仅供内部参考，请勿外传

策略专题研究

报告日期：2026 年 10 月 23 日

权益投资中的若干“剪刀差”指标：历史复盘及当前状态

——筹码微观结构探秘系列（十七）

分析师：廖静池
执业证书号：S1230524070005
liaojingchi@stocke.com.cn

分析师：王大霁
执业证书号：S1230524060002
wangdaji@stocke.com.cn

分析师：高旗胜
执业证书号：S1230524100005
gaoqisheng@stocke.com.cn

相关报告

1 《景气：10 月下旬财报密集披露，关注三条景气主线》 2026.10.22

2 《红利策略—A 股高股息精选》 2026.10.21

3 《【浙商策略】赔率到位否？论高频行业比较框架》 2026.10.20

核心观点

剪刀差是指两个相关性较高的价格或比率之差，相比于绝对水平的历史分位，剪刀差在历史比较与拐点识别中往往更为可靠。本文选取 18 个代表性的剪刀差指标，覆盖风格（红利与科技、小盘与大盘、强弱行业收益差）、多资产（权益与债券、股息差、A 股与美股、AH 股溢价）、流动性（M1 与 M2、中美利差、信用利差等）与基本面（EPMI 与 PMI、CPI 与 PPI 等）四个维度，逐一分析剪刀差当前所处的历史分位及变化趋势，从而对后市操作提供一定指导。

- **风格类“剪刀差”**

  当前**“红利-科技”剪刀差**处近十年 91.8%极高分位，短期不宜追高红利。**“小盘-大盘”剪刀差**处 51.9%中性分位，市值维度无方向性线索，权重股而非小票或是潜在科技行情中的受益方向。**强弱行业收益差**自 6 月前期高点已明显回落，极致抱团趋势明显消化，行业高低切换延续。

- **多资产类“剪刀差”**

  股债性价比整体中性偏暖。全 A 相对债市仍不贵、左侧配置空间更足。ERP 风险补偿趋厚但继续扩张的空间有限。近期**债强于股的分化**已处于历史较为极端水平。红利资产现金流利差中性偏上，底仓逻辑延续但不宜抱以高弹性预期。**A 股相对美股的极端折价已基本修复**，相对配置建议转向中性，H 股相对于 A 股的估值吸引力偏弱。

- **流动性类“剪刀差”**

  流动性类“剪刀差”呈分化走势：资金端仍在改善，价格端已至极值。具体而言，**货币向信用传导修复在途，**宽信用处于验证期。**居民存款向非银机构迁移持续，**但速率有所放缓。**中美利差深度倒挂中，**风险资产估值端受限。**信用利差补偿不足，**信用策略让位于票息。**期指深度贴水**指向当前情绪处于偏冷区间。

- **基本面类“剪刀差”**

  新兴产业相对传统板块的景气优势缺乏持续验证，结构亮点未确立。**产业链上下游价差**深度倒挂，利润集中在上游。**26Q2 平减指数转正，**但价格因素对企业营收的支撑力度仍有待加强。**库存周期方面，**目前或处于被动去库向主动补库的过渡期，补库信号尚不明确。

- **风险提示**

  历史数据不代表未来；样本选择存在偏差；微观结构变化导致可比性下降。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 风格类“剪刀差”：拥挤度的直接度量 5
1.1 “红利-科技”剪刀差：高股息与高景气的相对温度计 5
1.2 “小盘-大盘”剪刀差：市值轮动的风向标 6
1.3 强弱行业收益差：寻找板块共识下的超额收益 7
2 多资产类“剪刀差”：股债性价比与估值引力 8
2.1 ERP 剪刀差：当前股债性价比偏向权益 8
2.2 “国债期货-万得全 A 滚动收益率”剪刀差：近期债强股弱 9
2.3 股息差：红利资产相对国债仍保有底仓配置价值 10
2.4 中美估值剪刀差：回归中性，A 股相对折价已基本修复 11
2.5 A/H 溢价：当前 A/H 溢价已处中低分位，H 股相对 A 股吸引力偏弱 11
3 流动性类“剪刀差”：明确当前行情定位 12
3.1 M1-M2 剪刀差：企业活期存款仍在收缩，内需修复缺乏增量验证 12
3.2 M2-社融剪刀差：宽货币沉淀接近尾声，行情切换到信用验证阶段 13
3.3 中美 10Y 国债利差：倒挂深度处历史极值，估值端压制短期难解除 14
3.4 非银存款-居民存款增速差：居民存款“搬家”持续，但速率有所放缓 15
3.5 信用债利差：当前风险补偿远远不足，信用策略让位于票息策略 16
3.6 IF 股指期货基差：贴水深度处历史极值，市场情绪处于偏冷区间 16
4 基本面类“剪刀差”：经济增长动能、通胀结构与库存周期 17
4.1 EPMI-制造业 PMI：新兴产业相对景气仍在零轴附近，结构优势未确立 17
4.2 CPI-PPI 剪刀差：上下游价差深度倒挂，利润向上游集中 18
4.3 CPI-GDP 平减指数：26Q2 平减指数转正，但企业营收仍受价格拖累 19
4.4 “PMI 产成品库存-PMI 生产”剪刀差：当前库存累积相对温和 20
5 风险提示 21



仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1: 权益投资中的若干“剪刀差”指标：当前状态总览 4
图 2: “红利-科技”剪刀差及历史极值分布 6
图 3: “小盘-大盘”剪刀差及历史极值分布 7
图 4: 强弱行业收益差较前期高点明显回落 8
图 5: ERP 剪刀差显示股债性价比偏向权益，但风险补偿已接近历史高位 9
图 6: “国债期货-万得全 A 滚动收益率”剪刀差显示近期债强股弱 10
图 7: 股息差显示当前红利资产利差中性偏上、底仓价值延续 10
图 8: 中美估值差显示 A 股相对美股的极端折价已修复、相对配置转向中性 11
图 9: AH 溢价显示当前 H 股相对 A 股吸引力偏弱 12
图 10: M1-M2 剪刀差显示企业活期存款尚未转正 13
图 11: M2-社融剪刀差收敛至零轴，宽信用进入验证期 14
图 12: 中美 10Y 利差处历史低位，宽松空间受制 15
图 13: 非银-居民存款增速差放缓但维持历史高位，增量入市资金仍在积聚 15
图 14: 信用债利差已处历史最窄区间，保护垫极度摊薄 16
图 15: IF 股指期货深度贴水，情绪处于偏冷区间 17
图 16: EPMI-制造业 PMI 剪刀差中枢低位震荡，新兴产业趋势性占优尚未确认 18
图 17: CPI-PPI 剪刀差处历史低位，利润分配偏向上游 19
图 18: CPI 季度平均与 GDP 平减指数之差处中低分位，价格修复向消费端传导未站稳 20
图 19: PMI 产成品库存-生产剪刀差处中位，库存压力尚未显化 21

仅供内部参考，请勿外传

剪刀差（spread）指两个相关性较高的价格或比率之差，剪刀差的优势在于，变量相减后能够剔除共同因子：两个同向波动的序列相减，宏观周期与流动性环境等公共噪音被大幅抵消，剩余差值往往围绕相对稳定的均值波动，均值回归规律在“差”的维度上稳定成立。相比之下，指数估值、利率中枢等单一变量的绝对水平会随通胀基准与货币条件缓慢漂移，其历史分位数建立在不断移动的基准之上，跨时期的可比性不足，均值回归在“水平”的维度上经常失效。因此，相比绝对水平的历史分位，剪刀差的极端读数在历史比较与拐点识别中更为可靠。

本文据此挑选了 18 个有代表性的剪刀差指标，覆盖风格（红利与科技、小盘与大盘、强弱行业收益差）、多资产（权益与债券、股息差、A 股与美股、AH 股溢价）、流动性（M1 与 M2、中美利差、信用利差等）与基本面（EPMI 与 PMI、CPI 与 PPI 等）四个维度，逐一分析其当前所处的历史分位及变化方向，试图对后市操作思路给出线索。

图1：权益投资中的若干“剪刀差”指标：当前状态总览

类别	指标	最新值	单位	近10年滚动历史分位数	分位区间
风格类	“红利-科技”剪刀差	9.30	%	91.8%	超高位
	“小盘-大盘”剪刀差	0.21	%	51.9%	中性
	强弱行业收益差（前五-后五行业12个月超额）	52.90	点	75.8%	中高位
多资产类	ERP剪刀差（沪深300盈利收益率-10Y国债）	5.92	%	76.3%	中高位
	“国债期货-万得全A滚动收益率”剪刀差	5.93	%	89.4%	超高位
	股息差（中证红利股息率-10Y国债）	2.49	%	54.2%	中性
	中美估值差（标普500 PE-沪深300 PE）	12.16	倍	51.7%	中性
	A/H溢价（恒生AH股溢价指数）	126.43	点	30.4%	中低位
流动性类	M1-M2剪刀差	-4.00	pct	57.5%	中性
	M2-社融剪刀差	0.10	pct	74.2%	中高位
	中美10Y国债利差	-3.55	pct	0.1%	超低位
	非银存款-居民存款增速差	12.20	pct	86.7%	超高位
	信用债利差（AA+企业债5Y-国开债5Y）	0.21	pct	0.5%	超低位
	IF股指期货基差率	-1.27	%	3.5%	超低位
基本面类	EPMI-制造业PMI剪刀差	2.20	pct	46.7%	中性
	CPI-PPI剪刀差	-4.10	pct	17.5%	超低位
	CPI季度平均-GDP平减指数	-0.46	pct	37.5%	中低位
	PMI产成品库存-PMI生产	-4.10	pct	52.5%	中性

