2020 年 11 月 03 日
策略类●证券研究报告

资金总量略微收缩，增配部分顺周期板块

主题报告

分析师 谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20377198

分析师 李蕙
SAC 执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsc.cn

投资要点

◆ **三季度至今资金总量的变化趋势：略微收缩。**

✧ 8 月以来 A 股市场投资资金供给是呈现略微收缩的；而造成了 8 月至今增量资金收缩的主要原因在于北向资金呈现的加速净流出、IPO 募集的快速增长及产业资本增加减持等。

✧ 展望来看，可能 A 股资金总量会趋向平稳；10 月新股发行总额较此前月份有所下降，同时，产业资本 10 月当月减持速率也有所下行，预计将降低 A 股资金的收缩压力。但有一点值得注意，当前公募基金仓位、尤其是偏股型基金仓位依旧处于相对高位，未来可能会面临一定的仓位收缩压力，需要持续观察基金发行带来的增量资金能否覆盖可能的基金仓位波动。

◆ **三季度至今资金偏好的变化趋势：中短资金转向顺周期和可选，而中长资金对于顺周期关注度有所提升、且科技消费内部持仓意向出现分化。**

✧ 中短期资金偏好可能更为明显的向顺周期板块和可选消费板块转移。1）北向资金偏好明显向顺周期板块靠拢；2）杠杆资金配置相对均衡，但可选消费板块的持仓比例增幅更为明显一些。

✧ 中长期资金对于科技消费类的部分行业板块判断出现分歧，同时，对于顺周期和金融品种的重视程度有所提高。1）公募基金 Q3 持仓偏好较上半年发生较大变化，科技消费内部抱团出现分化，其中，计算机、医药被明显减持，而电子、食品饮料却依旧获得资金明显增持；与此同时，军工获得了基金明显的青睐，部分顺周期板块关注度也有所提升；2）社保基金 Q3 更为偏好顺周期和金融板块。

◆ **按大类行业进行分类，就北向、杠杆、公募、社保四大类资金在三季度以来投资偏好变化的共性进行总结：资金更倾向于配置电气设备、化工、汽车、军工等行业，而更为明显的回避医药、通信等行业。**

✧ **倾向于增持的：1）电气设备行业：**三季度以来，北向资金、融资资金、公募资金、社保基金等四大类资金对于电力社保行业继续明显增持。**2）化工行业：**三季度以来，北向资金、融资资金、社保基金等三大类资金对化工行业的投资偏好显著提升。**3）汽车行业：**三季度以来，北向资金、公募基金、社保资金等三大类资金对于汽车行业投资偏好明显提升；4）**军工行业：**三季度以来，融资资金、公募基金等二大类资金持仓比例提升幅度均居于行业首位。

✧ **倾向于回避的：1）医药行业：**三季度以来，北向资金、公募基金、社保基金等三大类资金，均对医药板块进行了明显的减持。2）**通信行业：**三季度以来，杠杆资金、公募基金、社保基金等三大类资金，对通信行业进行了减持。

◆ **风险提示：1）报告观点为统计结论，不作为投资建议。2）基金三季度仅披露重仓股，统计结论可能存在偏差；3）基金、社保数据披露周期为按季度披露，属于滞后性披露数据。**

相关报告

内部已经逐渐明朗，等待外部不确定性释放-策略周报 2020-11-01

资金加快调仓换股，低估值关注度继续提升-策略周报 2020-10-25

积极因素增加，等待市场重达共识-策略周报 2020-10-18

做多动能正在蓄势回升，只等共识达成-策略周报 2020-10-11

小长假前或维持震荡格局，等待人气回升-策略周报 2020-09-27

内容目录

一、三季度至今资金总量的变化趋势 4
（一）北向资金：三季度以来呈现明显的净流出 4
（二）杠杆资金：7 月杠杆资金大量涌入 4
（三）公募基金：新发基金带来的增量能覆盖暂时的减持压力 5
（四）产业资本：三季度减持流出迹象较为明显 6
（五）新股发行：三季度以来 IPO 提速或促使场内资金分流 7
（六）居民资金：八九月新增开户流入放缓 7
（七）资金总量变化小结：8 月至今增量资金逐渐收缩 8
二、三季度至今资金偏好的变化方向 9
（一）北向资金：向顺周期行业靠拢 9
（二）杠杆资金：配置相对均衡 11
（三）公募基金：科技消费抱团打破，计算机、医药减持居前 12
（四）社保基金：Q3 总体净减持，增持偏向于顺周期和金融 14
（五）资金偏好变化总结 16
三、风险提示 17
附表： 18

图表目录

图 1：2020 年北向资金月度净流入 4
图 2：10 月至今北向资金日净流入变化 4
图 3：2020 年以来月度融资净买入额 5
图 4：8 月以来融资日净流入总额变化 5
图 5：2019 年至今公募基金的预估仓位变化 5
图 6：2019 年 6 月至今偏股混合型基金的预估仓位变化 6
图 7：2019 年 6 月至今灵活配置型基金的预估仓位变化 6
图 8：2020 年偏股型基金发行状况 6
图 9：重要股东拟增持金额上限（截至到 10 月 23 日） 7
图 10：重要股东拟减持金额（截至到 10 月 27 日） 7
图 11：A 股市场 IPO 数量及募资总额 7
图 12：上证 A 股账户新增开户变化 8
图 13：A 股市场新增投资者数量变化 8
图 14：资金总量测算 1（含主要的增量资金变动要素） 9
图 15：资金总量测算 2（仅含直接的交易资金变动） 9
图 16：三季度以来北向资金行业合计增减持总额 9
图 17：行业获得北向资金增持的公司数量占比（2020 年 7 月至 2020 年 10 月） 11
图 18：北向资金行业持仓占比 11
图 19：三季度至今行业融资净买入额 12
图 20：行业融资净买入持仓占比及较二季度仓位提升幅度 12
图 21：Q3 较 Q2 基金持仓变动金额 13
图 22：Q3 基金持仓占比变动 13
图 23：Q3 基金期末持仓市值占比及持仓较 Q2 增幅比例 14
图 24：基金在各行业的重仓股数量及其中发生减持的公司数量占比 14

图 25：社保基金 Q3 持仓市值变动比例 15
图 26：社保基金 Q3 行业持股公司数量变化 15

表 1：2020 年资金总量变化表（截止到 10 月 27 日） 8
表 2：北向资金增减持金额占比（2020 年 7 月至 2020 年 10 月） 10
表 3：公募基金 Q3 行业持仓变化表 18
表 4：社保基金 Q3 行业持仓变化表 18

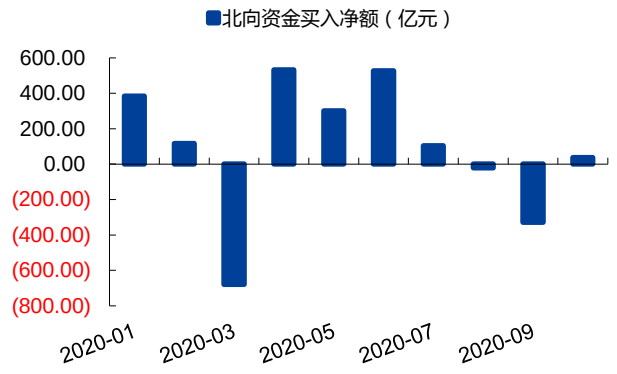
一、三季度至今资金总量的变化趋势

我们将 A 股投资资金划分为北向资金、杠杆资金、公募基金、产业资本、新股发行、居民资金等六大类，分别来观察 7 月至 10 月以来 A 股总量资金的变化趋势。

（一）北向资金：三季度以来呈现明显的净流出

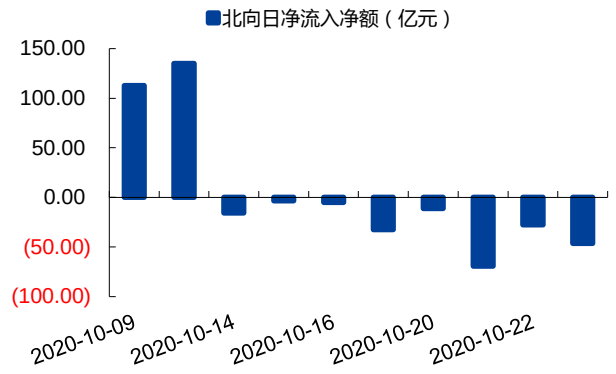
自三季度以来，北向资金流入 A 股的意愿明显下降，三季度合计净流出约 244 亿元；尤其是比较今年二季度北向资金净流入总额达到 1360 亿，北向资金作为此前 A 股市场增量资金的重要来源之一，在三季度不仅未见其功，反而成为负累。从月度数据来看，7-9 月北向资金月度净流入分别为 104 亿、-20 亿、-328 亿，流出速率逐渐加快。进入 10 月，虽然截至当前北向资金月度净流入金额约 37 亿，较此前三个交易月有所改善，但 10 月主要的净流入均发生在本月头两个交易日，在此后交易日北向资金呈现连续净流出。

