微观资金与市场风格的正反馈如何打破？

基本结论

- **过去两年基金发行和市场风格形成明显的正反馈效应。**2020 年 A 股市场资金结构最大的变化是公募基金的天量发行，股票类基金发行规模高达 1.6 万亿，接近 2019 年的四倍。近两年市场风格和基金发行的正反馈效应是成长风格持续占优的原因之一。具体来说，以新发基金为代表的增量资金对基金重仓板块持续形成支撑，赚钱效应之下进一步提升基金发行规模。今年以来头部基金经理新发基金规模增长显著，在管规模前十大基金经理平均新发基金高达 250 亿，占其平均管理规模的 43%。而这些头部基金经理的重仓股集中度是相对较高的，以 2020 年三季度的数据来看，在管规模前十大基金经理所管理基金的前十大重仓股分布集中在白酒、医药、新能源等板块。

- **在赚钱效应下降和房地产热度不减的背景下，预计今年基金发行或高位回落。**市场对今年公募基金发行预期基本属于线性外推，普遍预期今年基金发行将延续 2020 年的趋势。短期来看基金发行重要影响因素是市场的赚钱效应和房地产市场热度。我们预计后续新发公募基金规模大概率高位回落，原因在于：1）今年头部基金经理新发基金规模激增，管理产品数量和规模再大规模上行存在一定的压力；2）如果明年市场赚钱效应不明显，散户入市（无论是申购基金还是直接投资股票）热钱或明显降温；3）房地产市场仍交易活跃，金融市场高收益下的财富效应外溢至房地产市场的现象明显。从节奏上来看，一季度基金发行或仍延续较高的发行规模，一方面原因在于渠道开门红效应，另一方面原因是于去年高业绩对基金销售形成支撑。预计二季度开始，如果市场没有明显赚钱效应，基金发行将逐步回落。

- **我们判断后续市场风格的拐点或以外资和保险机构为主导，而右侧交易属性的公募基金或是跟随者。**对于今年资金面来说，如果公募基金发行高位回落（预计股票类基金发行规模由 1.6 万亿下降至 8 千亿左右），那么过去两年新发基金位代表的增量资金和市场风格的正反馈效应或有所缓和，这时作为仅次于公募的外资和保险等机构资金在边际意义上对市场的影响或更大，后续市场风格的拐点或以外资和保险机构为主导。

- **市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整同样有限，指数将呈现区间波动趋势，估值分化或将收敛。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。在基本面和货币/信用拐点逐步显现的背景下，今年以来极致的估值分化趋势或迎来逆转，价值股或重新占优。整体来说，在经济企稳回升阶段，各大行业业绩开始同步回升，特别是上游行业开始加速恢复，那么今年以来行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。此外，在流动性由松趋紧的背景下，高估值板块或存在调整压力，低估值板块安全边际凸显。

- **行业配置建议：1）低估值：保险、银行等。**一方面低估值安全边际高；另一方面受益于经济回升和利率曲线陡峭化；**2）景气向上：涨价主线、困境反转、耐用消费品等。**涨价主线：有色、化工等。受益于全球需求复苏的全球大宗商品；困境反转的行业：航空、机场、酒店等。疫情后业绩修复超预期是大概率事件。耐用消费品：家电、家具、消费建材等。受益于消费恢复和中美地产竣工高景气。**3）长期视角： 5G、AI 等成长初期的行业。**在十四五规划窗口，行业或存在戴维斯双击的机会。

- **风险提示：***经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险*

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、过去两年基金发行和市场风格形成明显的正反馈效应.....3
二、基金发行或高位回落，外资和保险或为重要边际资金.....4
三、指数区间波动，估值分化收敛.....5
四、行业配置围绕“低估值、景气向上和长期视角”.....6
重要事件前瞻.....6

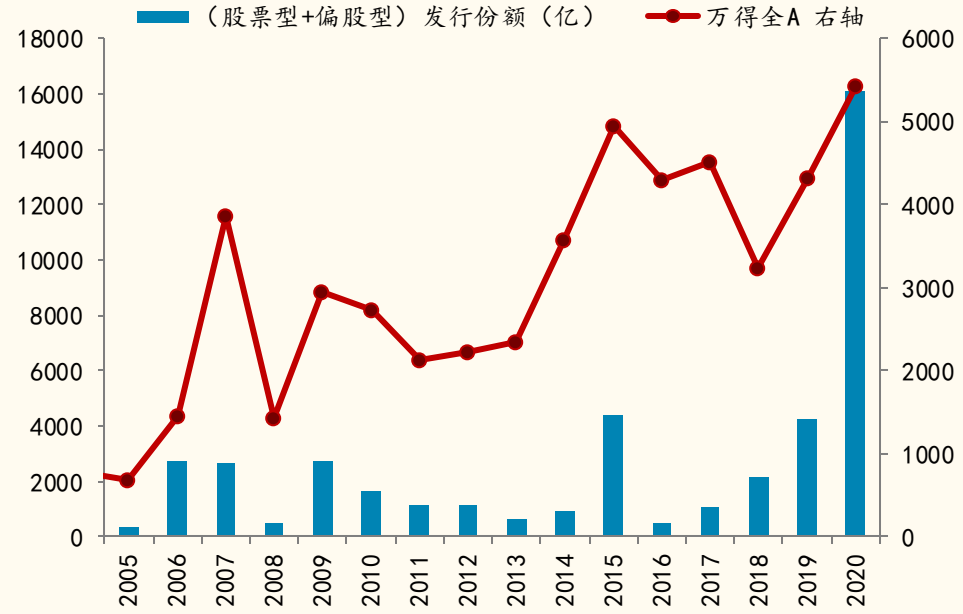
图表目录

图表 1：基金发行与市场行情.....3
图表 2：管理规模靠前的基金经理平均管理基金规模.....4
图表 3：在管规模前十大基金经理所管理基金的前十大重仓股分布（2020Q3）.....4
图表 4：A 股各类机构投资者持仓占比（流通市值口径）.....5
图表 5：重要事件前瞻.....6

一、过去两年基金发行和市场风格形成明显的正反馈效应

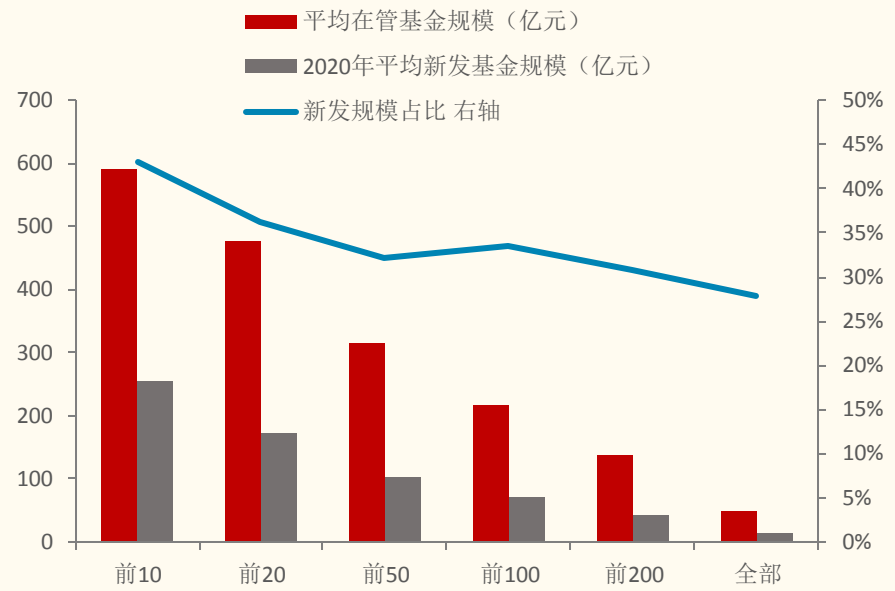
- 2020 年 A 股市场资金结构最大的变化是公募基金的天量发行，股票类基金发行规模高达 1.6 万亿，接近 2019 年的四倍。近两年市场风格和基金发行的正反馈效应是成长风格持续占优的原因之一。具体来说，**以新发基金为代表的增量资金对基金重仓板块持续形成支撑，赚钱效应之下进一步提升基金发行规模。**
- 今年以来头部基金经理新发基金规模增长显著，在管规模前十大基金经理平均新发基金高达 250 亿，占其平均管理规模的 43%。而这些头部基金经理的重仓股集中度是相对较高的，以 2020 年三季度的数据来看，**在管规模前十大基金经理所管理基金的前十大重仓股分布集中在白酒、医药、新能源等板块。**

图表 1：基金发行与市场行情



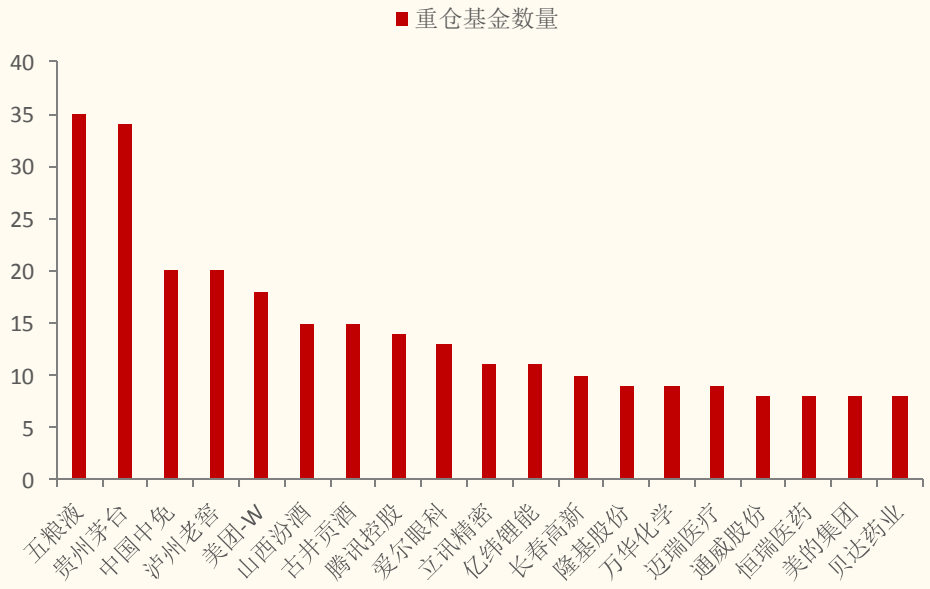
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：管理规模靠前的基金经理平均管理基金规模



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：在管规模前十大基金经理所管理基金的前十大重仓股分布（2020Q3）



来源：Wind、国金证券研究所

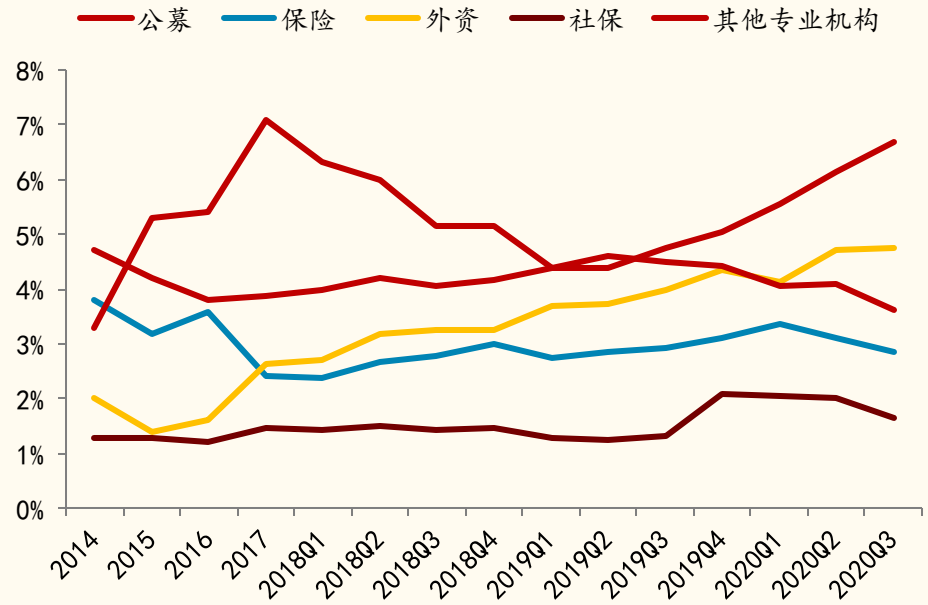
二、基金发行或高位回落，外资和保险或为重要边际资金

■ 市场对今年公募基金发行预期基本属于线性外推，普遍预期今年基金发行将延续 2020 年的趋势。其中市场看好基金发行的重要原因是所谓的理财收益率下降，居民存款搬家。但我们认为这个逻辑在长周期下更为有效，短期来看基金发行重要影响因素是市场的赚钱效应和房地产市场热度。我们预计后续新发公募基金规模大概率高位回落，原因在于：**1）今年头部基金经理新发基金规模激增，管理产品数量和规模再大规模上行存在一定的压力；2）如果明年市场赚钱效应不明显，散户入市（无论是申购基金还**

是直接投资股票）热钱或明显降温；3）房地产市场仍交易活跃，金融市场高收益下的财富效应外溢至房地产市场的现象明显。

- 从节奏上来看，一季度基金发行或仍延续较高的发行规模，一方面原因在于渠道开门红效应，另一方面原因是于去年高业绩对基金销售形成支撑。预计二季度开始，如果市场没有明显赚钱效应，基金发行将逐步回落。
- 对于今年资金面来说，如果公募基金发行高位回落（预计股票类基金发行规模由 1.6 万亿下降至 8 千亿左右），那么过去两年新发基金位代表的增量资金和市场风格的正反馈效应或有所缓和，这时作为仅次于公募的外资和保险等机构资金在边际意义上对市场的影响或更大。**我们判断后续市场风格的拐点或以外资和保险机构为主导，而右侧交易属性的公募基金或是跟随者。**

图表 4：A 股各类机构投资者持仓占比（流通市值口径）



来源：Wind、国金证券研究所

三、指数区间波动，估值分化收敛

- A 股市场核心矛盾仍是经济增长和货币政策的拉锯。“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。此外，从股票风险溢价来看，当前市场风险偏好仍处在高位，风险溢价在过去三年均值的负一倍标准差的位置存在一定的均值回归压力。**总体而言市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**
- **后续观察政策拐点的重要时间节点在春节后至两会期间。**在市场分歧扩大的背景下，12 月和 1 月的金融数据是市场重点关注的焦点，数据上将直接反映 11 月社融增速下行的持续性。而更为重要的是，我们认为临近年底和春节前，央行政策仍以维持流动性稳定为主，春节后和两会期间将是观察政策拐点的重要时间节点，特别是央行公开市场操作和两会前后金融监管部门对外发声透露的政策取向。
- **在基本面和货币/信用拐点逐步显现的背景下，今年以来极致的估值分化趋势或迎来逆转。**整体来说，明年疫情缓和之下全球经济大概率共振恢复，在经济企稳回升阶段，各大行业业绩开始同步回升，特别是上游行业开始加速恢复，那么今年以来行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相

对基本面优势或并不显著。此外，在流动性由松趋紧的背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。无论是基本面还是流动性的角度，价值股或重新占优。

四、行业配置围绕“低估值、景气向上和长期视角”

- 我们认为部分高估值板块或面临估值调整压力，特别是那些估值没有业绩支撑的板块和个股，而低估值板块安全边际的优势将逐步显现。此外，需要聚焦景气改善的行业配置价值。围绕“低估值、景气向上和长期视角”的行业配置思路如下：
- **低估值：保险、银行等**

  一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。
- **景气向上：涨价主线、困境反转、耐用消费品等**

  1）涨价主线：有色、化工等。受益于全球需求复苏的全球大宗商品，特别是供给端结构优化的行业，如工业金属和部分化工品种。

  2）困境反转的行业：航空、机场、酒店等。疫情对行业冲击最严重的阶段已经过去，只要能继续运营，业绩修复超预期是大概率事件。

  3）耐用消费品：家电、家具、消费建材等。耐用消费品作为典型的早周期品种将率先受益于经济复苏，此外明年中国和美国地产竣工或维持高景气，地产竣工产业链行业或充分受益。
- **长期视角：5G、AI 等成长初期的行业**

  在十四五规划的窗口期，在政策催化和行业自身周期驱动下，部分处在成长初期行业或存在戴维斯双击的机会。

重要事件前瞻

图表 5：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：***经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、拜登加税等政策超市场预期*

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402