资料来源：Wind，浙商证券研究所，时间截至 2026 年 10 月 12 日

仅供内部参考，请勿外传

1 风格类“剪刀差”：拥挤度的直接度量

风格类“剪刀差”刻画的是 A 股内部资金在大小盘、价值成长、行业大类之间的相对配置方向，具体包括三组指标：红利与科技（高股息与高景气）、小盘与大盘（小市值因子的超额定价）、强弱收益差（最强五个行业与最弱五个行业的收益裂口，度量抱团的温度）。以下逐一复盘其历史规律与当前位置。

1.1 “红利-科技”剪刀差：高股息与高景气的相对温度计

我们用中证红利与创业板指的滚动 4 周收益差来刻画高股息与高景气两种策略的相对强弱。差值本质上是衡量资金在“确定性现金流”与“远期成长性”之间的相对偏好，是风险偏好与风格轮动的同步指标。

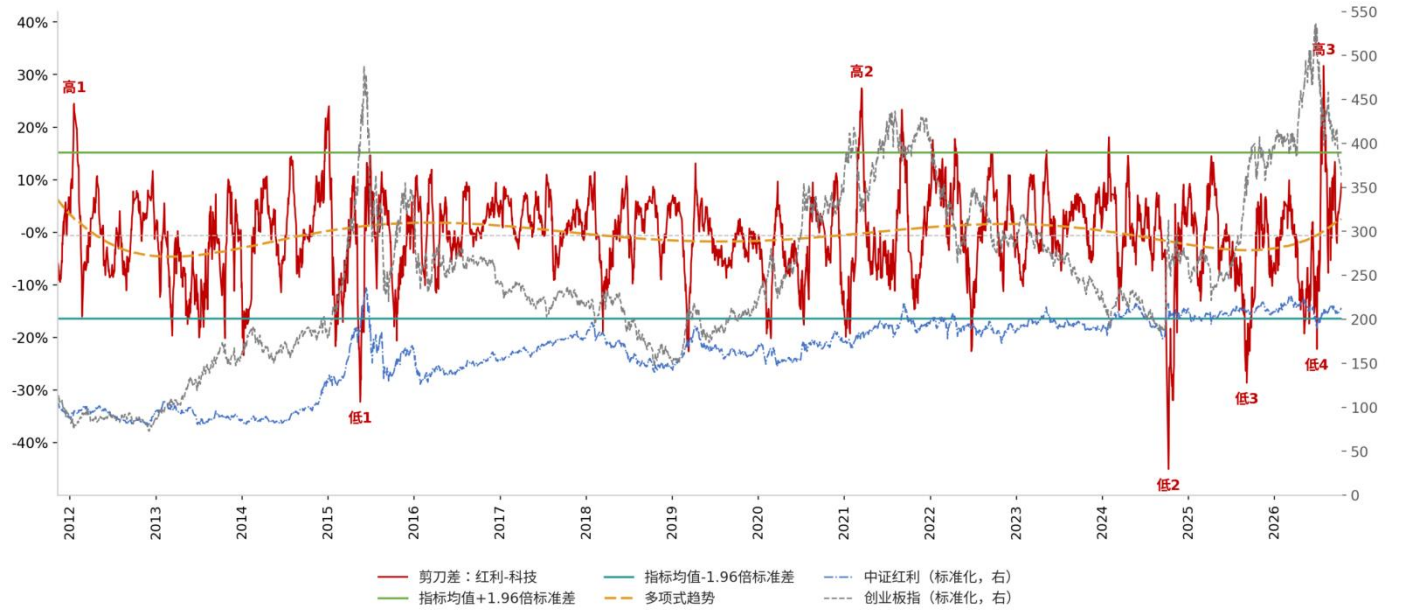
自 2011 年以来的复盘显示，“红利-科技”剪刀差围绕-0.2%的均值往复摆动，极值分布呈明显的不对称特征（见图 2）：向下击穿下轨的次数更多，且历史上均对应科技行情的过热顶点——2015 年 5 月击穿下轨后，创业板指一度在半年内下跌近 50%，因此阶段性极低点出现时，短线不建议追高科技；向上越出上轨仅三次，多出现在成长股逻辑阶段性证伪、资金暂时退守红利的阶段，对应地，阶段性极高点出现时，短线不建议追高红利。更进一步，**每一轮牛市或熊市趋势中，指标的极点数量往往不止一个，需要区分配置性大周期与交易性小周期：第一个极低点的出现往往意味着科技股牛市的开端，第一个极高点的出现则意味着科技股牛市进入尾声。而阶段性高点一旦创出，往往具有持续性——如 2022 年，高点反复出现，其背后正是一波风格切换的展开：科技牛结束，红利牛开启。**

截至 10 月 12 日，该指标最新读数为 9.30%，处于滚动近 10 年 91.78%分位。该指标于 2026 年 5 月下旬起降至低位，6 月末触及-22.2%的阶段低点；此后本轮 AI 算力抱团松动，指标在 7 月份显著拉升，7 月 28 日触及+31.7%的样本内极值，对应历史分位一度超过 99%。此外，多项式趋势显示 2024 年以来均值中枢已系统性抬升——当前高分位中，约一半贡献来自中枢上移的趋势成分，另一半贡献则来自短期冲高，其最终回归的落点将高于 2016—2023 年的旧中枢。

短期来看，该指标当前分位数过高，短期不宜追高红利。中期看，考虑到美联储货币周期转向，指标中枢抬升的趋势可能已经产生——若本轮高点如历史规律般具有持续性、后续再创新高，则可能意味着科技牛进入尾声、红利牛市具备持续性，红利底仓价值较高。相关分析详见浙商策略 9 月发布的报告《美联储是“口头独立”还是“假戏真做”？——美债危机叙事辨析与下一步应对思路》。

仅供内部参考，请勿外传

图2： “红利-科技”剪刀差及历史极值分布



资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2011 年 11 月 9 日-2026 年 10 月 12 日

1.2 “小盘-大盘”剪刀差：市值轮动的风向标

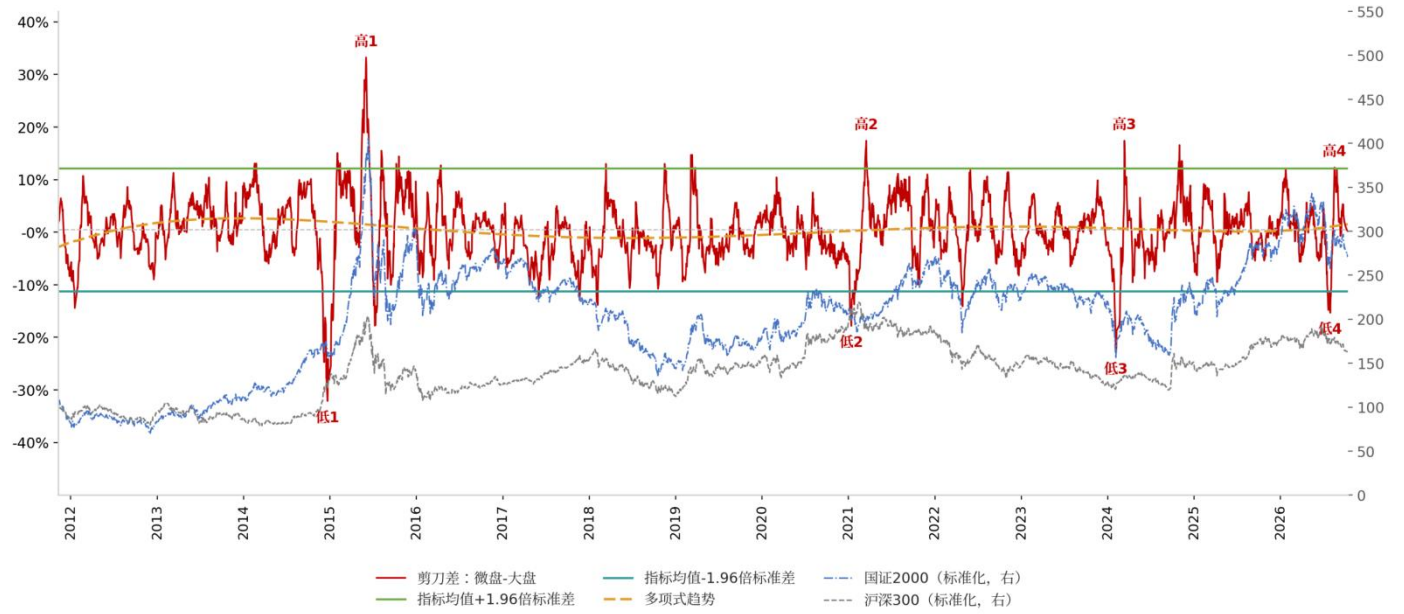
我们用国证 2000 与沪深 300 的 4 周收益差来刻画小市值因子相对权重资产的超额收益。与“红利-科技”剪刀差度量“价值还是成长”不同，这一指标度量的是“大票还是小票”，其差值的波动中流动性溢价的成分更重：小盘超额的扩张通常对应市场流动性充裕、游资与量化定价权上升的阶段，收缩则常伴随流动性冲击或权重资产的虹吸。

该指标 2011 年以来并不平稳，振幅与中枢均发生过明显迁移，大致可分为四个阶段。2011-2016 年，杠杆资金快进快出，4 周收益差的波动被放大到±30%以上，均值回归快而剧烈；2016-2020 年，随着注册制推进、核心资产逻辑确立，剪刀差收敛为窄幅震荡；2021-2024 年，核心资产抱团瓦解后，资金持续对小盘重新定价，运行重心系统性抬升至均值上方，这一正偏态维持到 2024 年 2 月的微盘股流动性危机，才以极端方式完成修正；2024 年至今，量化资金体量放大了小市值因子的拥挤度，两年半内四次击穿通道，极值出现频率远超此前十年。这四个阶段的变化可以归结为同一个变量——小市值流动性溢价的定价机制在持续演变：均值锚由市值结构决定，扩容节奏、注册制供给与量化体量共同抬升或压低长期中枢，因此该指标的历史分位比“红利-科技”剪刀差更容易失真。当该指标向上冲高时，多为尖顶，通常以周为单位快速回落；当该指标向下击穿时——如 2014 年末与 2024 年初的微盘危机，均对应真实的流动性事件。此外，该指标的振幅与全市场成交活跃度同步变化：振幅扩张期对应增量资金博弈，收敛期对应存量博弈，这一特征使其同时具有风格与情绪两类信号价值。

截至 10 月 12 日，该指标报收+0.21%、10 年滚动分位数 51.9%，恰好压在中位数上。7 月末，该指标曾一度触及-15.3%的低点（AI 抱团极致虹吸小票），8 月中旬短暂冲高至+12.3%（抱团松动后资金尝试切换小票），随后两个月内再度回落至中位。小票在风格再平衡中仅仅是被试探而未被选择——这与“红利-科技”剪刀差 91.8%分位的极值读数形成鲜明背离，说明本轮资金再平衡集中在价值/成长维度，市值维度并未发生系统性切换，市场选择的对冲方向是红利而不是小票。

仅供内部参考，请勿外传

图3： “小盘-大盘”剪刀差及历史极值分布



资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2011 年 11 月 9 日-2026 年 10 月 12 日

1.3 强弱行业收益差：寻找板块共识下的超额收益

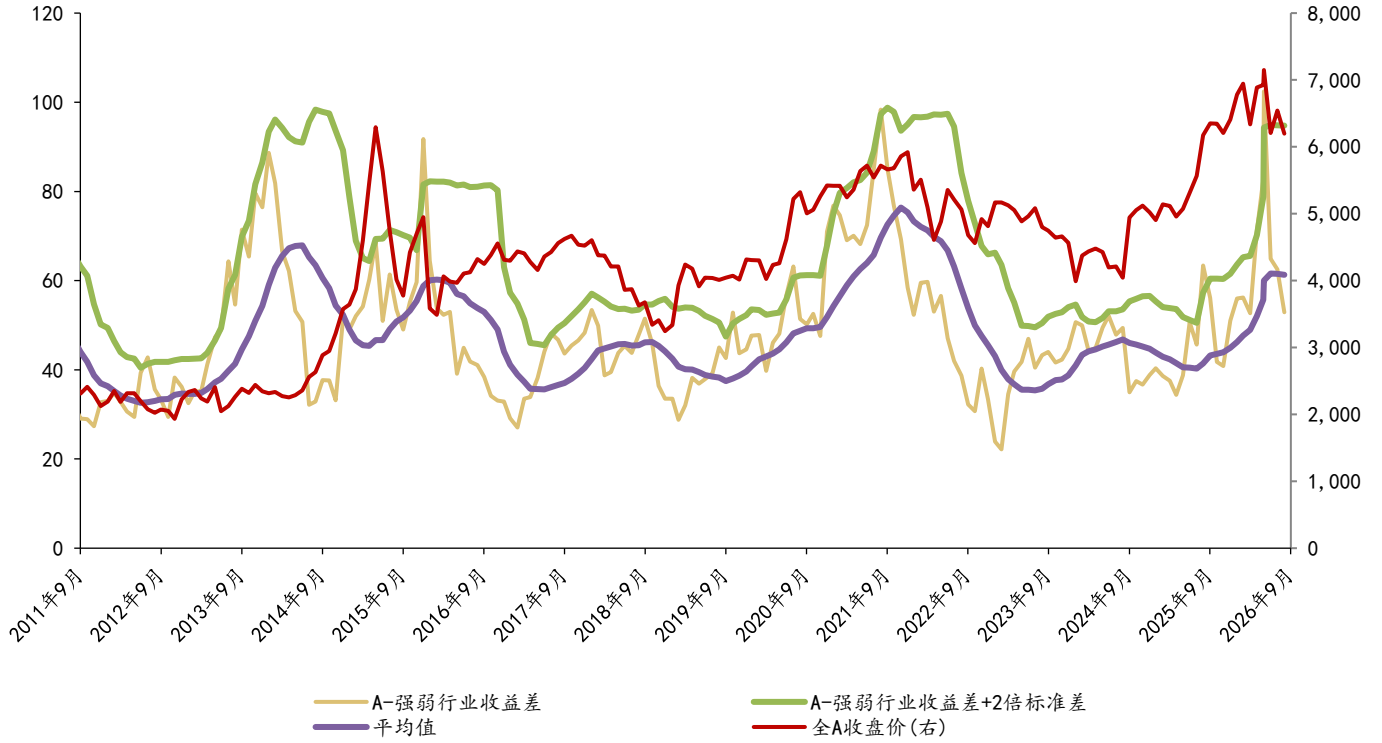
强弱行业收益差，即以万得全 A 为基准，中信一级行业过去 12 个月滚动超额收益的月度前五名均值与后五名均值之差，度量的是板块共识的强弱——指标越高，代表押对赛道的相对收益越大、抱团越紧；越低，则行业轮动散乱、市场缺乏主线。

历史上该指标每次冲破两倍标准差，都出现在一轮共识行情的顶部区域，并且在此后伴随行业发散度的快速收敛；而阶段性低点则对应主线缺位、存量资金在板块间高频切换的震荡市。

截至 2026 年 9 月，最新行业强弱收益差报 52.9，虽仍居均值上方，但较 6 月高点 102.4 已出现明显收敛，对应 AI 产业链抱团的松动与行业温差的收窄。展望未来，由于该指标具有长期的均值回归属性，且本轮回落刚刚起步，极致共识的瓦解通常意味着最强赛道超额收益的衰减期，配置上不宜再追逐前期领涨行业，行业层面的高低切换与再平衡仍将延续。

仅供内部参考，请勿外传

图4：强弱行业收益差较前期高点明显回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所 时间区间：2011 年 9 月-2026 年 9 月

2 多资产类“剪刀差”：股债性价比与估值引力

多资产类剪刀差刻画的是 A 股在“利率—债券—红利现金流—海外权益—H 股”坐标系中的相对定价位置，进而辅助投资者判断：在当前资产配置环境中，A 股相对其他资产是否更加便宜。

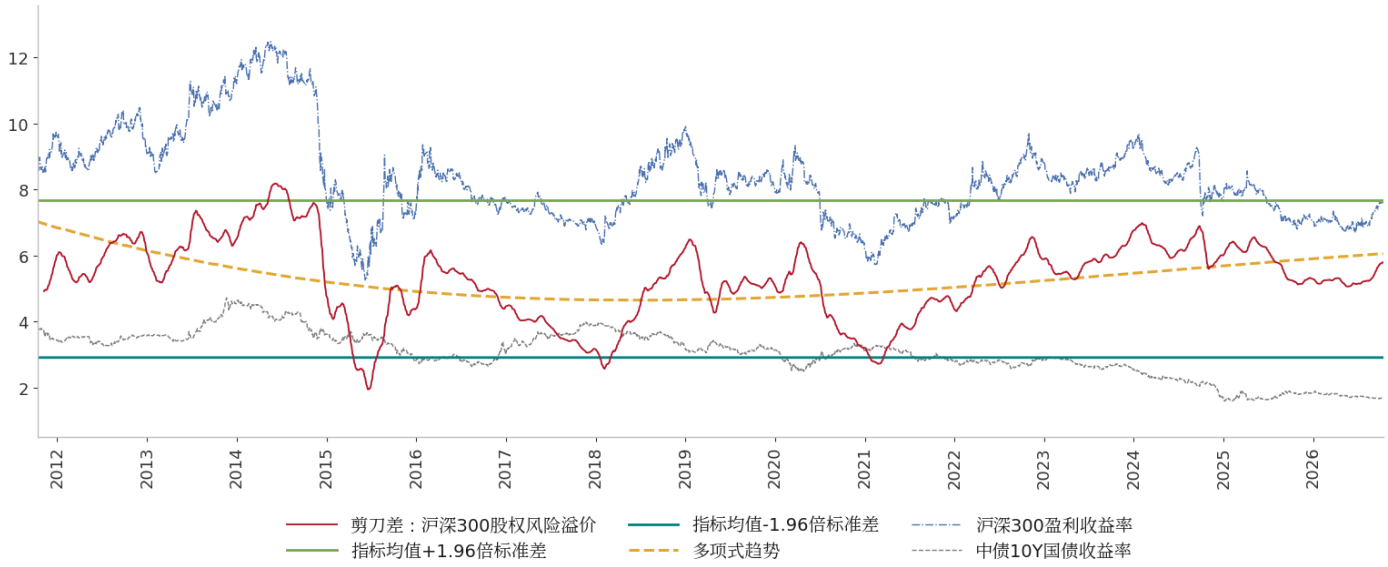
2.1 ERP 剪刀差：当前股债性价比偏向权益

ERP 即沪深 300 盈利收益率与 10Y 国债收益率之差：读数偏低多出现在指数快涨或利率抬升之后，对应股债性价比恶化；读数冲高多出现在深度调整或利率快速下行阶段，且触及极值区后权益往往迎来修复。往后看，长端利率低位震荡、盈利预期企稳的组合下，ERP 更可能在高位缓慢回落：权益配置价值仍在，但安全边际和赔率都较前期收敛，追涨的性价比下降。

截至 10 月 12 日，ERP 剪刀差最新读数 5.92%，处 10 年滚动 76.3%分位——沪深 300 相对债券仍相对便宜，但程度已接近历史区间的上沿。

仅供内部参考，请勿外传

图5： ERP 剪刀差显示股债性价比偏向权益，但风险补偿已接近历史高位



资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2011 年 10 月 12 日-2026 年 10 月 12 日

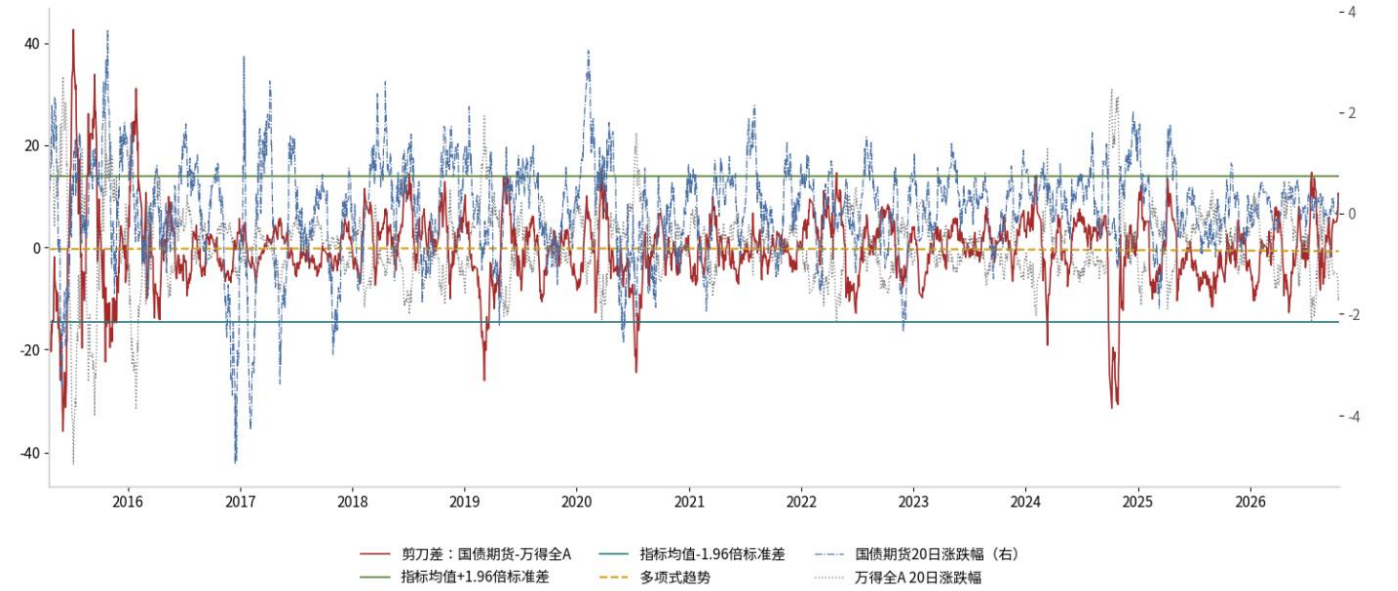
2.2 “国债期货-万得全 A 滚动收益率”剪刀差：近期债强股弱

该指标为 10 年期国债期货与万得全 A 各自 20 日滚动涨跌幅之差。同样是股债关系，本指标与 ERP 所反映的问题有所不同：ERP 主要衡量收益率水平，即股票盈利收益率与利率之差，回答“股票相对债券贵不贵”。本指标衡量的则是资产价格的收益率之差，回答“过去 20 日资金实际流向了股还是债”。历史复盘显示，该指标的极端读数几乎全部出现在股债走势剧烈切换的时点，正常情况下，该指标则基本围绕零轴窄幅波动。

截至 10 月 12 日，该指标最新数据为+5.93pct，处于 10 年滚动分位 89.4%的高位。最近一个月以来，权益市场出现明显调整而债市逆势走强，股债短期的分化已拉到较为极端的位置。后续若权益市场止跌企稳，该指标有望自高位回落，资金或将重新回流权益市场，股债动能的再平衡的窗口正逐步临近。

仅供内部参考，请勿外传

图6： “国债期货-万得全 A 滚动收益率”剪刀差显示近期债强股弱

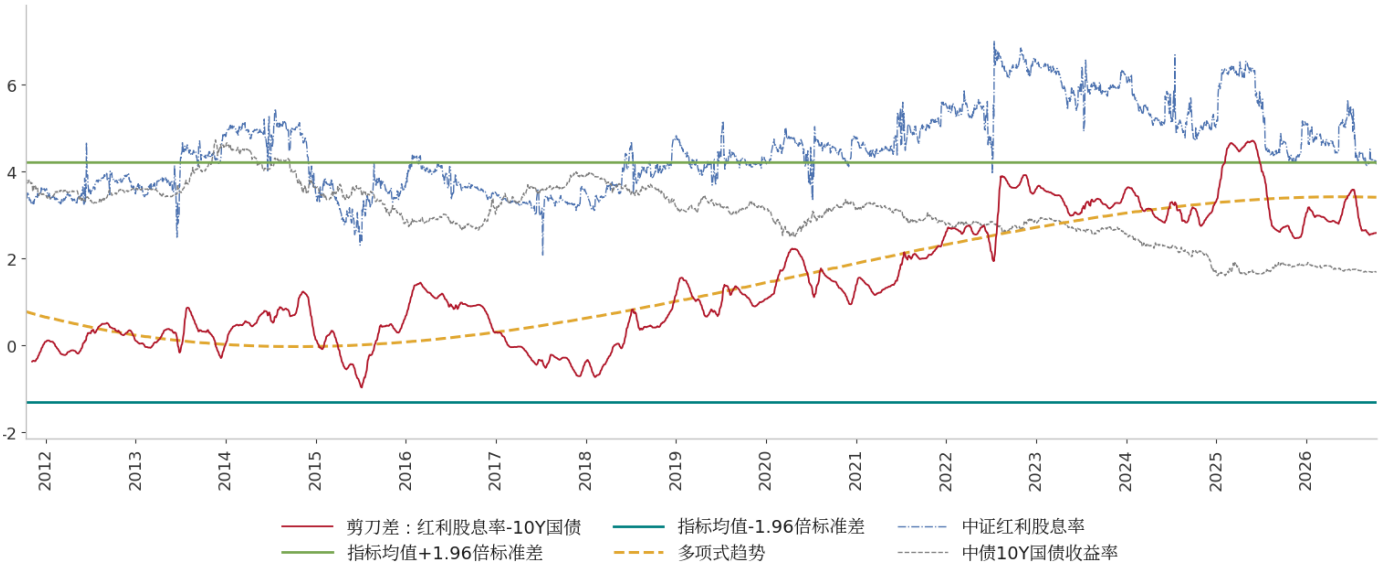


资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2015 年 3 月 20 日-2026 年 10 月 12 日

2.3 股息差：红利资产相对国债仍保有底仓配置价值

红利资产的底仓价值，最终要落到股息率比国债高多少。中证红利股息率与 10Y 国债之差 10 月 12 日报 2.49%，分位 54.2%，处于中性偏上位置——现金流利差仍为正，底仓逻辑成立，但利差最厚的阶段已经过去。历史上该指标的低点都对应红利交易拥挤、利差被压扁的阶段，此后红利相对收益趋弱；高点则多由利率快速下行或避险升温驱动。长端利率低位、央企分红稳定的前提下，红利的收益来源将从利差扩张转向股息兑现，不宜抱高弹性预期；需要防的是利率反弹或拥挤退潮引发的利差收敛。

图7： 股息差显示当前红利资产利差中性偏上、底仓价值延续



资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2011 年 10 月 12 日-2026 年 10 月 12 日

仅供内部参考，请勿外传

2.4 中美估值剪刀差：回归中性，A 股相对折价已基本修复

A 股相对美股的估值折价，2021 年以来曾一度走得较为极端，但目前已基本修复、回归中性。标普 500 PE 与沪深 300 PE 之差 10 月 12 日报 12.16，处于近 10 年 51.7%分位。从指标含义看，差值走低对应沪深 300 估值向标普 500 靠拢、A 股相对偏贵，差值走高则对应 A 股折价相对加深。指标低点出现在 2015 年 6 月 8 日（1.36 倍），彼时正值 A 股杠杆牛市顶部，沪深 300 PE-TTM（19.0 倍）与标普 500（20.4 倍）几乎拉平，此后 A 股深度调整、相对收益持续承压；指标高点出现在 2021 年 4 月 13 日（27.33 倍），对应美股流动性宽松推升估值而 A 股核心资产行情见顶回落，此后随美股估值消化，差值自高位收敛。

往后看，估值差的方向取决于两股力量的相对强弱：若美元维持强势、美股盈利持续超预期，估值差可能再度压缩；若 A 股盈利上行、估值保持低位，则差值仍有走阔空间。

图8： 中美估值差显示 A 股相对美股的极端折价已修复、相对配置转向中性



资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2011 年 10 月 12 日-2026 年 10 月 12 日

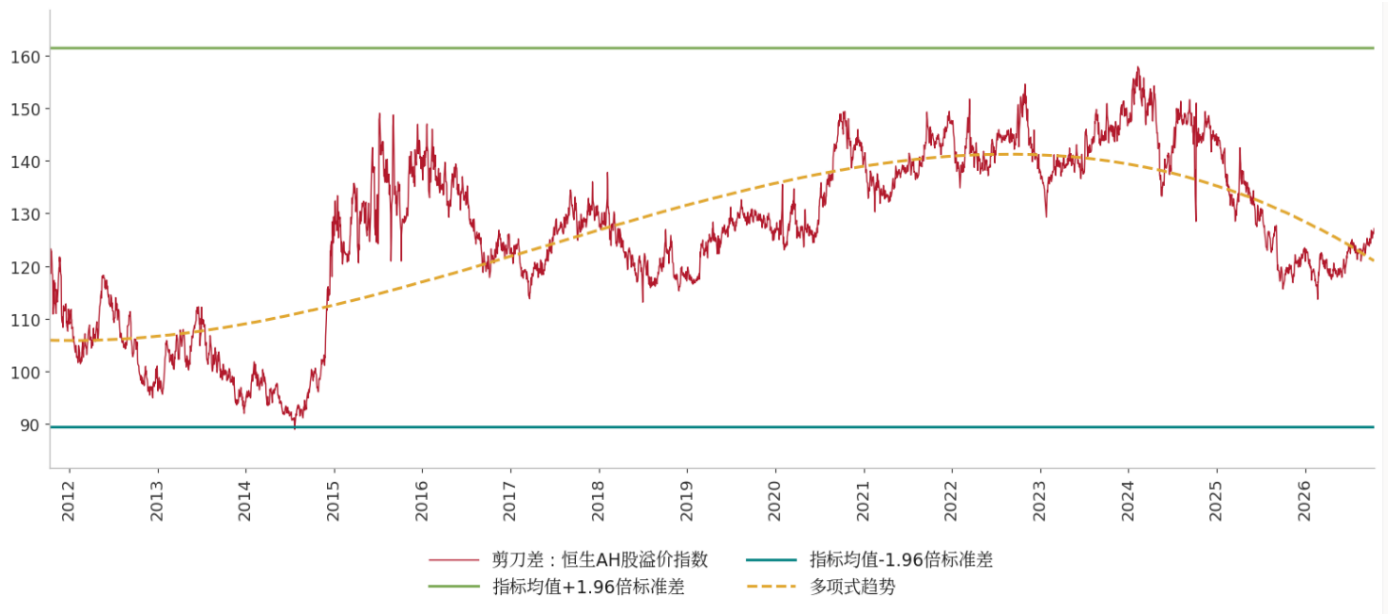
2.5 A/H 溢价：当前 A/H 溢价已处中低分位，H 股相对 A 股吸引力偏弱

该指标为恒生 AH 股溢价指数，直接刻画 A 股相对 H 股的溢价水平，主要描述同一批上市公司在两地市场的定价差与跨市场再配置空间。历史复盘来看，溢价阶段性高点多对应 H 股显著折价，是南向资金与价值资金增配 H 股的窗口；阶段性低点则对应 A/H 价差收敛较充分，H 股相对 A 股的吸引力明显下降。

截至 10 月 14 日，AH 溢价指数最新实际值为 127.12，10 年滚动历史分位 33.4%，略低于历史中位，H 股相对 A 股吸引力偏弱。展望未来，若南向资金持续流入、港股流动性改善且 A 股政策预期平稳，溢价中枢有望缓慢下移，配置天平略偏 H 股与高股息央国企；若 A 股流动性显著走强或港股风险偏好回落，价差可能阶段性走阔。

仅供内部参考，请勿外传

图9： AH 溢价显示当前 H 股相对 A 股吸引力偏弱



资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2011 年 10 月 12 日-2026 年 10 月 12 日

3 流动性类“剪刀差”：明确当前行情定位

流动性类“剪刀差”主要负责跟踪市场资金的两段传导路径——一是货币端到信用端、二是居民端到机构端——以及资产价格相对基本面锚的偏离。M1-M2 与 M2-社融刻画传导效率，非银与居民存款增速差指示增量资金的来源；中美利差、信用利差和期指基差分别从外部约束、风险补偿、对冲成本三个角度度量拥挤。这类指标能够帮助投资者判断当前行情是增量资金驱动的估值扩张，还是存量资金下的结构轮动。

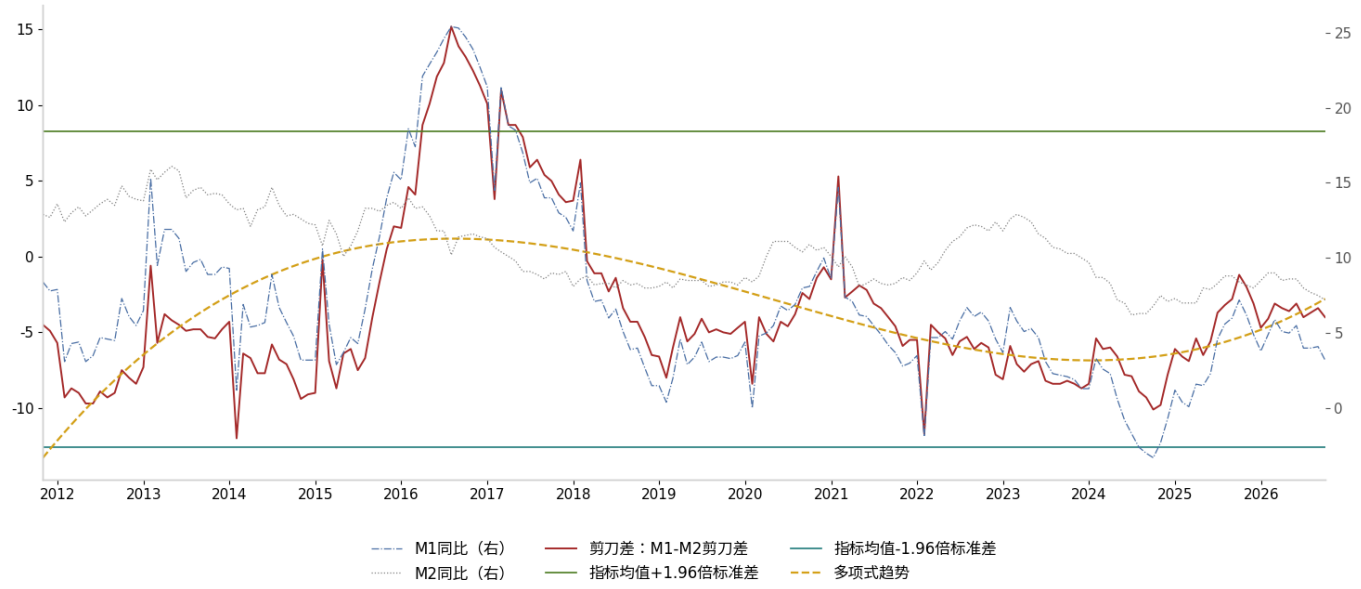
3.1 M1-M2 剪刀差：企业活期存款仍在收缩，内需修复缺乏增量验证

M1 与 M2 同比之差的核心构成是单位活期存款的相对变化：剪刀差回升，对应企业账面活钱增多、补库与资本开支意愿改善；剪刀差深度为负，则反映资金以定期和储蓄形态沉淀，实体部门加杠杆意愿不足。历史上剪刀差的趋势性回升，多数领先企业盈利一个季度左右。

截至 2026 年 9 月，M1-M2 剪刀差为-4.0pct，10 年滚动分位 57.5%，处于中位水平。9 月 M1 同比 3.2%，今年以来整体呈小幅回落态势，企业活期存款仍在收缩。经济复苏的证据仍不充分，指数级别的顺周期行情缺乏企业部门的配合。后续建议观察财政支出节奏：若财政存款转化为企业活期，剪刀差有望收敛至零轴上方，成为分子端改善的确认信号；反之，市场反弹将继续依赖政策预期而非基本面。

仅供内部参考，请勿外传

图10： M1-M2 剪刀差显示企业活期存款尚未转正



资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2011 年 10 月 12 日-2026 年 10 月 12 日

3.2 M2-社融剪刀差：宽货币沉淀接近尾声，行情切换到信用验证阶段

M2 与社融存量同比之差，度量银行体系负债扩张与实体融资需求的相对快慢：剪刀差高，说明货币供给快于信用需求，流动性淤积在金融体系，对应债券牛市与资产荒；剪刀差收敛乃至转负，则对应融资需求恢复、资金出表进入实体，历史上是指数级行情的前置条件之一。

截至 2026 年 9 月，M2-社融剪刀差为+0.1pct，10 年滚动分位 74.2%，已回到零轴附近。银行间流动性充裕的阶段基本结束，后市的分水岭在于社融能否持续跑赢 M2。若政府债发行与地产融资政策推动社融增速回升，剪刀差转负将确认宽信用落地，顺周期与银行板块占优；若社融再度回落，则流动性淤积延续，债市与主题成长仍有空间，但指数弹性受限于缺乏实体承接。

仅供内部参考，请勿外传

图11： M2-社融剪刀差收敛至零轴，宽信用进入验证期



资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2012 年 12 月-2026 年 9 月

3.3 中美 10Y 国债利差：倒挂深度处历史极值，估值端压制短期难解除

中债与美债 10Y 收益率之差，决定人民币资产的相对收益与汇率压力的方向：利差深度倒挂时，持有人民币资产的汇兑损失预期上升，外资配置意愿与央行宽松空间同时受限。历史上，利差处于极端低位往往对应成长股估值承压与外资持续流出。

截至 10 月 12 日，中美 10Y 利差为-3.55pct，10 年滚动分位仅 0.1%，处于历史极端低点。当前美债利率高企是压制权益风险偏好的主线变量。若后续美联储货币政策转宽而国内利率企稳，利差自极值回升将带动外资回流，成长股估值压力同步缓解；短期则需防范美债利率持续高位引发的风偏持续受压。

仅供内部参考，请勿外传

图12： 中美 10Y 利差处历史低位，宽松空间受制



资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2011 年 10 月 12 日-2026 年 10 月 12 日

3.4 非银存款-居民存款增速差：居民存款“搬家”持续，但速率有所放缓

非银存款与居民存款增速之差，跟踪居民储蓄向机构资金转化的强度：增速差走高，对应保证金、理财与基金规模扩张，是权益市场增量资金最直接的领先指标；增速差回落至零轴附近，则往往对应一轮增量行情的尾声。

截至 2026 年 9 月，最新非银存款-居民存款增速差为+12.2pct，较 8 月有所回落，10 年滚动分位 86.7%，处于历史高位区。当前居民存款“搬家”进程尚未结束，但速率较之前有所放缓。

图13： 非银-居民存款增速差放缓但维持历史高位，增量入市资金仍在积聚



资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2016 年 1 月-2026 年 9 月

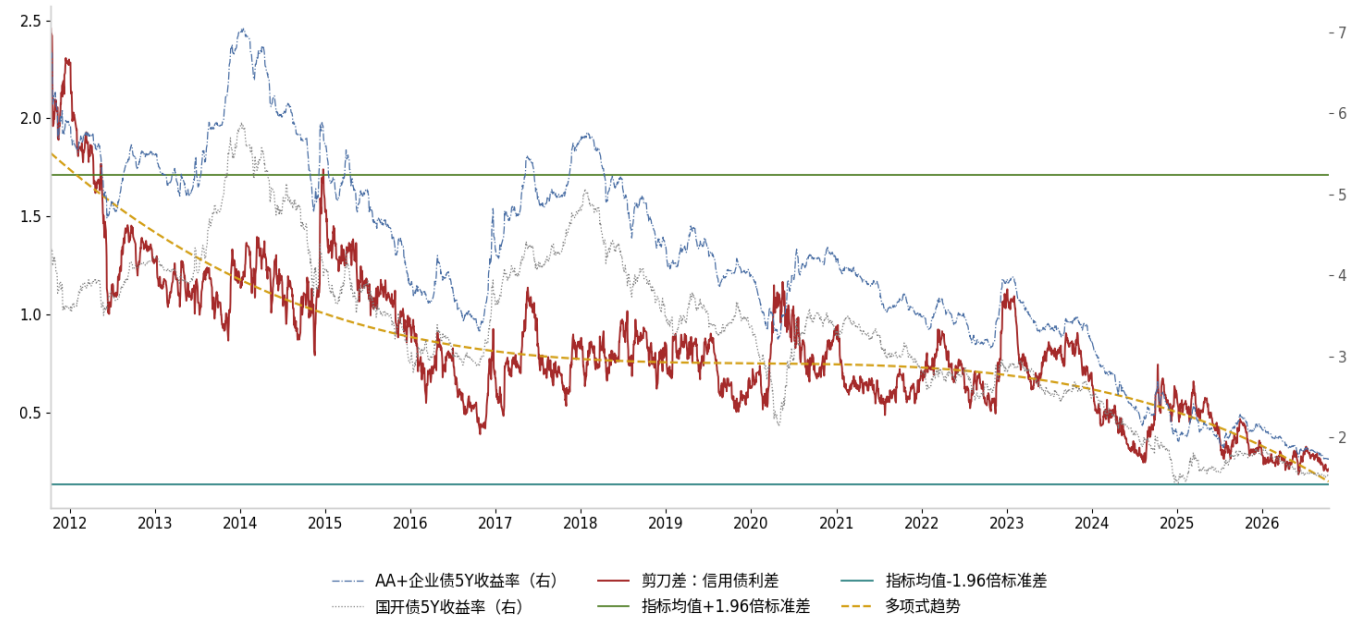
仅供内部参考，请勿外传

3.5 信用债利差：当前风险补偿远远不足，信用策略让位于票息策略

AA+企业债 5Y 与国开债 5Y 之差，是市场对信用风险的定价：利差走阔对应风险事件冲击与避险定价；利差收窄则反映资产荒下的被动下沉。当利差收窄到极致水平，持有收益几乎只剩票息，风险补偿趋近于零。

截至 10 月 12 日，AA+企业债 5Y 与国开债 5Y 信用利差为 0.21pct，10 年滚动分位仅 0.5%。因此，我们建议短期内配置以高等级中短久期票息为主，等待利差向均值回归；利差若自极值走阔，利率债与高等级品种的相对价值将阶段性占优。

图14：信用债利差已处历史最窄区间，保护垫极度摊薄



资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2011 年 10 月 12 日-2026 年 10 月 12 日

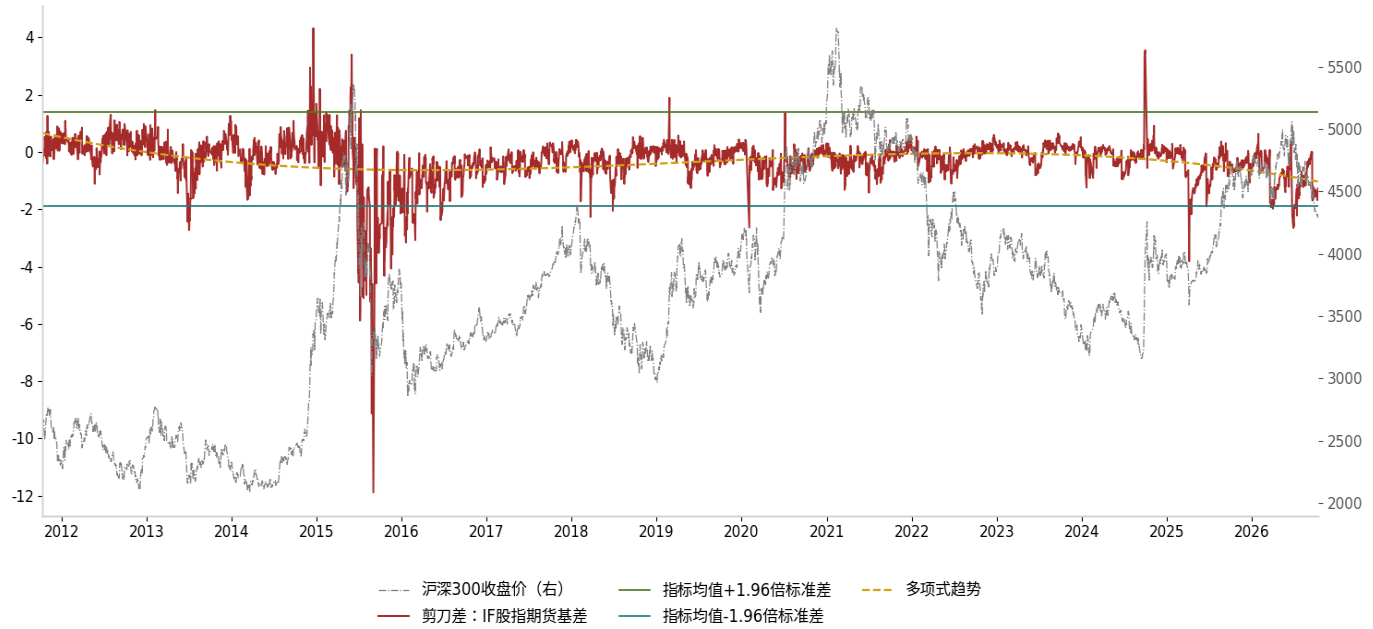
3.6 IF 股指期货基差：贴水深度处历史极值，市场情绪处于偏冷区间

股指期货基差率反映期货端的对冲压力：贴水走深，通常发生在市场情绪低迷阶段；贴水收敛或转升水，则对应市场情绪好转。基差的分位水平因而可以作为情绪类指标使用。

截至 10 月 12 日，最新 IF 基差率为-1.27%，10 年滚动分位 3.5%，贴水接近历史极值水平，对冲成本处于历史高位，说明市场情绪处于阶段性过冷区域。深度贴水状态下，继续杀跌的必要性不高。后续若贴水自极值收敛，通常对应风格再平衡、市场情绪回暖。

仅供内部参考，请勿外传

图15： IF 股指期货深度贴水，情绪处于偏冷区间



资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2011 年 10 月 12 日-2026 年 10 月 12 日

4 基本面类“剪刀差”：经济增长动能、通胀结构与库存周期

基本面类“剪刀差”存在的意义，并不在于帮助投资者预测具体的总量指标，而是分析当前宏观经济增长的结构亮点在哪、利润往产业链哪头走、库存何时开始回补。其中，EPMI 与制造业 PMI 之差反映新兴产业相对传统制造的景气弹性，CPI-PPI 与 CPI-GDP 平减指数分别从上下游传导和名义增长成色两个角度度量通胀结构，PMI 产成品库存与生产之差则定位库存周期的阶段。

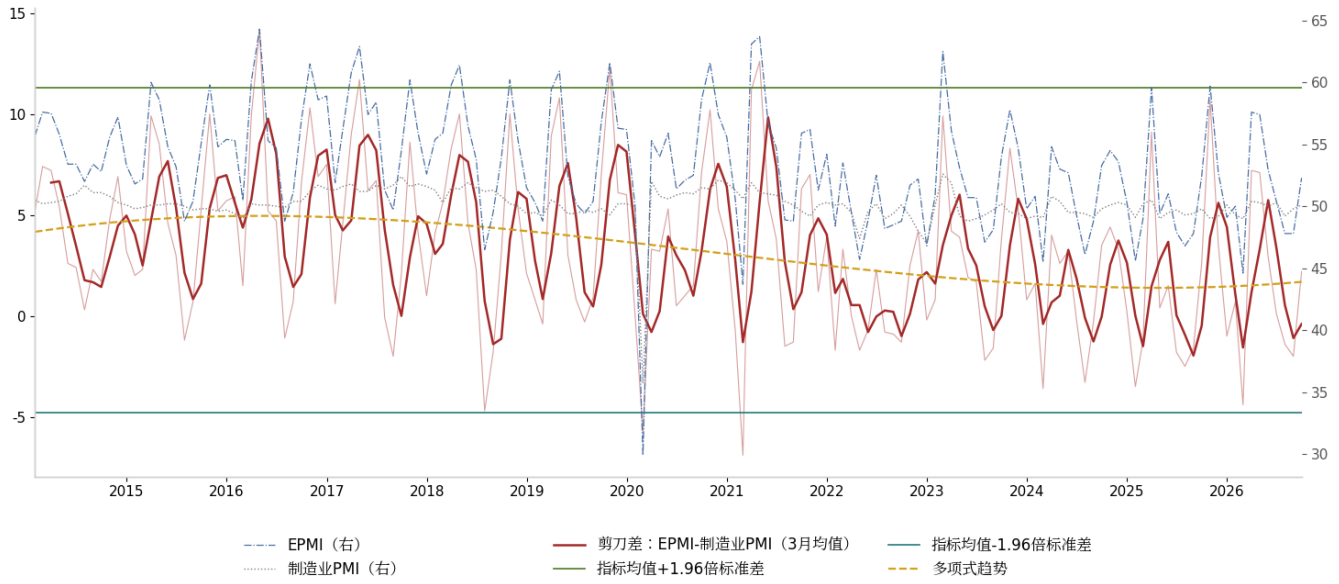
4.1 EPMI-制造业 PMI：新兴产业相对景气仍在零轴附近，结构优势未确立

EPMI 与制造业 PMI 之差，度量战略性新兴产业相对传统制造业的景气弹性：剪刀差为正且中枢持续抬升，对应新兴产业订单与生产强于总量，经济结构升级的方向明确；剪刀差在零轴附近反复，则表明新兴产业与传统板块景气同步性较高，总量缺乏结构性亮点。考虑到 EPMI 样本以新兴产业中小企业为主、单月环比波动剧烈，我们对该指标的解读以近 3 个月移动平均后的趋势为准，单月值噪音大于信号。

截至 2026 年 9 月，EPMI-PMI 剪刀差单月值为+2.2pct，10 年滚动分位 46.7%，处于中位附近；但 3 个月移动平均为-0.4pct，仍处零轴下方。9 月 EPMI 回升至 52.3、站上荣枯线，而制造业 PMI 仅 50.1，单月的相对优势更多是对 7、8 月低基数的修复，尚未形成趋势性走阔。新兴产业相对传统板块的景气优势目前缺乏持续验证，结构行情的持续性存疑；配置上，电子、新能源、高端装备等方向的景气度投资仍需订单数据支撑，四季度若 EPMI 连续站稳荣枯线以上、剪刀差中枢回升至零轴上方，结构性升级的逻辑才能重新确认。

仅供内部参考，请勿外传

图16： EPMI-制造业 PMI 剪刀差中枢低位震荡，新兴产业趋势性占优尚未确认



资料来源：Wind，浙商证券研究所。数据区间：2014 年 1 月-2026 年 9 月

4.2 CPI-PPI 剪刀差：上下游价差深度倒挂，利润向上游集中

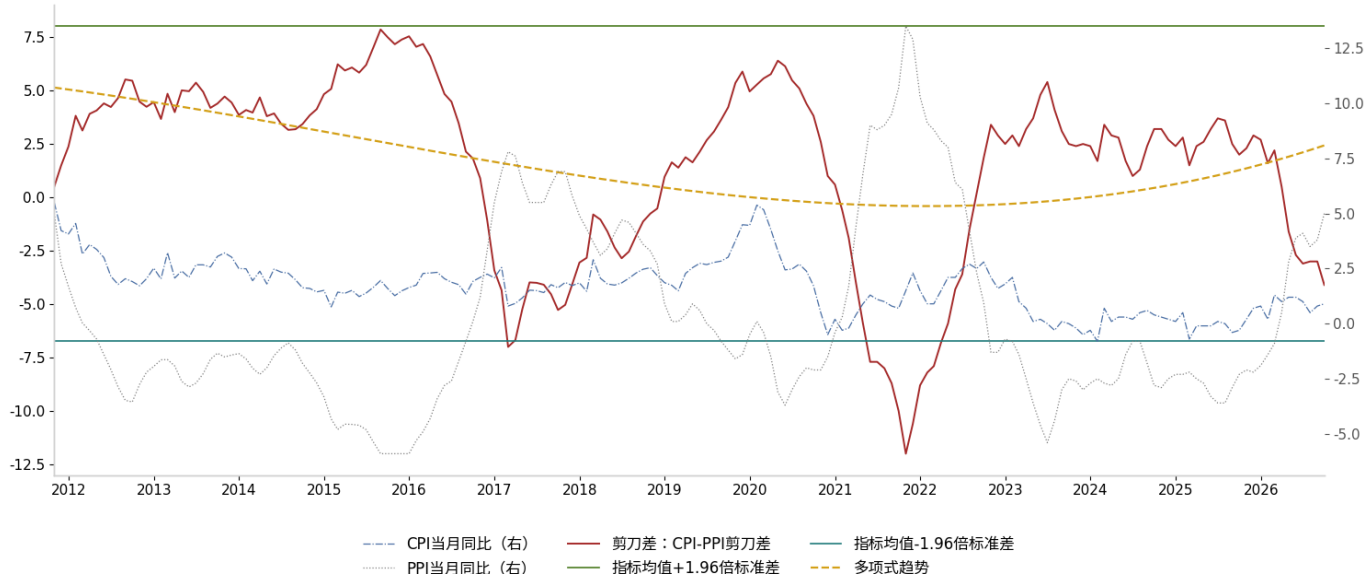
CPI 与 PPI 同比之差，度量通胀在产业链上下游之间的传导：剪刀差走低甚至深度为负，对应工业品价格涨幅持续高于消费品，利润向上游原材料与中下游成本压力并存；剪刀差回升，则对应消费端定价能力恢复、中游制造毛利修复。

我们发现，该指标的深度倒挂往往是由上游价格暴涨驱动：2016-2017 年供给侧改革推动 PPI 由负转正并快速冲高，剪刀差持续处于负区间；2021 年能耗双控叠加全球大宗商品上涨，PPI 同比升至历史高位，剪刀差于 2021 年 10 月触及-12.0pct 的样本极值，此后随 PPI 见顶回落逐步收敛。反向的极端则出现在 2015 年下半年，PPI 深度通缩而 CPI 温和，剪刀差一度超过+7pct。

截至 2026 年 9 月，最新 CPI-PPI 剪刀差为-4.1pct，10 年滚动分位 17.5%，处于历史偏低区域。9 月 PPI 同比 5.0%而 CPI 仅 0.9%，上下游价差倒挂明显，利润集中在上游资源与原材料行业，下游消费品与部分中游制造仍承受成本挤压。该指标未明显修复前，盈利的确定性集中在涨价传导顺畅的上游与具备提价权的龙头；若后续内需政策出台，推动 CPI 温和回升而 PPI 见顶回落，剪刀差将向零轴进一步收敛，有望带动中游制造毛利的修复，这也是 2027 年值得跟踪的盈利再平衡线索。

仅供内部参考，请勿外传

图17： CPI-PPI 剪刀差处历史低位，利润分配偏向上游



资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2011 年 10 月 12 日-2026 年 10 月 12 日

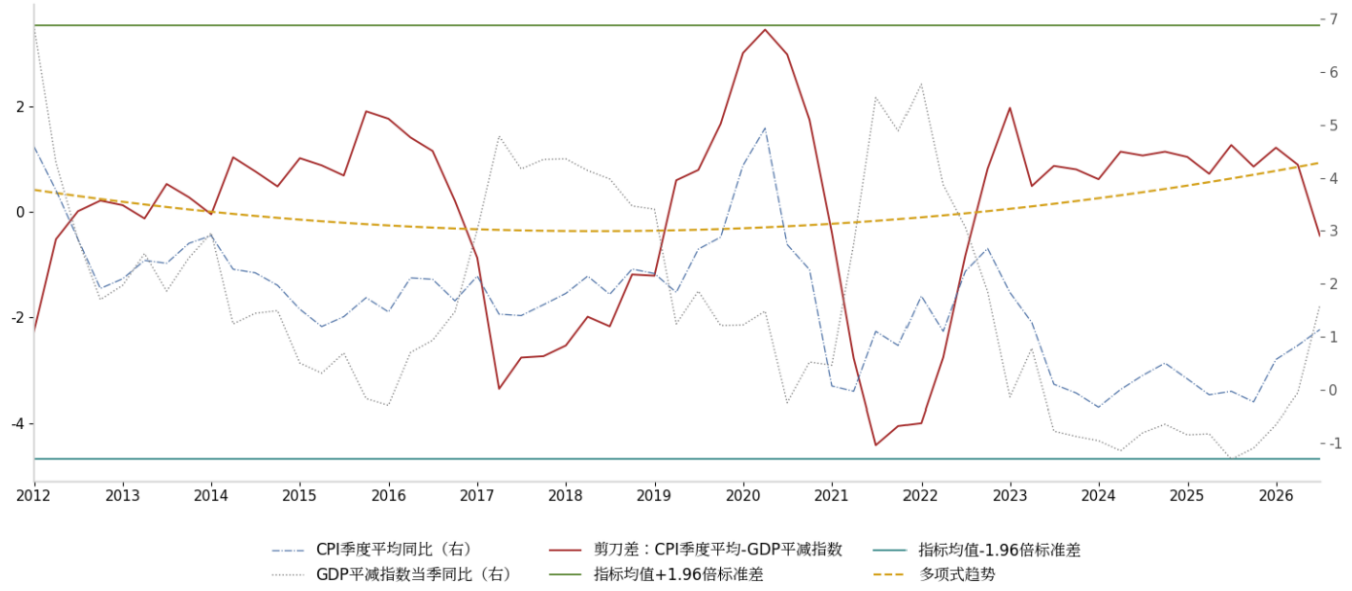
4.3 CPI-GDP 平减指数：26Q2 平减指数转正，但企业营收仍受价格拖累

CPI 季度均值与 GDP 平减指数之差，度量消费价格与 GDP 篮子整体价格的相对位置：剪刀差为正，说明终端消费价格强于投资与出口环节，价格环境偏向消费类企业；剪刀差为负，则对应投资与出口环节价格相对偏强、消费端价格偏弱，企业营收的名义增速更多依赖生产链条而非终端需求。

截至 2026Q2，CPI 季度均值与 GDP 平减指数之差为-0.46pct，10 年滚动分位 37.5%，处于中低区域。**需要指出的是，**该指标在 2026Q1 处于+0.89pct 的正值区间，而在 2026Q2 再度回落至-0.46pct。这种反复说明本轮价格修复中，消费端与生产链条的相对关系尚不稳定，企业营收端的价格支撑仍缺乏持续确认。在该指标持续稳定在零轴上方之前，名义增长的修复成色仍需观察；若后续 CPI 相对平减指数的强势重新确立，则价格修复有望从生产端向消费端传导，名义增长的修复将成为 2027 年盈利上修的核心变量之一。

仅供内部参考，请勿外传

图18： CPI 季度平均与 GDP 平减指数之差处中低分位，价格修复向消费端传导未站稳



资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2011 年 10 月 12 日-2026 年 10 月 12 日

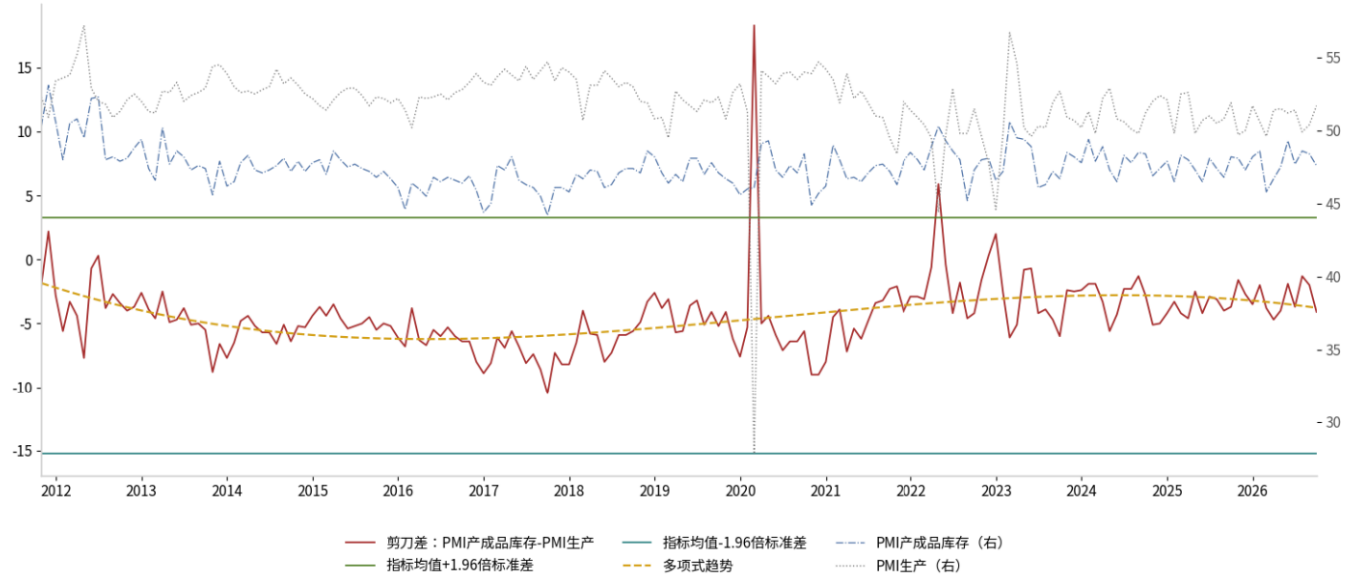
4.4 “PMI 产成品库存-PMI 生产”剪刀差：当前库存累积相对温和

该指标为制造业 PMI 产成品库存与生产两项之差，度量库存相对生产的强弱：剪刀差为负，说明生产快于库存累积，经济处于去库或供强于需状态；负值收窄或转正，则对应产成品积压速度超过生产，经济处于补库或供弱于需状态。该指标能够刻画库存周期所处位置：深负值多出现在生产强劲、或企业主动去库存的阶段，极端正值则对应供给较弱、或企业主动补库的阶段。

截至 2026 年 9 月，PMI 产成品库存-生产剪刀差为-4.1pct，10 年滚动分位 52.5%，处于中位水平。9 月 PMI 生产为 51.7、保持在扩张区间，产成品库存相对温和，剪刀差未出现向零轴收敛。这意味着，当前既未出现库存被动堆积的恶化信号，也未出现企业明显主动补库的现象。**若后续剪刀差持续收窄并接近零轴，需警惕需求整体偏弱背景下的被动补库压力，届时顺周期品种的盈利弹性可能将进一步受限。**

仅供内部参考，请勿外传

图19： PMI 产成品库存-生产剪刀差处中位，库存压力尚未显化



资料来源：Wind，浙商证券研究所 数据区间：2011 年 10 月 12 日-2026 年 10 月 12 日

5 风险提示

历史数据不代表未来：剪刀差的均值回归属性建立在类平稳假设上，宏观机制或监管框架变化可能使极值点不再回归。

样本选择存在偏差：部分指标成分（EPMI、主力合约基差、行业收益序列）均基于现存样本构建，历史上退市或失效样本未纳入，分位读数可能系统性偏乐观。

微观结构变化导致可比性下降：注册制扩容、量化与衍生品体量变化持续改变筹码分布与定价机制，指标的历史分位数在新机制下可比性下降。

仅供内部参考，请勿外传

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买　入 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增　持 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中　性 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减　持 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看　好 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中　性 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%之间；
3.看　淡 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn