2020 年 12 月 05 日

策略研究团队

机构配置的变局时刻——2021 年度“新共识”系列（二）

——投资策略专题

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

● **主动偏股基金的破局：追寻高 ROE，但是降低估值风险**

无论全 A 还是行业，长期回报均有向 ROE 回归的特征，当估值驱动的收益率远大于 ROE 后，这部分的“透支”将在未来由 ROE 的提升与收益率的降低进行同时消化，即“还旧账”。**偏股基金在“还旧账”时期并非简单寻找低估值，而是倾向于维持组合 ROE 不变同时降低估值水平**。这是均衡了预期收益和估值风险后的占优策略。历史上看，主动偏股基金从不“抱残守缺”，进入还旧账时期后总在寻找估值与景气更为匹配的资产。当下看：**2020Q3 主动偏股公募在金融周期的低配情况与 2010Q3/2016Q3 相似，未来正好对应历史上滞胀/过热，这与当下市场两种经济的主流预期恰好一致**。历史经验显示，**后续时期将面临负债端流入减缓、抱团瓦解等特征，而金融板块都成为了增配的方向，成长板块会面临减配调仓的压力**。主动偏股基金当下持仓 ROE 只是中高水平，但估值为 2016 年以来的最高点，**选择 ROE/PB 角度更有性价比的资产可能是未来的重要任务。大类板块看金融和周期最符合提升性价比的需求**。

● **陆股通的抉择：寻找性价比的“新核心资产”**

“还旧账”期北上往往会选择提升组合 ROE，或者在维持 ROE 的同时降低 PB。7 月 2 日以来北上主要净买入金融周期，净卖出消费，**北上资金正在积极定价中国复苏，而未来随着全球经济复苏共振，北上可能将继续增配金融和周期板块**。以年度看，2020 年以来北上资金持有白酒板块市值大幅增长背后是外资在逐步净卖出白酒板块，**较贵的估值可能是其背后的原因，“越涨越卖”背后指示了核心资产也有性价比的考量**，投资者不应该单纯根据北上资金进行交易，但应该重新审视组合的风险收益比。当下北上持仓 PB 已经达到 2014Q4 以来的高点，ROE 处于自身历史上的中等水平。**北上资金大概率会选择维持自身高 ROE 的同时降低组合 PB**。从持仓大类板块性价比看，金融与周期是未来配置倾斜的重点。

● **其他各类机构：“新共识”正在汇聚**

险资：截至 2020Q3，保险资金前 50 重仓股 PB 较低，ROE 继续下行，当前位于历史中枢以下位置，**寻找高景气，提升 ROE 资产可能是当下险资的配置选择**。而险资在“还旧账”期均倾向于增配金融，且当下金融周期板块中高 ROE 或预期 ROE 边际提升资产较多，估值较低，**金融周期板块未来预计将获得保险增配**。

社保：截至 2020Q3，社保前 50 重仓股 ROE 处于 2010 年以来低位，PB 较低但处于中枢以上的水平，**提高组合 ROE 并降低资产 PB 可能是主要资产配置方向**。

QFII：截至 2020Q3，QFII 前 50 重仓股 ROE 处于历史低位，PB 处于高位，**提升 ROE 并降低 PB 将是 QFII 投资者的最优选择**。

● **机构“新共识”形成：唯变不破**

对于 2021 年，投资者应该从过去 2 年形成的“好赛道”的惯性认知抽离，以寻求改变的态度，重新衡量全市场的风险与收益比。当下宏观经济的复苏已经为更广维度的价值发现提供了基础。历史经验启示我们，**专业机构投资者将逐步从传统的配置习惯中走出，积极求变，立于市场变更浪潮之中**。

风险提示：国内经济下行超预期；货币超预期宽松；海外经济复苏不及预期

相关研究报告

《投资策略周报-汇聚“新共识”，重归 ROE》-2020.11.29

《投资策略专题-A 股的“武德”：回归 ROE——2021 年度“新共识”系列（一）》-2020.11.28

目 录

1、 主动偏股基金的决策：追寻高 ROE，但是降低估值风险 4
1.1、 偏股基金持仓：没有永远的抱团，积极求变 4
1.2、 寻变之路：板块配置分化已是必然 7
1.3、 热度褪去，重归平静 8
1.4、 又回到“通胀”的起点，抱团或瓦解 9
1.5、 展望主动偏股基金：维持高 ROE 的同时降低估值风险 11
2、 陆股通的抉择：审视核心资产 12
2.1、 “还旧账”期的陆股通：寻找高 ROE or 维持 ROE 同时降低 PB 12
2.2、 核心资产的思考：买入 or 卖出 14
2.3、 PB/ROE 视角看陆股通抉择：维持高 ROE 的同时降低 PB 15
3、 其他各类机构：高 ROE/低 PB 资产亦是最优方向 15
3.1、 保险资金：寻找高景气，提升 ROE 15
3.1.1、 “还旧账”期的保险资金：提升 ROE 15
3.1.2、 PB/ROE 视角看保险资金：寻找高景气，提升 ROE 17
3.2、 社保基金：提升 ROE，同时降低估值风险 18
3.2.1、 “还旧账”期的社保基金：提高 ROE 相对于 PB 的水平 18
3.2.2、 PB/ROE 视角看社保基金的抉择：寻找高景气，提升 ROE 19
3.3、 QFII：提升 ROE，同时降低估值风险 20
3.3.1、 “还旧账”期的 QFII：寻找高景气，提升 ROE 20
3.3.2、 PB/ROE 视角看 QFII 的抉择：提升 ROE，降低 PB 21
4、 序幕已开：机构投资者将积极求变 22
5、 风险提示 22

图表目录

图 1： Wind 全 A 的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差的趋势与主动偏股基金的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差的趋势大致相同 4
图 2： 通过对比主动偏股基金前 50、前 100 以及全部重仓股的 ROE 来看，前 50 重仓股的加权 ROE 最高 4
图 3： 主动偏股基金的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差与主动偏股基金前 50 重仓股的 ROE/PB 显著负相关 5
图 4： 2008 年以来，主动偏股基金前 50 重仓股共经历 4 次较大幅度的估值下行，此时持仓 ROE 往往会提升或维持高位，由此带来 ROE 与 PB 之比提升 6
图 5： 从 4 次“还旧账期”来看，当主动偏股基金选择主动降低 PB 提升 ROE 时，主动偏股基金收益率与 ROE 之差将提升 7
图 6： 在 4 次“还旧账”下行时，除 2017 年成长 PB 上行外，主动偏股公募持有金融、周期、成长、消费以及其他风格板块的整体 PB 均趋于下行。相比于 2020Q2，2020Q3 成长板块估值开始回落，消费板块估值仍较大幅度上升 8
图 7： 在 4 次“还旧账”下行时， ROE 维持高位或抬升背后的驱动力也不尽相同 8
图 8：从历史上看，在 4 次“还旧账”下行时，对于主动偏股基金无论是佣金占比，还是申购赎回频率都会趋于下行（2017Q2-2018Q2 的佣金占比除外） 9
图 9： 从历史上看，2010Q3 和 2016Q3 往后，主动偏股基金的行业配置集中度均下降 11
图 10： 截至 2020Q3，主动偏股前 50 重仓股的 PB 水平为 2016 年以来的高点，ROE 水平仍维持高位 11
图 11： 在 2016Q2-2016Q4 和 2017Q2-2018Q3 两次“还旧账”期，陆股通前 50 重仓股 ROE 往往维持稳定或提升，2016Q2-2016Q4 估值下行，2017Q2-2018Q3 估值上行但幅度低于 ROE 的上升 12

图 12： 2016Q2-2016Q4，陆股通主要增配金融和成长，2017Q2-2018Q3 陆股通主要增配成长、消费以及周期 13
图 13： 2016 年 Q2 以来，在全 A 两次“还旧账期”中，整体 PB 估值微降或上行 13
图 14： 2016 年 Q2 以来，在全 A 两次“还旧账期”中，陆股通持仓 ROE 维持高位或提升的风格板块来源不同 13
图 15： 自 2020 年 7 月 2 日以来，截至 12 月 3 日，北上主要净买入周期、成长以及金融板块，主要净卖出消费板块 14
图 16： 从年度视角看，2018 年为北上净买入白酒的高点，2019-2020 年开始逐年净卖出白酒，但持有市值不断增长 .15
图 17： 在 A 股 4 次“还旧账”期，除了 2010Q3-2012Q3（PB 和 ROE 同时下行）外，社保资金由于前 50 重仓的 PB 较低，因此 PB 往往波动较小，ROE 往往高位震荡或提升 16
图 18： 4 次 A 股的“还旧账”期，保险均倾向于增配金融，微增或减配成长 16
图 19： 4 次 A 股的“还旧账”期，保险资金配置的各类风格板块的 PB 下行 17
图 20： 4 次 A 股的“还旧账”期，保险持仓 ROE 维持高位或提升的风格板块来源不同 17
图 21： 7 月以来，南下资金不断净买入金融板块 17
图 22： 在 A 股 4 次“还旧账”期，社保基金前 50 重仓股的 PB 和 ROE 的变化趋势往往较为一致：同时降低 PB/ROE 或者同时提升 PB/ROE，且 PB 下降（上升）速度往往会快于（慢于）ROE 18
图 23： 4 次 A 股的“还旧账”期，除 2010Q3-2012Q3 外，社保基金各风格配置波动较小 19
图 24： 4 次 A 股的“还旧账”期，社保基金配置的各类风格板块的 PB 下行 19
图 25： 4 次 A 股的“还旧账”期，除 2010Q3-2012Q3 持仓 ROE 下降外，社保持仓 ROE 维持高位或提升的风格板块来源不同 19
图 26： 在 A 股 4 次“还旧账”期，QFII 的前 50 重仓股的 ROE 往往趋于提升，PB 的变化在不同时期有所不同 20
图 27： 4 次 A 股的“还旧账”期，QFII 增配的风格各有不同 21
图 28： 4 次 A 股的“还旧账”期，QFII 配置的各类风格板块的 PB 下行或略有抬升 21
图 29： 4 次 A 股的“还旧账”期，QFII 持仓 ROE 维持高位或提升的风格板块来源不同 21

表 1： 截至 2020Q3，主动偏股公募在金融和周期板块的超低配情况与 2010Q3 和 2016Q3 相似 10
表 2： 2010Q3 之后三个季度，主动偏股基金的金融板块的超配比例持续提升 10
表 3： 2016Q3 之后三个季度，主动偏股公募在金融板块的超配比例持续提升，周期板块的超配比例先升后略有下降，成长板块的超配比例持续下降 10

我们在此前的 2021 年度“新共识”系列（一）中提到：无论全 A 还是行业，长期回报均有向 ROE 回归的特征，**当估值驱动的收益率远大于 ROE 后，这部分的“透支”将在接下来的一段时间内由 ROE 的提升与收益率的降低进行同时消化，即“还旧账”。而面对 2019-2020 年大部分行业的收益率“抢跑”ROE，如果投资者对于 2021 年的流动性与政策环境的基准假设无法超越 2019-2020，那么需要认识到 2021 年市场收益率大概率会向均值回归。**

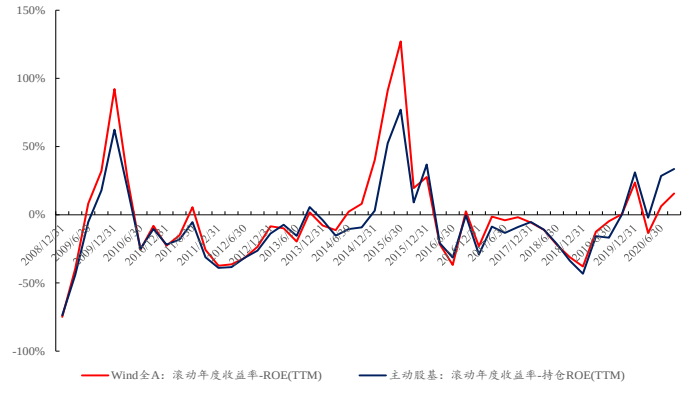
开源策略团队 2020 年以来做了大量关于投资者行为的研究，我们并非试图以投资者行为研究去预测市场。恰恰相反，我们一直试图于帮助投资者摆脱“资金崇拜”，将视野回归到基本面决定的资产“预期收益率”中。我们认为，市场中的投资者行为从来都处于变化过程中，因为股票从来不是单独被割裂为“便宜有便宜的道理”和“贵的就是好”两边，价值和成长之间本就存在连接：即为股东提供回报的能力（ROE）。我们将研究对象设定为机构投资者，同样的我们以预期回报和风险两个角度，衡量他们在“还旧账”时期的抉择，以更丰富的视角理解系统性变化对于投资者行为的影响。

1、 主动偏股基金的决策：追寻高 ROE，但是降低估值风险

1.1、 偏股基金持仓：没有永远的抱团，积极求变

对于主动偏股公募而言，通过对比，我们发现：**Wind 全 A 的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差的趋势与主动偏股基金的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差的趋势大致相同，且**当两者相差过大时往往有收敛的可能，而这一时期大概率发生在“还旧账”时期：估值下行期。背后的潜在语言是：**如果公募基金的组合资产的估值扩张水平超过了全市场平均水平，在后期往往面临着更大幅度的估值压力。**同时，我们通过拆分主动偏股基金前 50、前 100 以及全部重仓股的 ROE 发现：前 50 重仓股的加权 ROE 最高。**这意味着：大部分时刻，机构投资者真正锚定的其实是高 ROE 水平资产，即当期景气度在机构决策权重中十分重要。**

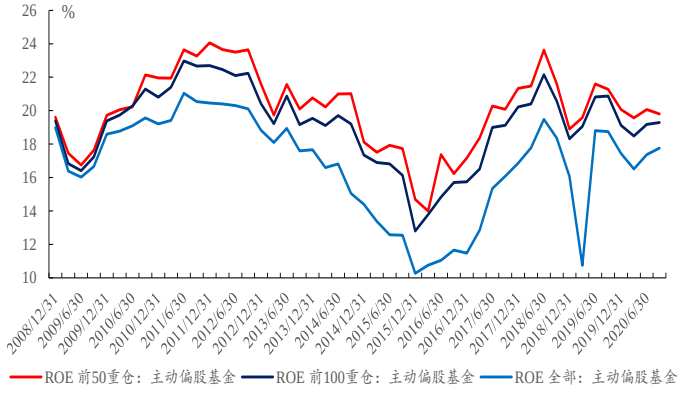
图1：Wind 全 A 的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差的趋势与主动偏股基金的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差的趋势大致相同



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：主动偏股公募包括：普通股票型、偏股混合型、灵活配置型以及平衡混合型基金。

图2：通过对比主动偏股基金前 50、前 100 以及全部重仓股的 ROE 来看，前 50 重仓股的加权 ROE 最高

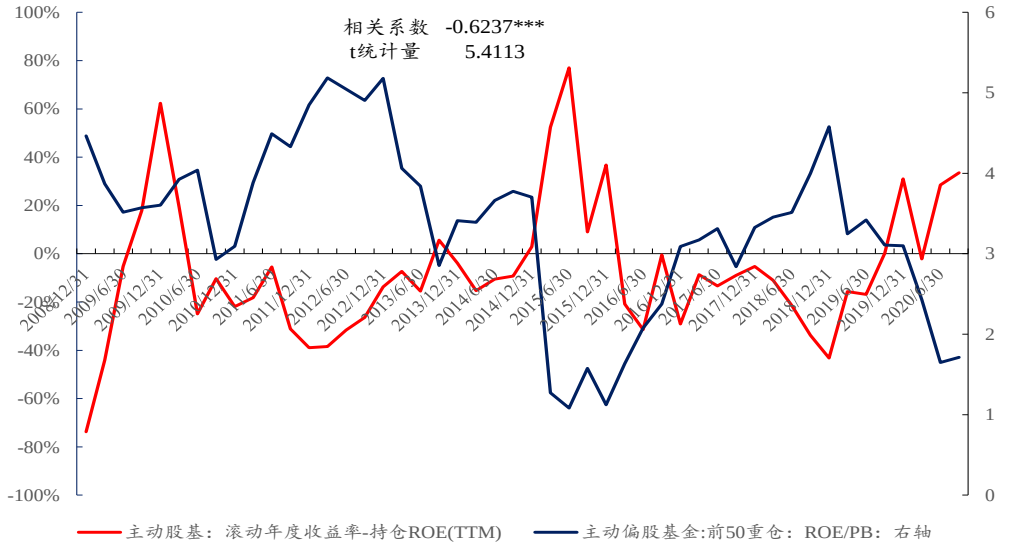


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：加权 ROE 的权重为主动偏股基金持有市值。

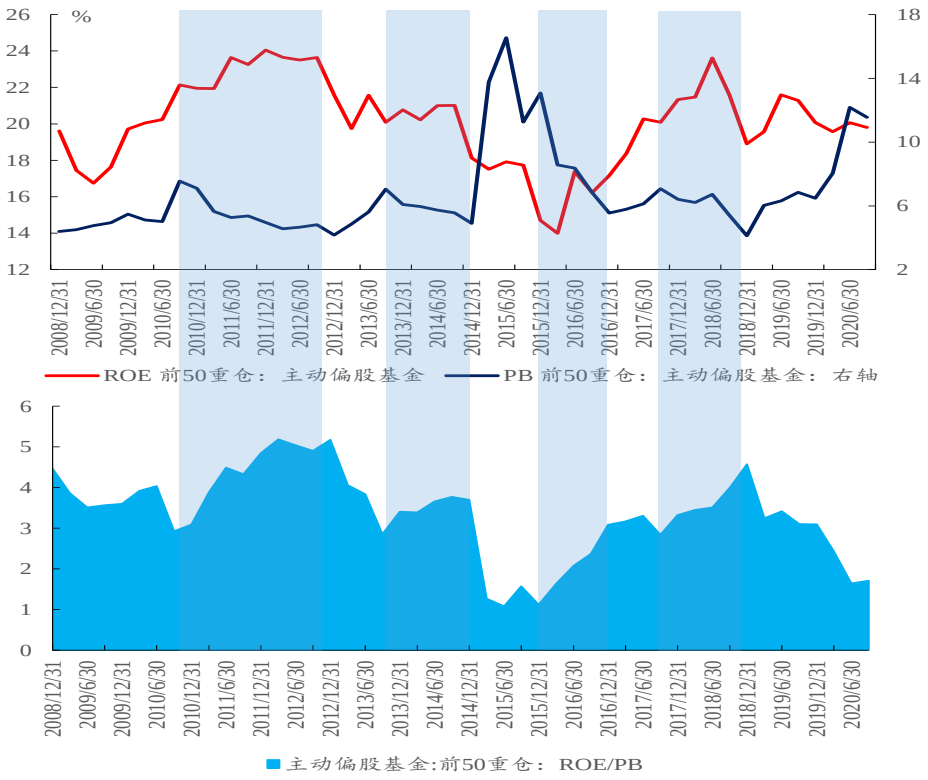
积极寻变，机构投资者从来不会对估值压力视而不见。更进一步通过测算我们发现：主动偏股基金的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差与主动偏股基金前 50 重仓股的 ROE/PB 显著负相关。即**当主动偏股基金的收益率大幅跑赢持仓的 ROE 时，其前 50 重仓股的 ROE 往往相对于 PB 处于阶段低点，估值扩张对收益率形成了主要贡献，其结果就是持仓的性价比也因此降低**，而随着主动偏股基金的收益率与 ROE 之差从高点回落，前 50 重仓股持仓的 ROE/PB 逐步提升。值得一提的是，2008 年以来，主动偏股基金前 50 重仓股共经历 4 次较大幅度的估值下行，正好对应此前报告中的“还旧账”时期，而此时前 50 重仓股持仓 ROE 往往会提升或维持高位。**此时机构投资者仍愿意重仓的资产是：比之前有更高的当期景气度，或者以更低估值风险换取与此前资产同等水平的当期景气。**

图3：主动偏股基金的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差与主动偏股基金前 50 重仓股的 ROE/PB 显著负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

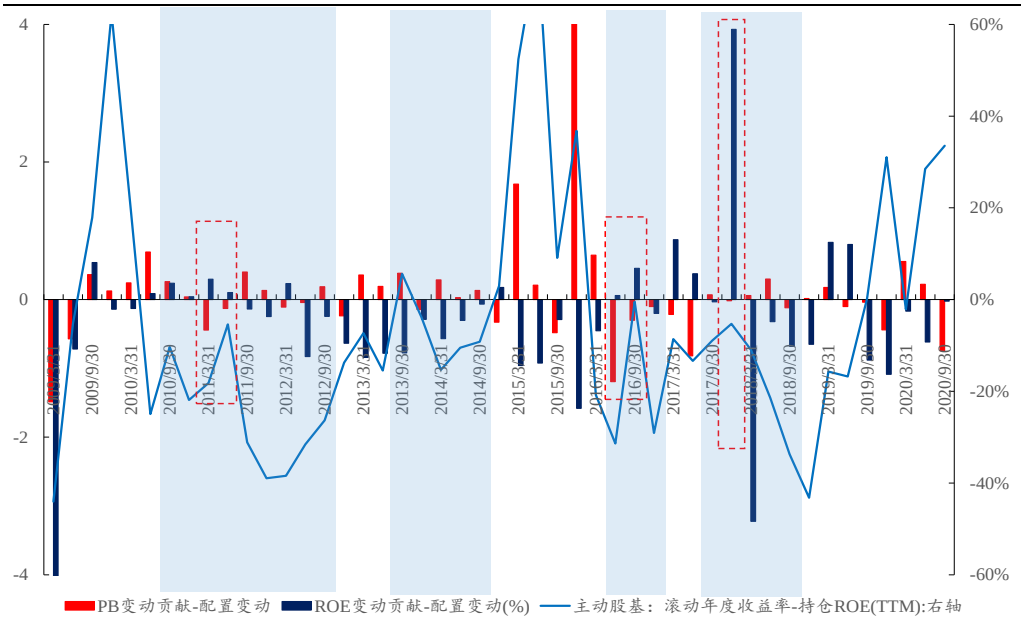
图4：2008 年以来，主动偏股基金前 50 重仓股共经历 4 次较大幅度的估值下行，此时持仓 ROE 往往会提升或维持高位，由此带来 ROE 与 PB 之比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

分析其背后的原因：从 4 次“还旧账期”来看，当主动偏股基金选择主动降低 PB 提升 ROE 时，主动偏股基金收益率跑输 ROE 的情况将得以改善，反之同样成立。数据背后的含义是：在“还旧账”期整体收益率开始跑输 ROE 时，主动降低自身组合的 PB 并提高 ROE 水平的基金可以面对较小的估值压力；反之，如果基金选择“硬抗”估值压缩，其结果将可能是手中资产出现景气上升股价不上涨甚至是估值业绩出现“双杀”。**历史经验显示，主动调降 PB、提高 ROE 的主动求变，能够较好的应对“还旧账”期下资产配置的困局。**

图5：从 4 次“还旧账期”来看，当主动偏股基金选择主动降低 PB 提升 ROE 时，主动偏股基金收益率与 ROE 之差将提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：我们使用各个行业超低配的变动与期初期末 PB 或者 ROE 的均值之积加总来度量由于配置变动带来的 PB 或者 ROE 变动

1.2、 寻变之路：板块配置分化已是必然

从每一类风格板块的 PB/ROE 来看：在 4 次“还旧账期”，除 2017 年成长 PB 上行外，**主动偏股公募持有金融、周期、成长、消费以及其他风格板块的整体 PB 均趋于下行，而每一轮 ROE 维持高位或抬升背后的驱动力也不尽相同**：

1）2010Q3-2012Q4 主要来源于消费板块的提升，金融和成长板块基本稳定；

2）2013Q3-2014Q3 主要源于金融板块保持稳定；

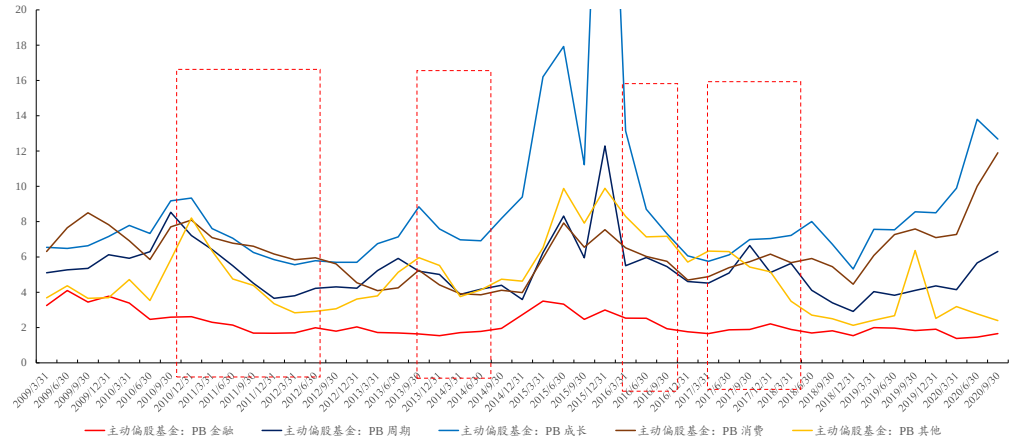
3）2016Q2-2016Q4 以及 2017Q2-2018Q3 消费、周期、成长以及金融均出现了提升，其中周期板块边际提升幅度最大。

值得一提的是，金融板块的 PB 始终为主动偏股基金持仓最低的，且 ROE 水平在各类风格中的排名往往处于中上水平，且在经济复苏期会迎来回升。这意味着，增配金融对于主动偏股基金而言可能是降低自身 PB 水平而维持 ROE 的最优方向。

对于 2020Q3 而言，估值方面，相比于 2020Q2，成长板块估值开始回落，消费板块估值仍较大幅度上升；ROE 方面，金融板块和消费板块的 ROE 有所下降，周期和成长等板块提升。这意味着，**成长板块已经在面临“还旧账”的压力，消费板块则可能即将面临“还旧账”的压力。**我们在报告《风格切换的根基已牢固》中提到，顺周期板块开始成为主动偏股基金的进攻方向，当前主动偏股基金配置的周期板块 ROE 开始提升，虽然金融板块 ROE 有所下行，但随着经济复苏带来的业绩改善且金融板块的估值较低，金融板块的低 PB 和边际提升的 ROE 将成为主动偏股基金的进攻方向。**历史经验显示：偏股基金组合中的消费资产 ROE 水平并非历史高位，但是估值水平已经创下历史新高，如果没有大幅景气回升，后续可能需要消费板块降估**

值以达到合理水平。当然可能是被动降估值或者主动降估值（即通过内部调仓实现估值下降），我们认为两种方式可能是同时发生并相互影响的。

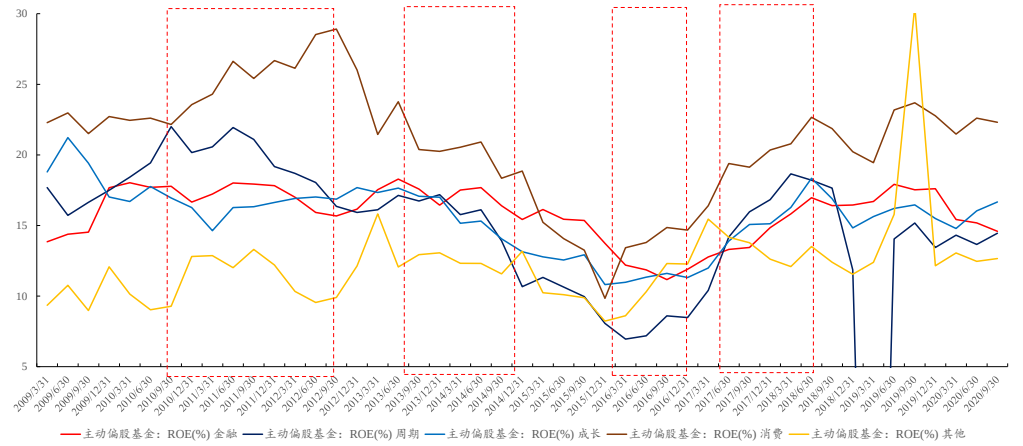
图6：在 4 次“还旧账”下行时，除 2017 年成长 PB 上行外，主动偏股公募持有金融、周期、成长、消费以及其他风格板块的整体 PB 均趋于下行。相比于 2020Q2，2020Q3 成长板块估值开始回落，消费板块估值仍较大幅度上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：一、1）金融包括：银行、非银、地产；2）周期包括：机械、建筑、建材、石油石化、有色、交运、化工、钢铁、煤炭；3）成长包括：TMT、医药、电新、军工；4）消费包括：家电、农业、商贸零售、消费者服务、轻工制造、食品饮料、纺织服装、汽车；5）其他包括：综合、综合金融、电力及公用事业；二、分风格板块的 PB 与 ROE 按照持仓加权平均。

图7：在 4 次“还旧账”下行时， ROE 维持高位或抬升背后的驱动力也不尽相同



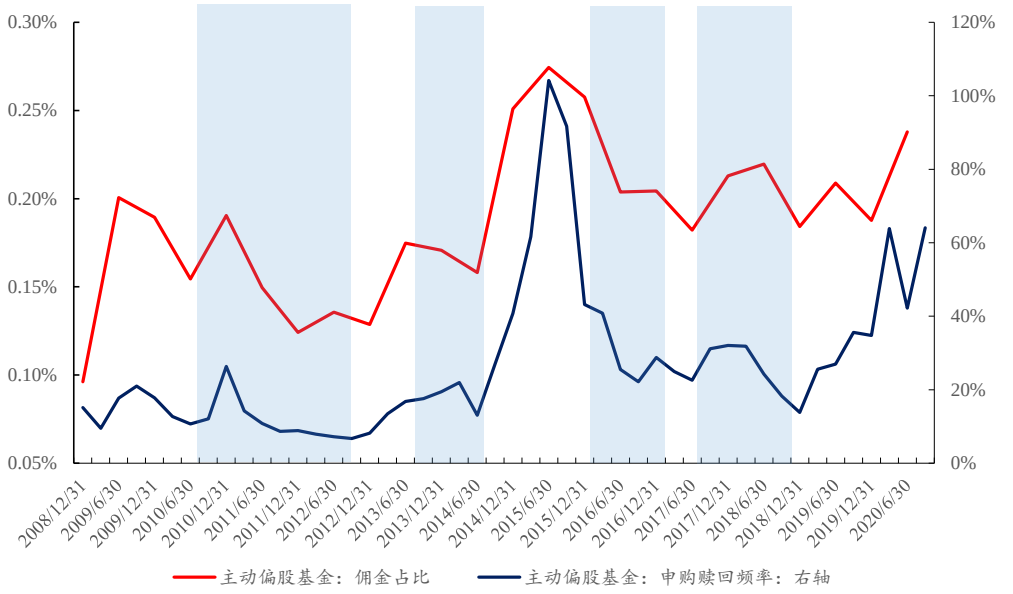
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 热度褪去，重归平静

如果我们用佣金占比（该时期主动偏股基金支付佣金总量/期初和期末总净值的均值）衡量主动偏股公募资产端的换手、申购赎回频率（申购赎回频率为该时期申购份额与赎回份额之和/期初和期末总份额的均值）衡量主动偏股公募负债端的波动情况，通过测算发现：在 4 次“还旧账”下行时，对于主动偏股基金无论是佣金占比，还是申购赎回频率都会趋于下行（2017Q2-2018Q2 的佣金占比除外，当时有全市场

成交量更快速下行的影响），**过去 2 年对于部分资产的价值发现对机构投资者带来了丰厚的收益，这种收益吸引了负债端的流入从而进一步推升了部分资产的价格，而这种正向循环可能正在减弱。**“总闸门”收紧后，对于部分资产的定向流入现象会减弱，前期大量流入资金在没有新增压降措施下，大概率会停留在股票市场内部，但是可能会被动或主动的往更有吸引力资产中转移。**我们看好“机构牛”的大趋势，但是这一趋势的行进可能会进入阶段性休整。**

图8：从历史上看，在 4 次“还旧账”下行时，对于主动偏股基金无论是佣金占比，还是申购赎回频率都会趋于下行（2017Q2-2018Q2 的佣金占比除外）



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1）佣金占比为该时期主动偏股基金支付佣金总量/期初和期末总净值的均值；2）申购赎回频率为该时期申购份额与赎回份额之和/期初和期末总份额的均值

1.4、 又回到“通胀”的起点，抱团或瓦解

站在当下看，截至 2020Q3，主动偏股公募在金融和周期板块的超低配情况与 2010Q3 和 2016Q3 相似，**对应的是历史上滞胀与过热的起点。**而该两个时点公募基金持仓后续的演绎为：1）**2010Q3 之后三个季度，主动偏股基金的金融板块的超配比例持续提升**；2）**2016Q3 之后三个季度，主动偏股公募在金融板块的超配比例持续提升，周期板块的超配比例先升后略有下降，成长板块的超配比例持续下降。**

而从宏观经济定位来看，当下对于“通胀”本身争议不大，经济的强度成为分歧点。如果单纯以历史视角看，**无论是滞胀还是总需求复苏带来的通胀，金融板块都成为了增配的方向，成长板块会面临减配调仓的压力。**

表1：截至 2020Q3，主动偏股公募在金融和周期板块的超低配情况与 2010Q3 和 2016Q3 相似

风格	2010Q3			2016Q3			2020Q3		
	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配
金融	20.59%	30.78%	**-10.19%**	15.78%	26.12%	**-10.34%**	12.28%	22.42%	**-10.14%**
周期	22.47%	30.96%	**-8.49%**	19.37%	28.05%	**-8.68%**	13.27%	21.98%	**-8.70%**
成长	25.87%	17.12%	**8.75%**	41.74%	25.00%	**16.74%**	46.62%	30.65%	**15.97%**
消费	28.23%	15.79%	**12.43%**	18.96%	15.40%	**3.56%**	27.09%	21.21%	**5.88%**
其他	2.84%	5.34%	**-2.51%**	4.15%	5.43%	**-1.28%**	0.74%	3.73%	**-3.00%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、金融包括：银行、非银、地产；2、周期包括：机械、建筑、建材、石油石化、有色、交运、化工、钢铁、煤炭；3、成长包括：TMT、医药、电新、军工；4、消费包括：家电、农业、商贸零售、消费者服务、轻工制造、食品饮料、纺织服装、汽车；5、其他包括：综合、综合金融、电力及公用事业

表2：2010Q3 之后三个季度，主动偏股基金的金融板块的超配比例持续提升

风格	2010Q3			2010Q4			2011Q1			2011Q2		
	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配
金融	20.59%	30.78%	-10.19%	18.16%	26.39%	-8.23%	20.87%	26.06%	-5.19%	21.29%	25.72%	-4.44%
周期	22.47%	30.96%	-8.49%	28.70%	40.50%	-11.80%	30.24%	42.03%	-11.79%	30.93%	41.91%	-10.98%
成长	25.87%	17.12%	8.75%	26.34%	15.46%	10.88%	22.60%	14.57%	8.03%	20.58%	14.49%	6.09%
消费	28.23%	15.79%	12.43%	24.00%	13.25%	10.75%	23.23%	12.85%	10.38%	24.05%	13.28%	10.77%
其他	2.84%	5.34%	-2.51%	2.80%	4.40%	-1.60%	3.06%	4.49%	-1.43%	3.17%	4.60%	-1.43%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：2016Q3 之后三个季度，主动偏股公募在金融板块的超配比例持续提升，周期板块的超配比例先升后略有下降，成长板块的超配比例持续下降

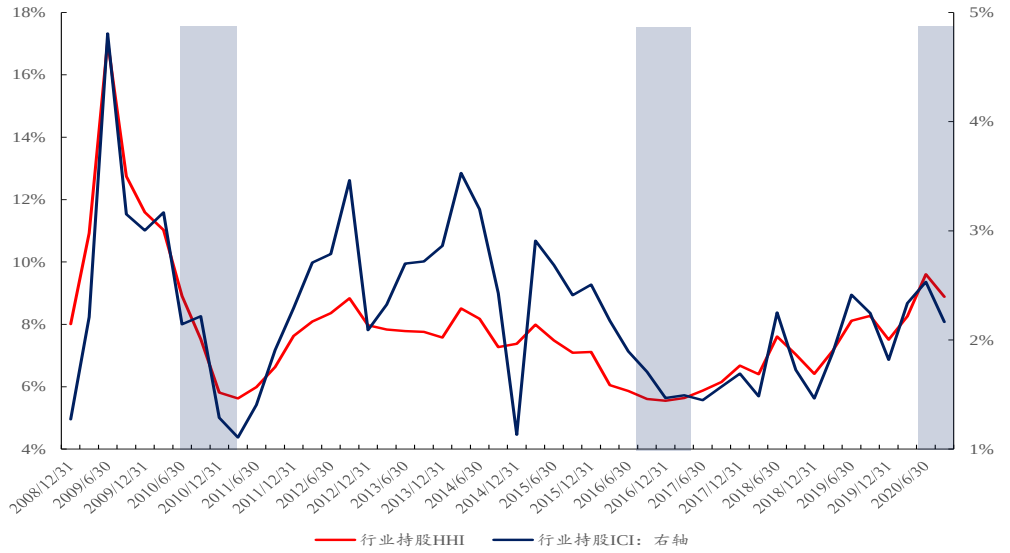
风格	2016Q3			2016Q4			2017Q1			2017Q2		
	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配
金融	15.78%	26.12%	-10.34%	15.67%	25.34%	-9.67%	16.71%	25.02%	-8.31%	18.40%	26.15%	-7.75%
周期	19.37%	28.05%	-8.68%	22.47%	29.14%	-6.68%	21.22%	29.50%	-8.27%	19.84%	28.58%	-8.75%
成长	41.74%	25.00%	16.74%	38.64%	24.18%	14.46%	37.00%	23.79%	13.21%	35.79%	23.32%	12.46%
消费	18.96%	15.40%	3.56%	19.14%	15.83%	3.30%	21.06%	16.28%	4.78%	21.99%	16.57%	5.42%
其他	4.15%	5.43%	-1.28%	4.09%	5.50%	-1.42%	4.00%	5.40%	-1.41%	3.98%	5.37%	-1.39%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们使用 HHI 和 ICI 两个指标度量公募基金持仓的集中度，其中：HHI 为各个行业持有市值占整体市值比值的平方和，ICI 为各个行业超配比例的平方和。通过测算我们发现：**无论是 2010Q3 还是 2016Q3 往后，主动偏股基金的行业配置集中度均先下降后抬升，这意味着前期抱团的松动和新进攻方向的到来**。

当下行业配置集中度正在下行，抱团已经松动，新的抱团方向正在形成，未来行业配置集中度可能进一步下降之后回升，我们认为，成长和消费板块的减配将是行业配置集中度继续下行背后的驱动，而随着金融和周期的不断增配，后期也将带来行业配置集中度的回升。

图9：从历史上看，2010Q3 和 2016Q3 往后，主动偏股基金的行业配置集中度均下降



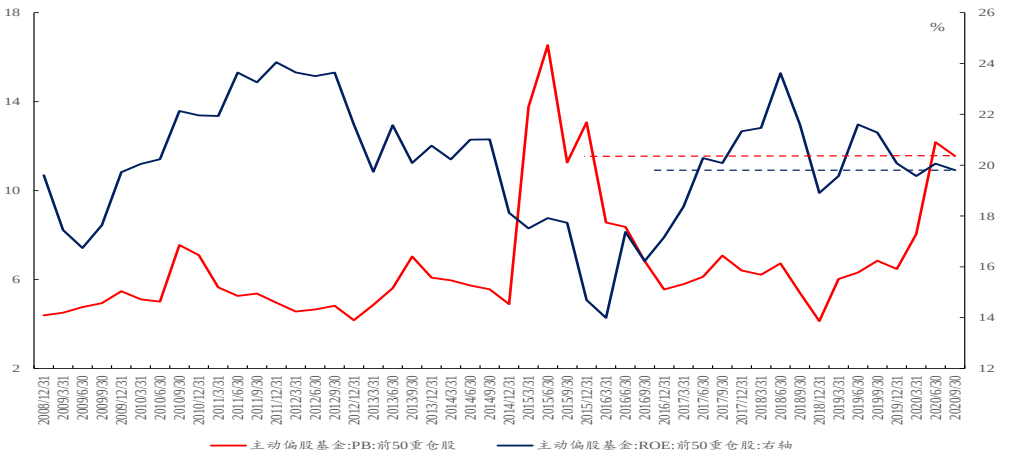
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：本文使用 HHI 和 ICI 两种指标度量公募基金持仓的集中度，其中：HHI 为各个行业持有市值占整体市值比值的平方和，ICI 为各个行业超配比例的平方和。

1.5、 展望主动偏股基金：维持高 ROE 的同时降低估值风险

考虑到：1）2019-2020 年主动偏股基金大幅跑赢持仓组合 ROE；2）2021 年流动性收紧，估值承压。对于当下而言，主动偏股基金持仓的 ROE 维持相对中高水平，但估值水平为 2016 年以来的高点，**这意味着，在维持高 ROE 的同时降低估值风险可能是主动偏股基金的首要选择。而结合历史经验和当下配置板块的 PB/ROE 情况来看，这些板块更有可能是金融和周期。**

图10：截至 2020Q3，主动偏股前 50 重仓股的 PB 水平为 2016 年以来的高点，ROE 水平仍维持高位



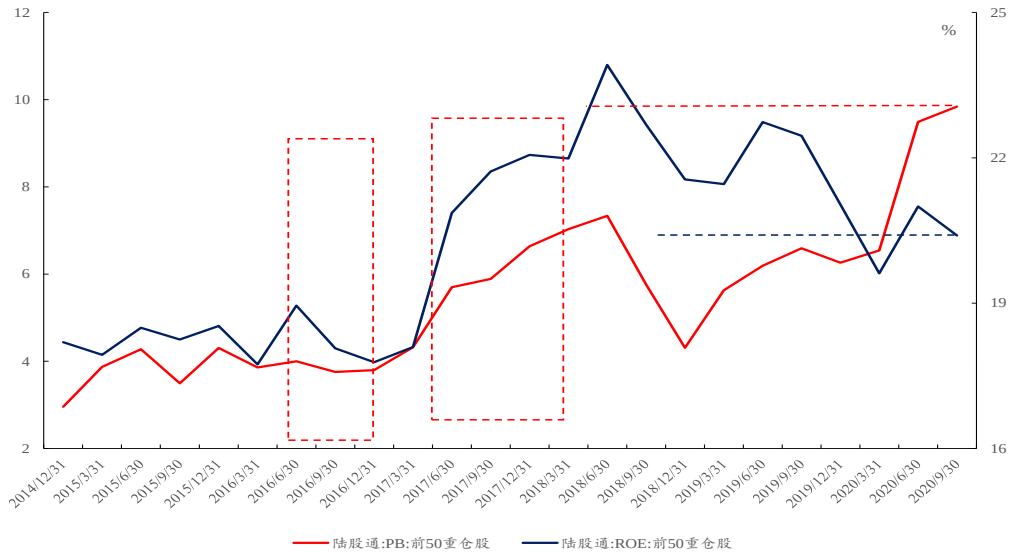
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 陆股通的抉择：审视核心资产

2.1、 “还旧账”期的陆股通：寻找高 ROE or 维持 ROE 同时降低 PB

在“还旧账”期，陆股通往往会选择配置更高 ROE 的标的，即使 PB 有所提升，或者在维持 ROE 的同时，降低 PB。在 2016Q2-2016Q4，陆股通前 50 重仓股 ROE 维持稳定，PB 下行；而在 2017Q2-2018Q3ROE 和 PB 同时提升，但估值上行的幅度低于 ROE 的上升幅度。**当下 PB 为 2014Q4 以来的高点，ROE 维持高位且处于自身历史上的中枢位置。**

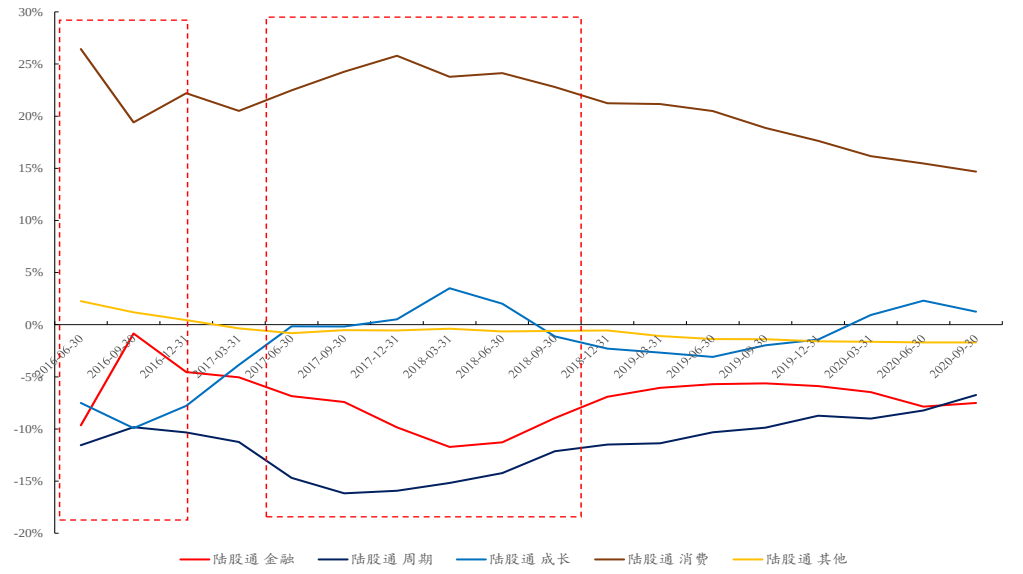
图11：在 2016Q2-2016Q4 和 2017Q2-2018Q3 两次“还旧账”期，陆股通前 50 重仓股 ROE 往往维持稳定或提升，2016Q2-2016Q4 估值下行，2017Q2-2018Q3 估值上行但幅度低于 ROE 的上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

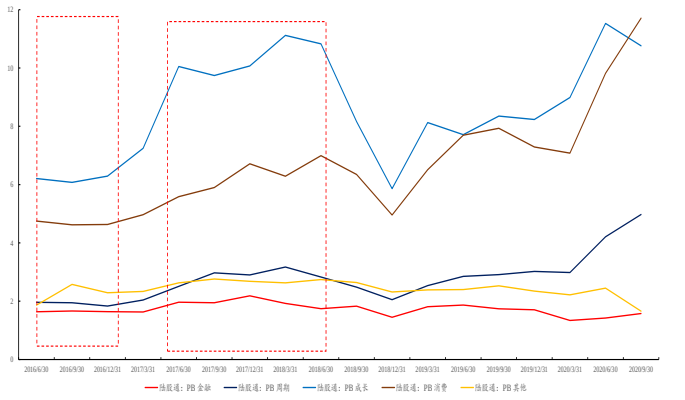
陆股通在 A 股的两次还旧账期 2016Q2-2016Q4 和 2017Q2-2018Q3 的行业配置变动有所不同，整体而言更偏向于成长和消费，但在经济复苏时期，ROE 的提升更多的源于金融地产。2016Q2-2016Q4，陆股通主要增配金融和成长，此时持仓估值基本持平，ROE 提升主要来源于成长；2017Q2-2018Q3 陆股通主要增配成长、消费以及周期，ROE 提升主要来源于金融、周期、消费。

图12：2016Q2-2016Q4，陆股通主要增配金融和成长，2017Q2-2018Q3 陆股通主要增配成长、消费以及周期



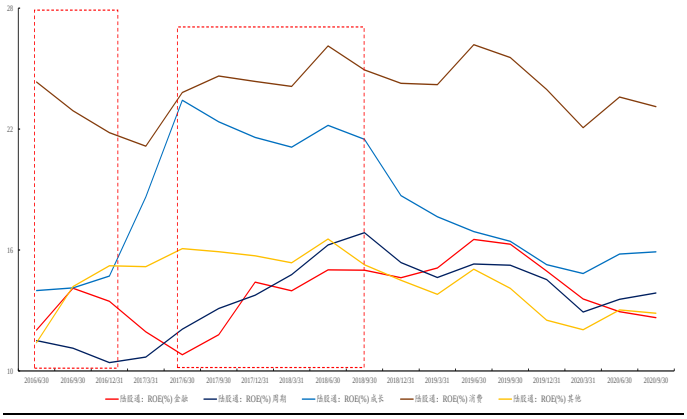
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2016 年 Q2 以来，在全 A 两次“还旧账期”中，整体 PB 估值微降或上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

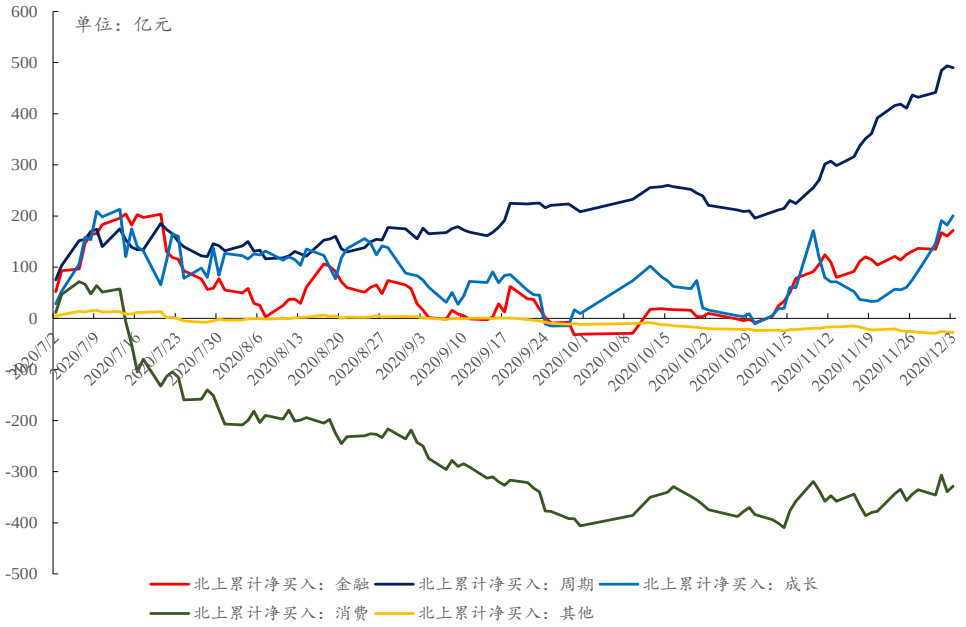
图14：2016 年 Q2 以来，在全 A 两次“还旧账期”中，陆股通持仓 ROE 维持高位或提升的风格板块来源不同



数据来源：Wind、开源证券研究所

值得注意的是，相比于 2020Q2，2020Q3 陆股通增配了金融地产，同时减配成长和消费。而从高频数据来看，自 2020 年 7 月 2 日以来，截至 12 月 3 日，北上主要净买入周期、成长以及金融板块，主要净卖出消费板块，特别是 10 月下旬以来，加速净买入周期、金融以及成长，值得一提的是，对于北上成长板块的净买入行为波动较大。这意味着，**北上资金正在积极定价中国复苏，而未来随着全球经济复苏共振，北上资金可能将进一步配置金融和周期板块。**

图15：自 2020 年 7 月 2 日以来，截至 12 月 3 日，北上主要净买入周期、成长以及金融板块，主要净卖出消费板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

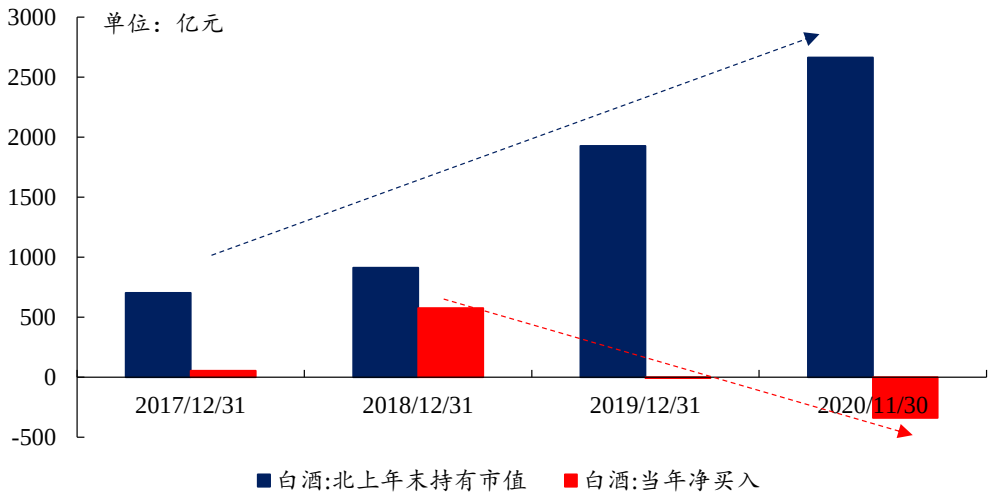
注：累计净买入的计算起点为 2020 年 7 月 2 日，截至 2020 年 12 月 3 日

2.2、 核心资产的思考：买入 or 卖出

我们以最有代表性的白酒作为例子。从年度视角看，2018 年为北上净买入白酒的高点，而 2018 年北上持有白酒市值的增长小于净买入，**这意味着，2018 年北上净买入白酒后实际上忍受了一定的浮亏**。之后 2019-2020 年北上持有白酒市值不断增长，但北上开始逐年净卖出白酒。2020 年以来，截至 2020 年 11 月 30 日，北上净卖出白酒板块约 340 亿，而持有市值从 2019 年末的 1928 亿增长至 2020 年 11 月 30 日的 2664 亿元。

这意味着，以年度视角看，从 2018 年末至 2020 年 11 月末，北上持有白酒板块的市值大幅增长背后实际上是，在大家传统认知中偏好白酒等“核心资产”的外资在逐步净卖出白酒板块，而这可能正是北上 2018 年逆势加仓白酒板块带来丰厚收益后开始逐步兑现利润的行为。从这个维度看，**传统认知中的核心资产似乎并不是在一直为外资所买入，核心资产也有性价比的考量**。投资者曾对 2018 年下半年以来外资对于白酒类资产的增持熟视无睹，事后懊悔不已；而面对 2020 年以来的累计净卖出，投资者应该思考背后的逻辑。我们当然不建议投资者应跟随北上进行卖出，但我们同样不建议投资者还停留在过去两年“核心资产永远涨”的传统思维中，而应该重视行为背后的逻辑。基于我们此前推断，同样背后逻辑应该是出于北上参与者历史上一直遵循的估值与盈利的匹配原则。

图16：从年度视角看，2018 年为北上净买入白酒的高点，2019-2020 年开始逐年净卖出白酒，但持有市值不断增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 PB/ROE 视角看陆股通抉择：维持高 ROE 的同时降低 PB

以季度视角看，当下 PB 已经达到 2014Q4 以来的高点，ROE 维持高位且处于自身历史上的中枢位置。这意味着：以 PB/ROE 视角来看，**陆股通在已经到来的“还旧账”期会大概率会选择维持自身高 ROE 的同时，降低组合 PB。**而当下这一情况正在发生：积极买入金融地产，同时净卖出消费等估值较贵的板块。另外，对于成长板块，在经历 2020Q3 净卖出近期迎来了一定的回升，但波动较大且净买入规模不及金融周期。**金融周期与成长可能是未来北上投资者选股的重要阵地。**

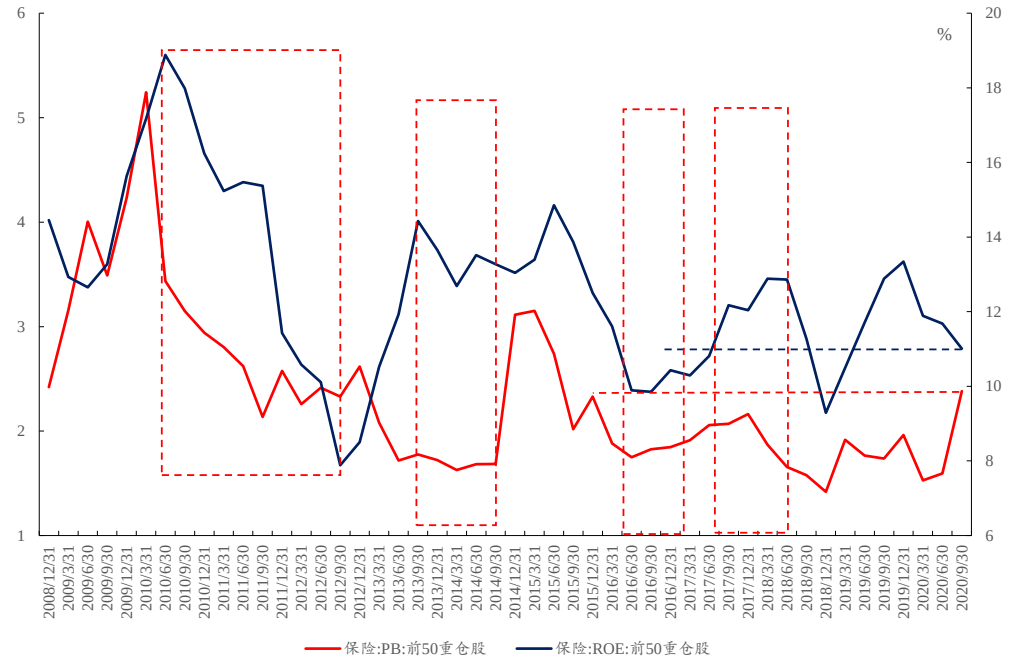
3、 其他各类机构：高 ROE/低 PB 资产亦是最优方向

3.1、 保险资金：寻找高景气，提升 ROE

3.1.1、 “还旧账”期的保险资金：提升 ROE

在 A 股 4 次“还旧账”期，除了 2010Q3-2012Q3（PB 和 ROE 同时下行）外，保险资金由于前 50 重仓的 PB 较低，因此 PB 往往波动较小，**其应对方法更多的来自于寻找高景气，提高组合的 ROE。**截至 2020Q3，保险资金前 50 重仓股的 PB 水平相比于 2020Q2 有所提升但仍较低，而 ROE 自 2019Q4 以来持续下行，当前位于历史中枢以下位置。

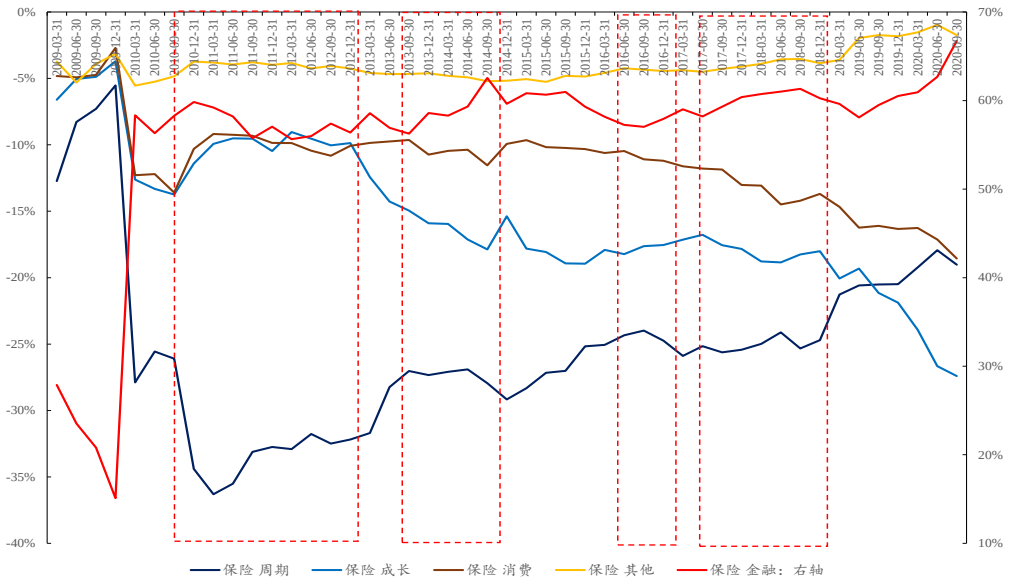
图17：在 A 股 4 次“还旧账”期，除了 2010Q3-2012Q3（PB 和 ROE 同时下行）外，社保资金由于前 50 重仓的 PB 较低，因此 PB 往往波动较小，ROE 往往高位震荡或提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

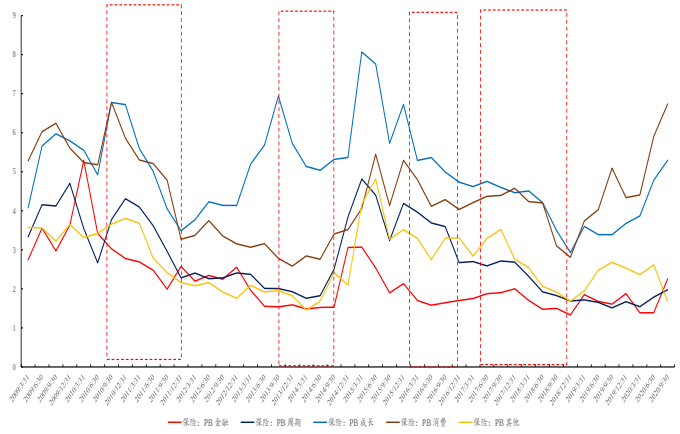
保险资金在 A 股 4 次“还旧账”期，保险均倾向于增配金融，微增或减配成长，其他板块不同时期略有不同，经济复苏时期更偏好增配周期。不同时期，ROE 维持高位或提升的风格板块来源不同，经济复苏期更多的来源于消费、金融以及周期。

图18：4 次 A 股的“还旧账”期，保险均倾向于增配金融，微增或减配成长



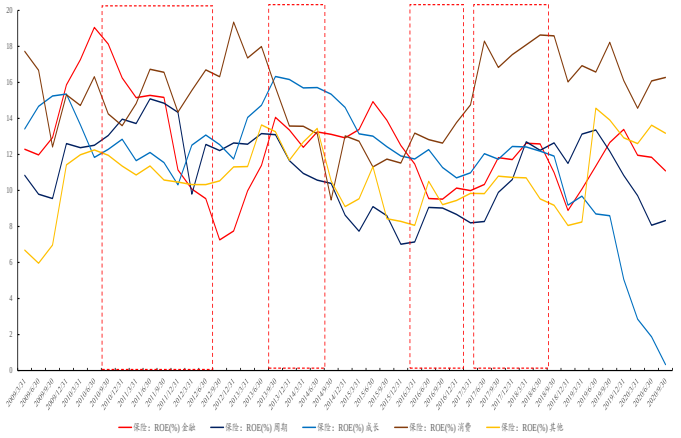
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：4 次 A 股的“还旧账”期，保险资金配置的各类风格板块的 PB 下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：4 次 A 股的“还旧账”期，保险持仓 ROE 维持高位或提升的风格板块来源不同

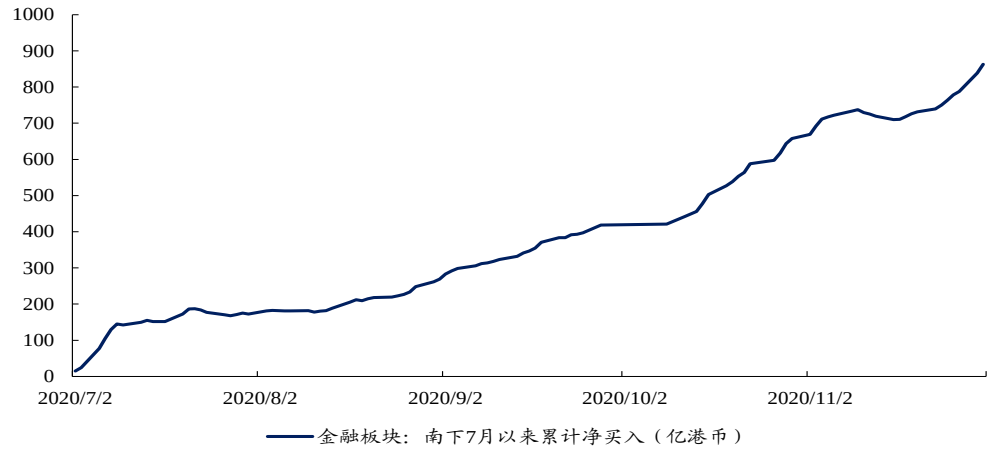


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.2、 PB/ROE 视角看保险资金：寻找高景气，提升 ROE

考虑到当下正进入“还旧账”期，而保险资金自身持仓组合的 PB 较低，ROE 自 2019Q4 以来持续下行，当前位于历史中枢以下位置。**这意味着估值对其收益的负贡献可能相对较小，寻找高景气，提升 ROE 资产可能是当下保险资金的配置选择。**考虑到：**保险资金在 A 股 4 次“还旧账”期，保险均倾向于增配金融，经济复苏时期更偏好增配周期。**而当下金融和周期板块中高 ROE 或预期 ROE 边际提升资产较多，同时估值水平相对较低，与险资对低估值资产的偏好相一致，在 10 月 25 日的报告《金融成为当下市场的最优解》中我们提到：南下资金中公募持有市值占比较低且低配金融，如果我们认为公募基金偏好并未发生明显变化时，那么 7 月以来南下资金不断净买入金融板块大概率是保险资金的行为，这意味着，**金融板块实际上早已被保险资金所偏好，而金融周期板块未来将获得更进一步增配。**

图21：7 月以来，南下资金不断净买入金融板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

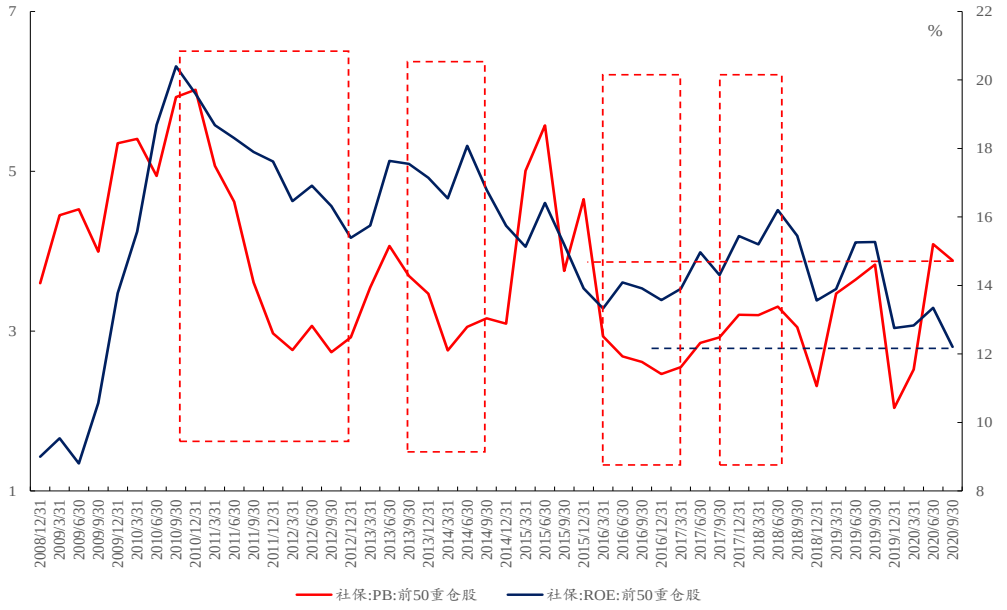
注：金融板块包括金融地产

3.2、 社保基金：提升 ROE，同时降低估值风险

3.2.1、 “还旧账”期的社保基金：提高 ROE 相对于 PB 的水平

在 A 股 4 次“还旧账”期，**社保基金前 50 重仓股的 PB 和 ROE 的变化趋势往往较为一致：同时降低 PB/ROE 或者同时提升 PB/ROE，且 PB 下降（上升）速度往往会快于（慢于）ROE**。但 2016Q2-2016Q4 例外，在此期间 PB 水平下降但 ROE 基本维持震荡。截至 2020Q3，社保前 50 重仓股 ROE 水平处于 2010 年以来的低位，PB 绝对数较低但处于自身中枢以上的位置。

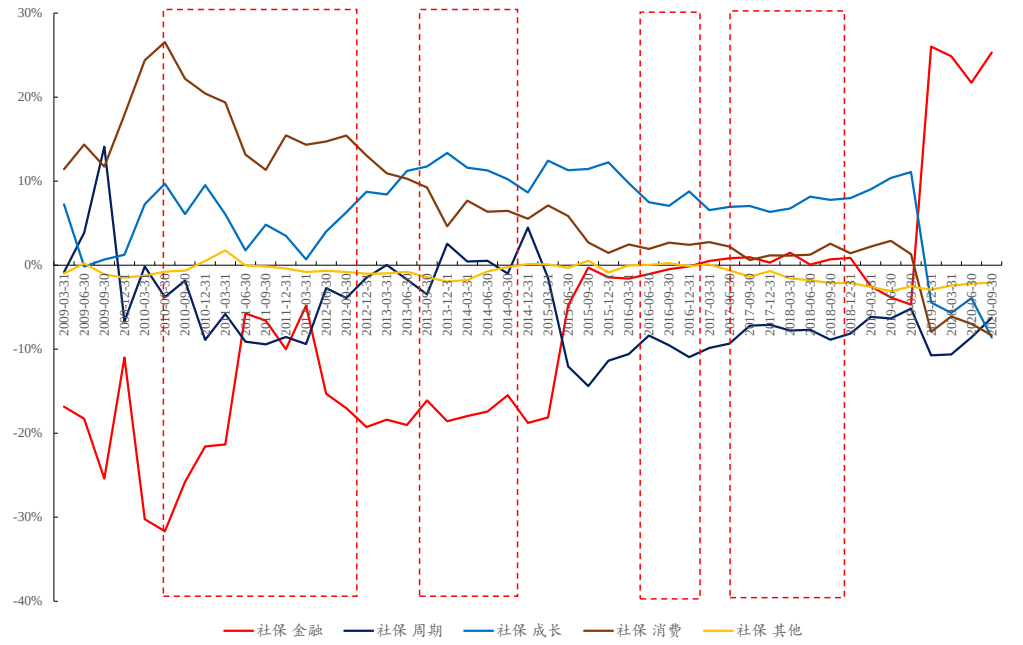
图22：在 A 股 4 次“还旧账”期，社保基金前 50 重仓股的 PB 和 ROE 的变化趋势往往较为一致：同时降低 PB/ROE 或者同时提升 PB/ROE，且 PB 下降（上升）速度往往会快于（慢于）ROE



数据来源：Wind、开源证券研究所

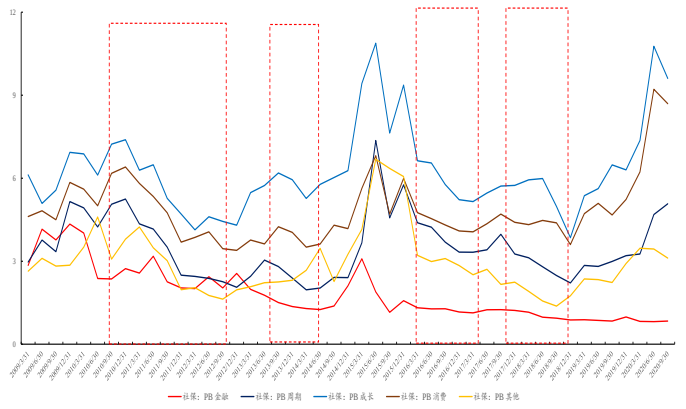
社保基金在 A 股 4 次“还旧账”期，除 2010Q3-2012Q3 外，各风格配置波动较小。2010Q3-2012Q3 主要减配消费，金融板块先增后减。ROE 方面，除 2010Q3-2012Q3 持仓 ROE 下降外，ROE 维持高位或提升的风格板块来源不同，**经济复苏期更多的来源于消费和周期。**

图23：4 次 A 股的“还旧账”期，除 2010Q3-2012Q3 外，社保基金各风格配置波动较小



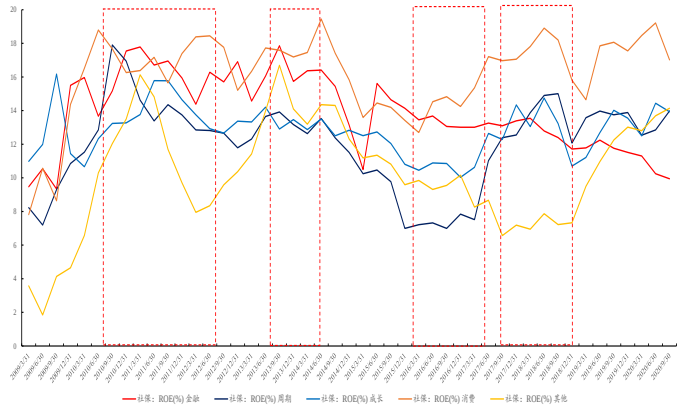
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：4 次 A 股的“还旧账”期，社保基金配置的各类风格板块的 PB 下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：4 次 A 股的“还旧账”期，除 2010Q3-2012Q3 持仓 ROE 下降外，社保持仓 ROE 维持高位或提升的风格板块来源不同



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2.2、 PB/ROE 视角看社保基金的抉择：寻找高景气，提升 ROE

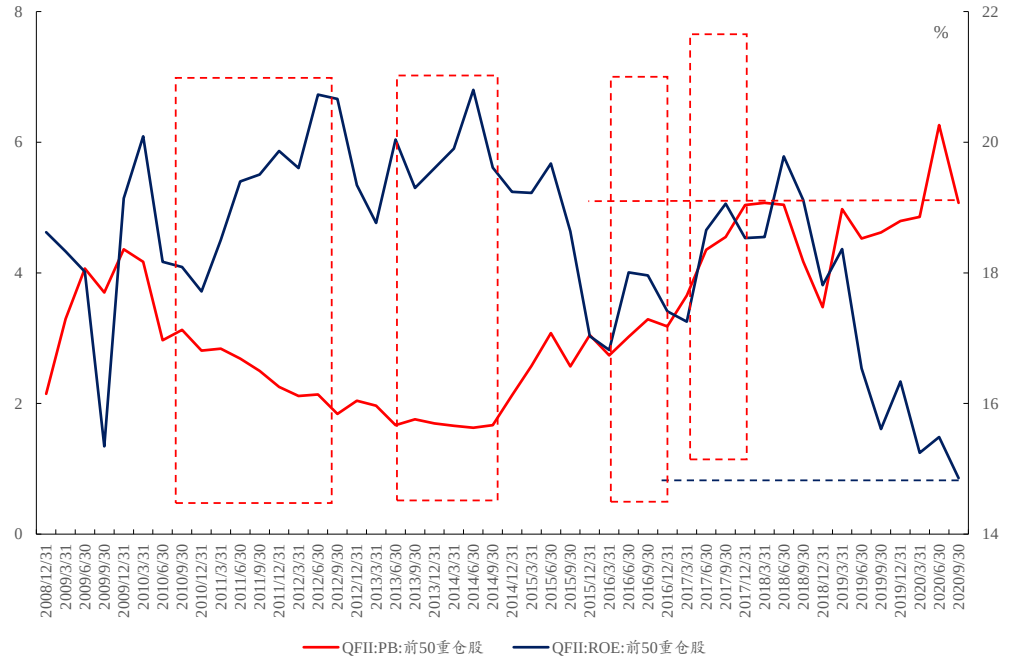
考虑到当下正进入“还旧账”期，**以季度视角看，当前社保前 50 重仓股 ROE 水平处于 2010 年以来的低位，PB 绝对数较低但处于自身中枢以上的位置。**这意味着：以 PB/ROE 视角来看，**提高组合 ROE 并同时降低资产 PB 可能是主要资产配置方向**，而当下金融和周期板块中高 ROE 或预期 ROE 边际提升资产较多且估值水平相对较低，**这意味着，在 PB/ROE 视角下，对于社保而言，金融周期可能是未来的配置方向。**

3.3、 QFII：提升 ROE，同时降低估值风险

3.3.1、 “还旧账”期的 QFII：寻找高景气，提升 ROE

在 A 股 4 次“还旧账”期，QFII 的前 50 重仓股的 ROE 往往趋于提升，PB 的变化在不同时期有所不同：2010Q3-2012Q4 持仓 PB 下降，2013Q3-2014Q3 持仓 PB 持平，2016Q1-2016Q4 以及 2017Q2-2018Q3 持仓 PB 上升。截至 2020Q3，QFII 前 50 重仓股 ROE 处于历史低位，PB 处于高位。

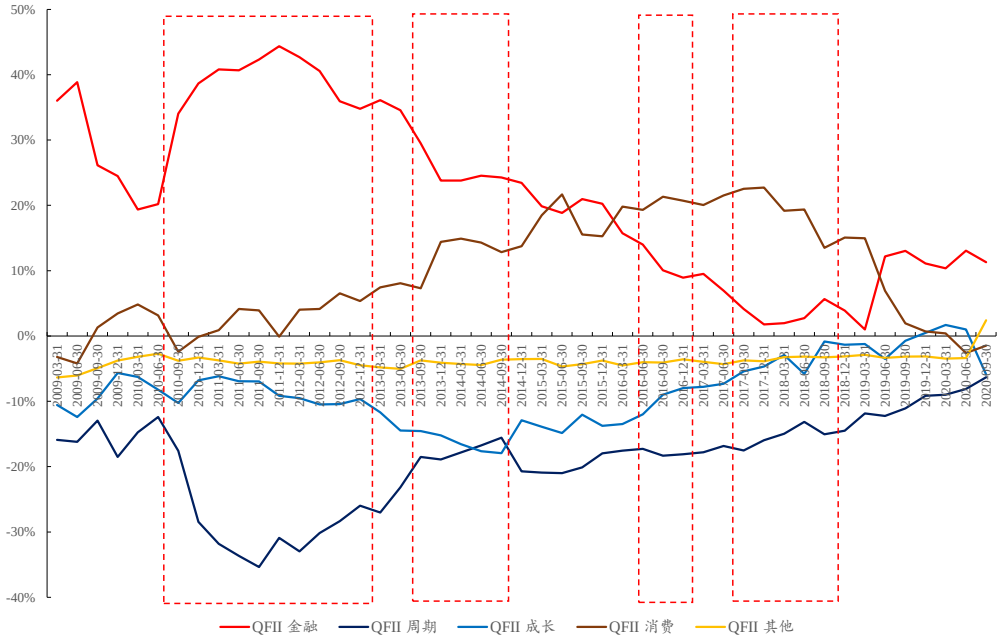
图26：在 A 股 4 次“还旧账”期，QFII 的前 50 重仓股的 ROE 往往趋于提升，PB 的变化在不同时期有所不同



数据来源：Wind、开源证券研究所

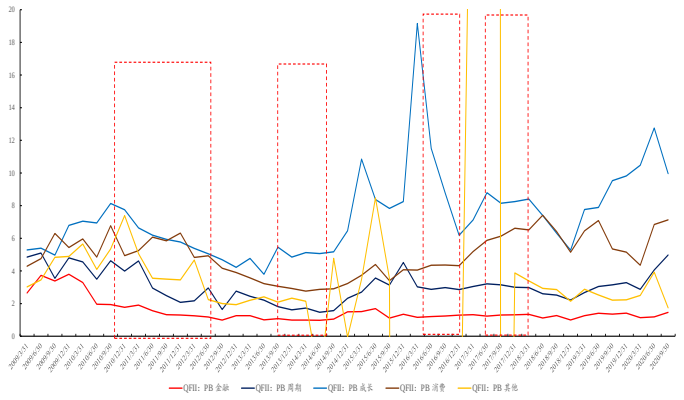
QFII 在 A 股 4 次“还旧账”期，QFII 增配的风格各有不同，对于风格的偏好并不明显，但能确定的是，整体持仓的估值在下行，同时增配的方向往往与 ROE 的变动方向相一致，2017Q2-2018Q3 的消费板块除外（减配消费，但配置消费 ROE 在提升），我们认为背后的原因在于消费板块的 PB 较高。这意味着：从行为上看，QFII 很有可能更偏向于从 ROE 和 PB 视角寻找资产，而并非直接依据宏观背景。

图27：4 次 A 股的“还旧账”期，QFII 增配的风格各有不同



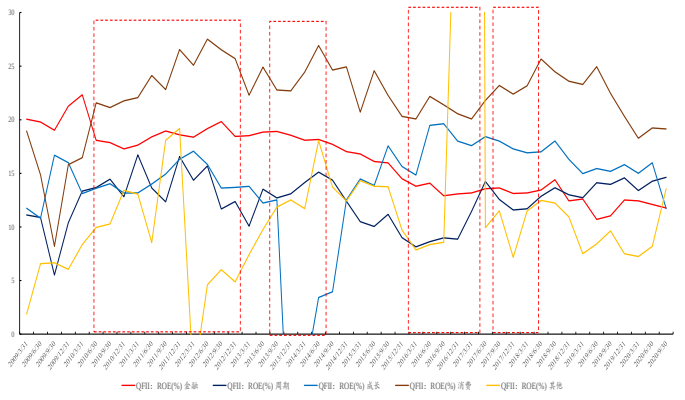
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：4 次 A 股的“还旧账”期，QFII 配置的各类风格板块的 PB 下行或略有抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：4 次 A 股的“还旧账”期，QFII 持仓 ROE 维持高位或提升的风格板块来源不同



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.2、 PB/ROE 视角看 QFII 的抉择：提升 ROE，降低 PB

当下再次面临“还旧账”期，而 QFII 前 50 重仓股 ROE 处于历史低位，PB 处于高位，提升 ROE 并降低 PB 将是 QFII 投资者的最优选择。如果我们认为，QFII 投资者更偏向于从 ROE 和 PB 视角寻找资产，而并非直接依据宏观背景，那么考虑到当下金融周期板块中目前仍广泛存在高 ROE 低 PB 或者低 PB 但预期 ROE 提升的资产，而该类资产将改善组合的性价比。

4、 序幕已开：机构投资者将积极求变

我们在年度专题第一篇中认为：以年为刻度，Wind 全 A 收益率跑赢自身 ROE 超过 2 年后都会面临“还账时刻”：即未来 1 年以上收益率将跑输 ROE。而 2019-2020 年 Wind 全 A 股票回报将大幅跑赢 ROE，如果投资者无法对 2021 年的流动性和政策环境给出强于当下的假设，那需要承认估值将呈现负贡献，当下“还旧账”时刻已经来临，未来大概率进入“还账期”。

我们看到，历史上成长与价值并非有无法跨越的鸿沟，机构投资者总是最终实现了组合的调整并较好适应了市场。因此对于 2021 年来说，乐观者应该看到机遇而不是遵循守旧，陷于过去 2 年“好赛道”的惯性认知中。当下投资者因以寻求改变的态度，重新衡量全市场的风险与收益比。历史经验启示我们，未来专业机构投资者将逐步从传统的配置习惯中走出，积极求变，而勇于改变者，往往取得可观收益。

实际上，对于当下而言，具有估值优势且具备高 ROE 或预期 ROE 提升的资产已经广泛存在于顺周期板块中，其中的**金融周期将成当下配置的最优解，未来值得投资者进行更多的价值发现。**但更丰富的内涵是：在科技、消费这样好赛道云集的板块中，同样存在着被“遗忘”的板块，过去偏见带来的估值压制将成为未来的馈赠，景气回升下的盈利同样值得期待。

5、 风险提示

国内经济下行超预期；货币超预期宽松；海外经济复苏不及预期

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R2（中低风险），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C2、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C2、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，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，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