

复盘：市场底各类资金回暖的顺序

——A股投资者行为研究系列报告之二

证券分析师：

黄子函 A0230520110001 傅静涛 A0230516110001 王胜 A0230511060001

研究支持：韦春泽 A0230122050003

2022.11.16



申万宏源研究
SWS RESEARCH

结论：存量博弈格局略见改善，资金属性与风格重合度较高

- **【历史上，A股底部流动性改善的一般顺序如下：】**
- 陆股通累计20日转净流入->新基金未建仓规模淤积->公募和私募仓位见底回升、保险持股占比高位回落、ETF被动基金开始被净赎回、产业资本转净增持或减持规模较小(同步市场底) ->基金发行改善->融资规模占比、游资净买入滞后改善。
- **【当前流动性改善信号已经见到：】**
- 产业资本减持规模处于低位、保险持股占比超过4月底水平(意味着绝对收益资金基于性价比大概率已经加仓)、私募仓位10月很可能已经创2年新低(待披露)。
- **【很可能即将见到：】**
- 陆股通累计20日从大幅流出转净流入。
- ——当前市场特征(龙头白马的轮动、小票的活跃等)与这些边际活跃资金重合度比较高。
- **【未出现改善的：】**
- 新基金发行、新基金未建仓规模拐点(未开始淤积意味着公募资金仍然是存量博弈)、公募基金仓位拐点、被动ETF以及增强基金(未见净赎回表明仍然处于选股困难的状态)。另外，融资余额占比前期未有效下滑、游资热度10月以来仍然维持较高，这并非市场情绪出清的特征。
- 我们预计短期，在宏观基本面不发生大的变化、人民币币值稳定的背景下，A股流动性格局将继续缓慢改善，支撑年底反弹行情，相对而言绝对收益者(外资、私募、游资和杠杆资金)是更活跃的边际交易者。展望更长期，股市流动性的进一步改善依赖于宏观流动性的改善，未来改善空间最大的是相对收益投资者(主要是公募基金发行)，这类资金的流入依赖于经济预期的稳定、居民储蓄空间的释放。
- **风险提示：美联储紧缩超预期，人民币币值波动超预期**

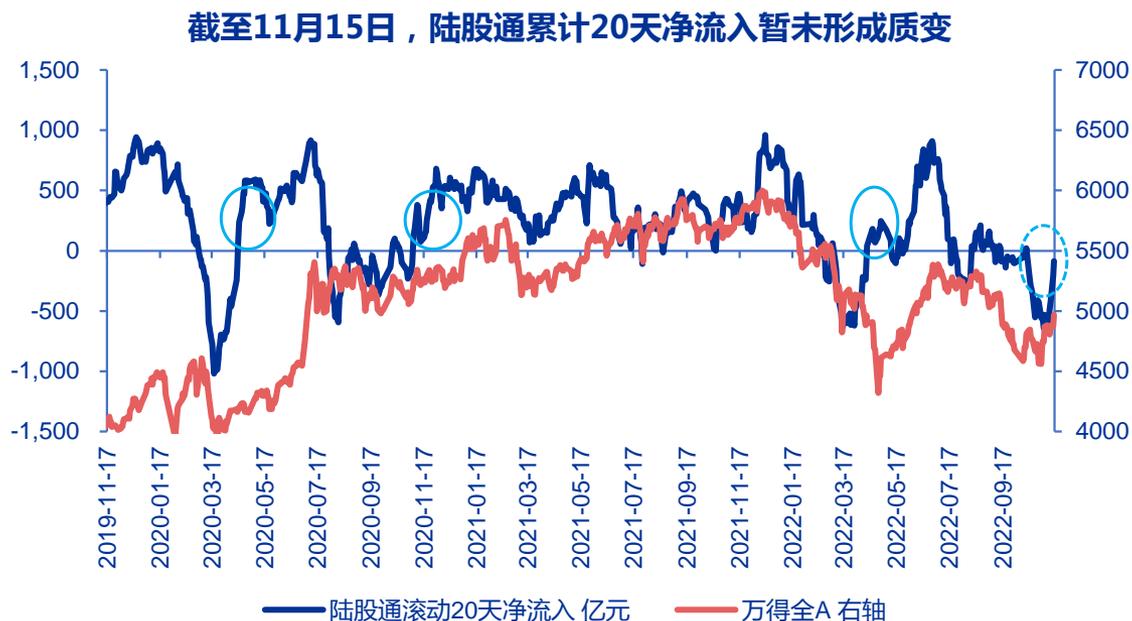
1-外资：最早集中反映长期问题，在回流的过程中量变到质变

- 外资的投资框架看重性价比和长期问题（对应长期估值中枢）。市场大幅下杀的往往隐含了比较强的长期问题和催化因素，例如外紧内松、人民币贬值、政策变化，外资一般同步或领先大幅流出。在回流的过程中，可以观察回流规模量变到质变的过程，辅助感知中长期悲观预期的消化程度，捕捉合适的布局时点。（我们用累计20日陆股通净流入规模代表外资一段时间内加减仓的方向。）
- 2015H2-2016H1：外资在2015年7/11月都曾大幅流出，当时的背景是美联储加息、汇改叠加人民币贬值预期。累计20日大幅净流出之后转净流入的信号领先市场底，持续的净流入确认底部的出现。
- 2018年：由于国际指数纳入A股等的alpha因素，尽管全年人民币贬值、股市表现不佳，但外资全年大部分时间呈现净流入，在2018年10月的净流出之后，转向净流入且改善明显的时间点发生在11月初，领先于2019年初的市场底。



