2020 年 09 月 23 日

重仓分化，确认风格切换

——投资策略专题

策略研究团队

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

● **机构抱团逐步松动**

在报告《机构重仓股的分化刚刚开始》中我们提到：机构抱团可能出现了松动迹象（仓位或是结构调整）。**基于两种方法的测算，我们发现自 8 月下旬以来，机构抱团就已经开始松动：**一、我们认为，当基金持仓加权组合收益率跑赢（输）等权收益率的同时，股票基金净值收益率跑赢（输）加权组合收益率（即两组相对收益同向变动）时，则说明股票基金持仓更多地集中于高权重个股中，反之则说明股票基金的持仓拥挤度下降。**而 8 月下旬以来，两组相对收益曲线相互背离，这意味着，股票基金持仓拥挤度可能存在下降趋势；二、**基于带持仓的二次规划法，我们发现：8 月下旬以来，偏股混合型基金和普通股票型基金的整体仓位经历了上升、下降以及震荡上行三个阶段，细分来看，两类基金在前 100 重仓股上的仓位震荡下行，而在前 100 非重仓股上的仓位震荡上行。**这同样指示着基金的抱团在 8 月下旬就已经开始松动。**

● **居民开始赎回基金的信号**

由于除 ETF 之外的公募基金不会高频率披露基金的申购赎回情况，因此我们以 ETF 作为高频跟踪的对象，通过相关性测算我们发现：对于剔除 ETF 之后的股票型基金，个人高比例组的 ETF 的月度申购赎回行为与之显著正相关，这意味：对于剔除 ETF 之后的股票型基金而言，其申赎行为具有与以个人持有为主的 ETF 相似的特征，以个人持有为主的 ETF 的高频申赎行为或许能够指示主动公募基金个人投资者申赎情况的变化。**而 9 月 14 日以来，个人高比例组的 ETF 逐步开始净流出，且从行业来看，新能源汽车和医药已经出现了不同程度的连续赎回。这意味着，前期“板块上涨——吸引更多基金申购——基金买入股票——板块上涨”的逻辑链可能正在被打破甚至形成负向反馈，而大多依赖于远期增长和疫情受益新晋重仓股可能在当下贴现率上行+投资者重新审视长期增长预期的背景下进一步承压。**

● **机构重仓股正在分化，风格切换已经确立**

我们计算的偏股混合型基金和普通股票型基金在前 100 重仓股的仓位发现：自 8 月下旬以来，长期重仓股和新晋重仓股地仓位均出现下降，但 9 月 9 日以来，长期重仓股仓位震荡上行，但新晋重仓股的仓位仍震荡下行。这意味着：**对于当下而言，公募基金对于长期重仓股与新晋重仓股的态度出现了分化：新晋重仓股的抱团则可能进一步出现了松动，而长期稳定的底仓品种则可能出现了抱团和增持，**同时我们看到，8 月下旬以来，公募基金的整体持仓风格逐步偏向价值，**经历了 7 月抢跑和随后的反复，风格切换终于在 8 月以来得到了确认，大量机构投资者已经开始做出选择。后续来看，部分前期已经进入机构投资者关注视野但是未被重仓的品种，有可能成为潜在选择。我们建议关注其中的周期成长股，可能会因为经济复苏后的行业景气度回升，成为被机构投资者重点关注的资产。**

● **风险提示：**测算误差；国内经济大幅下滑

相关研究报告

《投资策略周报-不必留恋不切换》-2020.9.20

《投资策略专题-结构之光：宏微观预期的裂口》-2020.9.17

《——秋季策略会·曲江夜话-顺周期：最强的进攻，最好的防守》-2020.9.17

目 录

1、 机构抱团逐步松动 3
2、 居民开始赎回基金 4
3、 机构重仓股正在分化 6
4、 风险提示 8

图表目录

图 1： 8 月下旬以来，按照基金持有市值加权的收益率和等权收益率之差构成的曲线与股票基金净值收益率和加权收益率之差构成的曲线相互背离 3
图 2： 8 月下旬以来，偏股混合型基金和普通股票型基金的整体仓位经历了上升、下降以及震荡上行三个阶段 4
图 3： 8 月下旬以来，偏股混合型&普通股票型基金在前 100 非重仓股上的仓位震荡上行 4
图 4： 8 月下旬以来，偏股混合型&普通股票型基金在前 100 重仓股上的仓位震荡下行 4
图 5： 2016 年以来，剔除 ETF 之后的股票型基金当月净申购金额与个人高比例组 ETF 的当月净申购显著正相关，而与个人低比例组的当月净申购的相关性并不显著 5
图 6： 9 月 14 日以来，个人高比例组的 ETF 逐步开始净流出 6
图 7： 当下个人高比例组 ETF 并未出现明显赎回科技的情况，但新能源汽车和医药已经出现了不同程度的连续赎回 6
图 8： 偏股混合型基金的长期重仓股和新晋重仓股的持仓出现了分化 7
图 9： 普通股票型基金的长期重仓股和新晋重仓股的持仓出现了分化 7
图 10： 8 月下旬以来，公募基金的整体持仓风格逐步偏向价值 7

在报告《A 股机构化的理想与现实》中，我们提到：“机构定价权”重要的前提是公募基金的负债端整体趋于稳定，而本轮居民购买基金入市背后的主要逻辑本质上还是赚钱效应，当下基金持有人结构中个人投资者比例仍较高，这意味公募基金负债端仍存在不安定因素，这造成了公募基金在行业上的定价能力较弱，而公募基金与北上投资者的共同重仓股构成了公募基金持有的“核心资产”，这意味在个股定价能力层面，不可忽视北上资金的定价能力。

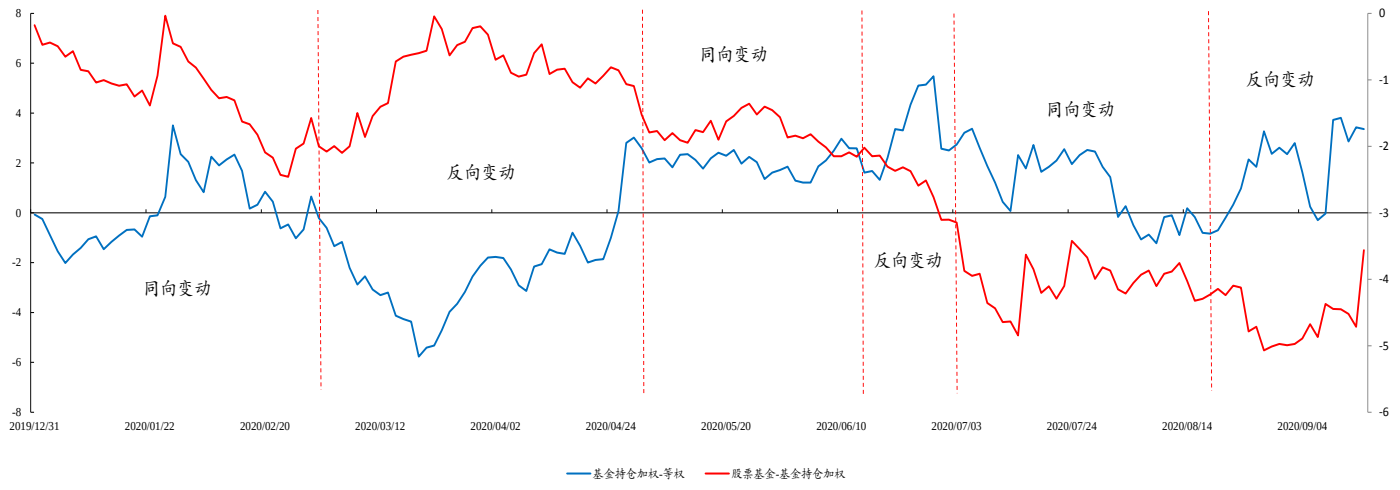
在报告《机构重仓股的分化刚刚开始》中我们提到：贴现率下行以及对长期增长预期的修正成为本轮基金重仓股出现较大幅度调整的重要原因。其背后的推手是：一、在北上资金已经积累较大浮盈的情况下，贴现率上行&长期增长预期的修正成为北上卖出北上&基金共同重仓股的原因，考虑到北上资金对共同重仓股有着较大的定价能力，这使得基金的净值收益率由此下跌；二、居民当下在基金上有较大的浮盈，北上资金的扰动将构成居民卖出兑现浮盈的理由，同时历史经验告诉我们，当基金收益率跑输 HS300 等指数时，亦会使得基金面临被居民赎回的压力，而一旦赎回发生，机构投资者需要在重仓组合中进行选择，分化由此发生。

而当下正在发生的是：**机构抱团逐步松动，居民开始赎回基金，机构重仓股正在分化。**

1、 机构抱团逐步松动

我们假设一种基金分散投资的最理想情形，即市场上的所有基金对持有个股进行等权重投资，那么股票基金净值收益率、全部持仓等权组合收益率、全部持仓加权组合收益率的差值则能在一定程度上反映基金持仓的拥挤与松动。**当基金持仓加权组合收益率跑赢（输）等权收益率的同时，股票基金净值收益率跑赢（输）加权组合收益率（即两组相对收益同向变动），则说明股票基金持仓更多地集中于高权重个股中，反之则说明股票基金的持仓拥挤度下降。我们发现 8 月下旬以来，两组相对收益曲线相互背离，股票基金持仓拥挤度或存在下降趋势。**

图1：8 月下旬以来，按照基金持有市值加权的收益率和等权收益率之差构成的曲线与股票基金净值收益率和加权收益率之差构成的曲线相互背离

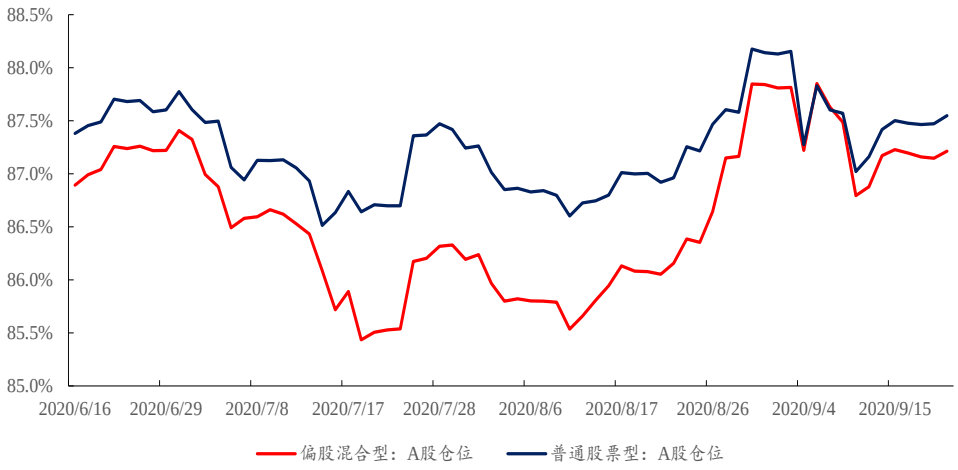


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基金持仓加权-等权指的是基金全部持股按照基金持有市值加权的组合收益率与等权计算的组合收益率之差；股票基金-基金持仓加权指的是股票基金整体收益率与基金全部持股按照基金持有市值加权的组合收益率之差。

更进一步地，基于带持仓的二次规划法计算，我们发现：8 月下旬以来，偏股混合型基金和普通股票型基金的整体仓位经历了上升、下降以及震荡上行三个阶段，细分来看，两类基金在前 100 重仓股上的仓位震荡下行，而在前 100 非重仓股上的仓位震荡上行。**这指示着基金的抱团在 8 月下旬就已经开始松动，这与我们在报告《机构重仓股的分化刚刚开始》中的结论是相一致的。**

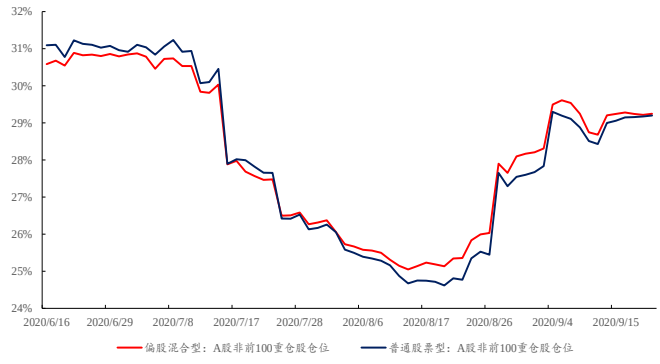
图2：8 月下旬以来，偏股混合型基金和普通股票型基金的整体仓位经历了上升、下降以及震荡上行三个阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

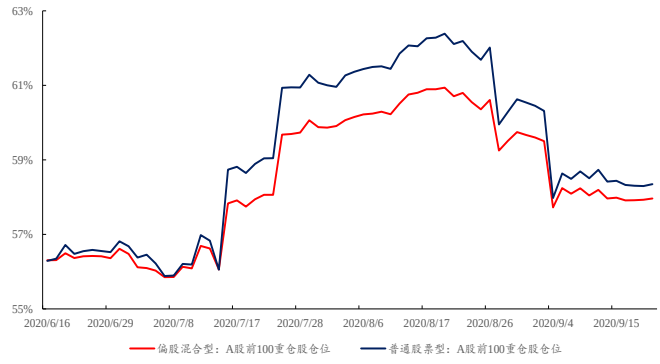
注：我们基于带持仓的二次规划法计算偏股混合型和普通股票型基金的仓位，具体计算方法可见 20200424 专题报告《4 月：下降的拥挤度》。

图3：8 月下旬以来，偏股混合型&普通股票型基金在前 100 非重仓股上的仓位震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：8 月下旬以来，偏股混合型&普通股票型基金在前 100 重仓股上的仓位震荡下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

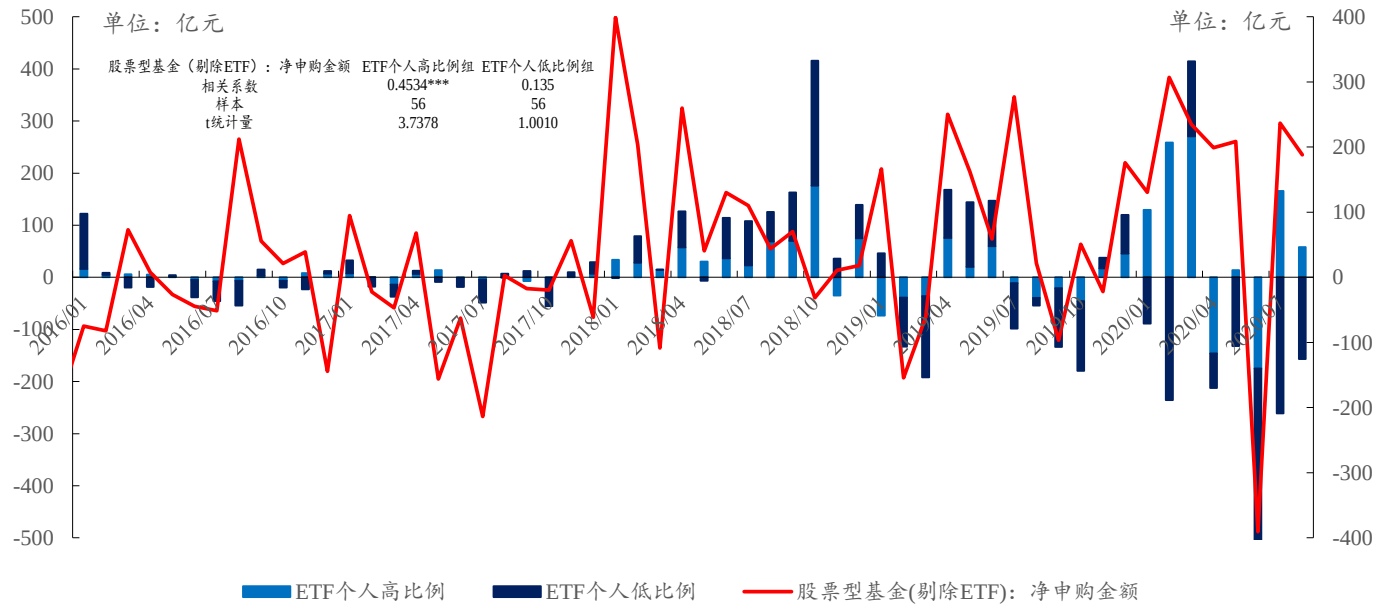
2、 居民开始赎回基金

由于除 ETF 之外的公募基金不会高频率披露基金的申购赎回情况，因此我们以 ETF 作为高频跟踪的对象。考虑到混合型基金同时具备股票和债券的属性，在申购赎回上可能与股票型 ETF 的申购赎回映射并不清晰，**因此我们试图寻找股票型基金**

与 ETF 之间的申购赎回关系。

在此前的报告中，我们将 ETF 按照持有人结构分为以个人投资者持有为主的个人高比例组和以机构投资者持有为主的个人低比例组，通过计算与剔除 ETF 之后的股票型基金的申赎金额相关性我们发现：**对于剔除 ETF 之后的股票型基金，个人高比例组的 ETF 的月度申购赎回行为与之显著正相关，这意味：对于剔除 ETF 之后的股票型基金而言，其申赎行为具有与以个人持有为主的 ETF 相似的特征，以个人持有为主的 ETF 的高频申赎行为或许能够指示除 ETF 之外的公募基金的申赎情况。**

图5：2016 年以来，剔除 ETF 之后的股票型基金当月净申购金额与个人高比例组 ETF 的当月净申购显著正相关，而与个人低比例组的当月净申购的相关性并不显著

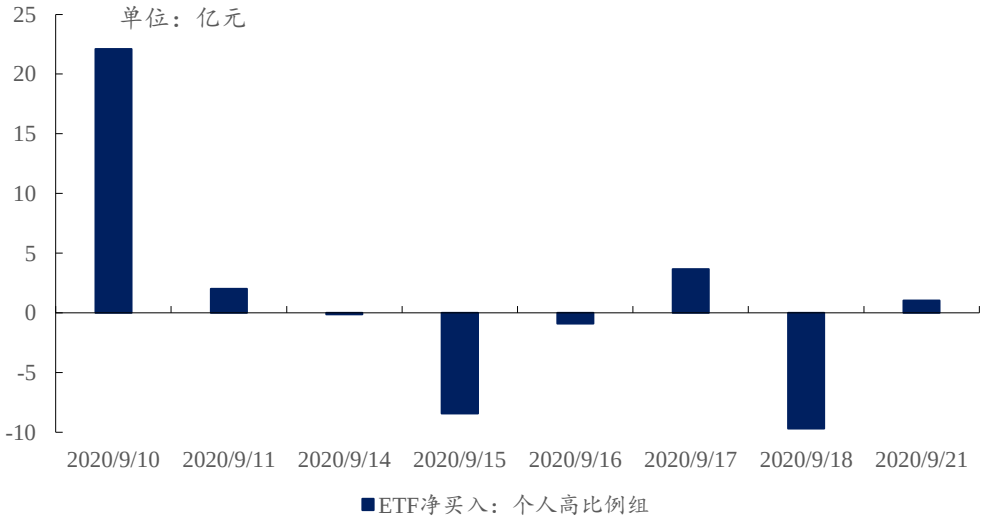


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：***表示在 1%的显著性水平下显著

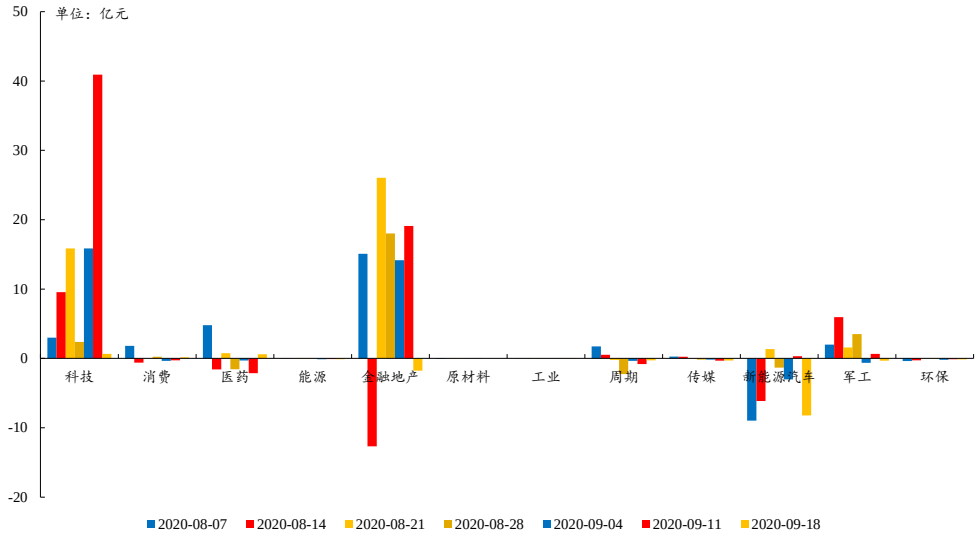
对于个人高比例组的 ETF，我们发现：9 月 14 日以来，个人高比例组的 ETF 逐步开始净流出，且从行业来看，新能源汽车和医药已经出现了不同程度的连续赎回。**这指示着，当下个人投资者的赎回情况可能正在发生，而前期抱团较多的医药以及新能源汽车等板块的 ETF 也已经开始被居民逐步赎回。这意味着，前期“板块上涨——吸引更多基金申购——基金买入股票——板块上涨”的逻辑链可能正在被打破甚至形成负向反馈，而大多依赖于远期增长和疫情受益新晋重仓股可能在当下贴现率上行+投资者重新审视长期增长预期的背景下进一步承压。**

图6：9 月 14 日以来，个人高比例组的 ETF 逐步开始净流出



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：当下个人高比例组 ETF 并未出现明显赎回科技的情况，但新能源汽车和医药已经出现了不同程度的连续赎回



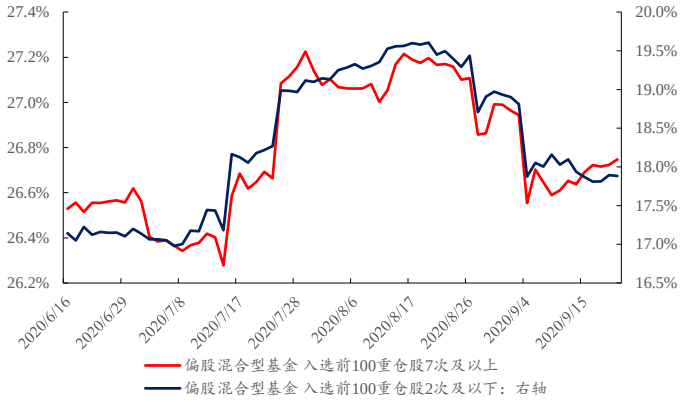
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 机构重仓股正在分化

同样基于带持仓的二次规划法，我们计算偏股混合型基金和普通股票型基金在前 100 重仓股的仓位发现：一、与前文一致的，自 8 月下旬以来，长期重仓股（连续入选前 100 重仓股 7 次及以上的重仓股）仓位和新晋重仓股（连续入选前 100 重仓股 2 次及以下的重仓股）仓位均出现下降；二、但 9 月 9 日以来，长期重仓股仓位震荡上行，但新晋重仓股的仓位仍震荡下行。**这意味着：对于当下而言，公募基金对**

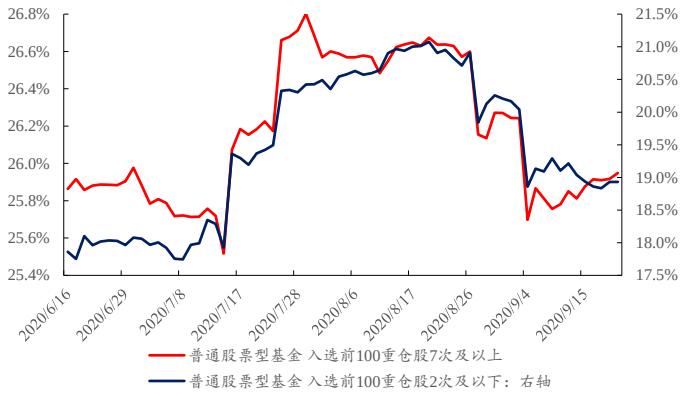
于长期重仓股与新晋重仓股的态度出现了分化，对于新晋重仓股的抱团则可能进一步出现了松动；对于长期稳定的底仓品种，则可能出现了抱团和增持，同时我们看到，8 月下旬以来，公募基金的整体持仓风格逐步偏向价值，这意味着，**当下正在被抱团和增持的方向大概率出现在价值型品种中，而我们之前的数据分析指示大量前期已纳入公募基金配置池中但非重仓品种，可能会成为迁移的潜在选择。我们认为，其中的周期成长股，在经济景气上行阶段将会获得更多的认可，从低配逐步变为主力配置。**

图8：偏股混合型基金的长期重仓股和新晋重仓股的持仓出现了分化



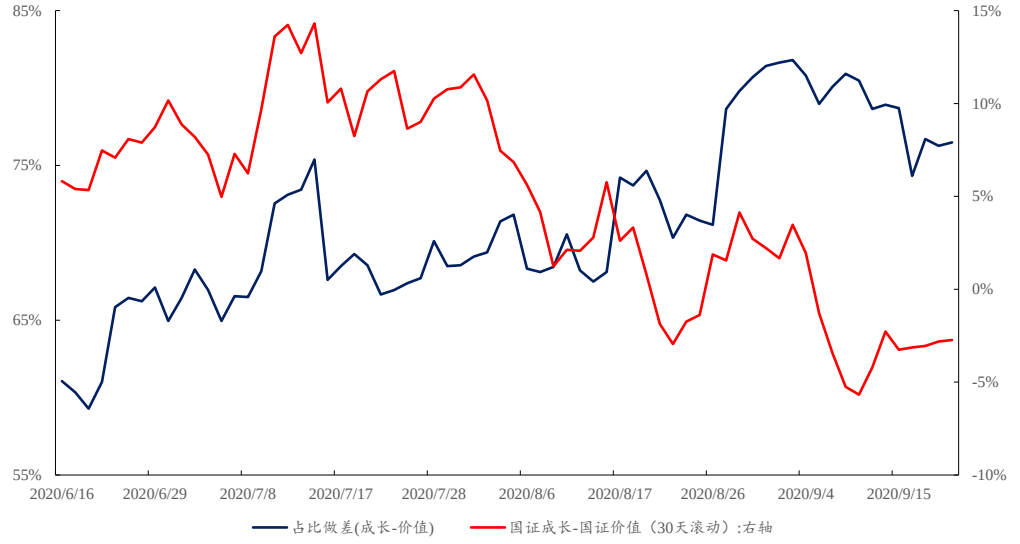
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：普通股票型基金的长期重仓股和新晋重仓股的持仓出现了分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：8 月下旬以来，公募基金的整体持仓风格逐步偏向价值



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基于二次规划法，我们将基金的净值收益率对国证成长、国证价值以及中债-总财富（总值）的指数收益率进行回归（三个回归系数相加等于 100%），分别统计成长系数>价值系数以及成长系数<价值系数的基金个数，占比做差（成长-价值）=（成长系数>价值系数的基金数量-成长系数<价值系数的基金数量）/（成长系数>价值系数的基金数量+成长系数<价值系数的基金数量）

4、 风险提示

测算误差；国内经济大幅下滑

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