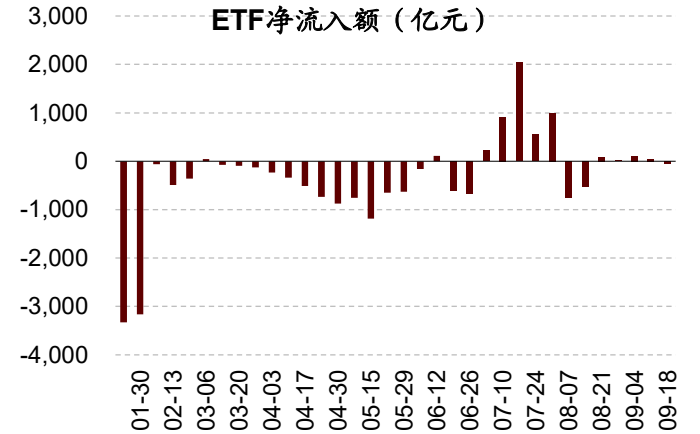
资金供给方面，上周（9/14-9/18）新成立偏股类公募基金 88.3 亿份，较前期增多 35.6 亿份。股票型 ETF 较前期净流出，对应净流出 51.9 亿元。上周整个市场融资净买入 61.1 亿元，从前期净流出转为净流入，截至 9 月 18 日，A 股融资余额为 26087.0 亿元。

图 11：偏股类公募基金发行份额



资料来源：Wind、招商证券

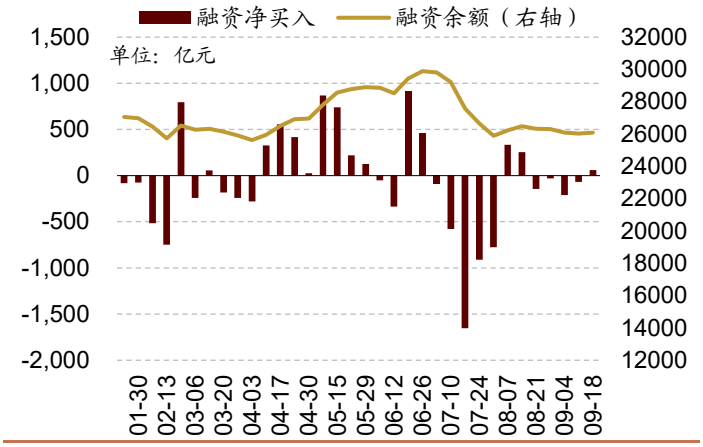
图 12：股票型 ETF 资金净流入规模



资料来源：Wind、招商证券

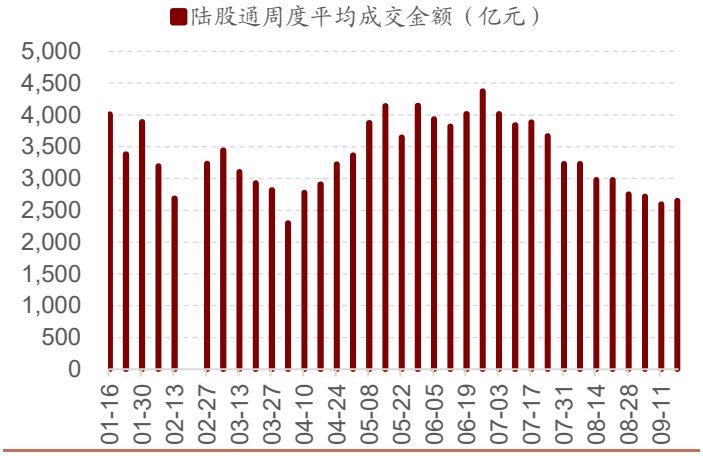
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：融资净买入额及融资余额



资料来源：Wind、招商证券

图 14：陆股通周度日成交额



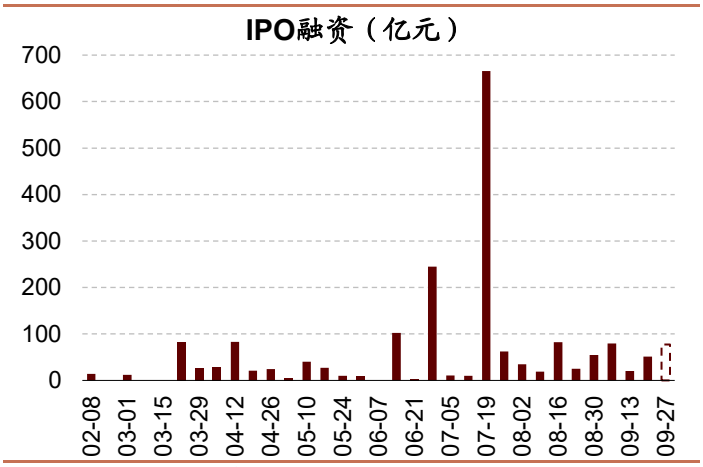
资料来源：Wind、招商证券

2、资金需求

资金需求方面，上周（9/14-9/18）IPO 规模回升至 51.1 亿元，共有 2 家 IPO，截至 9 月 18 日公告，未来一周将有 1 家 IPO，计划募资规模 77.3 亿元。重要股东净减持规模缩小，净减持 49.9 亿元；公告的计划减持规模 58.2 亿元，较前期下降。

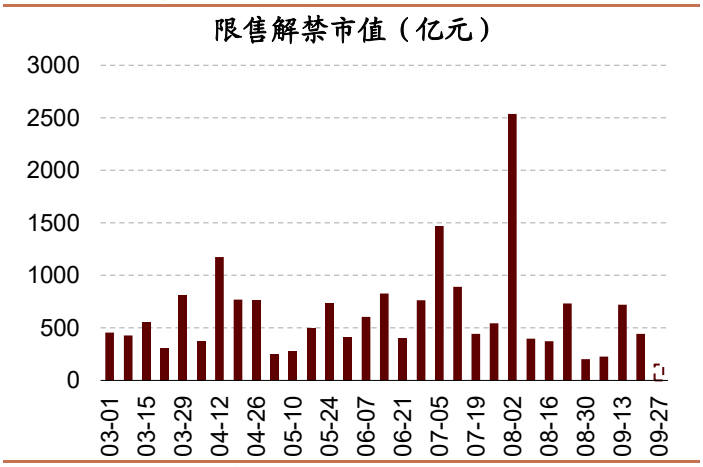
限售解禁市值为 444.5 亿元（首发原股东限售股解禁 37.7 亿元，首发一般股份解禁 146.5 亿元，定增股份解禁 222.1 亿元，其他 38.2 亿元），较前期下降。未来一周解禁规模下降至 151.1 亿元（首发原股东限售股解禁 79.9 亿元，首发一般股份解禁 0.0 亿元，定增股份解禁 60.0 亿元，其他 11.3 亿元）。

图 15：IPO 融资金额



资料来源：Wind、招商证券

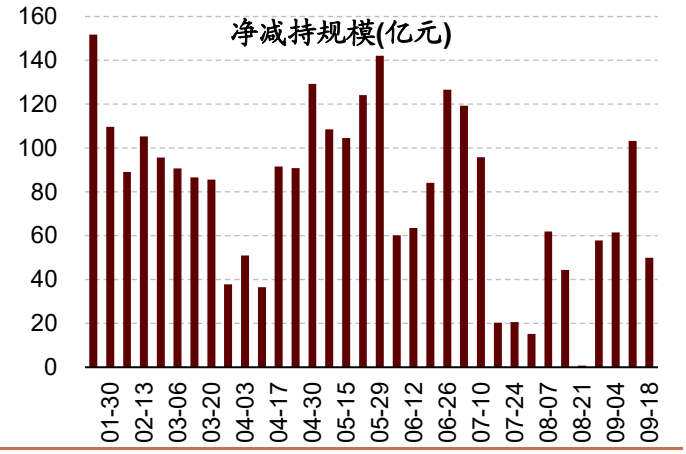
图 16：限售解禁市值



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

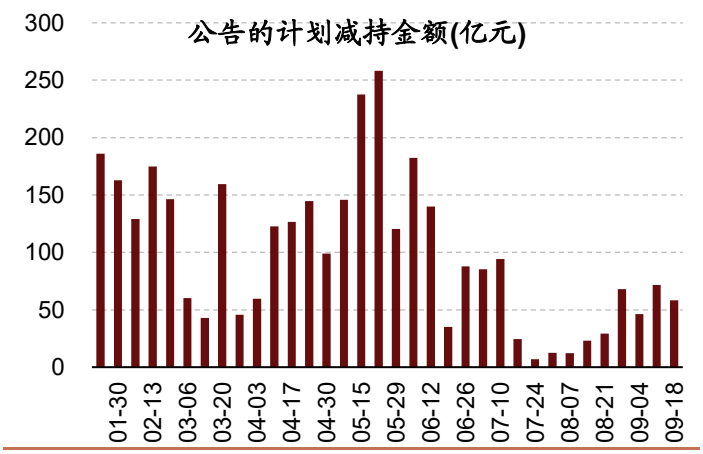
图 17：重要股东二级市场净减持规模



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 18：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（9/14-9/18）通信、机械设备、银行获各类资金净流入规模较高。上周股票型 ETF 净流出 48.1 亿元，净流入规模较高的行业为银行、通信、有色金属，流入金额分别为 13.0 亿元、11.5 亿元、6.9 亿元，净流出规模较高的行业是电子、医药生物、煤炭等行业。融资资金净流入 61.1 亿元，净买入规模较高的行业为电子（+66.7 亿元）、通信（+16.4 亿元）、机械设备（+16.3 亿元）等行业，净卖出医药生物（-14.2 亿元）、非银金融（-8.0 亿元）、国防军工（-6.4 亿元）等行业。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：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（↓）
通信	16.42	11.47	-1.87	26.02
机械设备	16.33	0.13	-5.44	11.02
银行	-4.28	13.05	0.00	8.77
传媒	0.89	4.40	0.00	5.29
电力设备	6.53	2.82	-4.49	4.86
交通运输	0.56	2.89	-0.52	2.93
环保	1.63	0.52	-0.01	2.14
食品饮料	-1.79	3.76	0.00	1.97
建筑材料	14.48	0.63	-13.46	1.64
石油石化	1.19	0.21	0.00	1.40
公用事业	0.15	1.04	0.00	1.18
建筑装饰	0.59	0.24	0.01	0.84
轻工制造	-0.12	0.45	0.48	0.81
有色金属	-6.11	6.87	-0.57	0.20
综合	0.02	-0.07	0.00	-0.05
基础化工	6.52	-0.74	-6.15	-0.37
美容护理	-0.41	0.03	0.00	-0.38
家用电器	-1.06	0.72	-0.28	-0.62
社会服务	-0.83	0.53	-0.48	-0.78
纺织服饰	-2.27	1.34	-0.01	-0.94
计算机	2.47	-0.86	-2.64	-1.03
钢铁	-2.21	0.55	0.00	-1.65
农林牧渔	-4.68	3.33	-0.44	-1.78
房地产	-3.04	0.73	0.01	-2.30
煤炭	-0.42	-2.16	0.00	-2.58
汽车	-1.28	-0.34	-1.14	-2.77
商贸零售	-2.90	0.77	-3.21	-5.35
国防军工	-6.36	0.61	0.00	-5.75
非银金融	-8.02	0.10	0.00	-7.92
医药生物	-14.24	-5.41	-5.00	-24.65
电子	66.70	-95.74	-4.70	-33.74
合计	74.46	-48.12	-49.91	-23.57

资料来源：Wind，招商证券

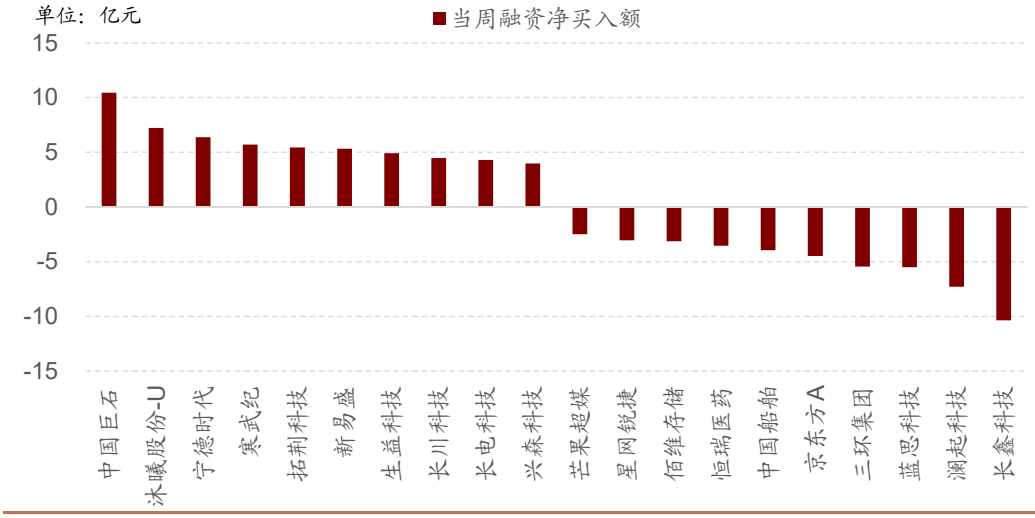
注：重要股东净增持以变动截止日期为参考；ETF 分行业净流入规模拆分所有股票型 ETF；融资资金、股东增减持、ETF 均截至上周五

2、个股偏好

融资净买入规模较高的为中国巨石（+10.4 亿元）、沐曦股份-U（+7.2 亿元）、宁德时代（+6.4 亿元）等；净卖出规模较高的为长鑫科技（-10.4 亿元）、澜起科技（-7.3 亿元）、蓝思科技（-5.5 亿元）等。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：融资净买入与净卖出前 10 大股票

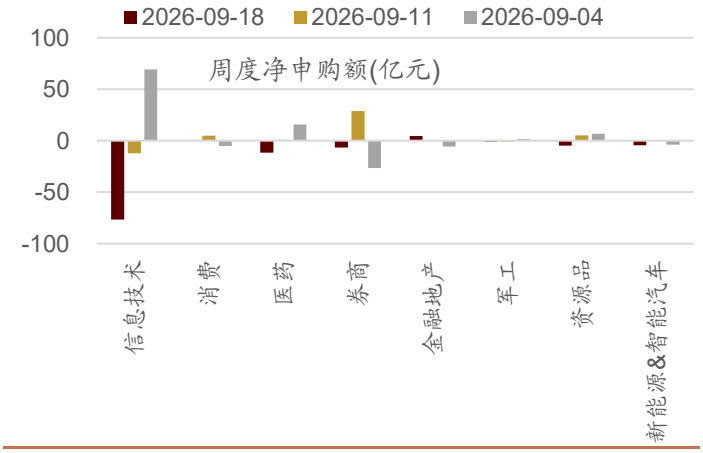


资料来源：Wind，招商证券

3、ETF 偏好

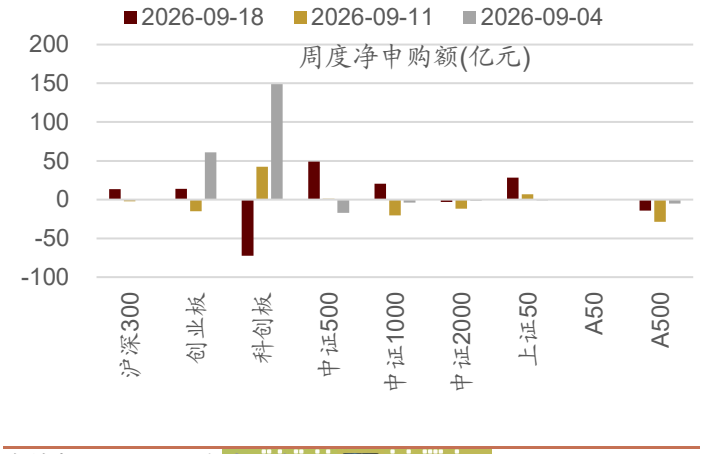
上周（9/14-9/18）ETF 净赎回，当周净赎回 51.9 亿元，宽指 ETF 申赎参半，其中中证 500ETF 申购较多，科创 50ETF 赎回较多；行业 ETF 以净赎回为主，其中信息技术 ETF 赎回较多，金融地产(不含券商)ETF 申购较多。具体的，沪深 300ETF 净申购 13.4 亿元；上证 50ETF 净申购 28.4 亿元；科创板 ETF 净赎回 72.4 亿元；A50ETF 净申购 0.4 亿元；双创 50ETF 净赎回 14.1 亿元；创业板 ETF 净申购 13.8 亿元；中证 500ETF 净申购 49.1 亿元。行业 ETF 方面，信息技术行业净赎回 76.6 亿元；消费行业净申购 0.6 亿元；医药行业净赎回 11.6 亿元；券商行业净赎回 6.6 亿元；金融地产行业净申购 4.7 亿元；军工行业净赎回 1.0 亿元；原材料行业净赎回 4.7 亿元；新能源&智能汽车行业净赎回 4.5 亿元。

图 20：主要行业主题 ETF 近三周净申购金额



资料来源：Wind、招商证券

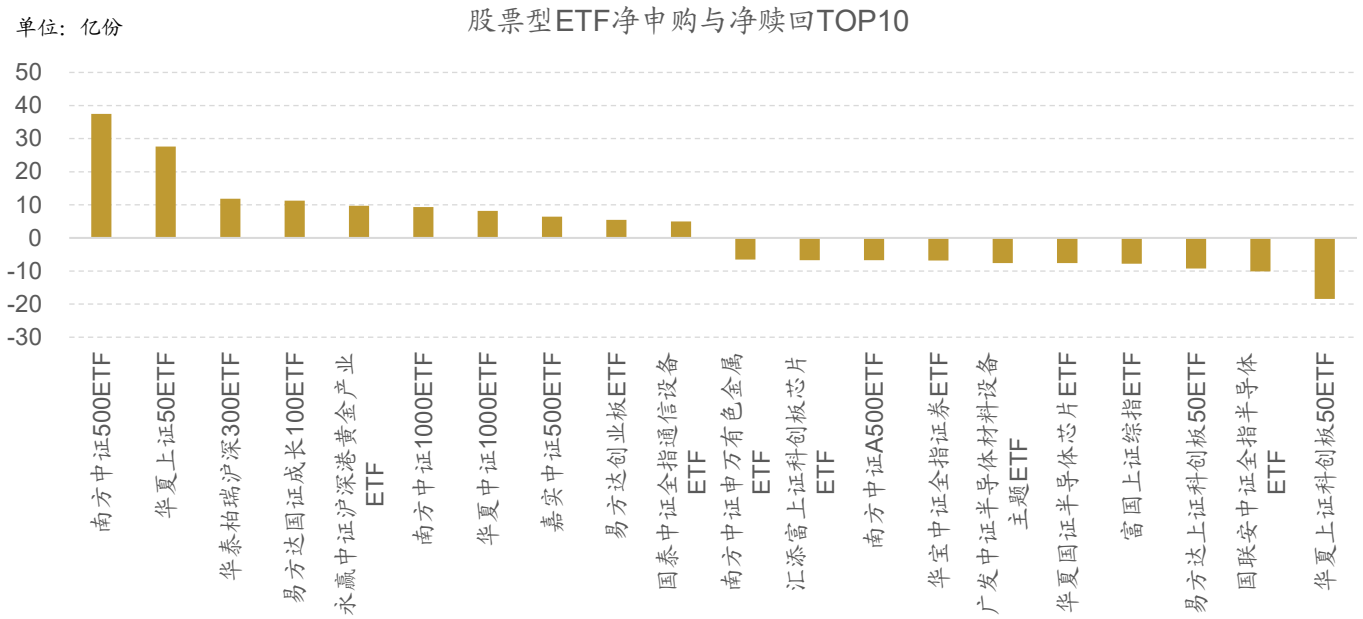
图 21：主要宽基指数 ETF 近三周净申购金额



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：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

下载日志已记录，仅供内部参考

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。