1-外资：截至11月15日回流规模暂未形成质变

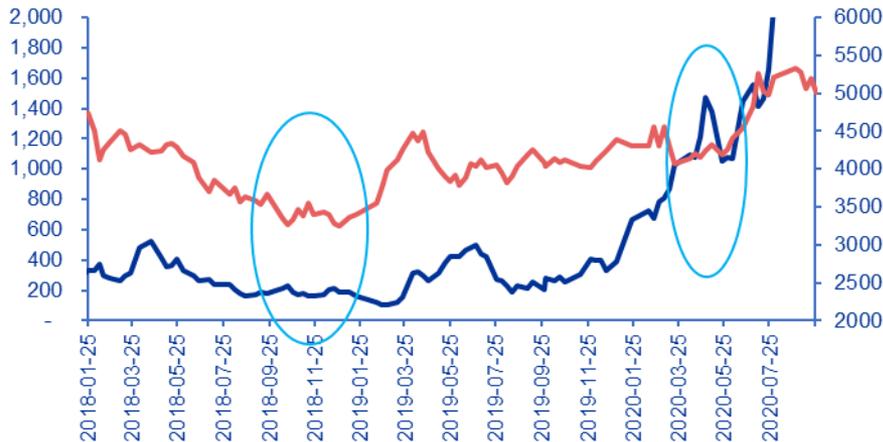
- 2020年：4月累计20日净流入转正的时间点略落后于市场绝对底部，不过也不失为好的布局时点；11月的净流入转正反映中美摩擦阶段性缓和，现在看来也不失为2021年初躁动布局的时间点
- 2022年4月：累计20日净流入转正领先4月底的市场低点
- 目前：截至11月15日，陆股通累计20天净流入尚未回到0以上，暂未形成质变，后续改善依赖于国内经济重要问题的进一步改善



2-新基金未建仓规模：可观察资金“淤积”的窗口

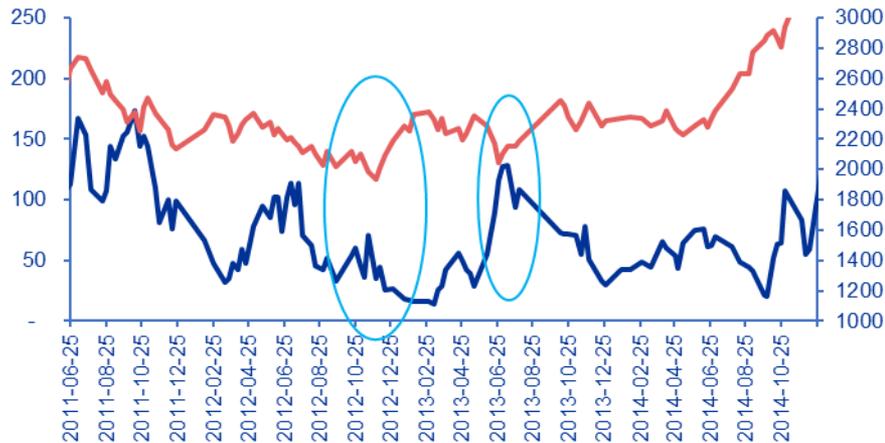
- 市场底附近新基金未建仓规模往往会经历“下-上-下”的过程：1) 下-主因基金发行缓慢、而基金维持之前的建仓速度；2) 上-基金发行逐渐修复，而建仓速度仍然较慢，情绪极度低迷，未建仓规模“淤积”；3) 下-基金发行继续缓慢修复，但建仓速度加快，开始消耗未建仓资金
- “市场偏弱势，但基金未建仓规模开始增加”的淤积状态领先于市场底1~2个月(2020年初除外，当时基金发行系统性改善)

2020年初基金发行系统性改善，是这一情况的例外

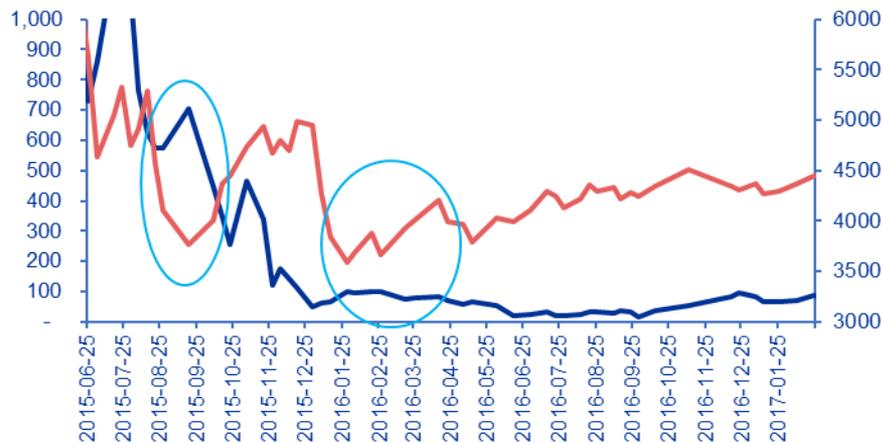


— 主动权益基金未建仓规模/亿元 — 万得全A, 右轴

“市场偏弱势，但基金未建仓规模开始增加”的淤积状态领先于市场底1~2个月



— 主动权益基金未建仓规模/亿元 — 万得全A, 右轴

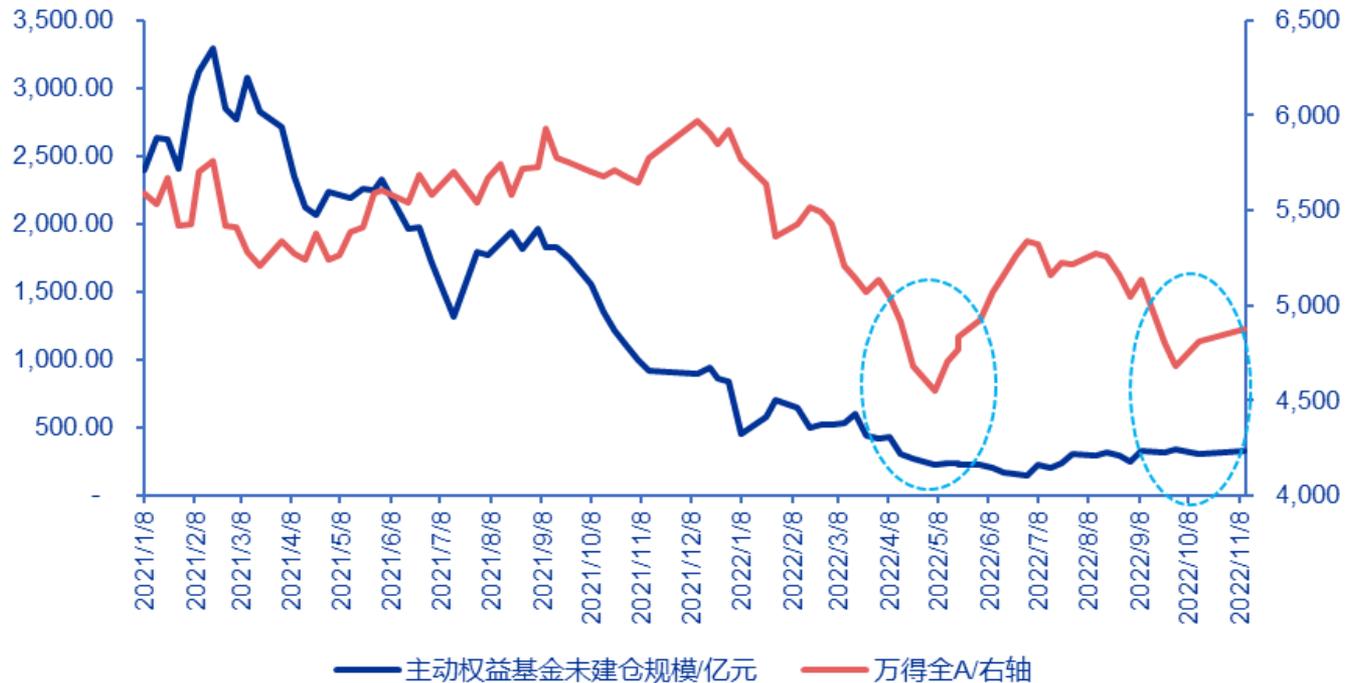


— 主动权益基金未建仓规模/亿元 — 万得全A, 右轴

2-新基金未建仓规模：目前尚未出现“淤积”

- **目前的状态**：新基金未建仓规模持续处于历史性的低位，波动幅度比较小，缺乏“淤积”的识别信号
- **核心原因**：基金发行端改善比较弱，同时新基金还在比较积极地建仓，市场情绪还未到一个真正“极其悲观”的阶段

目前新基金未建仓规模持续处于历史性的低位，波动幅度比较小



3-ETF被动基金开始被净赎回同步于市场低点

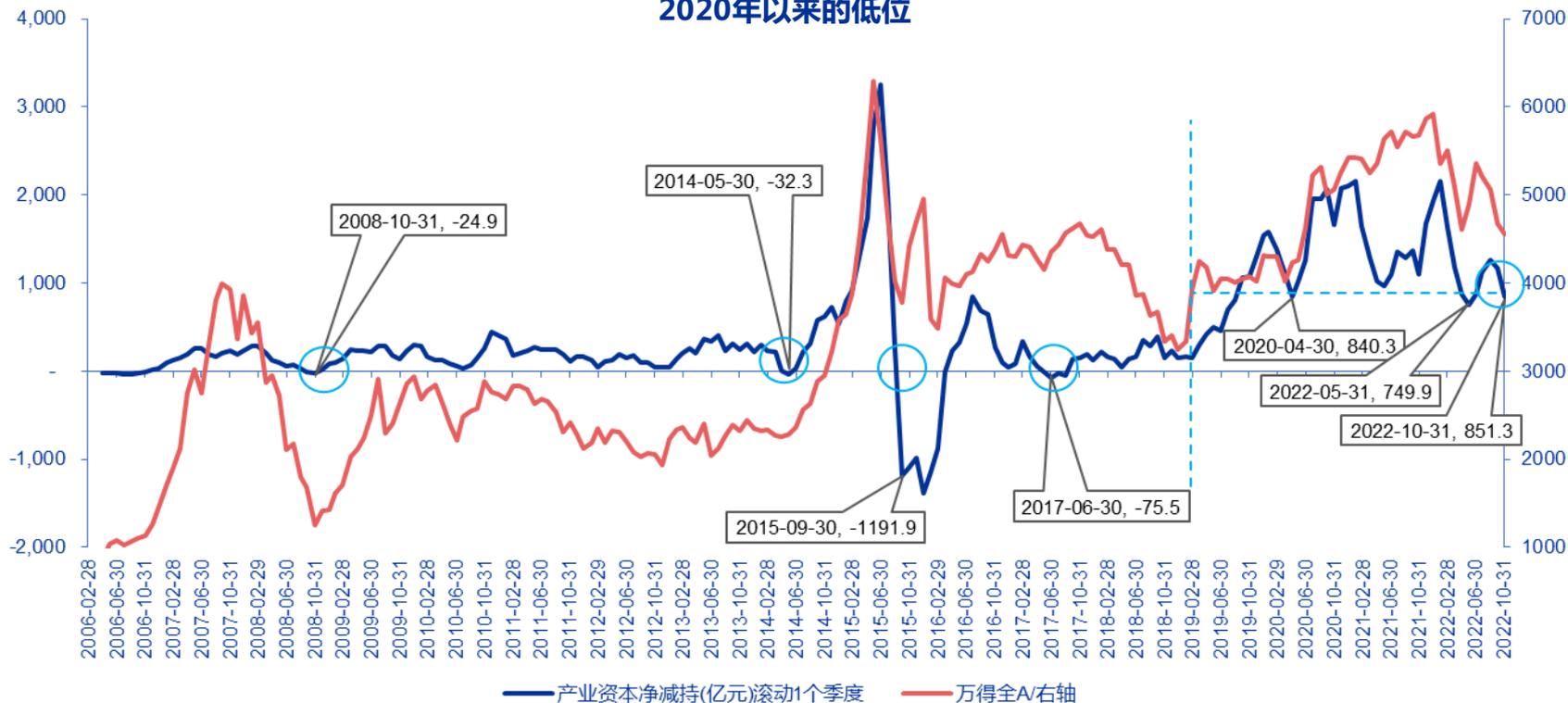
- 股票ETF以及增强基金的机构持有比例较高，净申购行为常常呈现反向交易，即“涨了卖、跌了买”，ETF资产和股票资产互为替代
- 2008、2012、2016、2019年初、2020、2022年4月等几轮底部，ETF基金开始被大幅净赎回的时间点与市场底部的时间基本重合，不过观察的时间点偏滞后，等净赎回规模明显增加之后才能够完全确认其趋势
- 目前ETF基金仍然呈现持续净申购的状态，可能表明这部分机构投资者并未认为股市性价比完全修复到位、同时选股比较困难，并未开始赎ETF买入股票



4-产业资本转净增持/或净减持规模低位同步市场底

- 2019年以前，滚动1个季度的产业资本出现明显净增持是市场见底的信号；2019年之后，由于产业资本减持的规模系统性提升到每个季度1500亿左右，该信号有所弱化
- 当前状态：8-10月产业资本净减持规模明显下行，处于2020年以来的低位

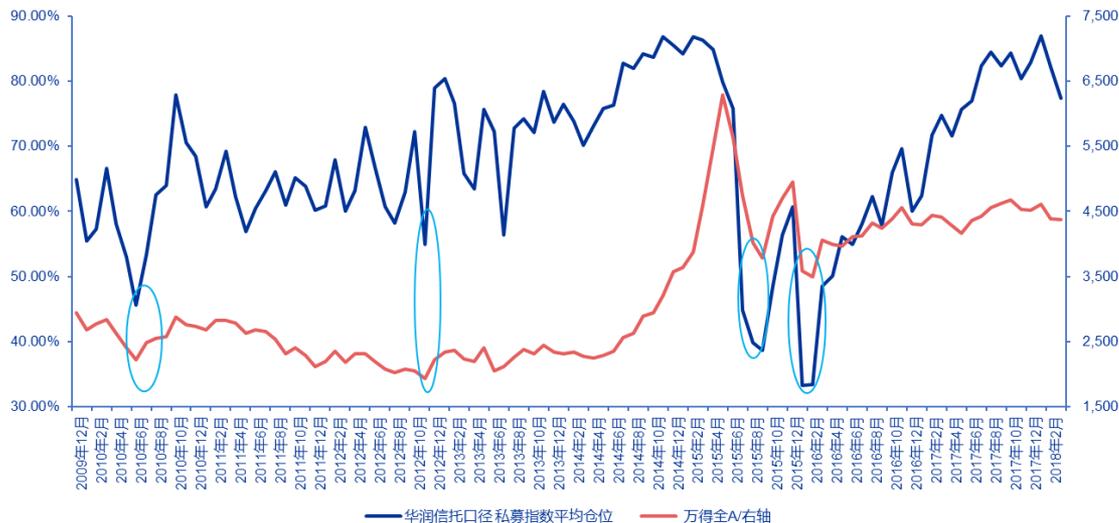
产业资本转净增持/或净减持规模低位同步市场底，而当前产业资本净减持规模处于2020年以来的低位



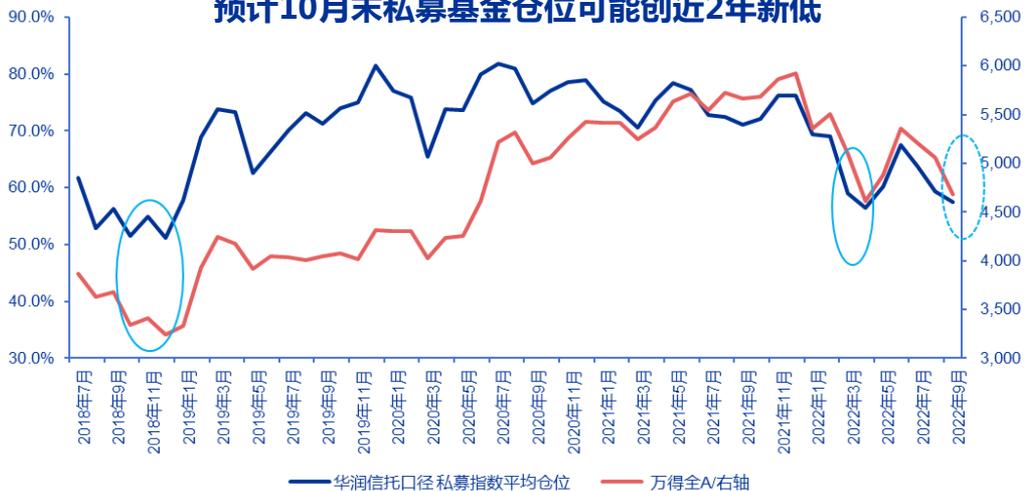
5-私募基金仓位：与市场指数同步，且“创2年仓位新低”的信号指示底部的意义更强

- 私募基金仓位口径：华润信托，选取标准为华润信托平台上的、直接投资于股票的证券投资信托计划
- 历史上与市场指数同步，波动极大，且“创2年仓位新低”的信号指示底部的意义更强
- 当前状态：截至9月底未57.5%，接近4月底仓位值，预计10月末仓位可能创近2年新低

私募基金“创2年仓位新低”的信号指示底部的意义更强

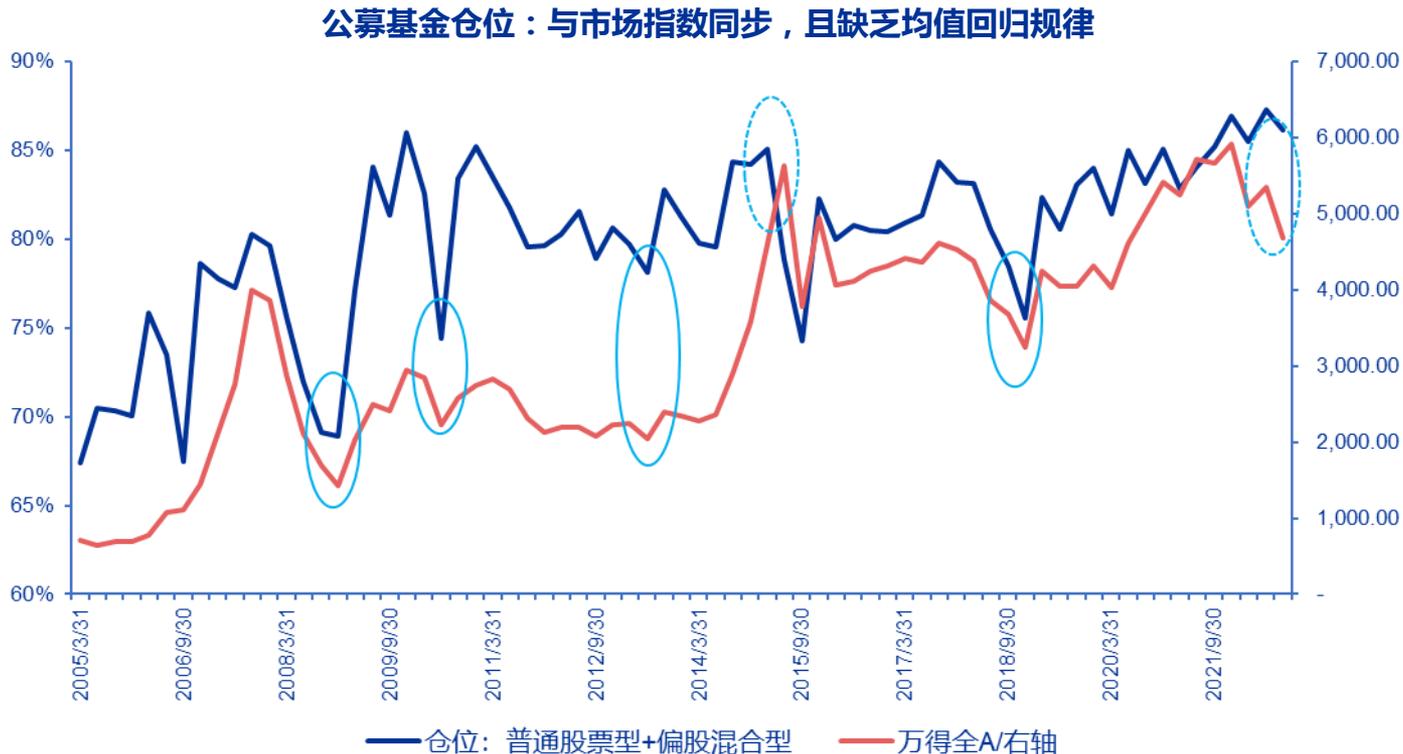


预计10月末私募基金仓位可能创近2年新低



5-公募基金仓位：与市场指数同步，且缺乏均值回归规律

- 公募基金仓位口径：普通股票+偏股混合，代表主动偏股公募基金
- 历史来看，主动偏股公募基金仓位趋势性提升，这是非常典型的相对收益投资者组合的特征（未来如果这种趋势彻底逆转，是滞后提示产业趋势问题的信号）
- 截至22Q3，仍处于历史极高水平



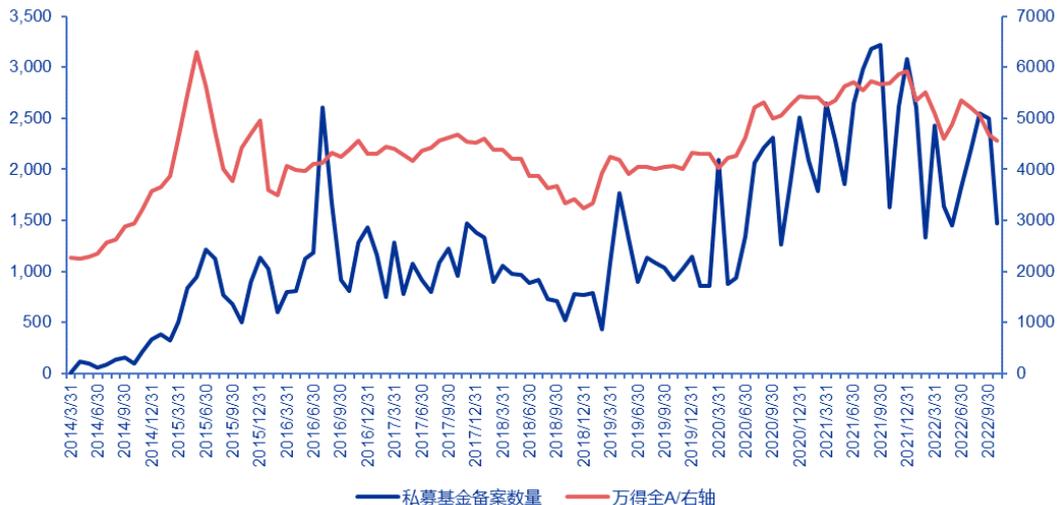
6-保险权益投资占比：新高之后下滑是市场底标志

- 保险资金占A股比例历史上呈现趋势性提升，作为典型的绝对收益投资者，保险公司权益管理规模相对A股高位意味着权益高性价比，2016年以来一共发生过3次该比例创新高之后回落。2020年以来由于疫情等原因，投资证券占全A市值的比在系统性下滑
- 目前这部分资金占A股的比例小幅回暖，超过4月低点，表明绝对收益者相对加仓的体量可能比4月更大，但是距离历史底部的水平还有距离



7-基金发行：同步或略滞后于市场底出现改善

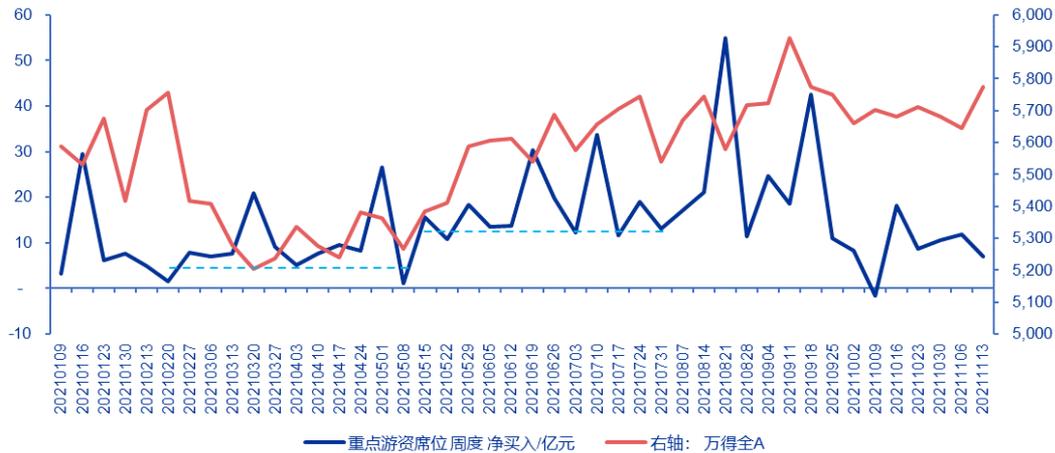
- 作为真正的场外资金来源，基金发行规模的改善同步或略滞后于市场底，与市场赚钱效应的回暖节奏基本一致



8-游资：资金净流入水平滞后于市场底出现改善

- 游资资金净流入的改善滞后于市场底，表明在市场底确认之后，游资对应的主题投资热度才会明显提升 (由于数据所限，只能观察2021年以来top20游资重点席位资金的流入流出情况)
- 2022年10月以来，A股重点游资席位净买入的规模有效改善，表明游资资金出现回暖，仍是主题投资热度很高的时间窗口

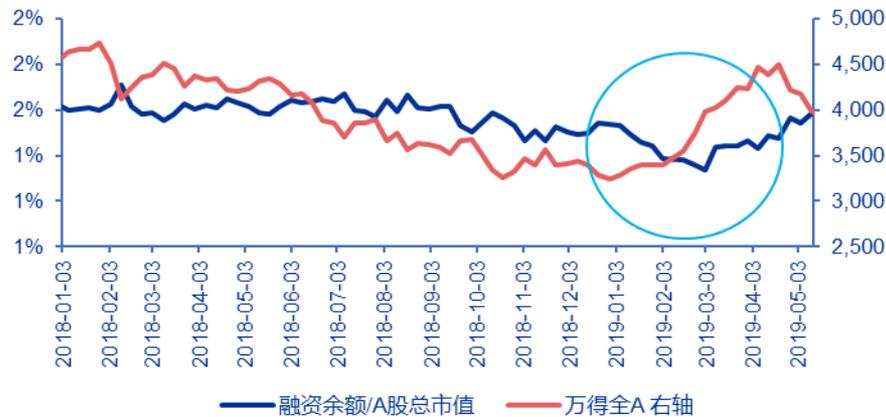
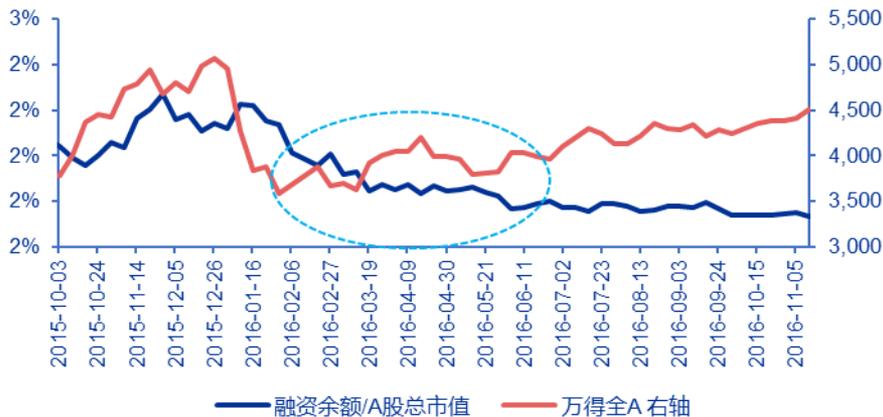
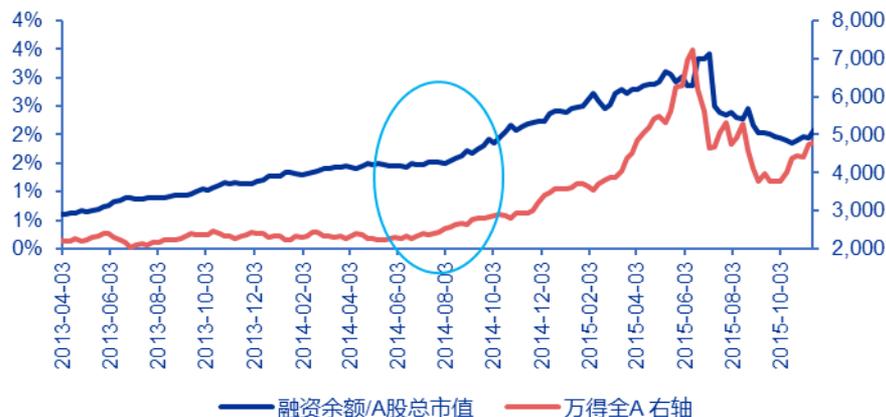
游资资金净流入的改善滞后于市场底



9-融资余额占比：滞后于市场出现改善

- 融资余额占全部A股的比例滞后于市场低点出现改善，表明高风险偏好资金开始进场。2013年初、2014年8月、2019年3月初，我们看到占比的低点滞后于市场低点在2个月左右，且出现改善意味着主升浪仍在继续（2016年比较特殊，杠杆资金系统性流出）

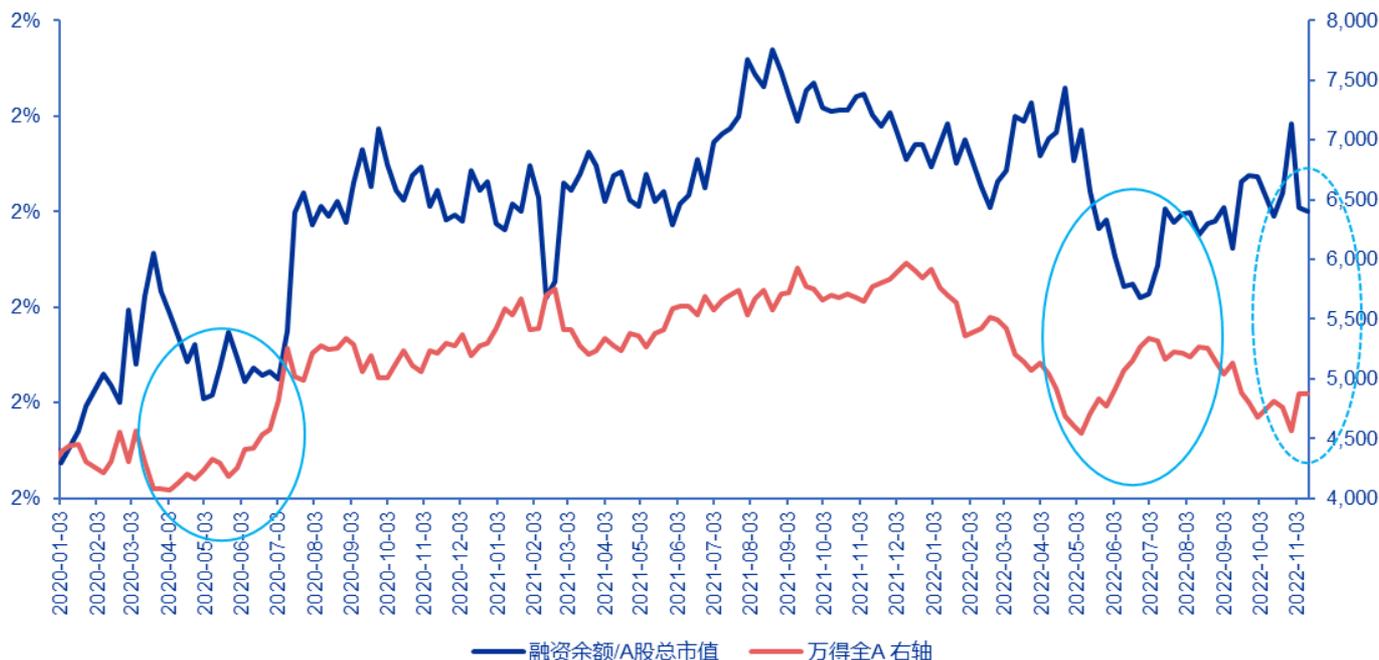
融资余额占比滞后于市场出现改善（除2016年之外均看到这一情形）



9-融资余额占比：9月以来融资余额占比尚未有效下降

- 2020年7月，融资余额占A股市值比例指标落后市场底大约2个月；2022年7月融资余额占比的回升提示底部偏晚，当然这一轮加仓的主体也不是融资资金
- 当前融资资金体现的市场情绪还未到极致的低迷状态：融资余额占A股市值的比例还在高位，尚未有效下降(和游资类似)

9月以来融资余额占比尚未有效下降，当前融资资金体现的市场情绪还未到极致低迷



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	陈陶	021-33388362	chentao1@swyhsc.com
华东B组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swyhsc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swyhsc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。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。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。



简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

黄子函
huangzh2@swsresearch.com

傅静涛
fujt@swsresearch.com

王胜
wangsheng@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号