2021 年 02 月 01 日

策略研究团队

变化的负债端，分歧的对手盘——资金跟踪系列之二

——投资策略点评

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

● **美元企稳上行，通胀预期回升，海外流动性较好，国内流动性分层有所加剧**

上周(20210125-20210129) **美元指数企稳上行，中美利差先升后降**，美债名义/实际利率均先下后上，**其背后反映的通胀预期震荡上行**。对于海外而言，**上周美国不同期限/等级企业债信用利率均有所走阔，Ted 利差维持低位，美国金融系统流动性整体仍较充裕**；对于国内而言，上周**流动性分层现象有所加剧，信用利差大多收窄**，其中短期低等级信用利差收窄较多，长端 AAA 级信用利差有所走阔。

● **北上内部存在分歧，北上配置盘在挖掘中小市值机会**

上周(20210125-20210129)北上配置盘净买入，交易盘净卖出，两类投资者分歧较大。上周外资配置型资金净买入 26.95 亿元，交易型资金净卖出 62.81 亿元。行业上，**北上配置型资金与交易型资金的分歧较大，共识在于净卖出食品饮料、家电以及建材等行业，同时净买入电子、传媒、煤炭以及交运等行业**。同时我们看到：**上周北上配置盘在逐步挖掘化工、TMT(除通信)、汽车、机械、食品饮料以及家电等板块的中小市值标的**。分市值来看，上周北上配置盘持续净买入市值在 200 亿以下以及 200 亿至 500 亿的标的，而交易盘对某类市值对应公司的净买入/卖出行为的持续性并不强。通过拆分发现：除电新、医药、消费者服务、有色、银行以及通信等板块外，上周北上配置盘在其他行业大多更偏好中小市值标的。

● **两融活跃度持续下降，主要净卖出科技、军工、非银与有色板块**

上周(20210125-20210129)两融活跃度继续下降，与 2020 年 12 月下旬水平相当。上周两融投资者整体净卖出约 209.29 亿元，分行业看，主要净卖出电子、军工、非银、计算机、通信以及有色等行业。股票市场开始出现“降杠杆”。

● **公募基金：与自身的对手盘和负债端都出现了分歧**

公募仓位先升后降，主要加仓消费与科技板块。上周(20210125-20210129)偏股混合型和普通股票型基金的仓位先升后降，主要加仓消费者服务、食品饮料、家电、军工、电子以及有色等板块，主要减仓农业、商贸零售以及地产等板块。值得一提的是，金融板块均获得一定程度加仓，但幅度相对较小。上周货币型 ETF 被持续净赎回，这意味着上周货币型基金整体可能存在一定的赎回情况，而该类资金可能转化为存款、理财、公募或其他资产。而从个人持有比例较高的 ETF 的申赎行为来看：**面临市场的不断调整，上周个人投资者选择“抄底”进场，主要净买入金融地产和军工相关的基金，而医药与消费等板块相关的 ETF 则被净赎回较多**。结合前面主动基金在上周的加仓行为来看：消费板块是上周主动基金加仓较多的板块，而个人持有较高的 ETF 中与消费相关的 ETF 在被净赎回。**结合北上资金的行为，我们发现公募基金似乎与其主要对手盘（北上）和负债端（个人申购）的价值标准不同，对以食品饮料为代表的消费板块有更坚定的信仰。**

● **风险提示：**测算误差

相关研究报告

《投资策略月报-黎明前的黑暗》-2021.1.31

《投资策略专题-开源金股，2 月推荐》-2021.1.30

《投资策略点评-相信市场中的积极力量》-2021.1.28

目 录

1、 美元企稳上行，通胀预期回升，海外流动性较好，国内流动性分层有所加剧 4
1.1、 美元企稳上行，通胀预期震荡上行 4
1.2、 美债信用利差略有走阔，Ted 利差维持低位 5
1.3、 国内流动性分层有所加剧，信用利差大多收窄 6
2、 北上内部存在分歧，北上配置盘在挖掘中小市值机会 7
2.1、 北上配置盘净买入，交易盘净卖出，两类投资者分歧较大 7
2.2、 北上配置盘在逐步挖掘化工、TMT(除通信)、汽车、机械、食品饮料以及家电等板块的中小市值标的 9
3、 两融活跃度持续下降，主要净卖出科技、军工、非银与有色板块 9
4、 公募资产端和负债端的认知开始出现分歧 10
4.1、 公募仓位先升后降，主要加仓消费与科技板块 10
4.2、 个人投资者“抄底”，主要净买入金融地产和军工相关的基金 11
5、 风险提示 12

图表目录

图 1: 上周(20210125-20210129) 美元指数企稳上行 4
图 2: 上周(20210125-20210129)中美利差先升后降 4
图 3: 上周(20210125-20210129)美债名义/实际利率先下后上，其背后反映的通胀预期震荡上行 4
图 4: 上周(20210125-20210129)美国不同期限企业债信用利率均略有走阔，其中 5-7 年的走阔幅度最大 5
图 5: 上周(20210125-20210129)美国不同等级企业债信用利率均略有走阔，其中 AA 和 BBB 级的走阔幅度最大 5
图 6: 上周(20210125-20210129)3 个月美债和 Libor 先升后降下行，Ted 利差维持低位 6
图 7: 上周(20210125-20210129) 7 天 Shibor 与 DR007 之差先下后上 6
图 8: 上周(20210125-20210129) R007 与 DR007 之差先升后降，但仍处于相对高位 6
图 9: 上周(20210125-20210129)不同等级的 1Y 中票信用利差均有所收窄，其中 AA 收窄幅度较大 7
图 10: 上周(20210125-20210129)AA+和 AA 的 10Y 中票信用利差均有所收窄，AAA 有所走阔 7
图 11: 上周(20210125-20210129)不同等级的 1Y 企业债信用利差均有所收窄，其中 AA 收窄幅度较大 7
图 12: 上周(20210125-20210129)AA+和 AA 的 10Y 企业债信用利差均有所收窄，AAA 有所走阔 7
图 13: 上周(20210125-20210129)外资配置型资金净买入 26.95 亿元，交易型资金净卖出 62.81 亿元 8
图 14: 分行业看，上周(20210125-20210129)北上配置盘主要净买入医药、电新、化工、电子以及有色等板块，主要净卖出建材、家电以及食品饮料等板块；北上交易盘主要净买入电子、传媒、房地产、公用事业以及军工等板块，主要净卖出食品饮料、医药以及银行等板块 8
图 15: 上周(20210125-20210129)北上配置盘持续净买入市值在 200 亿以下以及 200 亿至 500 亿的标的 9
图 16: 上周(20210125-20210129)北上交易盘对某类市值对应公司的净买入/卖出行为的持续性并不强 9
图 17: 除电新、医药、消费者服务、有色、银行以及通信等板块外，上周(20210125-20210129)北上配置盘在其他行业大多更偏好中小市值标的 9
图 18: 上周(20210125-20210129)两融活跃度继续下降，与 2020 年 12 月下旬水平相当 10
图 19: 上周(20210125-20210129)两融整体净卖出，主要净卖出电子、军工、非银、计算机、通信以及有色等行业 10
图 20: 上周(20210125-20210129)偏股混合型和普通股票型基金的仓位先升后降 10
图 21: 上周(20210125-20210129)偏股混合/普通股票型基金主要加仓消费者服务、食品饮料、家电、军工、电子以及有色等板块，主要减仓农业、商贸零售以及地产等板块 11
图 22: 货币型 ETF 的申赎情况能较好的反映除货币 ETF 外的货基的申购赎回行为 11
图 23: 上周(20210125-20210129)货币型 ETF 被持续净赎回 11

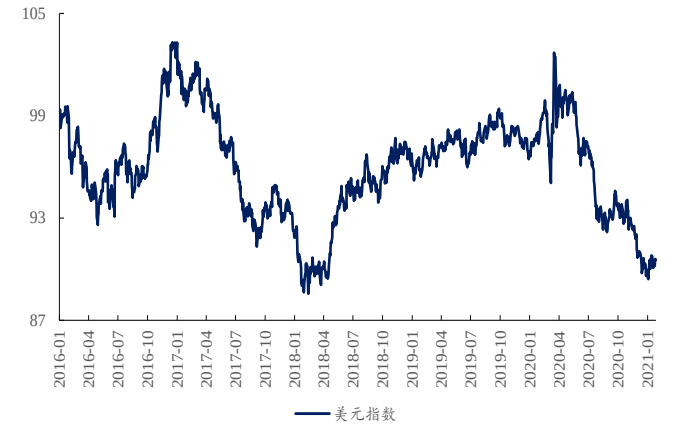
图 24: 个人持有占比较高的股票型 ETF 的申赎情况能较好的反应股票型基金的申购赎回行为 12
图 25: 上周(20210125-20210129)，个人持有比例较高/较低的 ETF 均被净申购 12
图 26: 上周(20210125-20210129)个人持有比例较高的 ETF 中，除宽基 ETF 外均被净申购，其中行业 ETF 被净申购较多 12
图 27: 分行业看，上周(20210125-20210129)个人持有比例较高的 ETF 中，与金融地产、军工、科技以及新能源车等板块相关的 ETF 均被净申购，医药以及消费等板块相关的 ETF 被净赎回 12

1、 美元企稳上行，通胀预期回升，海外流动性较好，国内流动性分层有所加剧

1.1、 美元企稳上行，通胀预期震荡上行

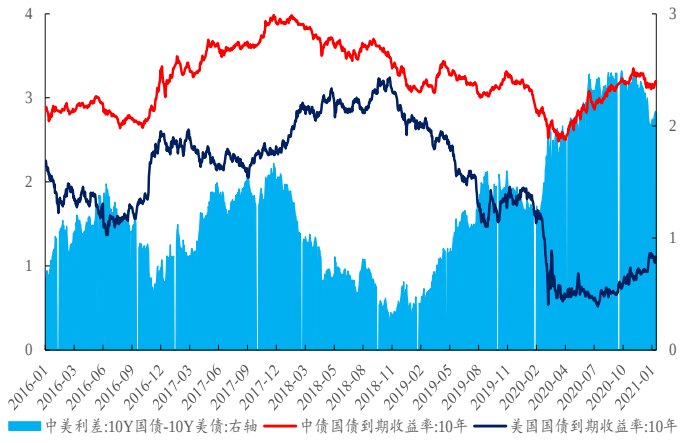
上周(20210125-20210129) 美元指数企稳上行，中美利差先升后降，美债名义/实际利率均先下后上，但其背后反映的通胀预期震荡上行。

图1：上周(20210125-20210129) 美元指数企稳上行



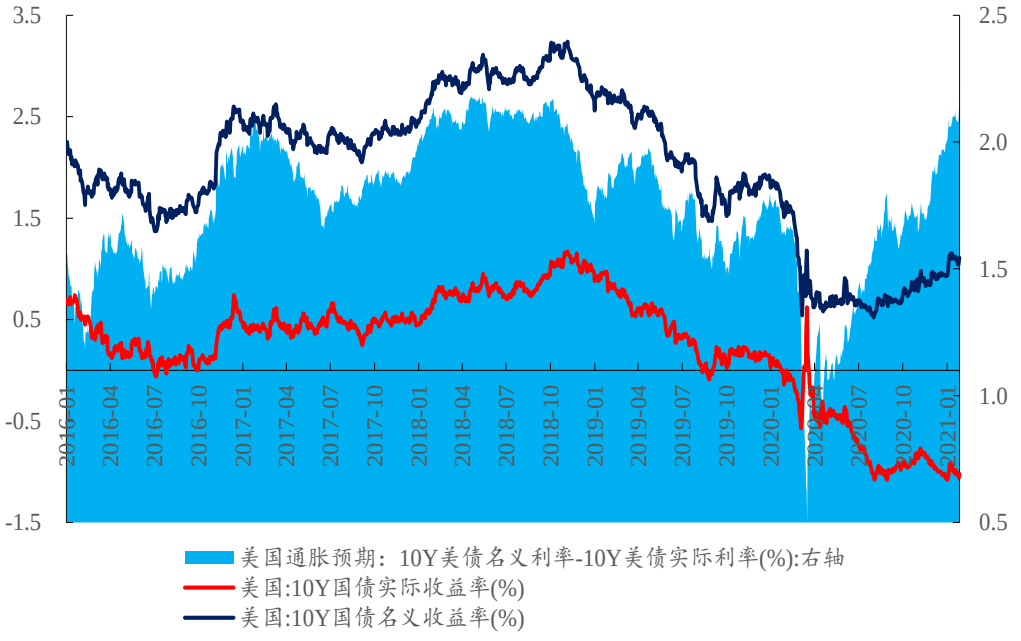
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：上周(20210125-20210129)中美利差先升后降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：上周(20210125-20210129)美债名义/实际利率先下后上，其背后反映的通胀预期震荡上行

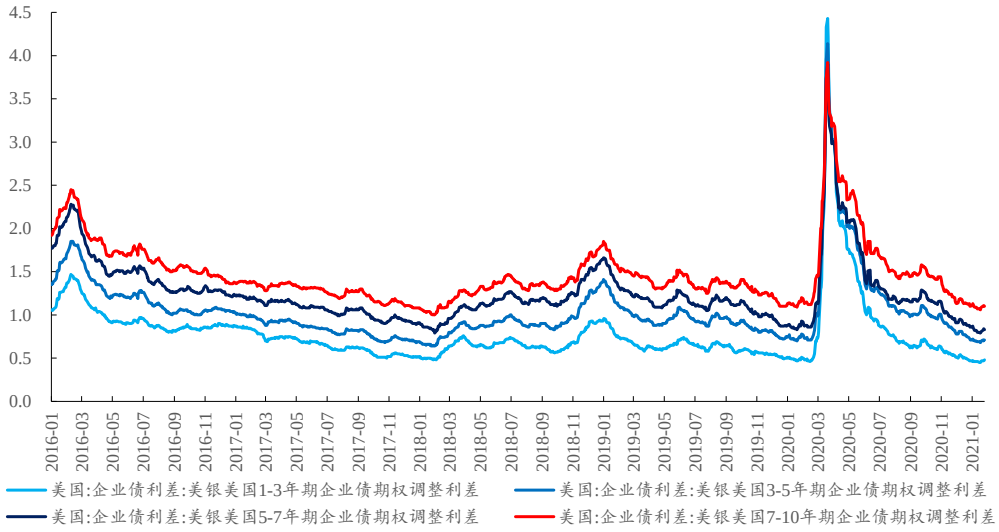


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 美债信用利差略有走阔，Ted 利差维持低位

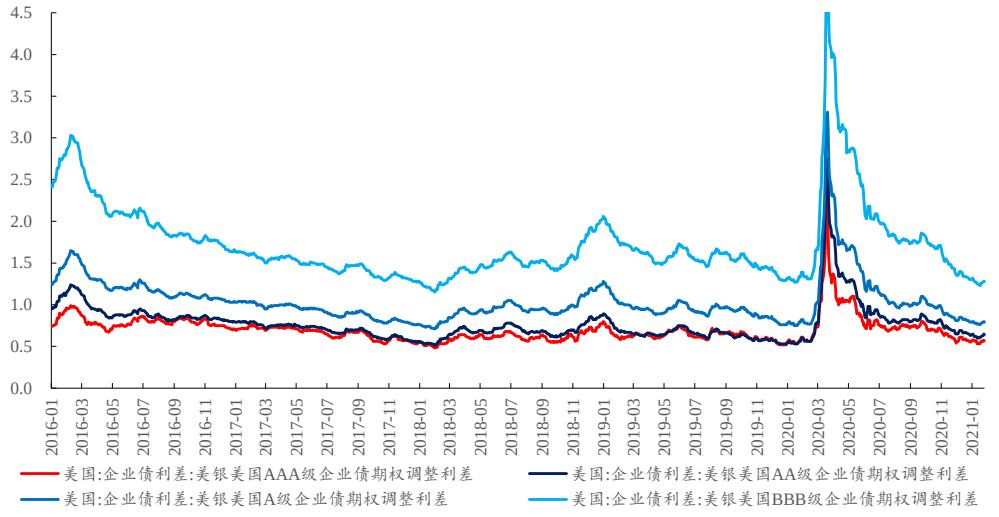
上周(20210125-20210129)美国不同期限/等级企业债信用利率均有所走阔，期限上，5-7 年的走阔幅度最大；等级上，AA 和 BBB 级的走阔幅度最大。上周 3 个月美债和 Libor 均有所下行，**Ted 利差维持低位**，美国金融系统流动性整体仍较充裕。

图4：上周(20210125-20210129)美国不同期限企业债信用利率均略有走阔，其中 5-7 年的走阔幅度最大



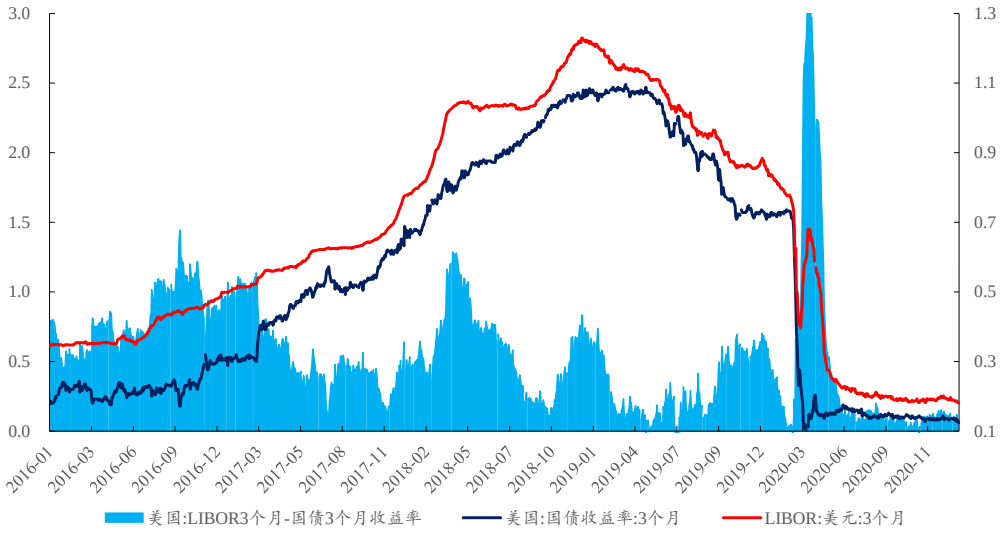
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：上周(20210125-20210129)美国不同等级企业债信用利率均略有走阔，其中 AA 和 BBB 级的走阔幅度最大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：上周(20210125-20210129)3 个月美债和 Libor 先升后降下行，Ted 利差维持低位

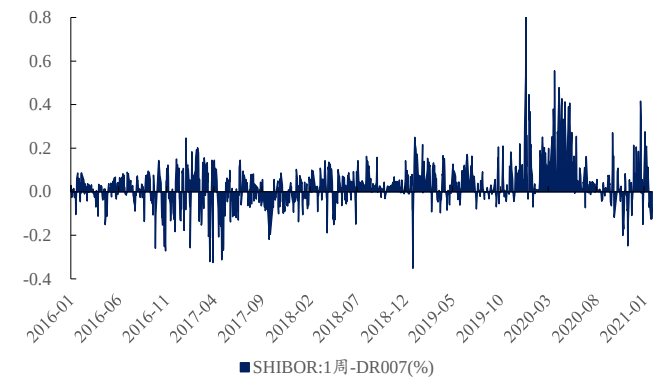


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 国内流动性分层有所加剧，信用利差大多收窄

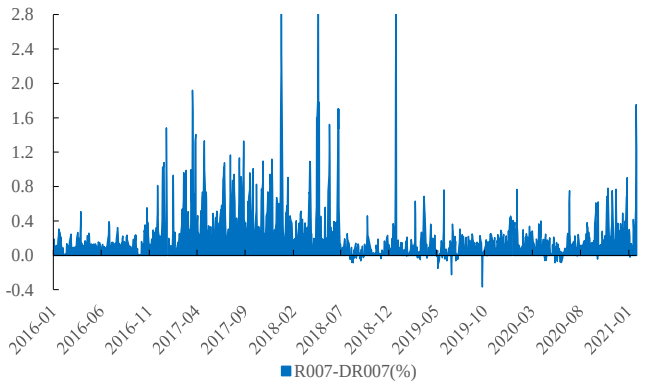
上周(20210125-20210129) **流动性分层现象有所加剧**，7 天 Shibor 与 DR007 之差先下后上，R007 与 DR007 之差先升后降，但仍处于相对高位。**上周信用利差大多收窄**，其中，短期低等级信用利差收窄较多，长端 AAA 级信用利差有所走阔。

图7：上周(20210125-20210129) 7 天 Shibor 与 DR007 之差先下后上



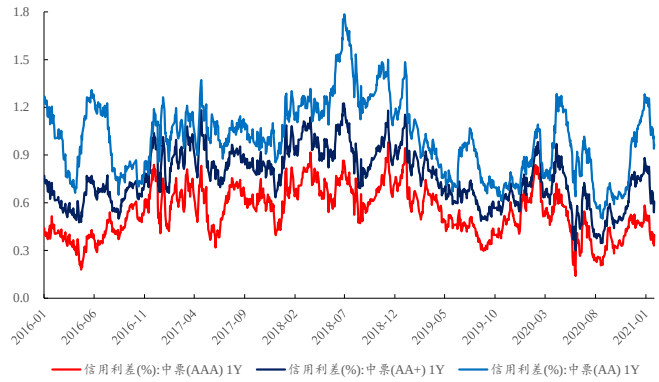
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：上周(20210125-20210129) R007 与 DR007 之差先升后降，但仍处于相对高位



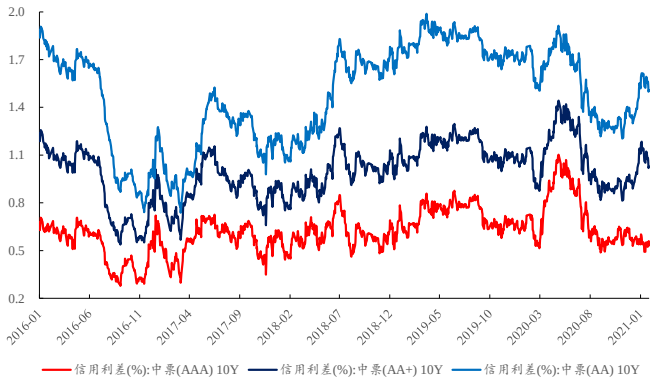
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：上周(20210125-20210129)不同等级的 1Y 中票信用利差均有所收窄，其中 AA 收窄幅度较大



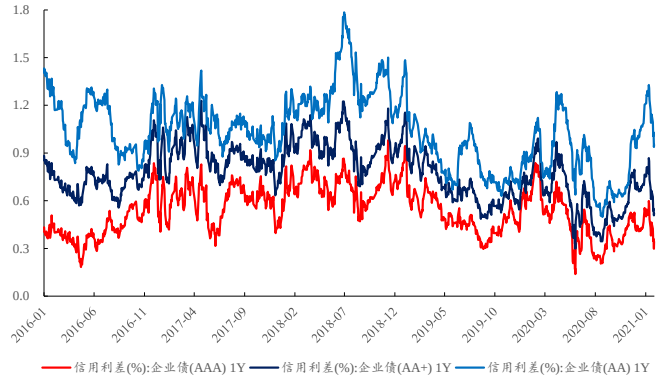
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：上周(20210125-20210129)AA+和 AA 的 10Y 中票信用利差均有所收窄，AAA 有所走阔



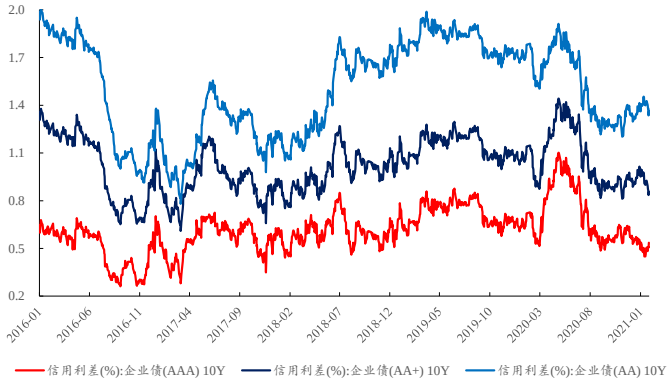
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：上周(20210125-20210129)不同等级的 1Y 企业债信用利差均有所收窄，其中 AA 收窄幅度较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：上周(20210125-20210129)AA+和 AA 的 10Y 企业债信用利差均有所收窄，AAA 有所走阔



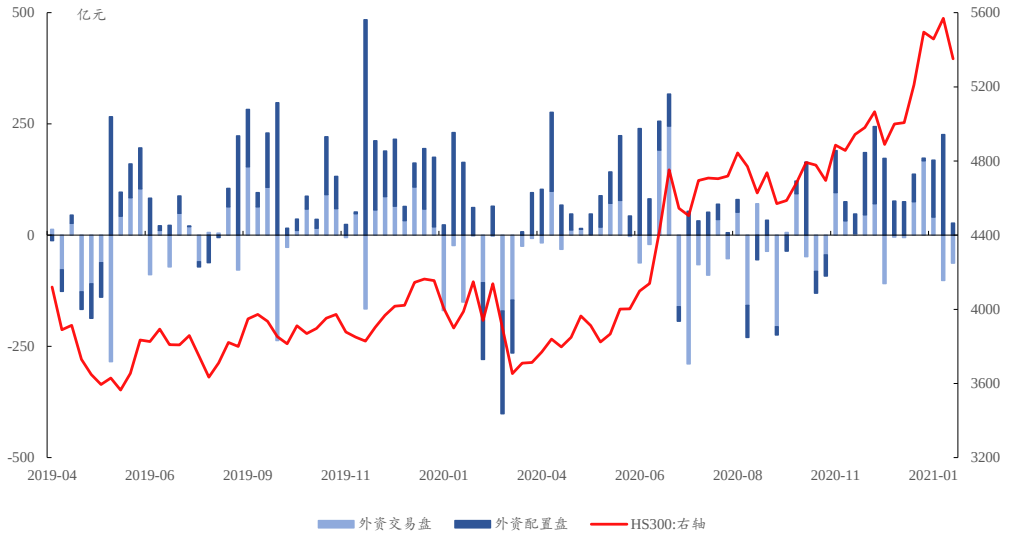
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 北上内部存在分歧，北上配置盘在挖掘中小市值机会

2.1、 北上配置盘净买入，交易盘净卖出，两类投资者分歧较大

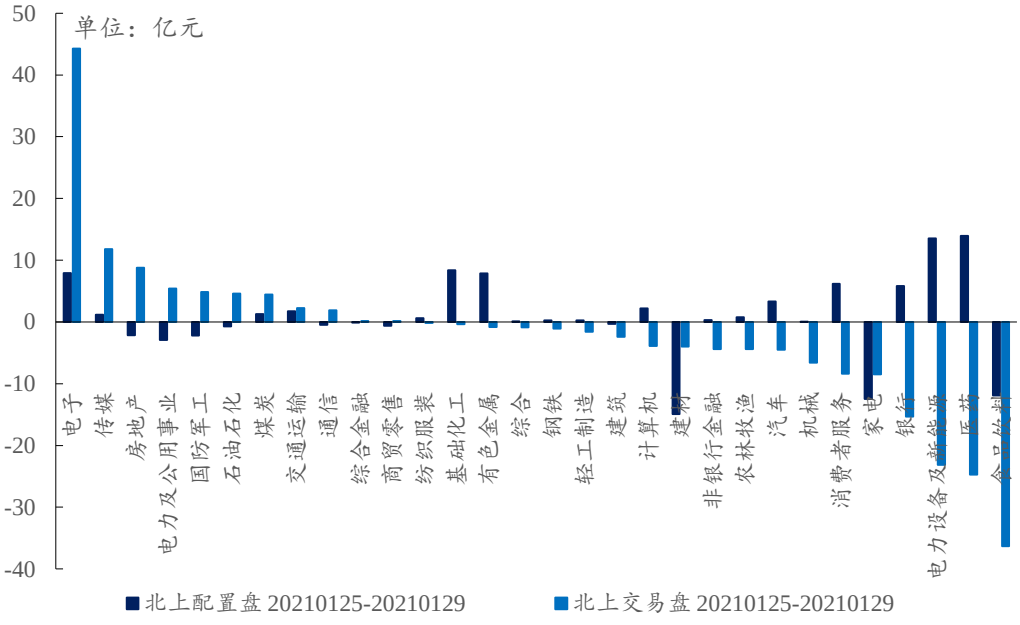
上周(20210125-20210129)外资配置型资金净买入 26.95 亿元，交易型资金净卖出 62.81 亿元。**行业上，北上配置型资金与交易型资金的分歧较大，共识在于净卖出食品饮料、家电以及建材等行业，同时净买入电子、传媒、煤炭以及交运等行业**。分行业看，上周北上配置盘主要净买入医药、电新、化工、电子以及有色等板块，主要净卖出建材、家电以及食品饮料等板块；北上交易盘主要净买入电子、传媒、房地产、公用事业以及军工等板块，主要净卖出食品饮料、医药以及银行等板块。

图13：上周(20210125-20210129)外资配置型资金净买入 26.95 亿元，交易型资金净卖出 62.81 亿元



数据来源：港交所、开源证券研究所

图14：分行业看，上周(20210125-20210129)北上配置盘主要净买入医药、电新、化工、电子以及有色等板块，主要净卖出建材、家电以及食品饮料等板块；北上交易盘主要净买入电子、传媒、房地产、公用事业以及军工等板块，主要净卖出食品饮料、医药以及银行等板块

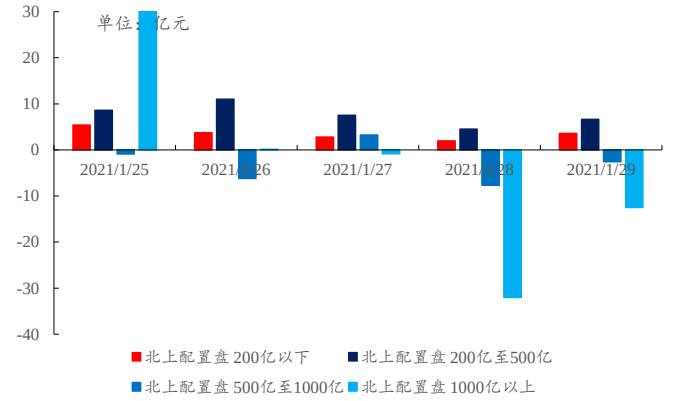


数据来源：港交所、开源证券研究所

2.2、 北上配置盘在逐步挖掘化工、TMT(除通信)、汽车、机械、食品饮料以及家电等板块的中小市值标的

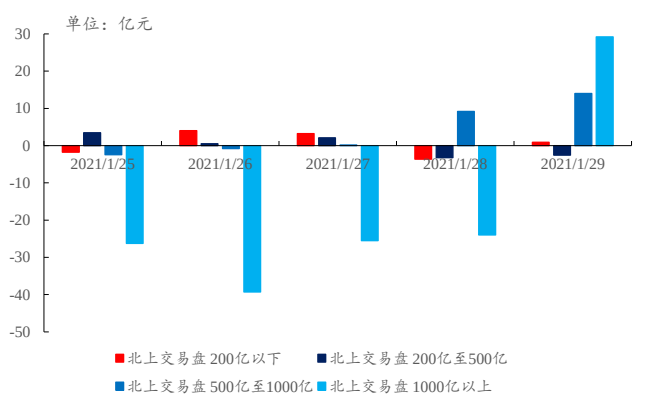
分市值来看，**上周(20210125-20210129)北上配置盘持续净买入市值在 200 亿以下以及 200 亿至 500 亿的标的**，而交易盘对某类市值对应公司的净买入/卖出行为的持续性并不强。对于北上配置盘而言，**除电新、医药、消费者服务、有色、银行以及通信等板块外，上周北上配置盘在其他行业大多更偏好中小市值标的。**

图15：上周(20210125-20210129)北上配置盘持续净买入市值在 200 亿以下以及 200 亿至 500 亿的标的



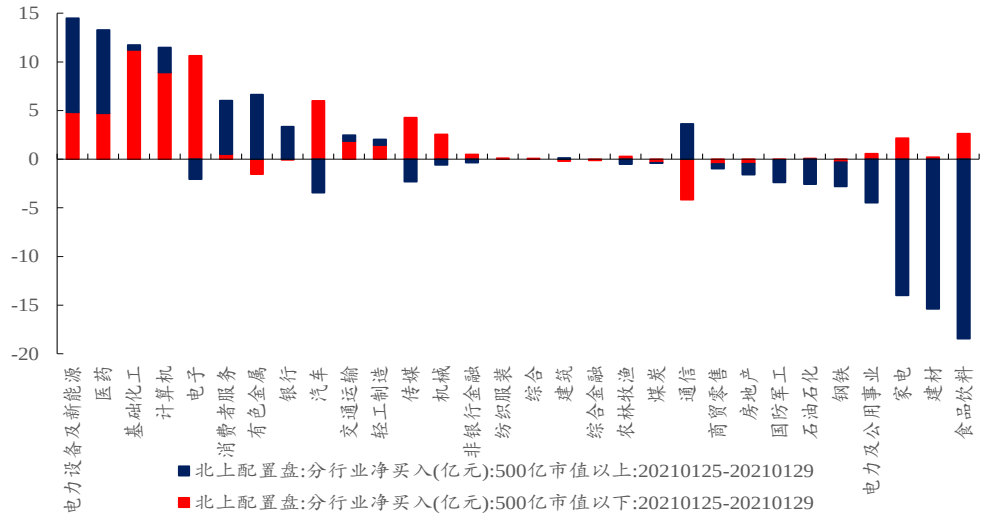
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：上周(20210125-20210129)北上交易盘对某类市值对应公司的净买入/卖出行为的持续性并不强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：除电新、医药、消费者服务、有色、银行以及通信等板块外，上周(20210125-20210129)北上配置盘在其他行业大多更偏好中小市值标的



数据来源：港交所、开源证券研究所

3、 两融活跃度持续下降，主要净卖出科技、军工、非银与有色板块

上周(20210125-20210129)两融活跃度继续下降，与 2020 年 12 月下旬水平相当。

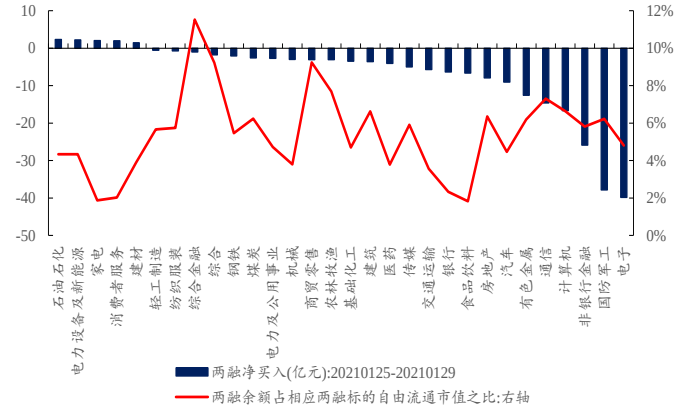
上周两融投资者整体净卖出约 209.29 亿元，分行业看，主要净卖出电子、军工、非银、计算机、通信以及有色等行业。

图18：上周(20210125-20210129)两融活跃度继续下降，与 2020 年 12 月下旬水平相当



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：上周(20210125-20210129)两融整体净卖出，主要净卖出电子、军工、非银、计算机、通信以及有色等行业



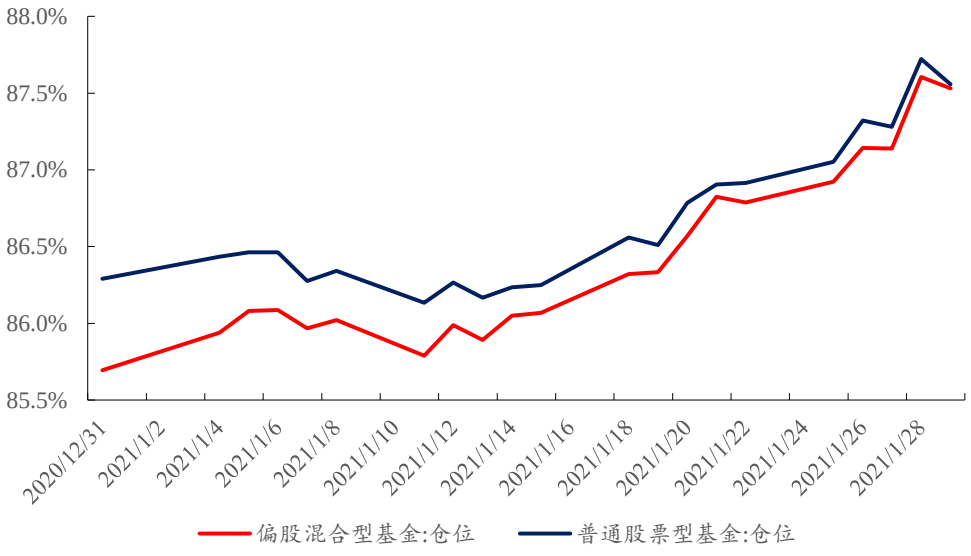
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、公募资产端和负债端的认知开始出现分歧

4.1、公募仓位先升后降，主要加仓消费与科技板块

上周(20210125-20210129)偏股混合型和普通股票型基金的仓位先升后降，主要加仓消费者服务、食品饮料、家电、军工、电子以及有色等板块，主要减仓农业、商贸零售以及地产等板块。**值得一提的是，金融板块均获得一定程度加仓，但幅度相对较小**。

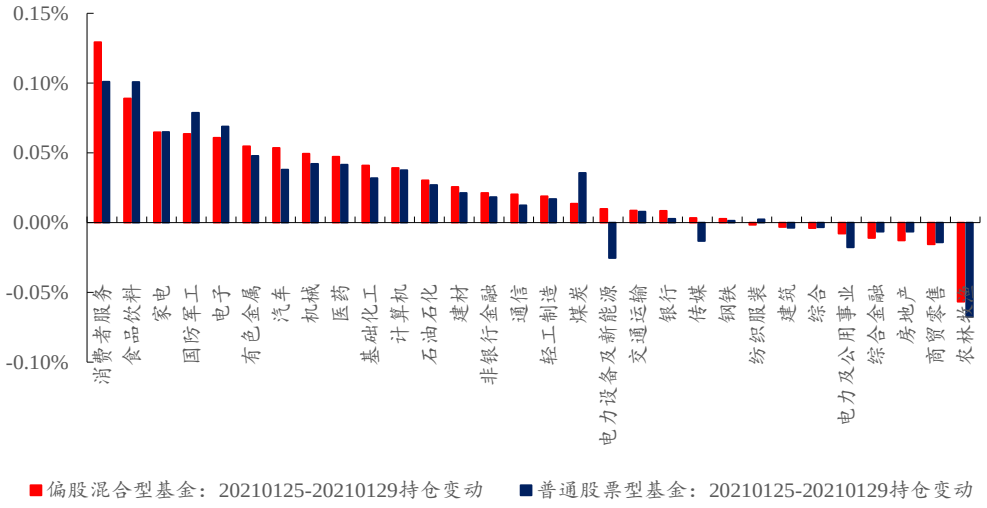
图20：上周(20210125-20210129)偏股混合型和普通股票型基金的仓位先升后降



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基于二次规划法测算

图21：上周(20210125-20210129)偏股混合/普通股票型基金主要加仓消费者服务、食品饮料、家电、军工、电子以及有色等板块，主要减仓农业、商贸零售以及地产等板块



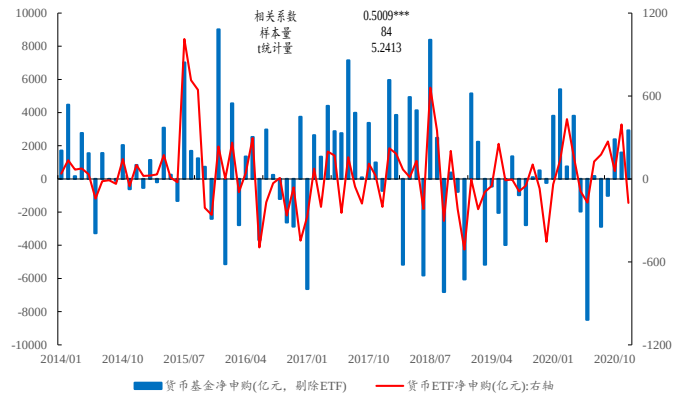
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基于二次规划法测算

4.2、 个人投资者“抄底”，主要净买入金融地产和军工相关的基金

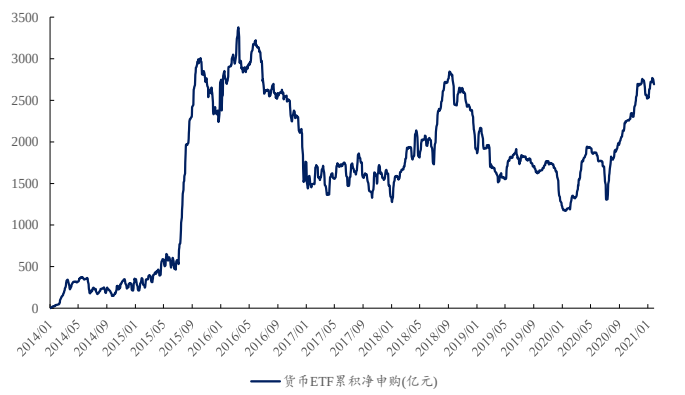
上周(20210125-20210129)货币型 ETF 被持续净赎回，**这意味着上周货币型基金整体可能存在一定的赎回情况，而该类资金可能转化为存款、理财、公募或其他资产**。同时我们看到，上周个人持有比例较高的 ETF 被净申购，**这意味着面临市场的不断调整，部分个人投资者可能在选择“抄底”**。分行业看，个人持有比例较高的 ETF 中，与金融地产与军工等板块相关的 ETF 被净申购较多，而医药与消费等板块相关的 ETF 则被净赎回较多。这意味着**个人投资者选择抄底的方向是金融地产与军工**。结合前面主动基金在上周的加仓行为来看：消费板块是上周主动基金加仓较多的板块，而个人持有较高的 ETF 中与消费相关的 ETF 在被净赎回，**这意味着主动偏股基金本身与其负债端的个人投资者之间的认知可能已经出现了分歧**。

图22：货币型 ETF 的申赎情况能较好的反映除货币 ETF 外的货基的申购赎回行为



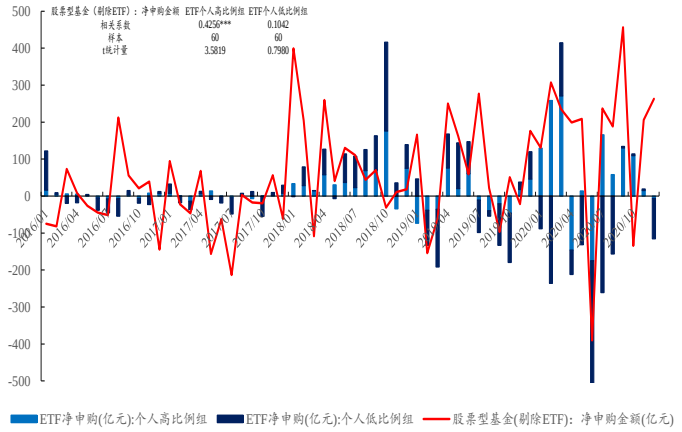
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：上周(20210125-20210129)货币型 ETF 被持续净赎回



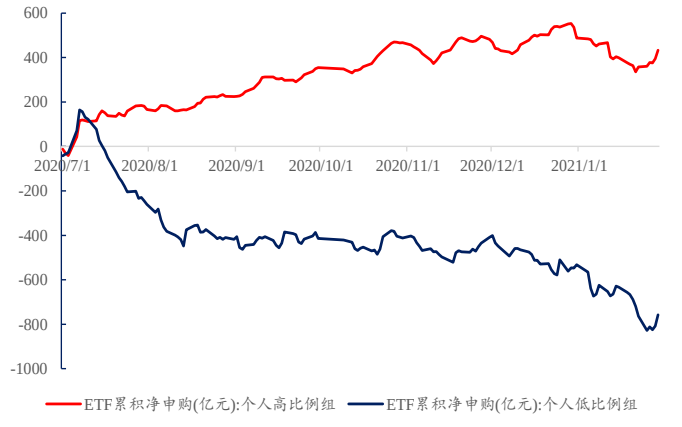
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：个人持有占比较高的股票型ETF的申赎情况能较好的反应股票型基金的申购赎回行为



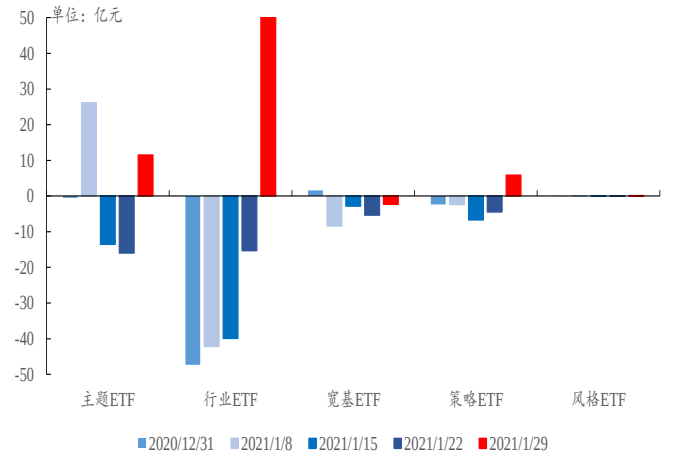
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：上周(20210125-20210129)，个人持有比例较高/较低的ETF均被净申购



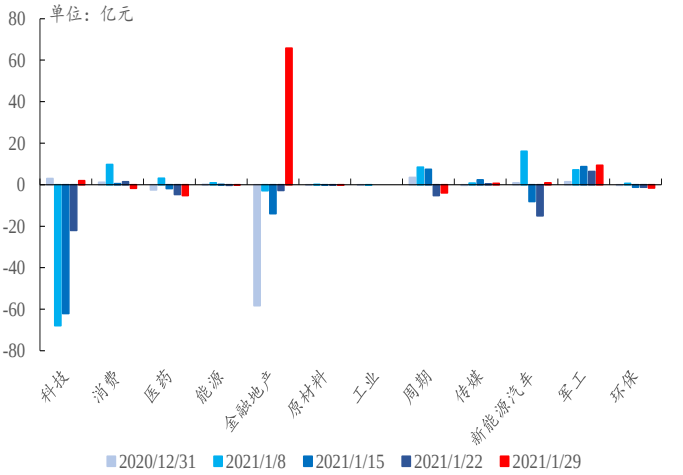
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：上周(20210125-20210129)个人持有比例较高的ETF中，除宽基ETF外均被净申购，其中行业ETF被净申购较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：分行业看，上周(20210125-20210129)个人持有比例较高的ETF中，与金融地产、军工、科技以及新能源车等板块相关的ETF均被净申购，医药以及消费等板块相关的ETF被净赎回



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

测算误差

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn