策略专题 20201112

掌握定价权的新发基金更喜欢什么？

2020 年 11 月 12 日

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

核心观点：

■ ①2020 年公募基金天量发行，7 月以来节奏放缓。Q2 新发基金赎回率 19%，低于历史均值 24%，较 Q1 29%大幅回落。②行业配置：从持股市值来看，新发基金高配电气设备（持仓市值占比 13%，较公募整体超配 8pct）、非银金融（4%，2pct），低配地产（1%，-2pct）。从重仓股数量占比来看，新发基金高配医药（重仓股数量占比 15%，较公募整体超配 3pct）、电子（11%，2pct）。③建仓速度：4-7 月市场上行，基金建仓速度趋缓，截至 7/21 每周新发基金封闭期均值 68 天；8 月以来市场震荡下调，基金建仓速度明显加快，截至 9/30 每周新发基金建仓期均值降至 32 天。④发行跟踪：以申请材料接收日为统计口径的基金发行份额走势与市场最同步，领先于其他指标；9 月申请材料接收日指标峰值的出现，预示明年一季度公募基金发行开门红的可能性，在建仓期不出现大幅回调的情况下，增量资金的进入有望带动市场的上行。

正文摘要

■ **新发基金赎回率：Q3 大幅回落。**①2020 年公募基金发行规模激增，1-10 月共发行股票型和混合型基金 1.2 万亿元，但从三季度以来节奏放缓。②新发基金的一季度赎回率从 2019 年 Q3 开始持续上升，2020 年 Q1 升至 29%，而最新披露的三季报显示，Q2 成立基金赎回率已降至 19%。统计今年新发基金总赎回率为 20%，对应 1-10 月 1.2 万亿元的基金发行规模，我们估算今年前三季度，公募净流入 8500-9500 亿元。

■ **新发基金高配电气设备、非银，制造业占比提升。**①持仓市值：从行业角度，新发基金 Q3 电气设备和非银金融持仓市值占比分别为 13%、4%，各较公募整体高配 5 和 2 个百分点，相反，房地产持仓市值 1%，较公募整体的 3%低配 2 个百分点。从个股角度，新发基金持股集中度更高，高配隆基股份、通威股份、亿纬锂能、中国平安。②股票数量：对比总体公募基金，新发基金高配医药、电子、机械设备、电气设备、汽车，Q3 医药重仓股数量占比达到 15%，电子达到 11%，分别较公募基金整体的 12%、9%高配 2-3 个百分点；同时，新发基金对机械设备、化工和汽车行业股票的选择存在着差异，投资分散于不同的个股中，因此产生持仓市值偏低股票数量却偏多的情况。

■ **新发基金进场速度：逢低加快建仓。**今年新发基金的建仓期显示出规律性波动：4-7 月市场上行，基金建仓期也对应延长，建仓速度趋缓，截至 7/21 每周新发基金建仓期均值达到 68 天；8 月以来市场震荡下调，建仓期则明显缩短，建仓速度加快，截至 9/30 每周新发基金建仓期均值已下降至 32 天。

■ **基金发行跟踪：申请时点更重要。**基金的四个重要日期中，以申请材料接收日为统计口径的基金发行份额走势与市场最同步：当上证综指上涨时，申请材料接收日指标最快做出反应，开启相应的上升趋势；当上证综指下跌时，申请材料接收日指标几乎同步出现下滑的迹象。9 月申请材料接收日指标出现了一个新的峰值，如果 10-11 月该指标能保持高位，预测明年一季度公募基金发行规模也将出现上涨趋势和峰值，同时 8 月以来基金建仓速度不断加快，在建仓期不出现大幅回调的情况下，从流动性角度增量资金的进入有望带动市场的上行。

■ **风险提示：**基金三季度报仅披露前十大重仓股，存在数据不全面的问题；本报告仅对基金三季报及历史数据进行分析，不构成投资建议。

相关研究

1、《东吴策略·市场温度计-流动性小幅改善》2020-11-09
2、《东吴策略·市场温度计-大规模 IPO 降低市场温度》2020-11-03
3、《20Q3 盈利大幅改善，有望持续回暖——20 年三季报业绩点评》2020-11-02
4、《2020 年医药行业三季报总结专题报告：医药 Q3 业绩持续恢复，医疗器械、CXO、药店强劲》2020-11-01
5、《策略周聚焦——重回龙头》2020-11-01

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 新发基金赎回率：Q3 大幅回落 4
2. 新发基金高配电气设备、非银，制造业占比提升 5
2.1. 持仓市值：高配电气设备、非银，低配地产 5
2.2. 股票数量：制造业占比提升 7
3. 新发基金进场速度：逢低加快建仓 8
4. 基金发行跟踪：申请时点更重要 9
5. 风险提示 10

图表目录

图 1：2020 年公募基金发行规模激增 4
图 2：7 月以来基金发行节奏放缓 4
图 3：2020 年 Q2 新发基金一季度赎回率出现明显下降 5
图 4：新发基金重仓股行业市值分布 6
图 5：总体公募基金重仓股行业市值分布 6
图 6：新发基金重仓股票数量行业分布 8
图 7：总体公募基金重仓股票数量行业分布 8
图 8：每两周新发基金建仓期均值 9
图 9：每周新发基金建仓期均值 9
图 10：按申请材料接收日统计基金发行份额 10
图 11：按审查决定日统计基金发行份额 10
图 12：按基金发行日统计发行份额 10
图 13：按基金成立日统计发行份额 10

表 1：新发基金/总体公募基金持仓市值占比前 20 的个股（数据截至 2020/9/30） 6

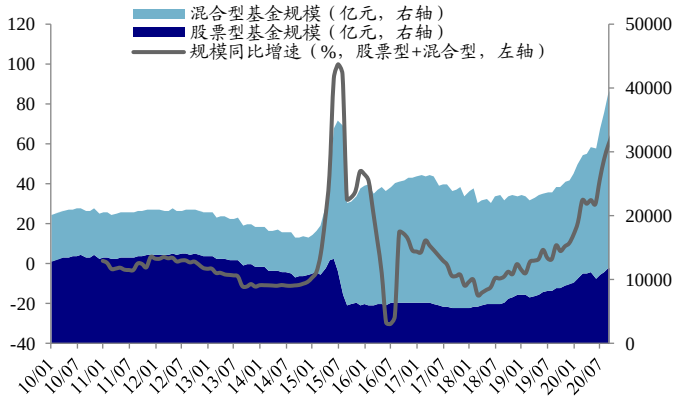
2020 年股市流动性的最大变化是：A 股定价权从外资转移到天量发行的公募基金。过去两年市场对外资配置进行了详尽追踪，那么今年新发公募都买了哪些行业？与公募整体有何差别？新发基金建仓速度如何？发行节奏与赎回率有何变化？天量发行究竟是否是市场见顶的先验指标？我们结合刚刚披露的基金三季度，就以上问题进行解答。

1. 新发基金赎回率：Q3 大幅回落

2020 年公募基金发行天量，7 月以来节奏逐步放缓。2020 年 1-10 月公募基金发行股票型、混合型基金共 1.2 万亿元，截至 10 月股票型、混合型基金管理总规模为 4.1 万亿元，累计同比增速达 66%。但三季度以来发行节奏放缓：7 月发行 2714 亿元达到峰值，逐级降至 10 月 1004 亿元。

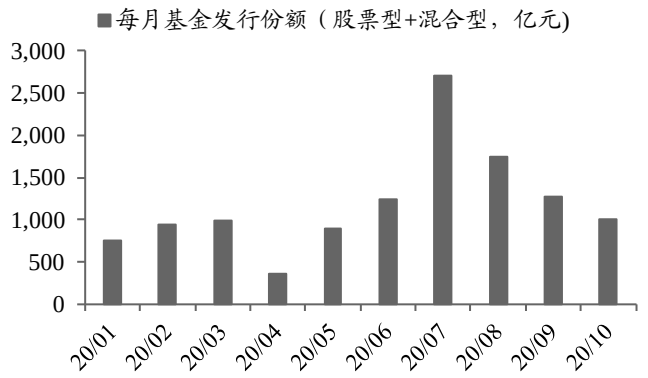
Q2 新发基金赎回率 19%，较 Q1 29%大幅回落。我们前期报告《2020 年基金发行真的“大爆发”吗？》专门讨论过新发基金的赎回问题，2010-2020 年新发基金在成立一季度后赎回率均值 24%，今年天量发行的新发基金“赎旧买新”也成为关注焦点，2020 年 Q1 成立基金赎回率升至 29%，而最新披露的三季报显示，Q2 成立基金赎回率已降至 19%。我们发行赎回率整体服从市场涨跌，上涨行情中基金赎回率普遍上行，可以认为上涨时基民倾向于获利兑现，而下跌行情中，赎回率也随之下降，对应 A 股自 8 月持续调整。统计今年新发基金总赎回率为 20%，对应 1-10 月 1.2 万亿元的基金发行规模，我们估算今年前三季度，公募净流入 8500-9500 亿元。

图 1：2020 年公募基金发行规模激增



数据来源：Wind，东吴证券研究所

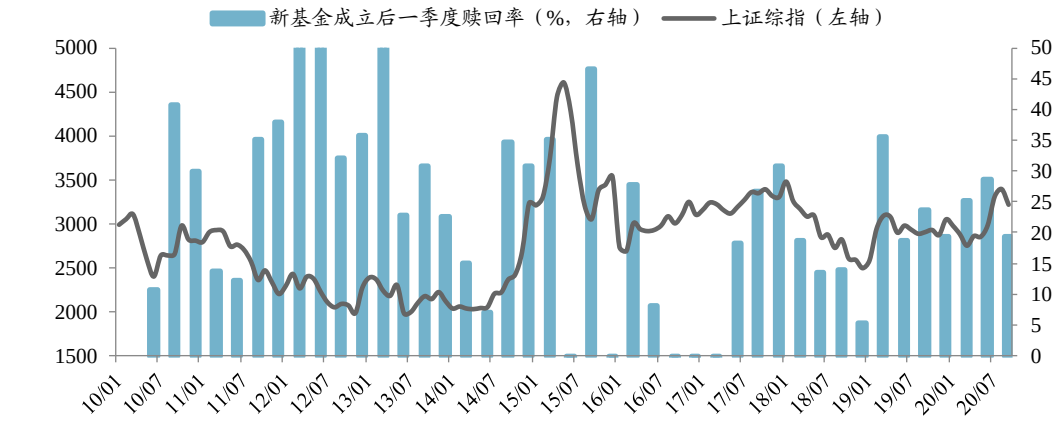
图 2：7 月以来基金发行节奏放缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：2020 年 Q2 新发基金一季度赎回率出现明显下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 新发基金高配电气设备、非银，制造业占比提升

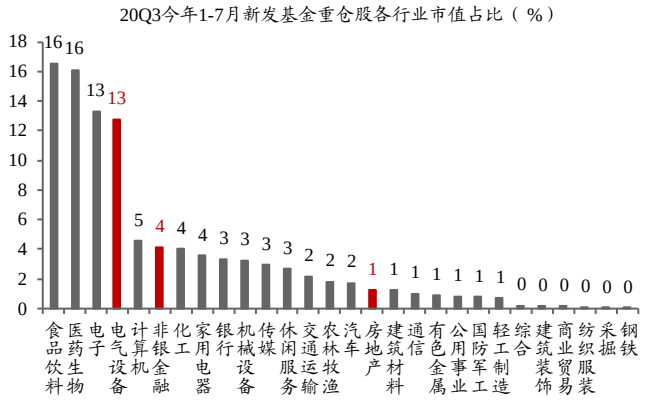
今年 1-7 月发行的 401 只偏股主动型基金（普通股票+混合偏股+灵活配置）截至三季度管理总规模 6429 亿元，我们以此为新发基金样本，统计前十大重仓股，从持仓市值和股票数量两个维度分析新发基金买了什么行业。

2.1. 持仓市值：高配电气设备、非银，低配地产

新发基金高配电气设备、非银金融，低配房地产。统计新发基金各行业持仓市值占比，并与三季度偏股主动型基金全样本做对比，详见《成长到价值，加仓周期、金融——20 年基金三季报点评》，新发基金 Q3 电气设备持仓市值占比 13%，较公募整体的 8%超配 5 个百分点，Q3 电气设备的大涨，一定程度上是由新发基金大幅买入贡献。此外新发基金 Q3 非银金融持仓市值占比 4%，较公募整体的 2%超配 2 个百分点，其中主要以增持保险公司为主。而新发基金对房地产兴趣较低，持仓市值占比 1%，较公募整体的 3%，低配 2 个百分点。其他行业新发基金与整体公募基金都是共识行业：二者持仓市值前三均为食品饮料、医药生物和电子且比例相差不超过 1%，对于钢铁、纺织服装、采掘均是低配。

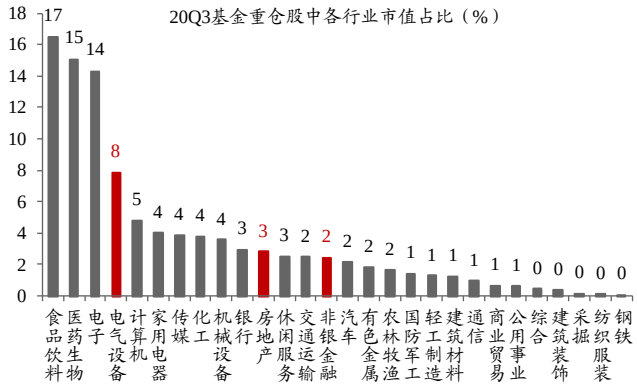
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：新发基金重仓股行业市值分布



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：总体公募基金重仓股行业市值分布



数据来源：Wind，东吴证券研究所

新发基金持股集中度更高，高配隆基股份、通威股份、亿纬锂能、中国平安。统计新发基金前 20 大重仓股持仓占比，并与全部股票型基金配置进行对比。首先新发基金持股集中度更高，前 20 重仓个股占净值比例 46.9%，相对于总体公募 37.1%大幅提升。分析个股发现，高配隆基股份（新发占比 4.5%VS 全部基金 2.8%）、通威股份（2.3%VS1.1%）、亿纬锂能（1.8%VS0.9%），中国平安（2.6%VS1.5%），前三只高配个股均为电气设备，这也与前面关于高配行业的结论一致。此外万华化学、康泰生物、歌尔股份、招商银行四只股票也进入新发基金前 20 大重仓股名单。相反，新发基金前 20 重仓个股中，万科 A 缺席，从个股角度印证了今年新发基金偏好电气设备和非银金融、低配地产的结论。

表 1：新发基金/总体公募基金持仓市值占比前 20 的个股（数据截至 2020/9/30）

新发基金重仓股名称	持仓市值占比（%）	总体公募基金重仓股名称	持仓市值占比（%）
贵州茅台	5.6	贵州茅台	4.9
五粮液	4.5	五粮液	4.0
隆基股份	**4.5**	立讯精密	3.2
立讯精密	3.3	隆基股份	2.8
中国平安	**2.6**	中国中免	2.1
中国中免	2.4	美的集团	1.8
通威股份	**2.3**	宁德时代	1.8
宁德时代	2.2	迈瑞医疗	1.8
迈瑞医疗	2.1	泸州老窖	1.7
美的集团	1.9	顺丰控股	1.7
亿纬锂能	**1.8**	中国平安	1.5

请务必阅读正文之后的免责声明部分

泸州老窖	1.8	恒瑞医药	1.2
万华化学	**1.6**	万科 A	1.2
顺丰控股	1.6	药明康德	1.2
康泰生物	**1.5**	伊利股份	1.1
三一重工	1.5	长春高新	1.1
伊利股份	1.5	通威股份	1.1
药明康德	1.4	三一重工	1.0
歌尔股份	**1.4**	分众传媒	1.0
招商银行	1.4	亿纬锂能	0.9
前 20 重仓股加总	**46.9**	**前 20 重仓股加总**	**37.1**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 股票数量：制造业占比提升

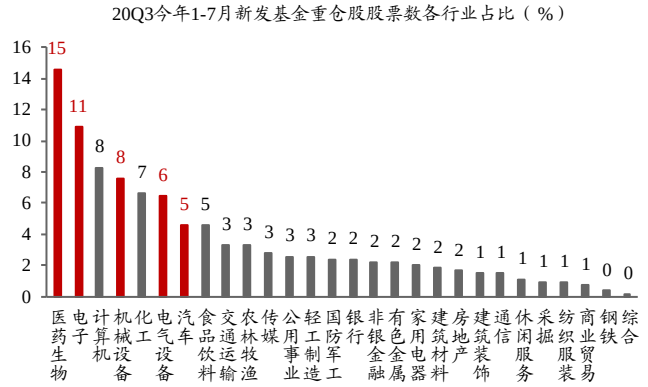
由于部分股票市值过高，仅从持仓市值角度对重仓股统计，很容易受此影响从而产生有偏结论，所以增加股票数量的统计，从新的角度看新发基金对于各行业的偏好。

新发基金高配医药、电子、机械设备、电气设备、汽车。统计新发基金重仓股中各行业的股票数量占比，并与全部偏股主动型基金配置进行对比，结果显示新发基金 Q3 医药重仓股数量占比 15%，电子 11%，分别较公募基金整体超配 3、2 个百分点。同时，机械设备、电气设备和汽车三个制造业行业也更受青睐，新发基金对三者的重仓股数量占比均较公募整体高配 1 个百分点。

新发基金对机械设备、化工和汽车行业股票的选择存在着差异。对比三个行业的市值和股票数量占比，以非银金融为参照，机械设备（市值占比 3%VS 股票数占比 8%），化工（4%VS7%）和汽车（2%VS5%）市值占比均不超过非银的 4%，但股票数占比却远超非银的 2%，一方面证实制造业股票的可选项增多，一方面也说明各基金对于行业内的股票看法存在着分歧，因此投资分散于不同的个股中，产生持仓市值偏低股票数量却偏多的情况。

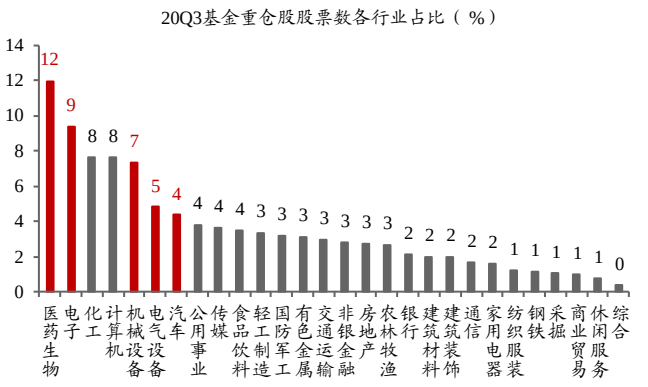
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：新发基金重仓股票数量行业分布



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：总体公募基金重仓股票数量行业分布



数据来源：Wind，东吴证券研究所

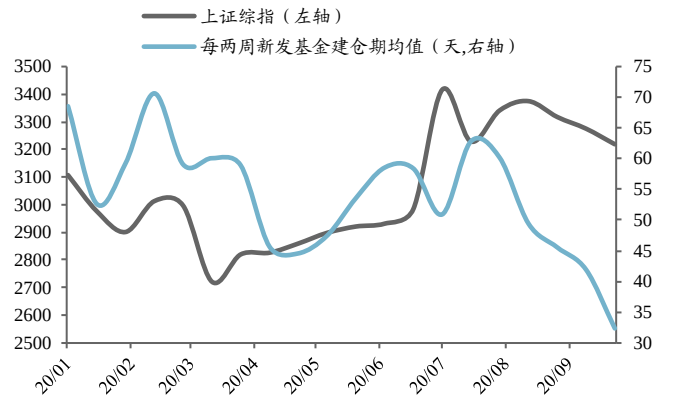
3. 新发基金进场速度：逢低加快建仓

基金封闭期上限为 3 个月，实际建仓期依据基金经理对行情和结构的判断。我们按照申购或赎回起始日—基金成立日，计算基金建仓期。2020 年 1-10 月发行的普通、偏股、灵活配置型基金，剔除尚未公布申购或赎回日、转型基金和后分级基金，最终得到 409 只基金作为样本，来分析新发基金的建仓进程节奏。

8 月以来市场下调，新发基金建仓速度明显加快。今年新发基金的建仓期显示明显的规律性波动，将建仓期与市场走势匹配：4-7 月市场上行，基金建仓期也对应延长，建仓速度趋缓，截至 7/21 每周新发基金建仓期均值达到 68 天；8 月以来市场震荡下调，建仓期则明显缩短，建仓速度加快，截至 9/30 每周新发基金建仓期均值已下降至 32 天。分析得出，在市场行情下跌时，基金倾向于抓紧时机进行建仓，但基于主动基金的机制，反应会略滞后于市场变化；反之亦然，当市场行情上涨时，基金建仓会逐渐放缓，等待更好的进场时点。

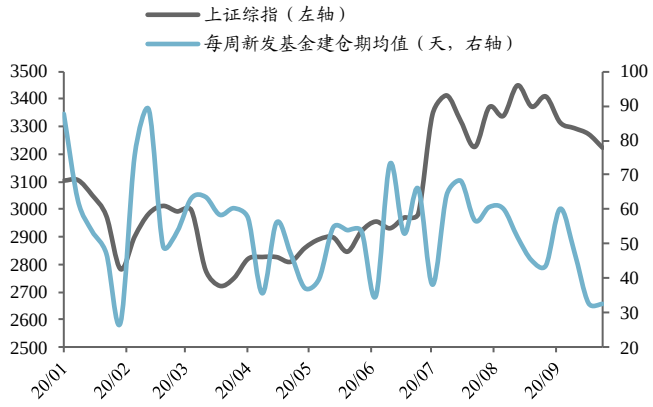
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 8：每两周新发基金建仓期均值



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：每周新发基金建仓期均值



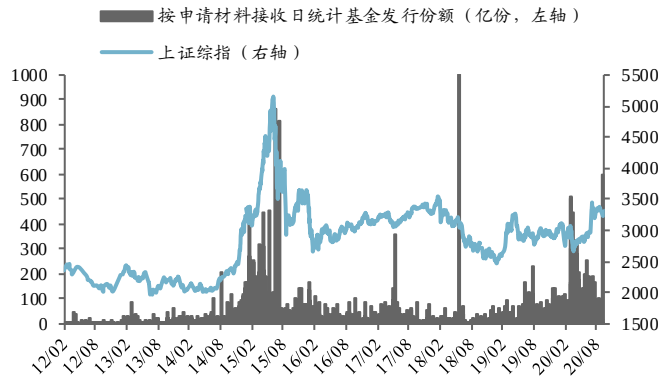
数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 基金发行跟踪：申请时点更重要

基金的四个重要日期中，以申请材料接收日为统计口径的基金发行份额走势与市场最同步，相对其他三个指标具有领先性。市场的普遍认知是基金天量发行往往是市场见顶的标志，但我们认为发行只是最终结果，实际上基金发行有领先指标可以跟踪，按照时间先后包括：申材料接收日、审查决定日、发行日、基金成立日统计当日的基金发行总份额，与上证综指进行匹配比较。可以发现按照申请材料接收日统计的基金发行份额与上证综指走势的一致性最强，另三个时点指标则明显滞后于市场变化：当上证综指上涨时，申请材料接收日指标最快做出反应，开启相应的上升趋势；当上证综指下跌时，申请材料接收日指标几乎同步出现下滑的迹象。

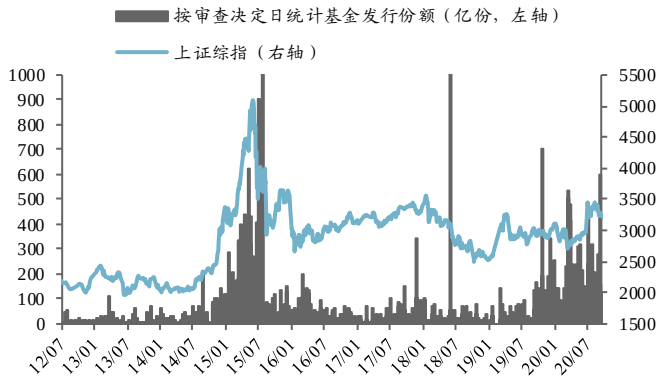
9 月申请材料接收日指标峰值的出现，预示明年一季度公募基金发行开门红的可能性。今年上半年，申请材料接收日指标 2-4 月高速增长，4 月开始基金发行日指标也不断上行，同期基金建仓速度较快，大量资金加速流入市场，一定程度上引导了 4-7 月市场的持续上涨，上证综指 7/1 突破 3000 点较 4/1 提升 11%。目前，9 月申请材料接收日指标出现了一个新的峰值，如果 10-11 月该指标能保持高位，预测明年一季度公募基金发行规模也将出现上涨趋势和峰值，同时 8 月以来基金建仓速度不断加快，在建仓期不出现大幅回调的情况下，从流动性角度增量资金的进入有望带动市场的上行。

图 10：按申请材料接收日统计基金发行份额



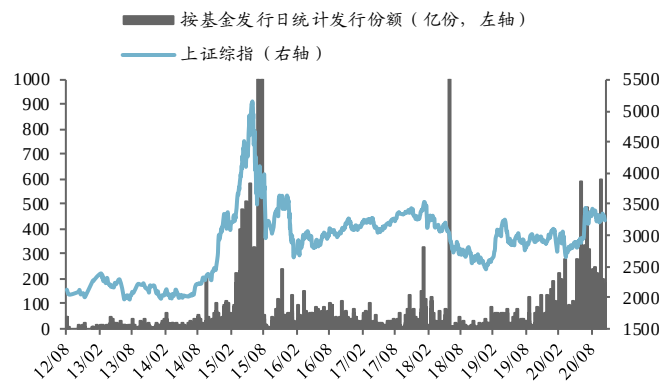
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：按审查决定日统计基金发行份额



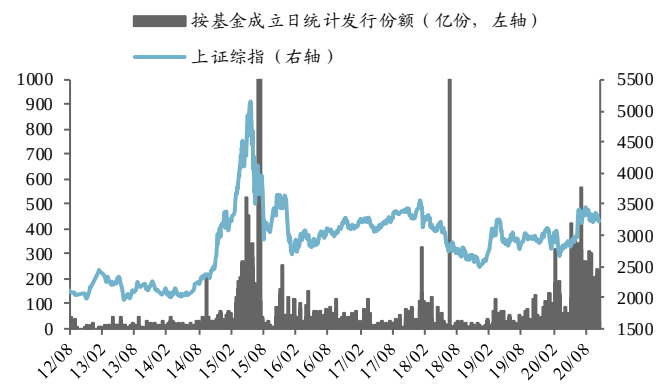
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：按基金发行日统计发行份额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：按基金成立日统计发行份额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

基金三季度报仅披露前十大重仓股，存在数据不全面的问题。

本报告仅对基金三季报及历史数据进行分析，不构成投资建议。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