图 1：2020 年北向资金月度净流入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：10 月至今北向资金日净流入变化



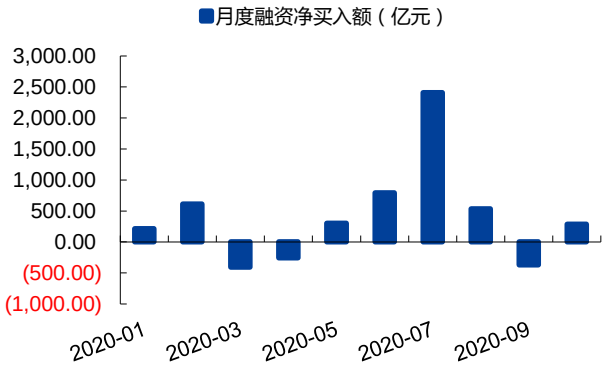
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）杠杆资金：7 月杠杆资金大量涌入

三季度，以两融为代表的杠杆资金一度出现脉冲式流入，7 月单月，融资资金净流入高达 2400 亿，是 2019 年至今最大单月融资资金净流入；但进入 9 月，融资资金流入意愿明显下降，单月净流出达到约 370 亿。总体来看，比较二季度融资资金合计净流入不足千亿，融资资金成为三季度重要的增量资金来源，只是月度来看融资资金流入意愿呈逐级降温。

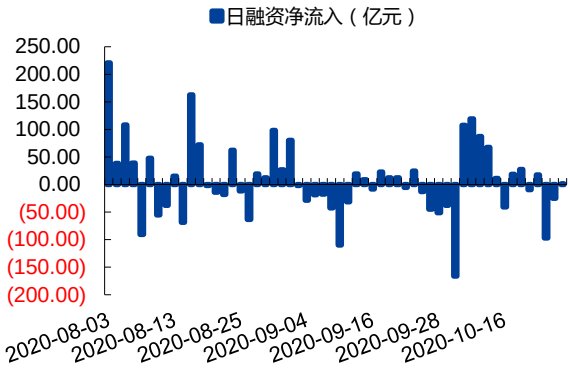
进入 10 月，杠杆资金月度一改 9 月净流出状况，总体再度呈现资金净流入；但假设剔除 10 月前几个交易日融资资金大幅净流入的影响，可能 10 月下旬以来，融资资金与北向资金变化类似，出现了明显放缓流入的状况。

图 3：2020 年以来月度融资净买入额



资料来源：华金证券研究所

图 4：8 月以来融资日净流入总额变化



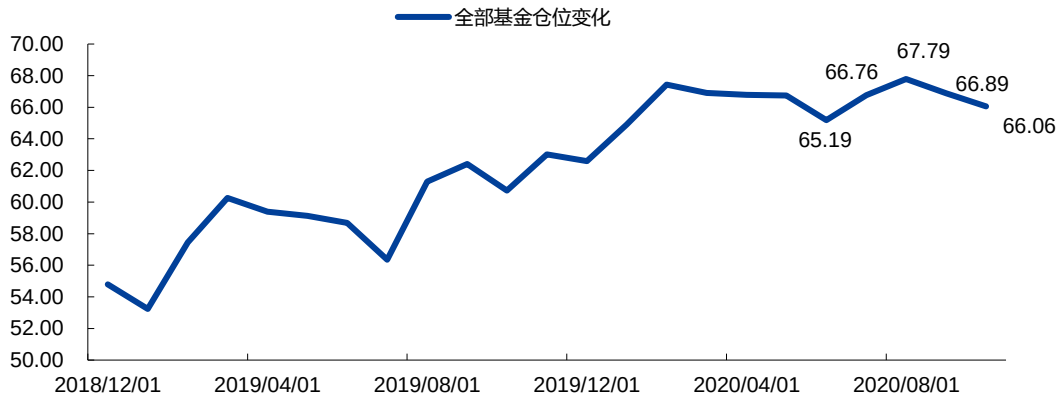
资料来源：华金证券研究所

（三）公募基金：新发基金带来的增量能覆盖暂时的减持压力

假设将公募基金对于 A 股市场增量资金的影响区分为两个维度进行探讨，其一为公募基金仓位变化及带来的资金流入流出，其二为公募基金新增发行总额。

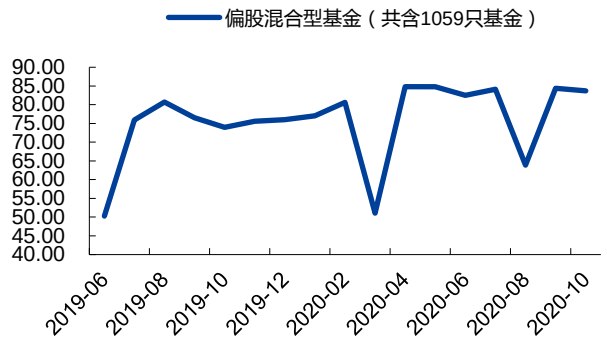
首先，比较 2020 年 6 月与当前的公募基金仓位变化，可以发现，总体变化不大，但配置相对灵活的公募基金在 9 月和 10 月可能出现了减仓迹象。1）公募基金整体仓位并未出现太大变化，6 月公募基金整体仓位为 65.19%，而截止到 10 月末，公募基金整体预估仓位为 66%。期间，即便是在指数期间出现了较大拉升的 7 月，公募基金仓位增幅也相对有限。2）从偏股混合型基金来看，8 月偏股型基金仓位一度出现下降，但截至 10 月末，偏股型基金仓位重新回到了 83.66%，与今年 6 月偏股型基金仓位基本持平；但比较 2019 年至今偏股型基金仓位均未超过 85%，可能向后看偏股型基金仓位出现下降的概率较大。3）灵活配置型基金来看，则在 8 月仓位达到年内高点约 75%之后，仓位出现快速下降，截至 10 月末，灵活配置型基金总体仓位仅 60%；比较今年 6 月灵活配置型基金仓位 67.39%，仓位降幅达到 7 个百分点。

图 5：2019 年至今公募基金的预估仓位变化



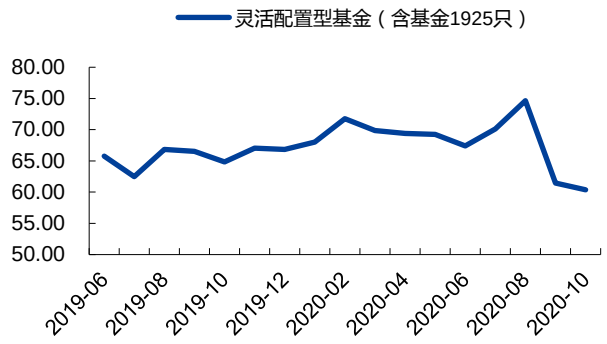
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：2019 年 6 月至今偏股混合型基金的预估仓位变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

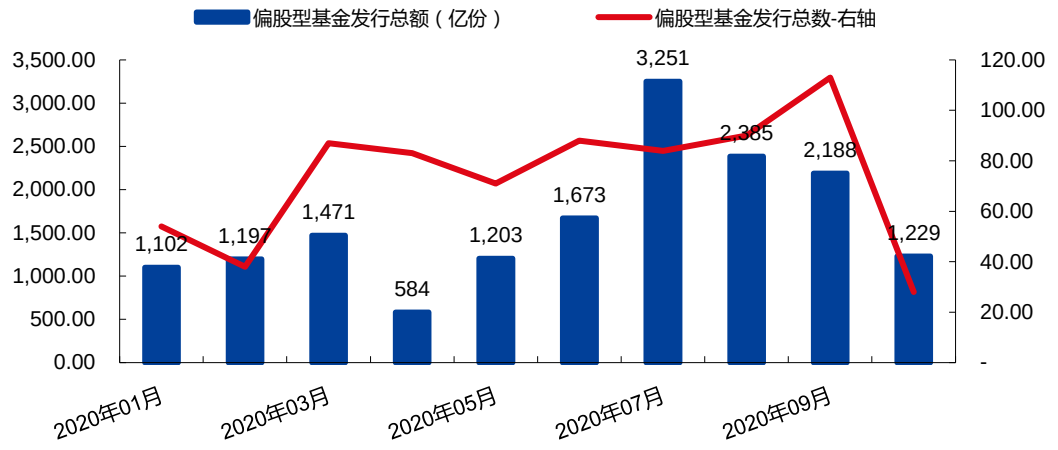
图 7：2019 年 6 月至今灵活配置型基金的预估仓位变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

其次，从三季度新发基金来看，虽然监管层出台窗口指导限制新发基金募集规模，但基金发行总体依旧呈现供需两旺状况，新发基金成为 A 股市场最为重要的增量资金来源。自 2020 年开始，新发基金就呈现持续火热状况，截止到 10 月下旬，2020 年合计新增发行偏股型基金（含股票型基金、混合型基金和 QDII）超过 1.6 万亿，较 2019 年新增发行仅 5000 亿，新增发行规模增幅已经达到 2 倍；而其中，三季度又是新发基金最为集中的时间段，7-9 月新发偏股型基金规模分别达到 3251 亿、2385 亿、2188 亿，三季度至今新增基金发行总额合计占 2020 年发行总额的 56%。

图 8：2020 年偏股型基金发行状况

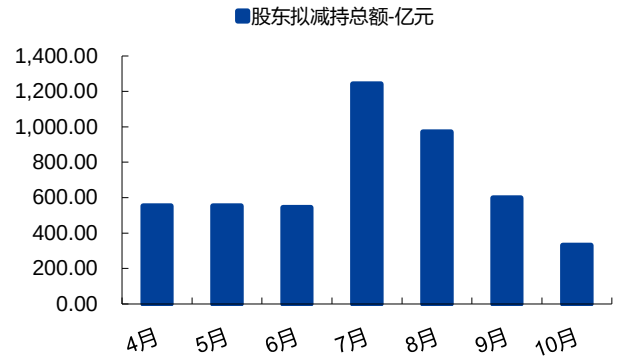


资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）产业资本：三季度减持流出迹象较为明显

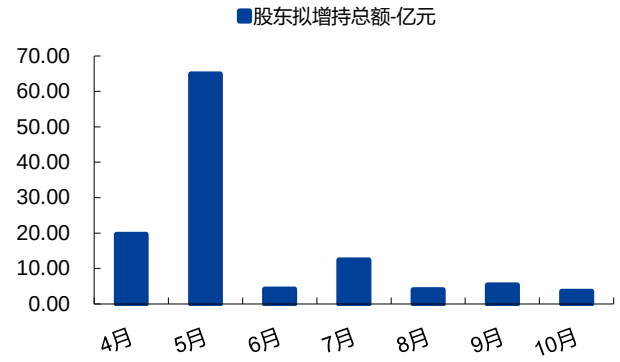
假设我们通过观察重要股东增减持来判断产业资金的变化趋势，可以看到，进入三季度，产业资本减持明显增长，而增持则出现放缓迹象。比较来看，三季度股东拟减持总额超过 2800 亿，比较二季度股东拟减持总额约 1650 亿，增幅达到 7 成；而三季度股东拟增持总额 21.7 亿，较二季度股东拟增持总额 89 亿，减少超过 7 成。

图 9：重要股东拟增持金额上限（截至到 10 月 23 日）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：重要股东拟减持金额（截至到 10 月 27 日）

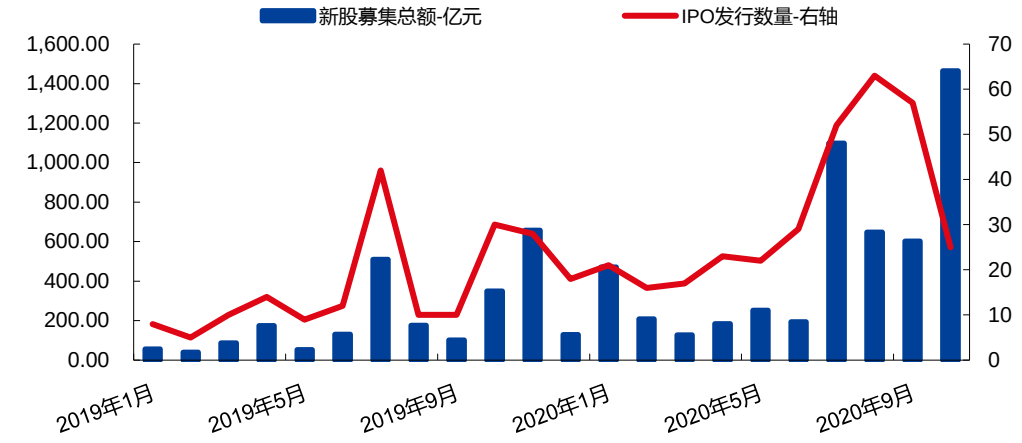


资料来源：Wind，华金证券研究所

（五）新股发行：三季度以来 IPO 提速或促使场内资金分流

三季度以来，伴随着创业板注册制实施，及中芯国际、蚂蚁集团等大市值公司上市 IPO，新股发行数量和募资总额都创出近 2 年的高位，新股 IPO 成为分流 A 股三季度市场资金的主要根源之一。从数据对比来看，7-10 月新股发行募集总额共 3800 亿，占 2020 年至今新股发行募集总额 5250 亿的 72%；7-10 月新股发行数量共 197 家，占 2020 年至今 IPO 总数 325 家的 60%。

图 11：A 股市场 IPO 数量及募资总额

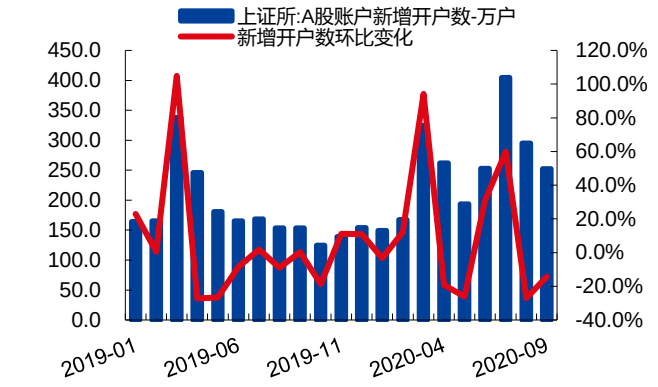


资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）居民资金：八九月新增开户流入放缓

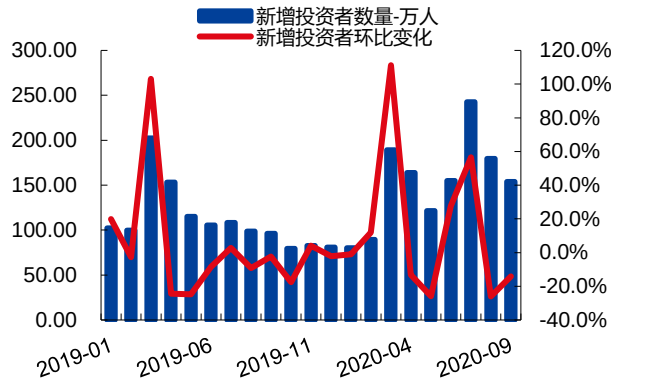
假设我们将上交所公布的 A 股账户新增开户数和中登公司公布的新增投资者数量作为观察指标，来考察居民资金的变化。其中，1）A 股账户新增开户数在 7 月创出月新增开户超过 320 万户的年内最高峰后，8-9 月新增开户环比连续下滑，但总体依旧处于今年平均线附近。2）新股投资者数量同样在 7 月创出年内至今的高点，月新增投资者数量达到 242.6 万人；此后 8-9 月，月度新增投资者逐级下降，但总体依旧位于今年月度新增平均线之上。

图 12：上证 A 股账户新增开户变化



资料来源：Wind，上交所，华金证券研究所

图 13：A 股市场新增投资者数量变化



资料来源：Wind，中登公司，华金证券研究所

（七）资金总量变化小结：8 月至今增量资金逐渐收缩

总结前文描述的 6 大主要资金要素三季度以来的变化，可以看到，8 月以来 A 股市场投资资金供给是呈现略微收缩的；而造成了 8 月至今增量资金收缩的主要原因在于北向资金呈现的加速净流出、IPO 募集的快速增长及产业资本增加减持等。

而展望来看，可能 A 股资金总量会趋向平稳；10 月新股发行总额较此前月份有所下降，同时，产业资本 10 月当月减持速率也有所下行，预计将降低 A 股资金的收缩压力。但有一点值得注意，当前公募基金仓位、尤其是偏股型基金仓位依旧处于相对高位，未来可能会面临一定的仓位收缩压力，需要持续观察基金发行带来的增量资金能否覆盖可能的基金仓位波动。

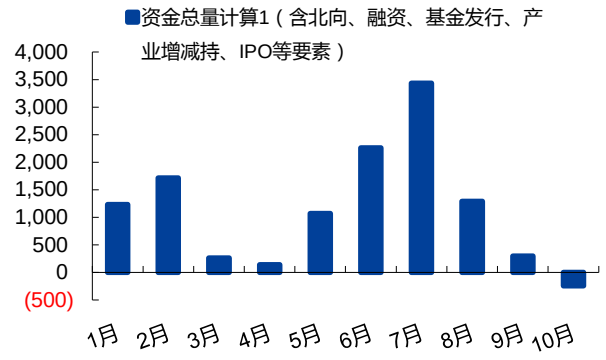
表 1：2020 年资金总量变化表（截止到 10 月 27 日）

月份	北向资金净流入-亿	融资资金净流入-亿元	偏股型基金发行总额-亿份	股东拟增持总额-亿元	股东拟减持总额-亿元	IPO 募集资金总额-亿元	偏股混合型基金仓位-%	A 股新增投资者数量-万人
1 月	383.92	214.32	1,102.32	/	/	471.21	77.00	80.07
2 月	115.84	609.66	1,196.67	/	/	208.30	80.63	89.54
3 月	-678.73	-404.58	1,470.81	/	/	126.90	51.08	189.12
4 月	532.58	-258.17	584.43	19.58	553.78	183.45	84.78	164.04
5 月	301.11	302.85	1,203.22	64.88	553.08	252.01	84.79	121.41
6 月	526.79	794.61	1,672.72	4.17	544.4	194.42	82.47	154.90
7 月	103.92	2,406.37	3,250.94	12.35	1242.55	1,098.66	84.17	242.63
8 月	-20.28	536.20	2,385.29	4.00	970.94	647.01	63.89	179.51
9 月	-327.73	-368.84	2,187.74	5.37	599.33	601.33	84.35	154.13
10 月	37.23	284.64	1,228.92	3.56	331.5	1,463.98	83.66	/

资料来源：Wind，华金证券研究所

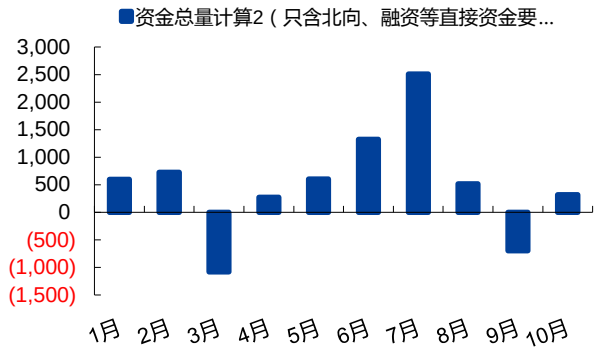
备注：股东拟增减持金额从 2020 年 4 月开始统计

图 14：资金总量测算 1（含主要的增量资金变动要素）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：资金总量测算 2（仅含直接的交易资金变动）



资料来源：Wind，华金证券研究所

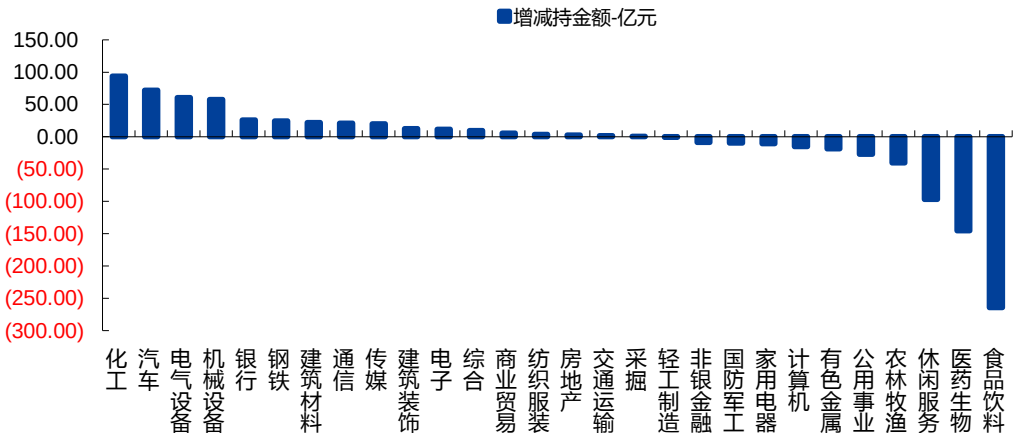
二、三季度至今资金偏好的变化方向

（一）北向资金：向顺周期行业靠拢

比较 2020 年 6 月底和 2020 年 10 月 28 日北向资金的持仓情况，可以看到，三季度以来，北向资金增持的方向主要集中在化工、汽车、钢铁等顺周期行业，而减持的方向则主要集中在今年涨幅较大的休闲服务、食品饮料、医药生物、农林牧渔等必选消费行业。

（1）从行业增减持金额排序来看，化工、汽车、电气设备、机械设备、银行等行业增持净额排名行业前五，分别净增持金额为 94 亿元、72 亿元、61 亿元、58 亿和 26 亿元；而食品饮料、医药生物、休闲服务、农林牧渔、公用事业等减持净额排名行业首位，分别净减持金额达到 264 亿元、146 亿元、97 亿元、40 亿元和 27 亿元。

图 16：三季度以来北向资金行业合计增减持总额



资料来源：Wind，华金证券研究所

（2）假设以行业净增持金额占对应公司总市值比重作为衡量北向资金净增持比例，行业排序来看，综合、钢铁、汽车、机械设备、化工等行业位列净增持前五位，依旧主要集中于顺周期行业；而休闲服务、食品饮料、农林牧渔、医药生物、公用事业等则净减持居首。

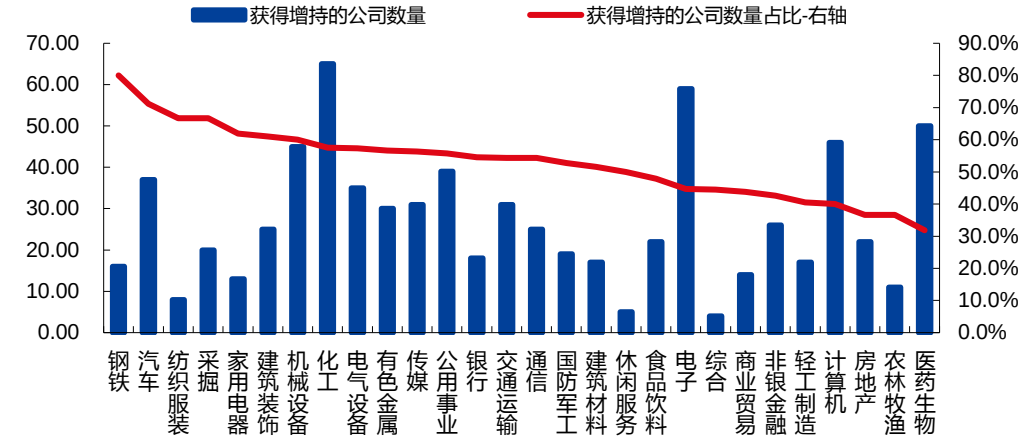
表 2：北向资金增减持金额占比（2020 年 7 月至 2020 年 10 月）

行业	北向增减持净额-亿元	获得北向持仓的公司总市值合计-亿元	北向合计持仓市值-亿元	增持净额/总市值	增持净额/持仓市值
综合	9.38	1,253.27	103.33	0.75%	9.1%
钢铁	24.24	5,314.43	133.47	0.46%	18.2%
汽车	72.25	17,508.67	610.82	0.41%	11.8%
机械设备	57.91	14,209.39	662.90	0.41%	8.7%
化工	93.74	26,363.64	647.72	0.36%	14.5%
纺织服装	3.50	1,081.21	15.71	0.32%	22.3%
电气设备	60.74	20,833.12	983.73	0.29%	6.2%
建筑材料	22.20	8,480.90	462.25	0.26%	4.8%
通信	21.12	9,689.95	195.03	0.22%	10.8%
传媒	19.77	14,044.98	394.34	0.14%	5.0%
建筑装饰	12.54	10,409.43	173.28	0.12%	7.2%
商业贸易	5.60	6,364.46	119.50	0.09%	4.7%
银行	25.78	98,804.38	1,289.60	0.03%	2.0%
电子	11.39	48,008.06	1,418.14	0.02%	0.8%
房地产	2.50	17,968.95	446.69	0.01%	0.6%
交通运输	1.48	22,300.84	506.33	0.01%	0.3%
采掘	0.61	16,830.48	83.56	0.00%	0.7%
非银金融	-8.70	67,013.38	1,280.72	-0.01%	-0.7%
轻工制造	-0.77	5,807.56	206.85	-0.01%	-0.4%
计算机	-15.31	25,722.40	573.02	-0.06%	-2.7%
家用电器	-10.79	13,607.65	1,798.35	-0.08%	-0.6%
国防军工	-9.85	9,962.65	148.43	-0.10%	-6.6%
有色金属	-18.88	12,687.11	208.10	-0.15%	-9.1%
公用事业	-27.31	18,023.75	375.14	-0.15%	-7.3%
医药生物	-145.58	57,600.81	2,468.94	-0.25%	-5.9%
农林牧渔	-40.32	10,647.04	291.49	-0.38%	-13.8%
食品饮料	-264.16	52,867.92	3,580.69	-0.50%	-7.4%
休闲服务	-97.16	4,794.25	421.25	-2.03%	-23.1%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（3）假设比较行业持仓上市公司获得增持的公司数量占比，行业排序来看，增持公司数量占比最高的前五行业依次为钢铁、汽车、纺织服装、采掘和家用电器，主要集中在顺周期行业和可选消费行业；而增持公司数量占比排名最末的前五行业依次为医药生物、农林牧渔、房地产、计算机、轻工制造。

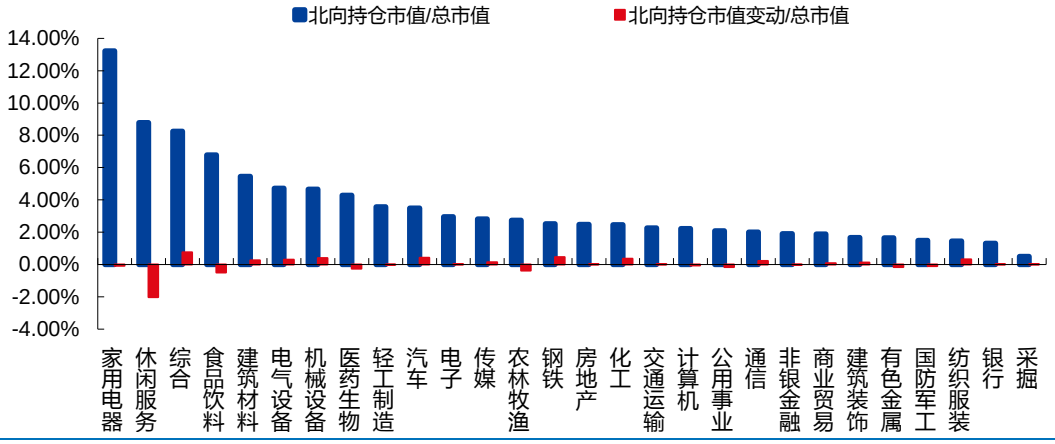
图 17：行业获得北向资金增持的公司数量占比（2020 年 7 月至 2020 年 10 月）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（4）假设以当前北向资金持仓市值占总市值比重来看，我们同时需要认识到，北向资金相对重仓的行业依旧集中在家用电器、休闲服务、食品饮料、建筑材料等偏向于消费类的板块；三季度至今北向资金持仓偏好的变化，假设仅从幅度对比来看，并没有根本性地扭转北向资金长期偏好。暂时来看，北向资金三季度至今的持仓变化可能只是基于当前环境的配置优化；更为持续性的偏好变化趋势还有待期后数据给予验证。

图 18：北向资金行业持仓占比



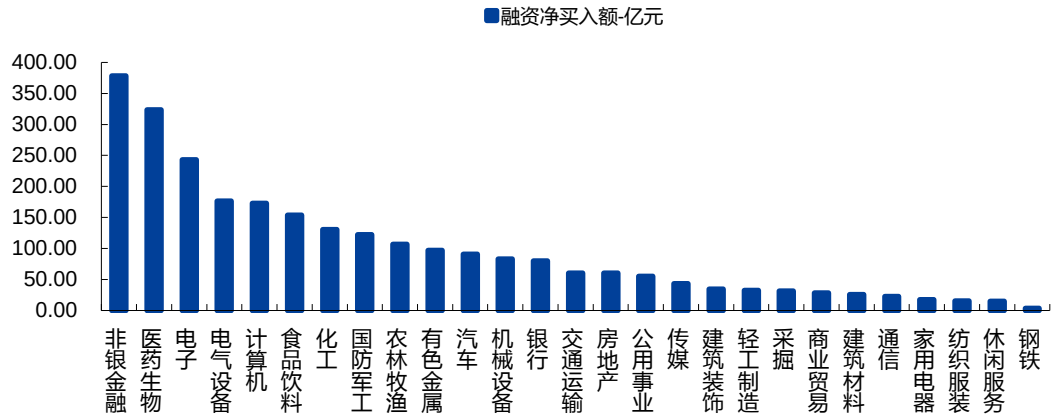
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）杠杆资金：配置相对均衡

观察 2020 年 7 月至 2020 年 10 月杠杆资金的净买入情况，可以看到，行业间资金流入相对均衡，包括以电子、计算机为代表的科技板块，以医药生物、食品饮料为代表的消费板块，以非银为代表的金融板块，以有色、电气设备、化工等为代表的顺周期板块，都受到资金不同程度的青睐。其中，尤其以非银、军工、电气设备等资金净流入较为明显；但假设从资金净买入额较过往持仓增幅来看，则可选消费可能更受关注。

（1）从三季度至今行业融资资金净买入额对比来看，非银、医药生物、电子、电气设备、计算机等板块净买入额居首，并未表现出明显的风格偏好；而钢铁、休闲服务、纺织服装、家用电器、通信等板块净买入额居末。

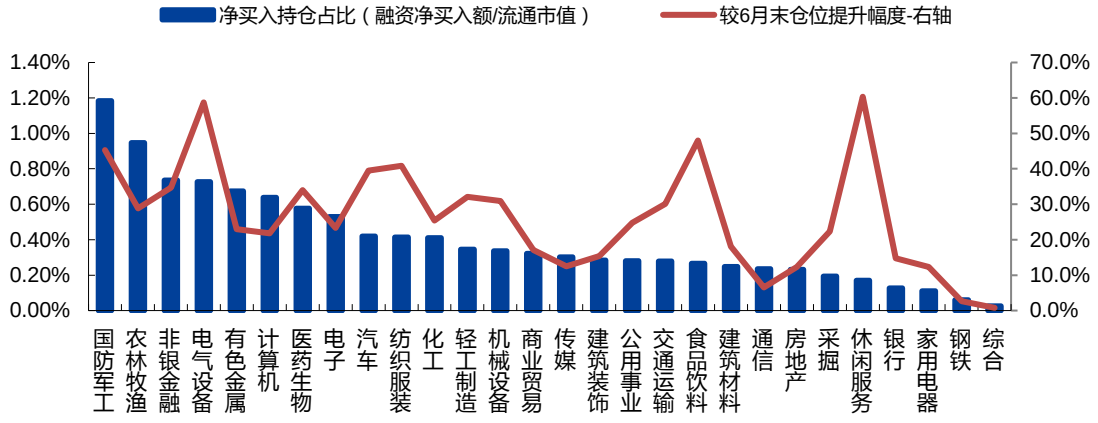
图 19：三季度至今行业融资净买入额



资料来源：Wind，华金证券研究所

（2）从三季度至今行业融资资金净买入额占流通市值比重的对比来看，军工、农林牧渔、非银、电气设备和有色金属等行业板块净增持比重居前，同样风格特征并不显著；而综合、钢铁、家电、银行、休闲服务等板块净增持比重居末。但假设比较融资余额持仓占比的提升幅度，休闲服务、电气设备、食品饮料、纺织服装、汽车等板块居首，可能来说，融资仓位提升幅度居前的行业可能偏向于以休闲服务、纺织服装、汽车等为代表的可选消费行业。

图 20：行业融资净买入持仓占比及较二季度仓位提升幅度



资料来源：Wind，华金证券研究所

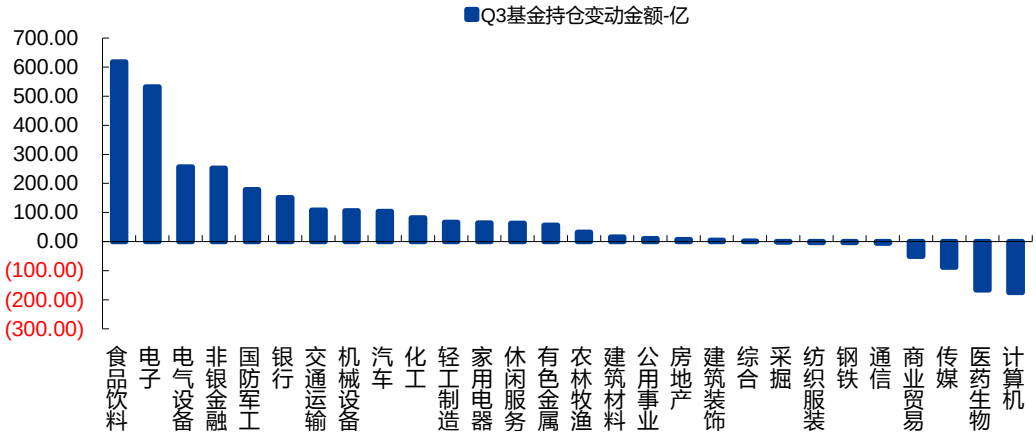
（三）公募基金：科技消费抱团打破，计算机、医药减持居前

比较基金重仓股在 2020Q2 和 2020Q3 两个季度间的季度持仓变化，可以发现四个较为明显的特征，一是基金曾经抱团的科技消费板块内部出现分化，以电子、食品饮料、休闲服务等为代表的行业依旧获得增持；而以计算机、医药生物等为代表的行业则出现明显的减持行为；二是以非银、银行、交运、机械设备等为代表的顺周期及金融板块，获得基金明显增持；三是基金持股

集中度依旧较高，Q2 重仓的前二大行业电力设备和休闲服务等持仓占比进一步提升；四是军工受青睐度显著升温，Q3 持仓比例较 Q2 增长近八成。

（1）从季度基金持仓变动金额来看（季度基金持仓数量变动*日均成交价格），食品饮料、电子、电气设备、非银、国防军工等位列行业前五，受到基金更为明显的增持；而计算机、医药生物、传媒、商业贸易、通信等行业基金减持居首。比较来看，基金对于科技消费大类板块的持股意愿出现明显差异。

图 21：Q3 较 Q2 基金持仓变动金额

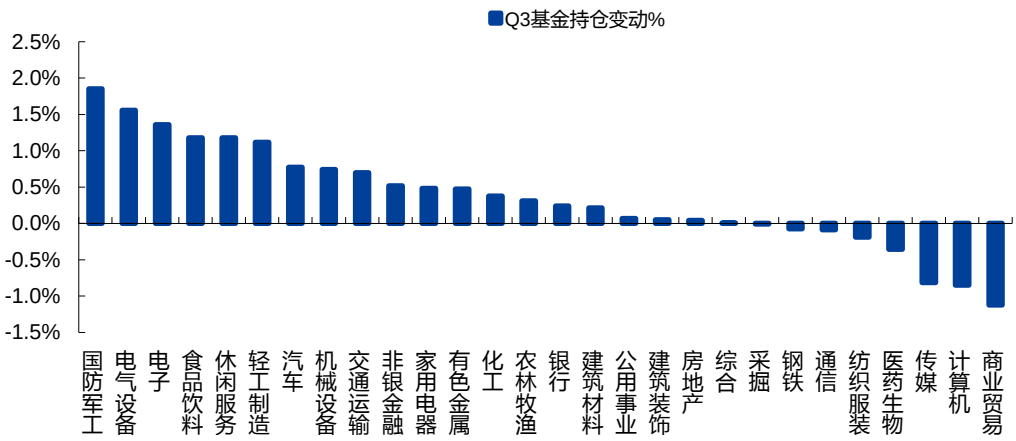


资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：基金持仓数量已经通过期间股本变化进行调整

（2）从基金持仓占比（基金持仓变动金额/日均流通市值）变化来看，军工、电气设备、电子、食品饮料、休闲服务是基金重点加仓的五个行业，而商业贸易、计算机、传媒、医药生物、纺织服装等则是基金减持的主要方向；同样可以发现，科技消费板块的持仓抱团被打破。而假设将基金增持比例行业排名放宽至前十位，轻工、汽车、机械设备、交运、非银等顺周期和金融板块受到了基金更为明显的关注。

图 22：Q3 基金持仓占比变动

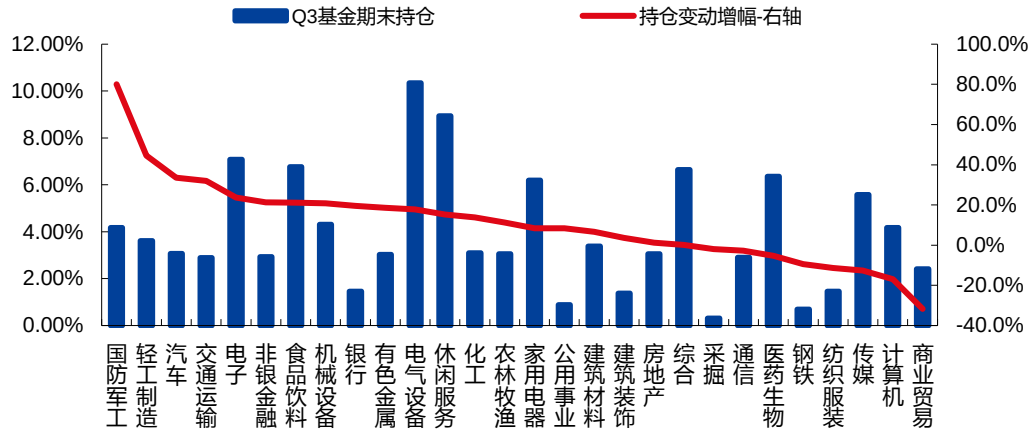


资料来源：Wind，华金证券研究所

（3）从 Q3 基金持仓占比较 Q2 基金持仓占比的增幅来看，军工是无可厚非的赢家，Q3 基金持仓占比增幅达到八成；其次来看，轻工、汽车、交运等基金持仓增幅比例也分别达到了三成，再度征明了顺周期板块基金关注度显著提升。

而假设比较行业 Q3 基金持仓市值比例，可能来说，科技消费依旧是基金更为关注的板块。行业排序来看，Q3 基金持仓市值比例排名居前的依次为电气设备、休闲服务、电子、食品饮料、综合、医药生物、家电、传媒、机械设备和计算机；前十中科技消费板块占据至少七席、而顺周期板块可能均有机械设备单个行业。同时，从基金持仓市值比例排名前二的电气设备和休闲服务来看，Q3 的持仓市值比例较 Q2 得到进一步提升，基金持股的集中度可能依旧较高。

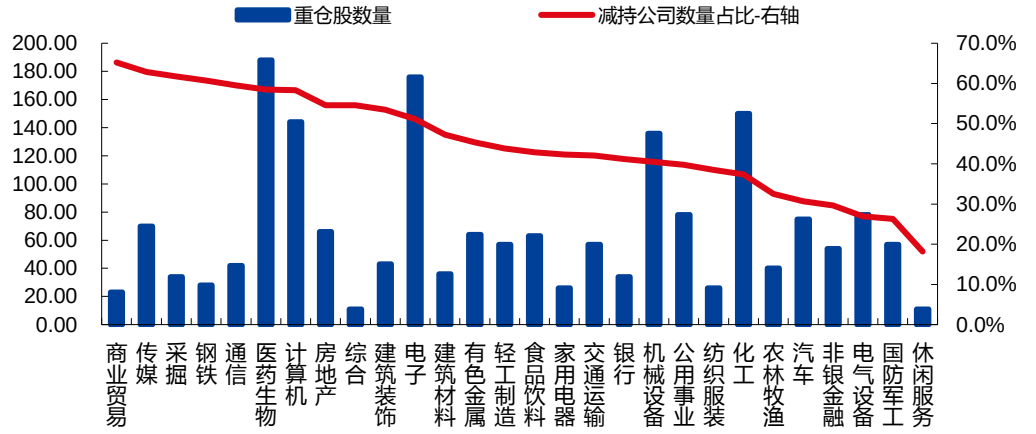
图 23：Q3 基金期末持仓市值占比及持仓较 Q2 增幅比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

（4）在 Q3 重仓股中，按行业统计其中发生减持的上市公司数量占比。平均来看，Q3 重仓股发生减持的数量占比为 46%；假设按行业减持上市公司数量占比从高到低排序，依次为商业贸易、传媒、采掘、钢铁、通信、医药生物、计算机等行业减持占比居前。其中，减持居前的行业并未表现出明显的行业风格，其中既有上半年表现突出的通信、医药生物、计算机等科技消费板块，也有滞涨的采掘、钢铁等顺周期板块。

图 24：基金在各行业的重仓股数量及其中发生减持的公司数量占比



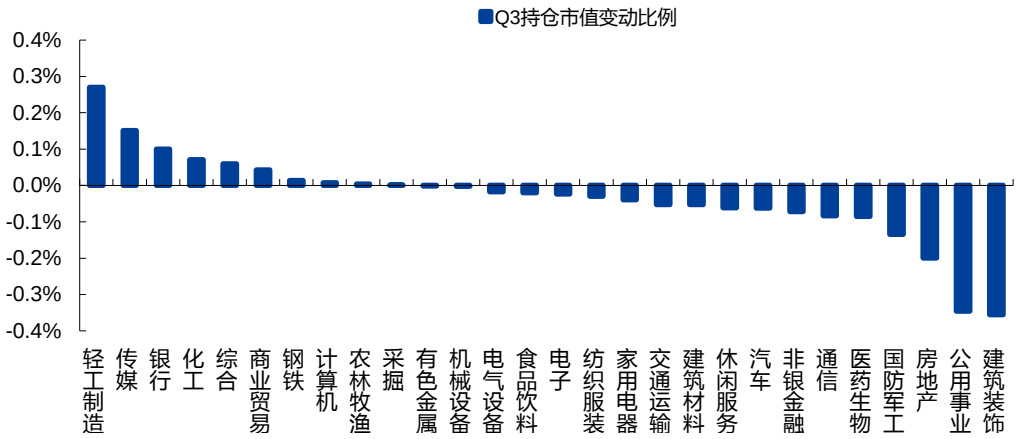
资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）社保基金：Q3 总体净减持，增持偏向于顺周期和金融

从 Q3 来看，社保基金总体呈现减持，以持股数量为基础计算 Q3 较 Q2 社保基金持仓市值变化，Q3 社保基金持仓合计减少约 184 亿；其中，28 个行业中仅有 10 个行业出现净增持，主要集中在顺周期和金融板块。

（1）从社保基金 Q3 持仓市值变化来看，无论是持仓市值金额变化或是持仓市值比例变化（持仓市值金额变化/流通市值），以增持比例从高到低的行业排序来看，轻工、传媒、银行、化工、综合、商业贸易、钢铁、计算机等位于前列，主要集中于顺周期和金融板块。而减持靠前的行业则依次为建筑装饰、公用事业、房地产、军工、医药生物、通信等，主要集中在房地产、基建产业链、及医药、军工。

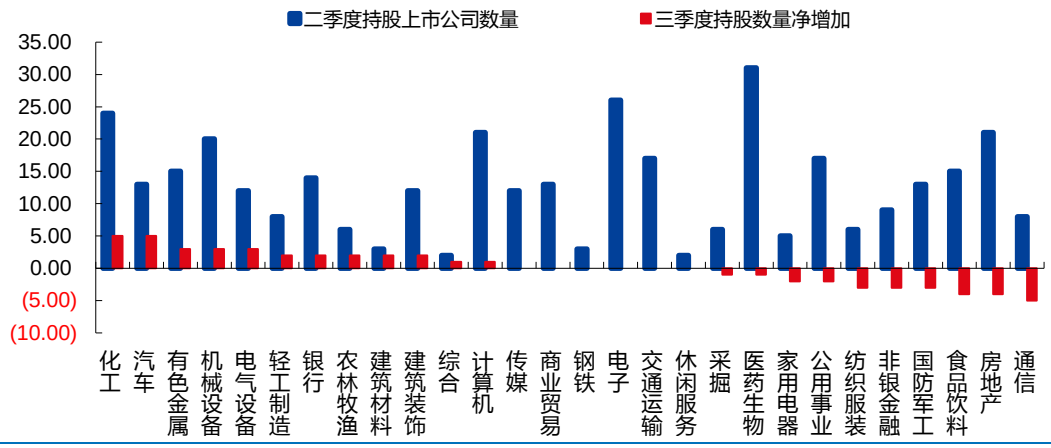
图 25：社保基金 Q3 持仓市值变动比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

（2）从社保基金 Q3 行业持股公司数量变化来看，化工、汽车 Q3 社保基金持股增加 5 家上市公司，有色、机械设备、电气设备等行业分别增加 3 家上市公司；而通信行业社保基金持股数量减少 5 家、房地产和食品饮料分别减少 4 家。可能来说，社保基金对于化工、汽车、有色、机械设备、电气设备等行业偏好程度更高，而通信、食品饮料等上半年表现突出的行业则更为明显地被减持。

图 26：社保基金 Q3 行业持股公司数量变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

（五）资金偏好变化总结

我们认为，北向资金、杠杆资金、公募基金、社保基金等四大类资金来源，根据持仓披露周期的不同、根据投资者交易属性的不同，可能代表了不同方向的交易偏好。其中：

- 北向资金、杠杆资金，由于投资者中包含更多的个人投资者、且交易方式灵活，同时，杠杆资金和部分北向资金还将负担占用的资金成本；因此，可能更代表中短期资金的偏好方向，而北向资金、杠杆资金每日公布交易记录，也更能捕捉短期资金行为的变化。
- 公募基金、社保基金，由于投资者均为机构投资者，价值投资、配置型投资的占比会更高，并且交易标的选择上也存在更多限制；尤其是其中社保基金，更是以追求长期稳定收益为目的；因此，可能公募基金和社保基金更能代表中长线资金的偏好方向。

结合我们之前对于四大类资金投资偏好在三季度以来的偏好变化总结来看：

- **中短期资金偏好可能更为明显的向顺周期板块和可选消费板块转移。1）北向资金偏好明显向顺周期板块靠拢；截至到 2020 年 10 月末，北向资金持仓市值约 2 万亿。2）杠杆资金配置相对均衡，可选消费板块的持仓比例增幅更为明显一些；截至到 2020 年 10 月末，融资余额合计约 1.4 万亿；**
- **中长期资金对于科技消费类的部分行业板块判断出现分歧，同时，对于顺周期和金融品种的重视程度有所提高。1）公募基金 Q3 依旧明显增仓，但持仓偏好较上半年发生较大变化，科技消费内部抱团出现分化，其中，计算机、医药被明显减持，而电子、食品饮料却依旧获得资金明显增持；与此同时，军工获得了基金明显的青睐，部分顺周期板块关注度也有所提升；2）与公募不同的，社保基金 Q3 总体出现减持，比较而言，顺周期和金融更受社保基金重视。**

假设按大类行业进行分类，就四大类资金在三季度以来表现出的增减持共性进行总结；可能资金更倾向于配置电气设备、化工、汽车、军工等行业，而更为明显的回避医药、通信等行业。

- **医药行业：三季度以来，北向资金、公募基金、社保基金等三大类资金，均对医药板块进行了明显的减持。**
- **通信行业：三季度以来，杠杆资金、公募基金、社保基金等三大类资金，对通信行业进行了减持；其中，公募基金和社保基金减持通信行业公司数量居首、而杠杆资金期间净买入通信行业居末。**
- **电气设备行业：三季度以来，北向资金、融资资金、公募资金、社保基金等四大类资金对于电力社保行业继续明显增持；其中，电力行业位列北向资金行业净买入总额第三位、位列融资净买入额第四位、位列公募基金行业增持前三位。与此同时，三季度社保基金增持电气设备上市公司数量排名行业前列。**
- **化工行业：三季度以来，北向资金、融资资金、社保基金等三大类资金对化工行业的投资偏好显著提升；其中，化工位列北向资金净增持总额行业首位、位列社保基金增持上市公司数量行业首位、位列融资资金净买入行业前列。**

- **汽车行业：三季度以来，北向资金、公募基金、社保资金等三大类资金对于汽车行业投资偏好明显提升，其中，汽车行业位列北向资金净买入总额行业前三、位列公募基金 Q3 持仓比例提升幅度行业前三、位列社保基金增持上市公司数量行业第二。**
- **军工行业：三季度以来，融资资金、公募基金等二大类资金对军工行业明显偏好，净增持比例较上期持仓比例的提升幅度均居于行业首位。**

三、风险提示

1、报告观点为统计结论，不作为投资建议。

2、基金三季度仅披露重仓股，统计结论可能存在偏差。

3、公募基金、社保基金持仓数据披露周期为按季度披露，属于滞后性披露数据。

附表：

表 3：公募基金 Q3 行业持仓变化表

行业	Q3 基金持仓金额变动-亿	Q3 基金持仓比例变化	Q3 期末持仓比例	Q2 期末持仓比例	Q3 较 Q2 持仓比例变动增幅
食品饮料	618.16	1.18%	6.77%	5.59%	21.1%
电子	532.38	1.36%	7.09%	5.73%	23.7%
电气设备	256.75	1.56%	10.34%	8.79%	17.7%
非银金融	252.17	0.52%	2.93%	2.41%	21.4%
国防军工	178.17	1.85%	4.17%	2.32%	80.0%
银行	150.75	0.24%	1.46%	1.22%	19.6%
交通运输	108.09	0.70%	2.89%	2.19%	32.0%
机械设备	105.99	0.74%	4.31%	3.57%	20.8%
汽车	103.29	0.77%	3.07%	2.30%	33.5%
化工	81.83	0.38%	3.10%	2.72%	13.8%
轻工制造	65.95	1.11%	3.61%	2.50%	44.6%
家用电器	63.46	0.48%	6.19%	5.71%	8.4%
休闲服务	63.32	1.18%	8.94%	7.76%	15.2%
有色金属	56.72	0.47%	3.03%	2.55%	18.5%
农林牧渔	32.23	0.31%	3.05%	2.74%	11.2%
建筑材料	15.18	0.21%	3.38%	3.17%	6.7%
公用事业	10.09	0.07%	0.89%	0.82%	8.4%
房地产	6.96	0.04%	3.06%	3.02%	1.3%
建筑装饰	4.55	0.05%	1.38%	1.33%	3.7%
综合	0.05	0.00%	6.65%	6.65%	0.1%
采掘	-0.91	-0.01%	0.31%	0.31%	-2.0%
纺织服装	-2.93	-0.19%	1.46%	1.64%	-11.4%
钢铁	-3.53	-0.07%	0.69%	0.76%	-9.4%
通信	-5.91	-0.08%	2.91%	2.99%	-2.8%
商业贸易	-50.89	-1.12%	2.41%	3.53%	-31.7%
传媒	-88.22	-0.81%	5.59%	6.40%	-12.7%
医药生物	-166.67	-0.35%	6.36%	6.72%	-5.3%
计算机	-174.85	-0.85%	4.17%	5.02%	-16.9%

资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：持仓比例=持仓市值/流通市值

表 4：社保基金 Q3 行业持仓变化表

行业	行业持股公司数量占比	Q3 持仓金额变动-亿	Q3 持仓比例变化	Q3 期末持仓比例
轻工制造	5.8%	21.88	0.27%	0.43%
传媒	6.9%	23.29	0.15%	0.29%
银行	37.8%	63.06	0.10%	7.90%
化工	6.4%	20.74	0.07%	0.38%
综合	5.9%	1.11	0.06%	1.00%
商业贸易	13.4%	3.26	0.04%	1.11%

行业	行业持股公司数量占比	Q3 持仓金额变动-亿	Q3 持仓比例变化	Q3 期末持仓比例
钢铁	8.6%	0.76	0.01%	0.47%
计算机	8.3%	1.85	0.01%	0.42%
农林牧渔	6.7%	0.51	0.00%	0.14%
采掘	9.1%	0.09	0.00%	0.24%
有色金属	11.7%	-0.23	0.00%	0.50%
机械设备	5.1%	-0.58	0.00%	0.15%
电气设备	5.7%	-3.65	-0.02%	0.58%
食品饮料	14.3%	-10.58	-0.02%	0.34%
电子	8.8%	-10.34	-0.02%	0.16%
纺织服装	6.7%	-1.04	-0.03%	0.04%
家用电器	7.8%	-5.65	-0.04%	0.42%
交通运输	14.2%	-10.11	-0.05%	0.37%
建筑材料	4.2%	-4.43	-0.05%	0.50%
休闲服务	5.4%	-3.76	-0.06%	0.12%
汽车	7.0%	-10.51	-0.06%	0.33%
非银金融	10.6%	-37.22	-0.07%	15.21%
通信	7.5%	-8.07	-0.08%	0.19%
医药生物	8.8%	-46.81	-0.09%	0.30%
国防军工	16.7%	-14.17	-0.13%	0.28%
房地产	16.3%	-41.78	-0.20%	4.66%
公用事业	9.4%	-67.24	-0.35%	1.59%
建筑装饰	8.9%	-44.36	-0.36%	0.82%

资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

谭志勇、李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn