2021 年 01 月 28 日

策略研究团队

内外分歧背后：来自增量资金的“隐患”--资金跟踪系列之一

——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，通胀预期有所走平**

2021 年 1 月以来，美元指数与美元净多头头寸有所企稳，美债名义/实际利率与通胀预期先升后降，上周(20210118-20210122) 美元指数先下后上，美元净多头头寸略有回落，美债名义/实际利率与其背后反映的通胀预期均震荡下行。

● **南下买入，外资撤出，外资配置盘更偏好 A 股金融周期**

上周(20210118-20210122)南下加速流入，外资逐步撤出，行业配置分歧较大。整体上，**外资配置/交易盘震荡卖出港股通标的。**行业上，南下资金主要净买入软件服务、其他金融、医药、资讯科技器材以及电讯等行业，而**外资配置/交易盘均选择卖出上述行业中的软件服务、其他金融以及电讯板块，分歧较大。**

上周外资配置盘更偏好 A 股，金融周期以及新能源为主要配置方向。整体上看，**外资配置盘净卖出港股通标的同时净买入 A 股，**行业上，外资配置盘同时净买入港股通和 A 股中的电新、银行、医药、化工、地产、有色、轻工以及电子等行业，更偏好 A 股的非银、计算机以及汽车等行业。

上周外资交易盘同时减仓 A 股和港股，在 A 股和港股上的配置分歧较大。整体上看，**外资交易型资金均净卖出港股通标的和 A 股。**分行业看，**外资交易型资金在 A 股和港股通上的分歧较大，仅同时净买入的板块主要为化工板块，**更偏好 A 股中的计算机、医药、轻工以及机械等板块，以及港股中的汽车、电新、银行、纺服以及建材等板块。

● **两融活跃度维持高位，主要加仓电子与新能源车**

上周(20210118-20210122)两融活跃度略有下降，但**仍维持 2020 年 10 月以来的相对高位，**两融投资者主要净买入**电子、电新、有色、非银、汽车以及化工**等行业。

● **理财替代减弱，对“赚钱效应”提出更高要求**

可转化的理财产品变少，货基被持续净申购。2019 年以来，以银行理财为代表的金融资产的到期赎回可能是居民购买基金入市的重要资金来源，**而 2021 年往后银行理财到期数量不断下行，这意味来自银行理财到期赎回资金向基金产品转化力量可能在边际减弱。**同时 2020 年下半年以来，理财预期收益率相较于余额宝/微信理财通等下降，上周(20210118-20210122)有所上升。而当下货币基金正在被持续净申购，**这意味着当前货基也可能在吸纳部分来自理财等资产到期后的资金，货基对于理财等产品而言也存在一定的替代效应，未来货基可能会成为市场增量资金的重要扰动因素之一，**需要进一步持续跟踪。

个人投资者仍在净赎回，主要加仓军工和消费板块。上周个人持有比例较高的 ETF 被持续净赎回，**这意味着存量基金可能已经面临着来自居民部分浮盈兑现的压力。**分行业看，个人持有比例较高的 ETF 中，与科技、新能源车、周期以及金融地产等板块相关的 ETF 均被净赎回，军工以及医药等板块相关 ETF 被净申购。

● **风险提示：**测算误差

相关研究报告

《投资策略点评-不可贪胜》-2021.1.26

《投资策略专题-胜利者的“陷阱”》-2021.1.26

《投资策略周报-不能“犯错”的市场》-2021.1.24

目 录

1、 美元企稳，通胀预期有所走平 3
2、 南下买入，外资撤出，外资配置盘更偏好 A 股金融周期 4
2.1、 南下加速流入，外资逐步撤出，行业配置分歧较大 4
2.2、 外资配置盘更偏好 A 股，金融周期以及新能源为主要配置方向 5
2.3、 外资交易盘同时减仓 A 股和港股，在 A 股和港股上的配置分歧较大 6
3、 两融活跃度维持高位，主要加仓电子与新能源车 7
4、 理财替代减弱，对“赚钱效应”提出更高要求 7
4.1、 可转化的理财产品变少，货基被持续净申购 7
4.2、 个人投资者仍在净赎回，主要加仓军工和消费 9
5、 风险提示 10

图表目录

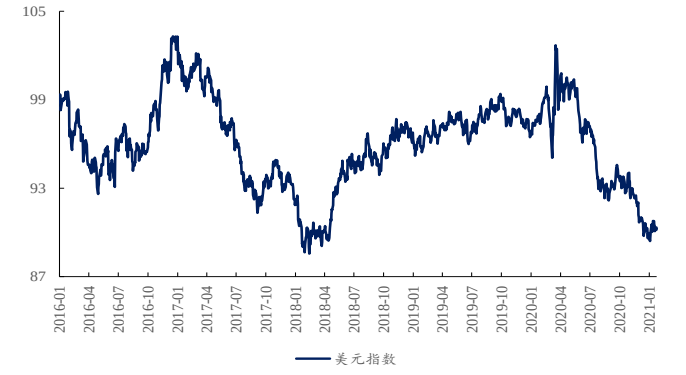
图 1： 2021 年 1 月以来，美元指数有所企稳，上周(20210118-20210122)先下后上 3
图 2： 2021 年 1 月以来，美元净多头头寸亦有所企稳，上周(20210118-20210122)略有回落 3
图 3： 2021 年 1 月以来，美债名义/实际利率先升后降，其背后反映的通胀预期同样先升后降 3
图 4： 2021 年 1 月以来南下资金加速净流入港股，外资配置/交易型资金则逐步卖出港股通标的。上周(20210118-20210122)外资配置/交易型资金震荡卖出港股通标的 4
图 5： 分行业看，上周(20210118-20210122)南下资金主要净买入软件服务、其他金融、医药、资讯科技器材以及电讯等行业，外资配置/交易型资金均选择卖出上述行业中的软件服务、其他金融以及电讯板块 4
图 6： 整体上看，上周(20210118-20210122)外资配置型资金净卖出港股通标的同时净买入 A 股 5
图 7： 分行业看，上周(20210118-20210122)外资配置型资金同时净买入港股通标的和 A 股中的电新、银行、医药、化工、地产、有色、轻工以及电子等行业，更偏好 A 股的非银、计算机以及汽车等行业 5
图 8： 整体上看，上周(20210118-20210122)外资交易型资金均净卖出港股通标的和 A 股 6
图 9： 分行业看，上周(20210118-20210122)外资交易型资金在 A 股和港股通标的上的分歧较大，同时净买入的板块主要为化工板块，更偏好 A 股中的计算机、医药、轻工以及机械等，以及港股中的汽车、电新、银行、纺服以及建材等 6
图 10： 上周(20210118-20210122)两融活跃度略有下降，但仍维持 2020 年 10 月以来的相对高位 7
图 11： 上周(20210118-20210122)两融投资者主要净买入电子、电新、有色、非银、汽车以及化工等行业 7
图 12： 2019 年以来，银行理财产品到期数量和新发数量之差与考虑“赎旧买新”现象之后的基金净认购额存在明显的正相关性，2021 年往后银行理财到期数量不断下行 8
图 13： 2020 年下半年以来，理财预期收益率相较于余额宝/微信理财通等下降，上周(20210118-20210122)有所上升 9
图 14： 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 9
图 15： 2021 年 1 月以来货币型 ETF 基金被持续净申购 9
图 16： 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 10
图 17： 无论 2021 年 1 月以来还是上周(20210118-20210122)，个人持有比例较高/低的 ETF 均被持续净赎回 10
图 18： 上周(20210118-20210122)个人持有比例较高的各类型 ETF 均被净赎回，其中宽基和主题 ETF 被净赎回最多 10
图 19： 分行业看，上周(20210118-20210122)个人持有比例较高的 ETF 中，与科技、新能源车、周期以及金融地产等均被净赎回，军工以及医药等相关 ETF 被净申购 10

本篇报告是开源策略资金跟踪系列的第一篇，这也是我们尝试打开市场运行与投资者行为这一黑箱的工具，我们此前在《神秘的力量：北水中的暗流》、《A 股机构化的理想与现实》、《机构重仓股的分化刚刚开始》以及《南下资金难夺“定价权”》等报告中均有相关的研究，而在该系列中我们试图构建更加高频的资金跟踪框架。具体来看，我们以内外资行为作为研究对象，追踪各类投资者在 A 股和港股上的整体行为和配置方向，从不同投资者的行为之间的协同与分歧，以及相同投资者在不同市场上的协同与分歧寻找市场的运行背后的逻辑。

1、 美元企稳，通胀预期有所走平

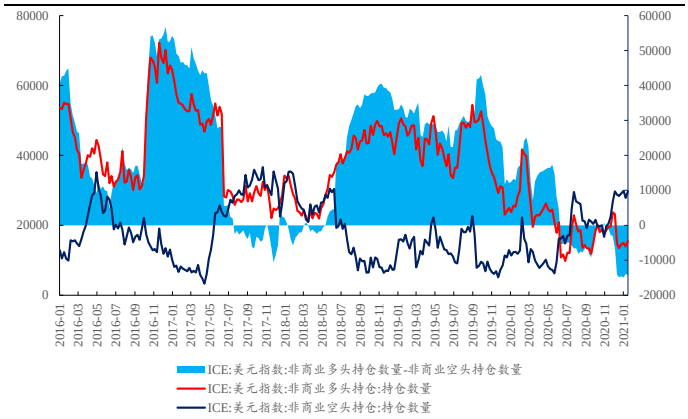
2021 年 1 月以来，美元指数与美元净多头头寸有所企稳，美债名义/实际利率与通胀预期先升后降，上周(20210118-20210122) 美元指数先下后上，美元净多头头寸略有回落，美债名义/实际利率与其背后反映的通胀预期均震荡下行。

图1：2021 年 1 月以来，美元指数有所企稳，上周(20210118-20210122)先下后上



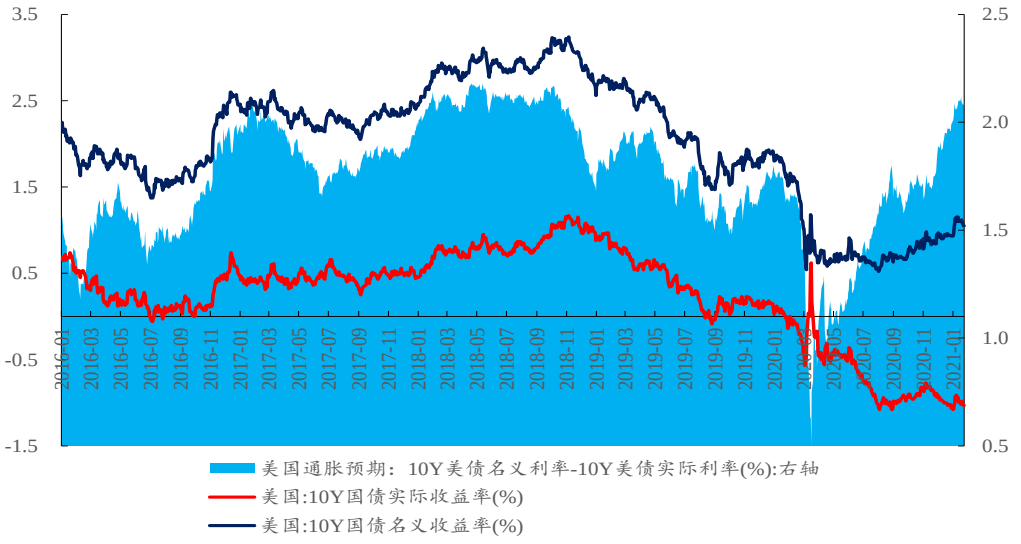
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021 年 1 月以来，美元净多头头寸亦有所企稳，上周(20210118-20210122)略有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2021 年 1 月以来，美债名义/实际利率先升后降，其背后反映的通胀预期同样先升后降



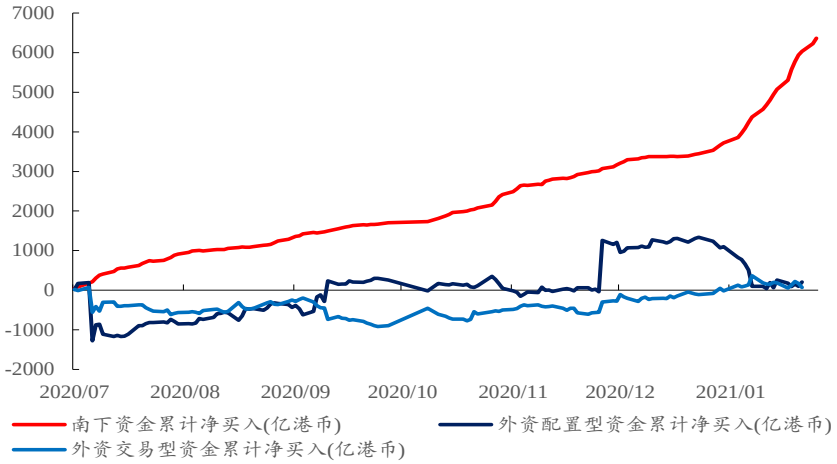
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 南下买入，外资撤出，外资配置盘更偏好 A 股金融周期

2.1、 南下加速流入，外资逐步撤出，行业配置分歧较大

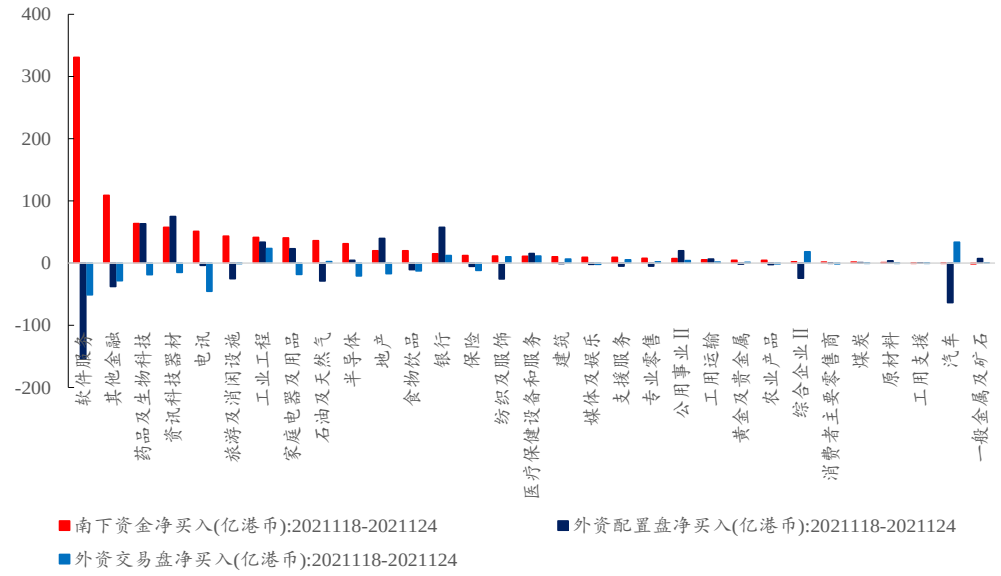
上周(20210118-20210122)整体上看，外资配置/交易盘震荡卖出港股通标的。行业上，南下资金主要净买入软件服务、其他金融、医药、资讯科技器材以及电讯等行业，而外资配置/交易盘均选择卖出上述行业中的软件服务、其他金融以及电讯板块，分歧较大。

图4：2021 年 1 月以来南下资金加速净流入港股，外资配置/交易型资金则逐步卖出港股通标的。上周(20210118-20210122)外资配置/交易型资金震荡卖出港股通标的



数据来源：港交所、开源证券研究所

图5：分行业看，上周(20210118-20210122)南下资金主要净买入软件服务、其他金融、医药、资讯科技器材以及电讯等行业，外资配置/交易型资金均选择卖出上述行业中的软件服务、其他金融以及电讯板块



数据来源：港交所、开源证券研究所

2.2、 外资配置盘更偏好 A 股，金融周期以及新能源为主要配置方向

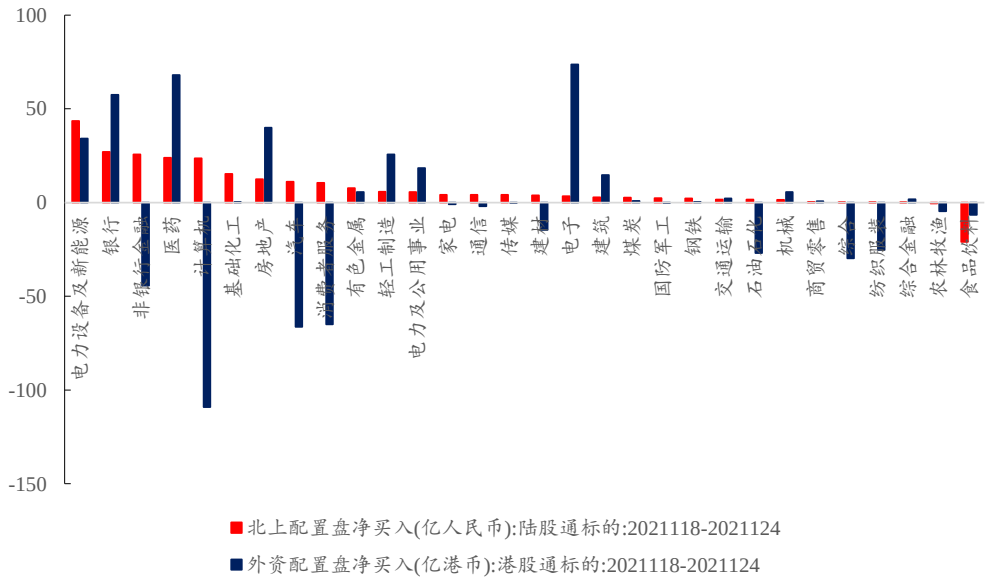
上周(20210118-20210122)整体上看，外资配置盘净卖出港股通标的同时净买入 A 股，行业上，外资配置盘同时净买入港股通和 A 股中的电新、银行、医药、化工、地产、有色、轻工以及电子等行业，更偏好 A 股的非银、计算机以及汽车等行业。

图6：整体上看，上周(20210118-20210122)外资配置型资金净卖出港股通标的同时净买入 A 股



数据来源：港交所、开源证券研究所

图7：分行业看，上周(20210118-20210122)外资配置型资金同时净买入港股通标的和 A 股中的电新、银行、医药、化工、地产、有色、轻工以及电子等行业，更偏好 A 股的非银、计算机以及汽车等行业

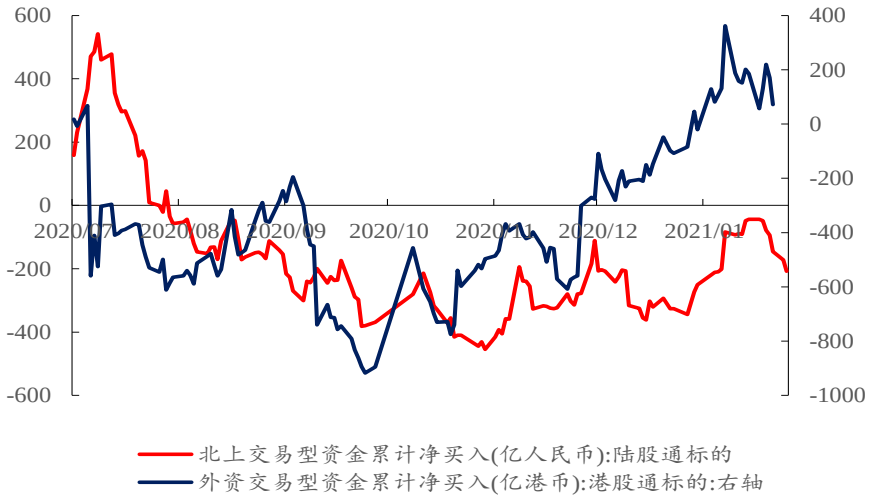


数据来源：港交所、开源证券研究所

2.3、 外资交易盘同时减仓 A 股和港股，在 A 股和港股上的配置分歧较大

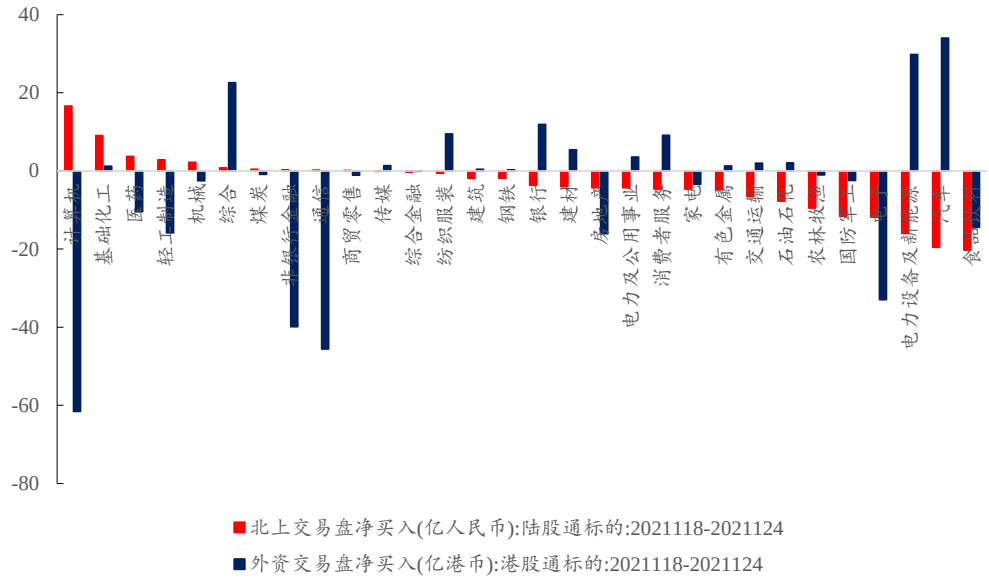
上周(20210118-20210122)整体上看，外资交易型资金均净卖出港股通标的和 A 股。分行业看，外资交易型资金在 A 股和港股通上的分歧较大，仅同时净买入的板块主要为化工板块，更偏好 A 股中的计算机、医药、轻工以及机械等板块，以及港股中的汽车、电新、银行、纺服以及建材等板块。

图8：整体上看，上周(20210118-20210122)外资交易型资金均净卖出港股通标的和 A 股



数据来源：港交所、开源证券研究所

图9：分行业看，上周(20210118-20210122)外资交易型资金在 A 股和港股通标的上的分歧较大，同时净买入的板块主要为化工板块，更偏好 A 股中的计算机、医药、轻工以及机械等板块，以及港股中的汽车、电新、银行、纺服以及建材等板块

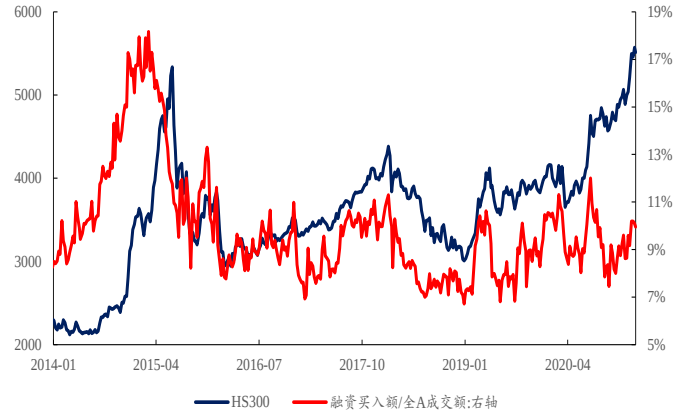


数据来源：港交所、开源证券研究所

3、 两融活跃度维持高位，主要加仓电子与新能源车

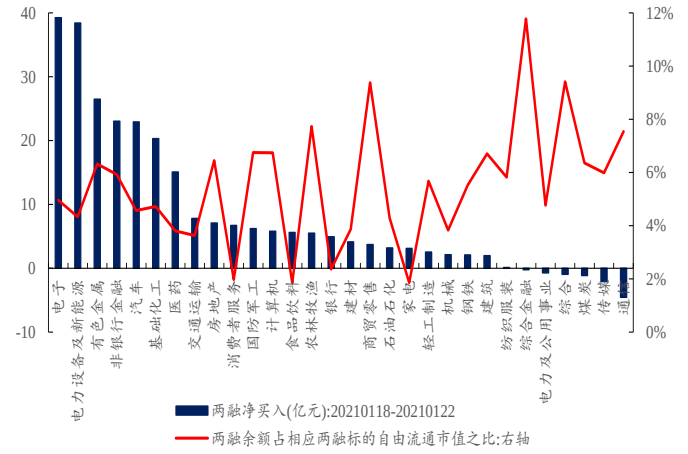
上周(20210118-20210122)两融活跃度略有下降，但仍维持 2020 年 10 月以来的相对高位，两融投资者主要净买入电子、电新、有色、非银、汽车以及化工等行业。

图10：上周(20210118-20210122)两融活跃度略有下降，但仍维持 2020 年 10 月以来的相对高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：上周(20210118-20210122)两融投资者主要净买入电子、电新、有色、非银、汽车以及化工等行业



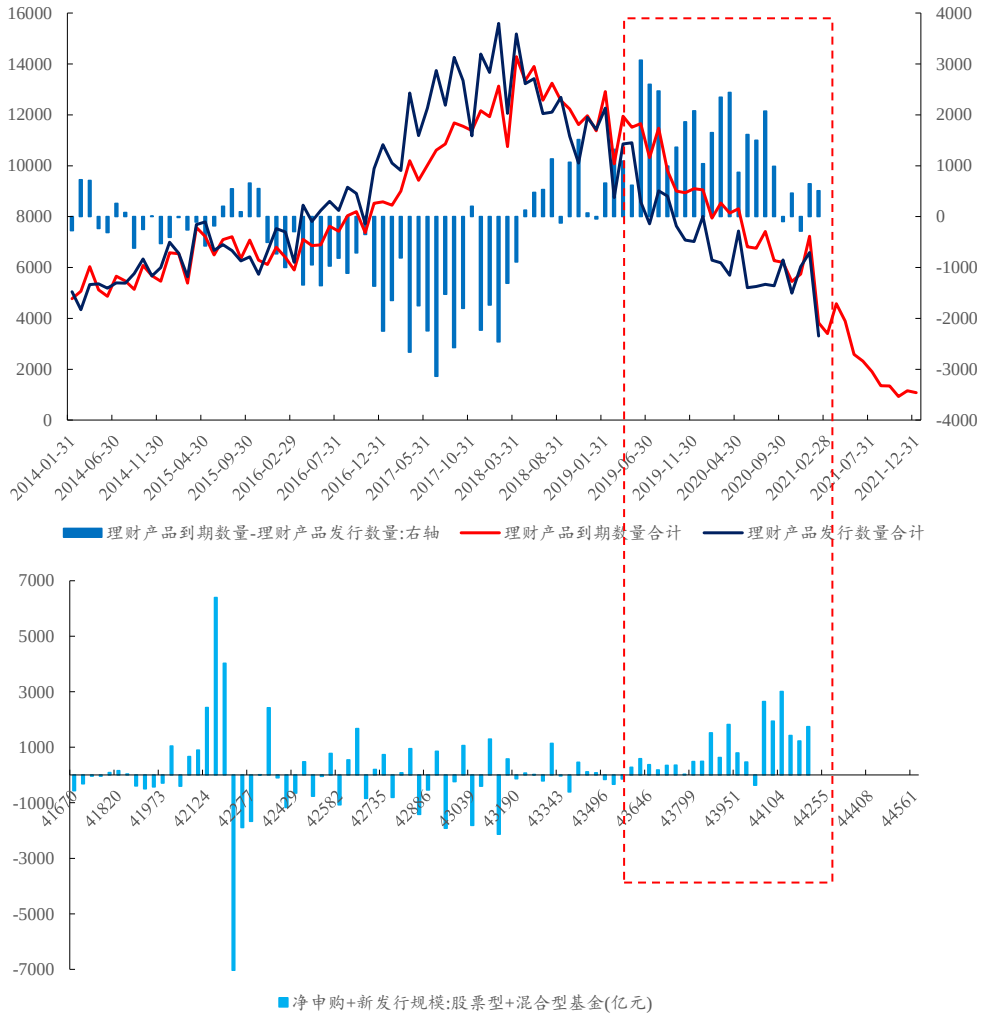
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 理财替代减弱，对“赚钱效应”提出更高要求

4.1、 可转化的理财产品变少，货基被持续净申购

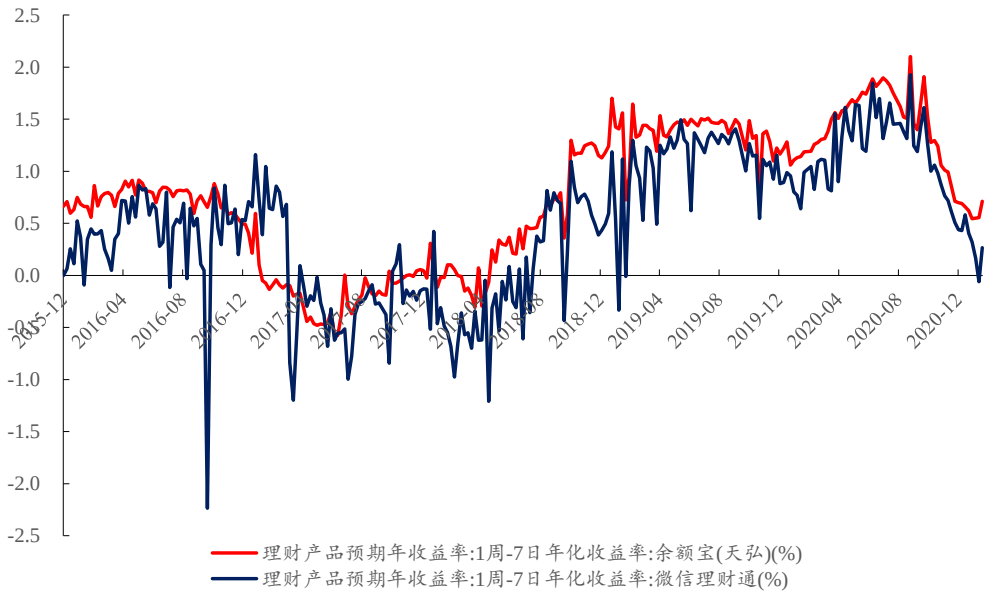
2019 年以来，以银行理财为代表的金融资产的到期赎回可能是居民购买基金入市的重要资金来源，而 2021 年往后银行理财到期数量不断下行，这意味来自银行理财到期赎回资金向基金产品转化力量可能在边际减弱。同时 2020 年下半年以来，理财预期收益率相较于余额宝/微信理财通等下降，上周(20210118-20210122)有所上升。而当下货币基金正在被持续净申购，这意味**着当前货基也可能在吸纳部分来自理财等资产到期后的资金，货基对于理财等产品而言也存在一定的替代效应，未来货基可能会成为市场增量资金的重要扰动因素之一，需要进一步持续跟踪**。

图12：2019年以来，银行理财产品到期数量和新发数量之差与考虑“赎旧买新”现象之后的基金净认购额存在明显的正相关性，2021年往后银行理财到期数量不断下行



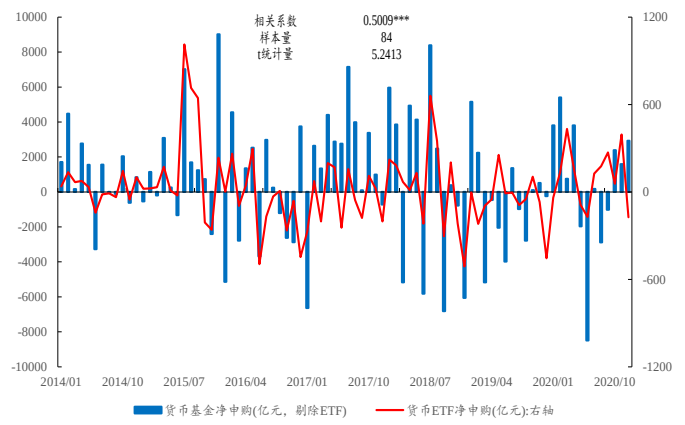
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2020 年下半年以来，理财预期收益率相较于余额宝/微信理财通等下降，上周(20210118-20210122)有所上升



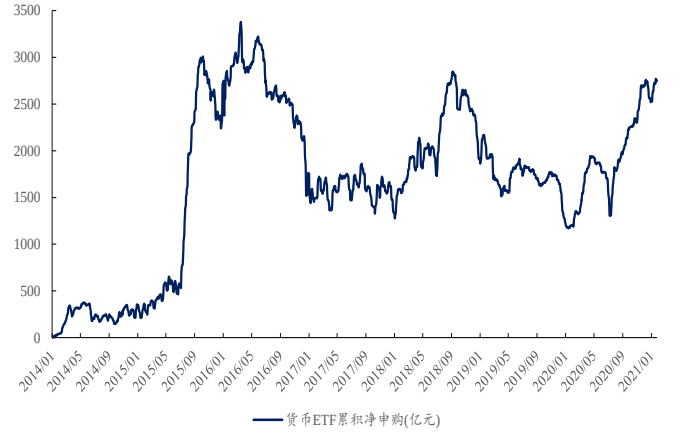
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：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15：2021 年 1 月以来货币型 ETF 基金被持续净申购

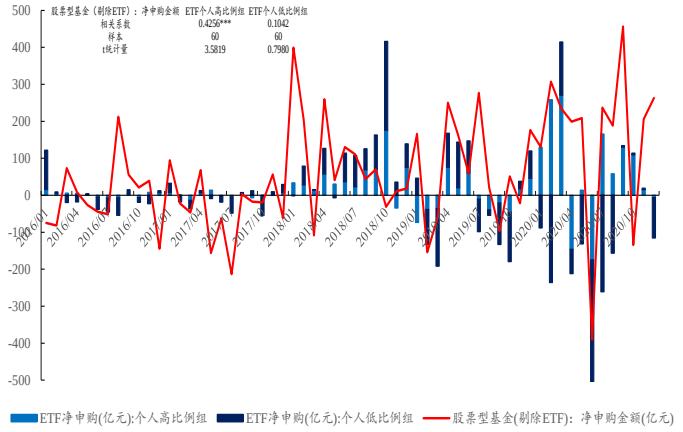


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 个人投资者仍在净赎回，主要加仓军工和消费

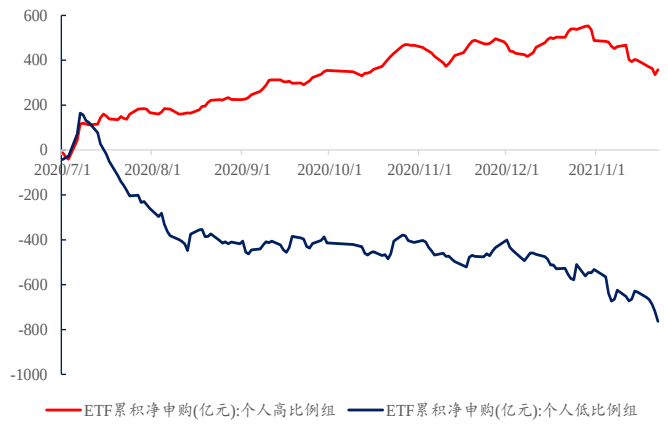
上周(20210118-20210122)，个人持有比例较高的 ETF 被持续净赎回，**这意味着存量基金可能已经面临着来自居民部分浮盈兑现的压力**。分行业看，个人持有比例较高的 ETF 中，与科技、新能源车、周期以及金融地产等板块相关的 ETF 均被净赎回，军工以及医药等板块相关 ETF 被净申购。

图16：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



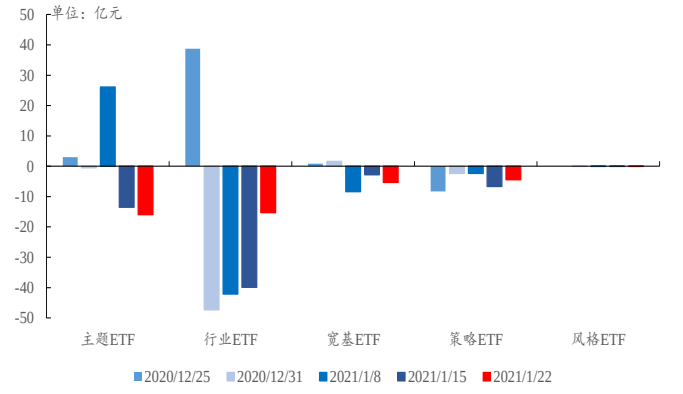
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：无论2021年1月以来还是上周(20210118-20210122)，个人持有比例较高/低的ETF均被持续净赎回



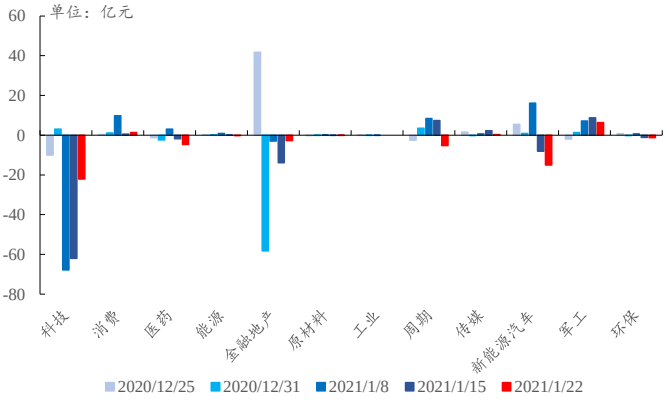
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：上周(20210118-20210122)个人持有比例较高的各类型ETF均被净赎回，其中宽基和主题ETF被净赎回最多



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：分行业看，上周(20210118-20210122)个人持有比例较高的ETF中，与科技、新能源车、周期以及金融地产等板块相关的ETF均被净赎回，军工以及医药等板块相关的ETF被净申购



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