2020 年 08 月 11 日

A 股机构化的理想与现实——重构的博弈之二

——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

● **居民借道基金入市：短期赚钱效应才是真正原因**

2020 年上半年，居民通过购买股票直接入市和通过购买基金间接入市的规模分别为 3400 亿和 4877 亿元，居民借道基金入市首次成为主角。市场认为理财收益率指示的居民无风险利率下行是居民入市的原因，从长期的角度我们表示认可，但我们的研究同时发现：居民在理财收益率快速下行的 2018 年 7 月以来并未出现持续基金净申购，直到 2019 年 Q3 基金收益率相对市场上升后才开始出现持续申购，而在 Wind 全 A 明显上行后直接购买股票的资金也开始明显增加。上述数据的一个重要推论是：**居民配置基金或者股票的短期逻辑其实还是赚钱效应。而居民近期大量购买基金的一个很重要因素还是基金前期收益率上的优势。**

● **“机构定价权”的必要条件：稳定的负债端**

美股机构化历程指示，**具备稳定的负债端是“机构定价权”的必要条件。**考虑数据可得性，我们以国内 ETF 的持有人结构分组测算发现：**一、当基金个人持有占比较高时，基金份额的变动率会变大；二、随着份额波动的放大，基金会被迫高频率地买卖股票，从而支付更多的交易佣金。**而这背后重要的原因是：**个人投资者倾向于追求短期收益从而“追涨杀跌”。**当下公募基金快速扩容的阶段更像美股“机构化”的第二阶段，当时的共同基金中出现了大量机构散户化行为，其重要原因就是为了应对来自于负债端个人申购赎回的大幅波动。

● **“机构定价权”：在行业与个股层面存在不安定因素**

我们发现个人投资者其实在通过基金进行行业轮动的高频交易：行业型的 ETF 的负债端相对其他 ETF 更不稳定，其对应的行业涨跌幅导致了个人投资者频繁申购赎回行业 ETF，这种不稳定的负债特征大概率出现在行业属性和风格特征明显的开放式基金上，这也会最终影响基金的行业定价权。**从个股定价权看**，北上资金的主要持股标的与公募基金重仓股有较高的重合度，这导致北上资金对基金重仓股的边际定价能力较强。我们在此前报告中曾讨论了北上出现风格漂移的可能，这对境内机构投资者的定价能力同样提出挑战。其实**疫情中的流动性宽松+经济低迷才是前期“少部分公司的牛市”的基础，而不是机构的定价权。**前期阶段性的定价权很可能随着机构收益率的变化，以及相应的居民申购赎回行为而受到冲击。投资者应该关注的是疫情后新的宏观环境变化对市场资产价格的影响。

● **定价权之争：“去散户化”道阻且长**

“机构定价权”形成具有长期必然性，但我们有必要提醒投资者识别当下的“认知陷阱”。在个人投资者通过基金入市的当下，由于基金持有人结构中个人投资者比例比美国可比时期更高，国内资产管理机构的负债端的波动将会给机构投资者带来更大挑战。这种挑战的难度不亚于在个人投资者主导的市场中保持独立性与理性投资。我们认为，在公募基金相对负债端取得较强议价能力和负债端波动能够真正得到控制之前，“机构定价权”的形成道阻且长。比起过度相信资金力量的博弈思维，**当下最优决策是，重新衡量当下资产的风险与收益比。**

● **风险提示：**测算误差；中美摩擦加剧；海外疫情超预期恶化

相关研究报告

《投资策略点评-周期第二波：一切还来得及》-2020.8.10

《投资策略周报-顺周期：风雨后的彩虹》-2020.8.9

《投资策略点评-旧城之王：顺周期的第二章》-2020.8.4

目 录

1、 思考：居民通过认购基金入市的真正原因 4
2、 美国的经验：机构持股增加不等于定价权增加 7
2.1、 美股机构化的三个阶段：从养老金入市到共同基金 7
2.2、 快速扩容期：负债端的波动方向影响机构投资行为，出现“机构散户化” 8
2.3、 真正的机构牛时刻：机构负债端走向稳定 9
3、 当下扩容期的公募：不稳定的负债端 10
4、 难言“机构牛”：市场定价权仍较弱 12
4.1、 行业定价权：受制于不稳定的负债 12
4.2、 个股定价权：不可忽视的北上神秘力量 13
5、 最后的思考：机构牛与散户化之争 16
6、 风险提示 17

图表目录

图 1： 2020 年 7 月股票型+混合型开放式基金新发行规模创造历史单月发行新高 4
图 2： 2020 年上半年居民入市的整体规模不及 2015 年上半年，但本轮居民更倾向于通过购买基金间接入市 5
图 3： 2019 年 6 月以来，股票型基金和混合型基金的整体收益率相对理财收益率在不断提升，这是居民通过基金进入股票市场的重要推手 6
图 4： 本轮客户结算金的提升发生在 2019Q4，即在市场整体上涨之后，居民才开始通过购买股票直接进入市场 6
图 5： 美国投资者结构 1985 年发生剧烈变化 7
图 6： 2000 年后美国共同基金持有人结构稳定 8
图 7： 80 年代美国机构化后，共同基金申赎在美股出现震荡时剧烈波动，进一步加剧美股震荡 9
图 8： 2000 年后，基金月度赎回占总资产比率保持在 2%左右，仅在 2008 年金融危机时突破 4% 10
图 9： 2000 年后，美股产生大幅波动时，共同基金卖出股票市值远小于个人投资者 10
图 10： 个人持有比例较高的 ETF 的整体份额变化率常常高于个人持有比例较低的 ETF 10
图 11： 个人高比例组的交易费用比常常高于个人低比例组 10
图 12： 个人持有比例高的 ETF 的净申购行为与 ETF 的表现显著正相关，而个人持有比例低的 ETF 的净申购行为与 ETF 的表现显著负相关 11
图 13： 居民入市期间，换手率明显上升 11
图 14： 居民入市期间，市场波动率快速上升 11
图 15： 截至 2019 年末，我国基金机构持有比例仍显著低于美国 12
图 16： 名称中明确标注了行业的 ETF 的份额变化率常常显著高于宽基 ETF 13
图 17： 名称中明确标注了行业的 ETF 的份额变化率常常显著高于无明确行业且非宽基 ETF 13
图 18： 从持有人结构来看，2016 年 12 月以来有明确行业的 ETF 个人持有比例较高 13
图 19： 股票型+混合型公募基金在食品饮料、家用电器、医药生物、电子以及金融地产等板块持有集中度较高 14
图 20： 北上资金同样在食品饮料、家用电器、医药生物、电子以及金融地产等板块持有集中度较高 14
图 21： 自 2017 年 6 月以来，公募基金和陆股通重仓前 100 的个股中，超过半数是该两类参与者共同持有的 14
图 22： 2017 年 6 月以来，陆股通前 100 重仓股组合的 ROE 均略高于公募基金前 100 重仓股组合 14
图 23： 2018 年以来，公募基金在消费、医药、科技以及金融地产的持仓集中于公募基金和北上资金共同重仓的个股 15
图 24： 2018 年以来，北上资金在消费、医药、科技以及金融地产的持仓集中于公募基金和北上资金共同重仓的个股 15

图 25： 截至 2020 年 6 月末，公募基金和北上资金的共同重仓个股的行业分布大体相当，公募相对持有更多的电子、医药、非银和地产、北上相对持有更多的食品饮料以及家用电器 15

表 1： 共同基金快速扩容时期，基金换手率提升，持有人持有时间明显缩短 8
表 2： 持有市值排名前 20 的北上资金和公募基金共同重仓股 16

市场上关于投资者行为的研究报告已经汗牛充栋，其中不乏优秀的视角和思考。但是站在当下，越来越多的迹象表明市场参与者的结构发生了重要的变迁。对于 2020 年增量资金的市场结构已是共识，但是对于新进参与者投资者更多基于过去经验线性外推。为了弥补这一研究领域的不足，在前人研究的基础上，开源策略团队构建《重构的博弈》系列，就市场投资者结构与流动性问题做全方位思考。

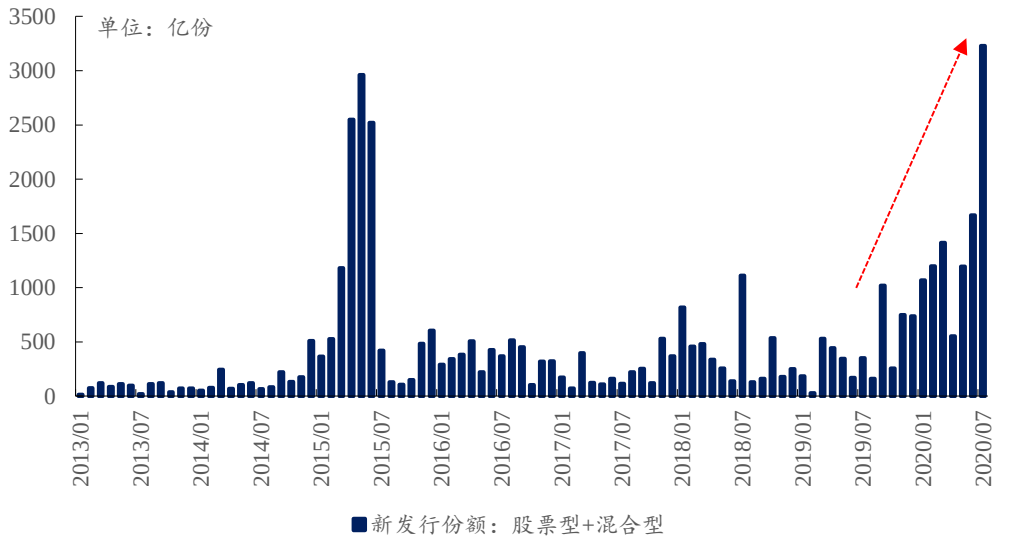
居民入市是本轮市场重要的增量资金之一。相比于 2015 年，本轮居民入市更多的是通过购买基金入市而并非直接购买股票入市，这也引发了市场上得出即将出现“机构牛”的结论。我们在与市场投资者交流中发现，这个结论隐含了对于市场波动性、定价权甚至是资产价格的推论：它似乎指示了一个波动较低、定价理性甚至“少数资产牛市”的投资推论。这个结论对于资产定价如此之重要，也因此这也引发了我们的思考。

我们并不否认长期市场正朝着“机构牛”发展，但海外经验告诉我们“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，而负债端资金流动的稳定需要一系列条件作为支撑，这包括了：成熟的财富管理市场、养老金等长线资金的参与和对个人基金持有人的市场教育与行为约束。这些复杂的系统共同构成了机构定价权的基石，远远不是简单的居民入市后公募基金持股比例提升就能实现。当下居民入市行为的变化带来了重要的市场影响，市场对此的认知过于基于 2019 年以来的经验线性外推，我们会从我们的角度，给出我们对这一问题的认识：定价权的塑造，难以一蹴而就。

1、 思考：居民通过认购基金入市的真正原因

2020 年 7 月股票型+混合型开放式基金共计发行 3228 亿份，新发行规模创内年新高的同时也超越了 2015 年 5 月，**创造了历史单月发行新高**。这是本轮居民入市的一个“缩影”。

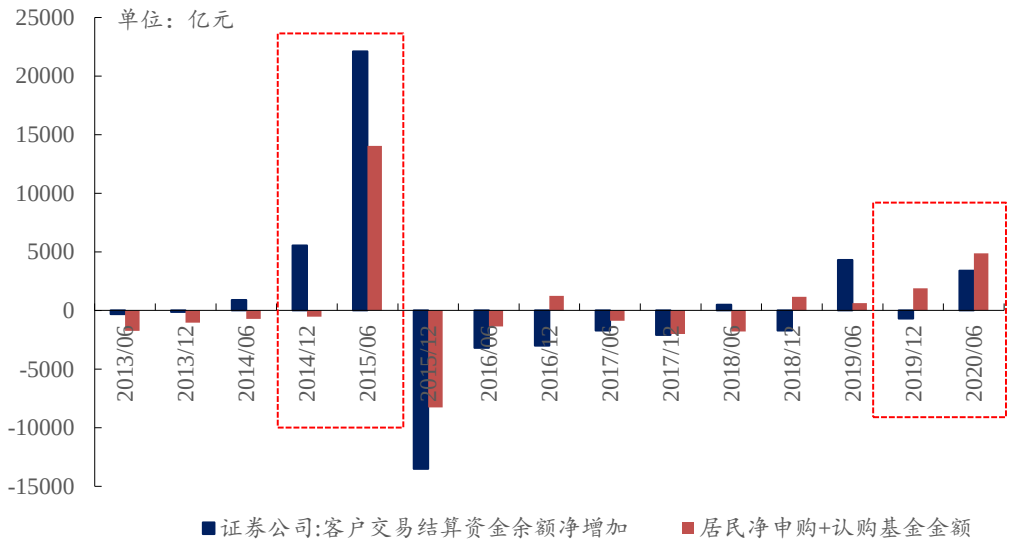
图1：2020 年 7 月股票型+混合型开放式基金新发行规模创造历史单月发行新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

居民进入股票市场主要有两种方式：购买股票直接进入市场和购买基金间接入市。2020 年上半年，居民通过购买股票直接入市和通过购买基金间接入市的规模分别为 3400 亿和 4877 亿元，而 2015 年上半年居民直接入市和间接入市的规模分别 22100 亿和 14035 亿元。**2020 年上半年居民入市的整体规模不及 2015 年上半年，但结构上，本轮居民更倾向于通过购买基金间接入市。**值得一提的是，2019 年下半年就已经出现了居民通过购买基金进入股票市场的现象，而当时客户结算金账户余额反而在下降。

图2：2020 年上半年居民入市的整体规模不及 2015 年上半年，但本轮居民更倾向于通过购买基金间接入市



数据来源：Wind、开源证券研究所

上述数据似乎指示：大量居民通过购买基金间接入市，引发了部分投资者的思考：随着居民更多地通过购买基金间接入市而非直接购买股票，机构将掌握更多的定价权，“机构牛”已经到来。**这种简单的线性外推引发了我们的思考。**

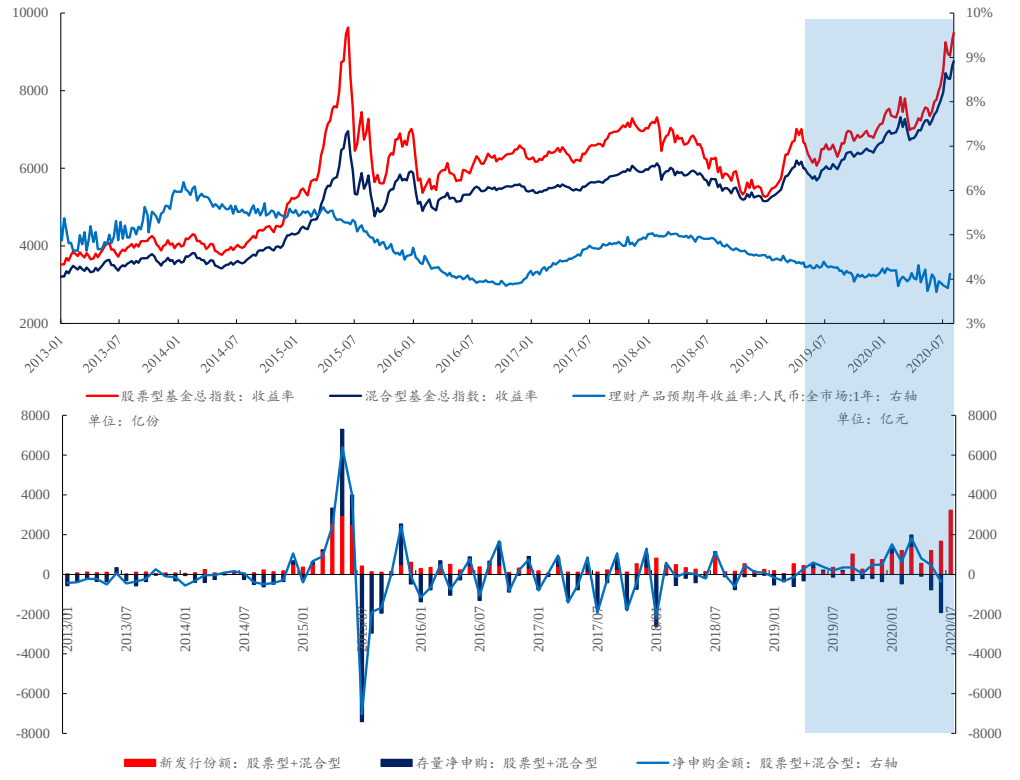
自 2018 年 2 月以来，理财收益率已经逐步进入下行通道，近期还出现了理财产品计量的净值出现亏损的现象（注意是净值波动，不是持有到期后亏损）。市场观点认为理财收益率是居民部门实际的无风险利率，而无风险利率的下行是居民入市的长期逻辑。我们对这一逻辑表示认可，但是这一逻辑解释的是未来 5-10 年权益资产配置的问题，长期问题无法短期化，我们无法因此得到购买理财的居民将于 2020 年年大举进入市场购买公募基金，并像购买理财一样长期持有的结论。

如果理财指示的无风险利率的下行可以解释短期，我们应该可以看到基金的申购能够被其变化所解释，但实际情况是：理财收益率的快速下行从 2018 年 3 季度已经开始出现，但是当时并未有明显的基金申购。直到 2019 年 6 月基金整体收益经入上行通道后净申购才持续出现。更有意思的现象是，居民并非不愿意直接购买股票，当 2019 年 4 季度股票市场（WIND 全 A）整体进入上行通道后，直接入市的居民资金也开始逐步增加。

上述数据比较直接解释了本轮居民入市的一个最朴素的逻辑，并非替代效应，而是**觉得股票市场能赚钱**：由于公募基金整体相比于股票市场率先获得较高收益，于是先获得了居民资金的配置；而随后股票市场收益率开始上升，同样也获得了资金流入。短时间维度内，居民入市的逻辑永远是股市的赚钱效应，而当下基金获得了更

多的配置的原因可能非常朴素：**当下个人投资者认为购买基金比资金买股票更能赚钱。**这种认知会有几个后果：其一，它的**来源也许是过去的教训或者是当下的业绩的线性外推，本身可能不稳定**；其二，**如果居民部门把基金单纯视为对股票的替代，其交易行为就会非常波动，带来负债端的不稳定。**

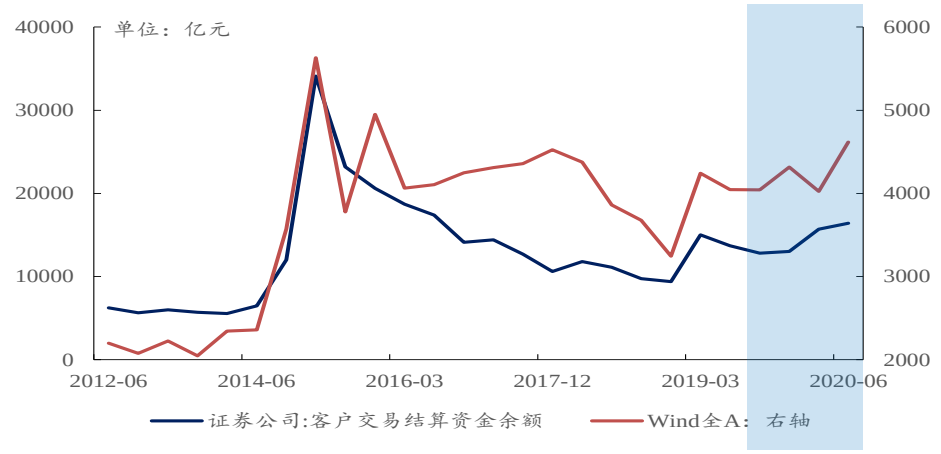
图3：2019 年 6 月以来，股票型基金和混合型基金的整体收益率相对理财收益率在不断提升，这是居民通过基金进入股票市场的重要推手



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：当月净申购金额的估算方法为：当月净申购金额=基金业协会公布的本月末总净值-基金业协会公布的上月末总净值*（1+基金指数收益率）。

图4：本轮客户结算金的提升发生在 2019Q4，即在市场整体上涨之后，居民才开始通过购买股票直接进入市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

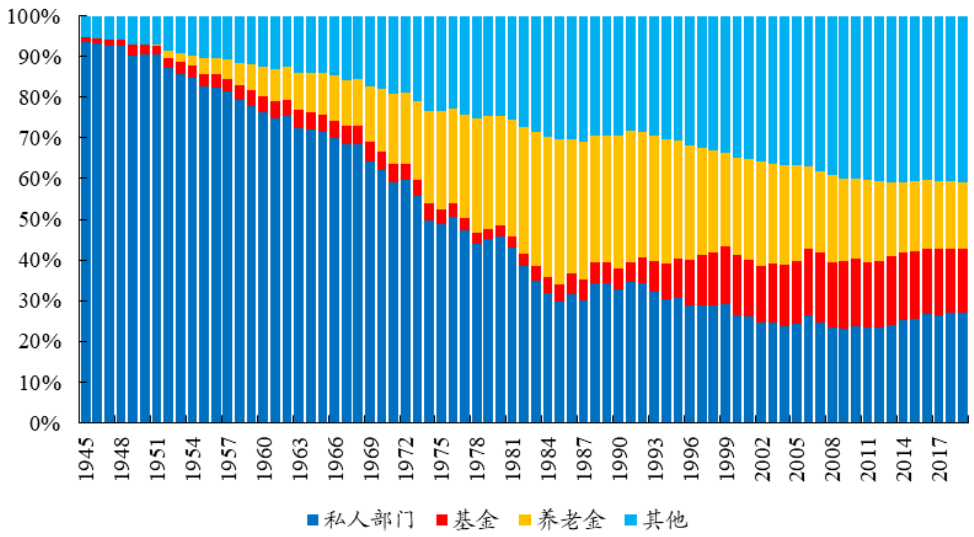
2、 美国的经验：机构持股增加不等于定价权增加

美国股票市场以机构为主导的特征成为了当下投资者展望 A 股出现机构化的重要对标。我们有必要对美国的机构化进程进行梳理。我们发现：美股机构化经历了三个阶段，随着共同基金的负债端趋于稳定，美股才最后走向“机构牛”。具备稳定的负债端是“机构牛”的必要条件。稳定的负债结构有助于机构充分挖掘并持有具有长期配置价值的标的，从而进一步强化定价权。个体来看，长久期负债也是巴菲特类型投资者取得成功的重要因素之一。

2.1、 美股机构化的三个阶段：从养老金入市到共同基金

美国股市作为世界上最发达的市场之一，从上世纪中叶至今经历了长时间的机构化过程。二战结束后，美国经济开始繁荣，**个人投资者在“赚钱效应”的吸引下纷纷进入股市，1945 年美国私人部门持有美股的市值占比高到 93%，是一个近乎完全的个人投资者主导的市场。**2011 年，美股私人部门持有美股市值占比大幅降至历史极值 23%，这期间经历了三个主要的居民入市及机构化阶段：

图5：美国投资者结构 1985 年发生剧烈变化



数据来源：美联储、Wind、开源证券研究所

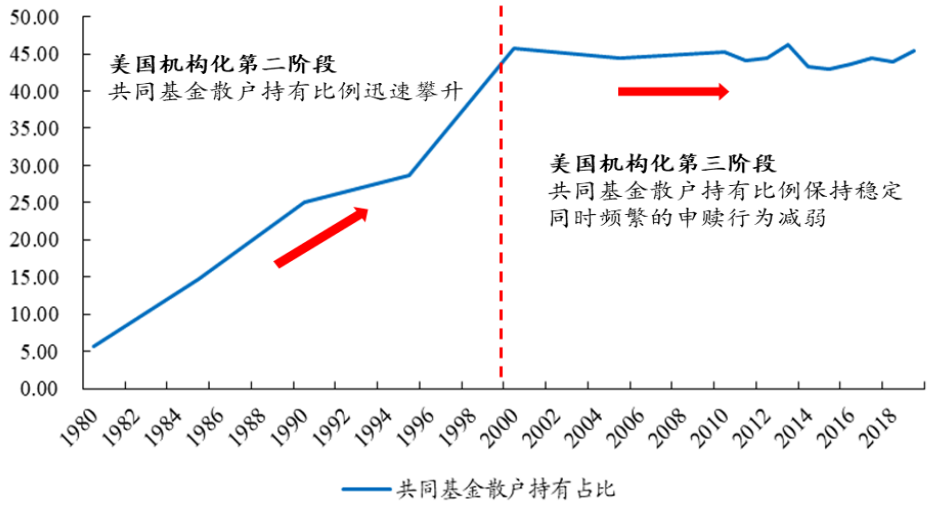
阶段一（20 世纪 50 年代至 70 年代）：养老金崛起，个人投资者比例平稳下滑。1940 年，美国通过《1940 投资公司法》，确立起了较为完善的基金公司入市的相关法规制度。然而在 1950 年，全美共同基金只有 100 万个账户，管理规模不足 30 亿美元，共同基金的发展一直较为缓慢。20 世纪 50 年代开始，美国进入了经济快速发展的黄金时期，人们依旧保持着二战胜利之后对于美股市场的热情。同时，随着 60 年代美国养老金的迅猛发展，机构投资者开始出现在市场之中，并且对于投资者持股选择产生影响。从 50 年代至 70 年代，美国养老金持股比例从 0 快速增长到 15%，同期个人投资者持股比例从 90%下降到 62%。

阶段二（20 世纪 80 年代至 20 世纪末）：养老金投资模式成熟+个人投资者间接入市，共同基金崛起。1978 年私人养老金计划 401（K）的推出成为了共同基金发展的分水岭，大规模的养老基金通过购买共同基金的方式进入美股市场。引入 401K 计划后，共同基金规模年化增长率达到 22.9%，而在推出之前仅为 10.96%。另外，由于市场上涨，共同基金表现良好，个人投资者开始选择通过购买基金间接入市，20 年

间，美国共同基金持有人结构中个人占比从 5%升至 45%左右，整个美股市场的个人投资者占比也下降至 27%。

阶段三（21 世纪至今）：美股投资者结构稳定，个人、养老金、共同基金“三足鼎立”。21 世纪以来，包括外资和政府在内的其他投资者在 21 世纪快速发展，个人投资者占比下降到历史极值 23%后，稳定在 23%至 27%之间低位。美国股市的投资者机构进入了稳定期，个人部门、养老金以及共同基金所占比例比较接近。同时，共同基金中个人投资者的投资比例也稳定在 45%附近，美股进入稳定的“机构牛”。

图6：2000 年后美国共同基金持有人结构稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 快速扩容期：负债端的波动方向影响机构投资行为，出现“机构散户化”

在个人投资者开始通过共同基金大举入市时期，共同基金遭遇了以个人投资者为主持有人的追涨杀跌。通过对比 1950 年以来的共同基金基金经理换手率、以及个人投资者的平均基金持有期，我们发现，在美股机构化的第一阶段，由于居民间接入市的方式主要为弱投机性的养老金入市，基金经理的换手率并没有出现较大幅度的提高，而持有人的平均持有年限甚至从 9.9 年提高到了 16.1 年。但在第二阶段，伴随着个人投资者涌入共同基金，基金的负债结构极为不稳定：持有人也开始做基金波段交易，对市场做择时，持有人的平均持有周期下降将近 80%。最**终导致了基金换手率也因此提升，机构行为反而被个人投资者反向影响。**

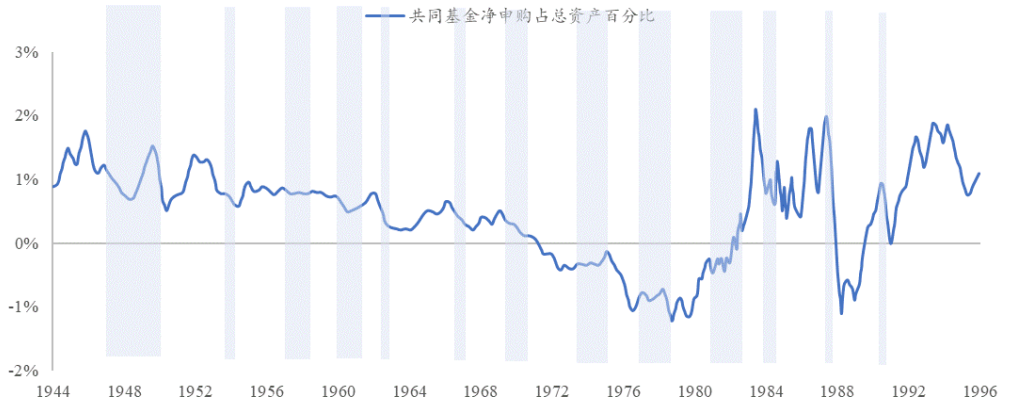
表1：共同基金快速扩容时期，基金换手率提升，持有人持有时间明显缩短

时间	1950	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010
基金经理换手率	25%	14%	14%	20%	39%	37%	60%	96%	90%	77%	108%	110%	60%
基金份额周转率	12.5%	6.4%	5.1%	6.1%	6.2%	9.7%	22.8%	36.5%	38.2%	29.3%	39.6%	24.8%	—
基金平均持有期	9.9	8.0	15.6	19.6	16.4	16.1	10.3	4.4	2.7	2.6	3.4	2.5	—

数据来源：《Financial Analyst Journal》、Wiesenberger and Morningstar、开源证券研究所

个人投资者的申赎行为在此期间随着市场波动而放大，甚至可能强化了市场波动。通过计算 1944 年后共同基金股票净申购占股票总资产的百分比，我们发现，当美股出现较大幅度的下跌周期时，共同基金往往会出现大规模的净赎回，而在 1980 年后的第二阶段机构化进程中，这种现象更加明显和剧烈。**我们认为，由于共同基金中个人投资者的比例不断攀升，个人投资者投资“追涨杀跌”的行为，通过影响基金负债端的稳定性影响了基金在极端市场下的投资行为。**随着市场被不断高估，基金净申购份额越大，基金公司被迫追加股市资金引发泡沫，反之当市场下跌时，迫于赎回压力，基金管理人被迫出货进一步放大了市场的跌幅。**因此我们观察到，20 世纪 80 年代至 20 世纪末的美国股市，虽然总体趋势向好，但过程并不“一帆风顺”，经历了多次较大幅度的调整。**

图7：80 年代美国机构化后，共同基金申赎在美股出现震荡时剧烈波动，进一步加剧美股震荡



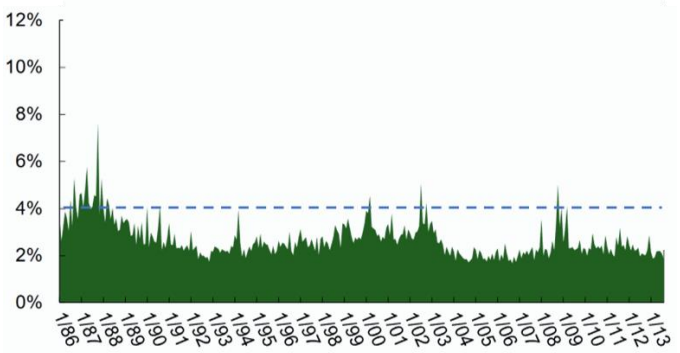
数据来源：《A Perspective on Mutual Fund Redemption Activity and Systemic Risk》、ICI、开源证券研究所

注：图中阴影为美股几次较大规模的下跌周期。

2.3、 真正的机构牛时刻：机构负债端走向稳定

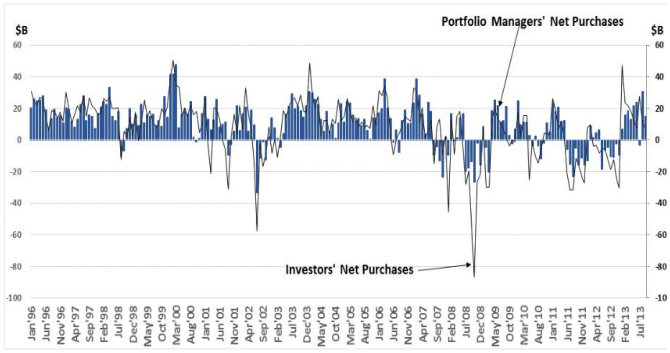
我们认为，**除了需要机构规模的不断扩大外，真正的机构牛其实开始于负债端的稳定。**2000 年后美国共同基金进入稳定阶段，基金月度赎回占总资产比率保持在 2%左右，仅在 2008 年 10 月金融危机时突破 4%，而净赎回额不足 2%（ICI 报告称共同基金约 5 万亿美元的资产中，净赎回额为 870 亿美元）。另外，同月股票基金经理净卖出了 260 亿美元股票，仅相当于股票基金所持资产的 0.4%，不到个人投资者净赎回的三分之一。**值得思考的是，美国共同基金持有人中仍然存在 45%的个人投资者，但基金的份额波动却在逐渐降低，我们认为这是美国投资者经过市场教育的结果。**咨询公司 Strategic Insight 的报告《A Perspective on Mutual Fund Redemption Activity and Systemic Risk》称 20 世纪 90 年代后，**美国基金业界开始拒绝为频繁申赎客户进行服务，**同时高频率的基金交易获得的收益率相对较低且手续费高昂，以及长期被动指数投资的流行都改变了美国基金投资者的投资习惯，频繁的基金申赎操作退出历史舞台。

图8：2000 年后，基金月度赎回占总资产比率保持在 2%左右，仅在 2008 年金融危机时突破 4%



数据来源：《A Perspective on Mutual Fund Redemption Activity and Systemic Risk》、ICI、开源证券研究所

图9：2000 年后，美股产生大幅波动时，共同基金卖出股票市值远小于个人投资者



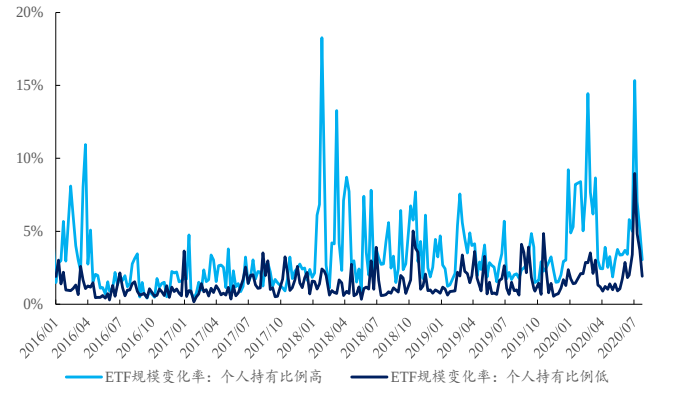
数据来源：《A Perspective on Mutual Fund Redemption Activity and Systemic Risk》、ICI、开源证券研究所

3、 当下扩容期的公募：不稳定的负债端

当基金的个人投资者持有比例较高时，基金份额的变动幅度往往会更大。但考虑到除 ETF 外的开放式公募基金不会公布日度份额变化，为使研究具有一定的可靠性，**我们以信息披露更加透明的 ETF 作为研究对象进行类比研究。**

按照持有人结构，我们对 ETF 进行分组，将排名前 50%的界定为个人高比例组，排名后 50%的界定为个人低比例组，结果发现：**个人持有比例较高的 ETF 的整体份额变化率常常高于个人持有比例较低的 ETF，且个人高比例组的佣金规模比常常高于个人低比例组。**这意味着：**一、当基金负债端个人占比较高时，基金份额的变动率会变大；二、随着份额波动的放大，基金会被迫更高频率地买卖股票，从而单位规模上需要支付更多的交易佣金。**从另一个角度看，ETF 作为被动型基金，会因为个人频繁地申购赎回而被迫更高频的交易从而支付更多的佣金费用，那么对于主动管理的基金而言，这种成本可能会放大。

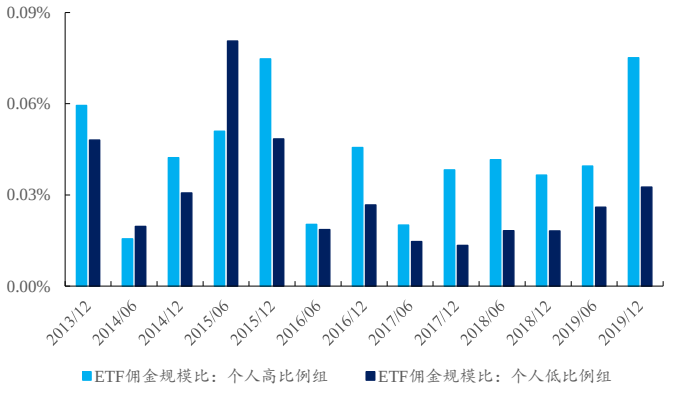
图10：个人持有比例较高的 ETF 的整体份额变化率常常高于个人持有比例较低的 ETF



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1；按照个人持股比例，我们将排名前 50%的界定为个人高比例组，排名后 50%的界定为个人低比例组；2.规模变化率=当周组内每只 ETF 规模变化的绝对值加总/上周总份额

图11：个人高比例组的交易费用比常常高于个人低比例组

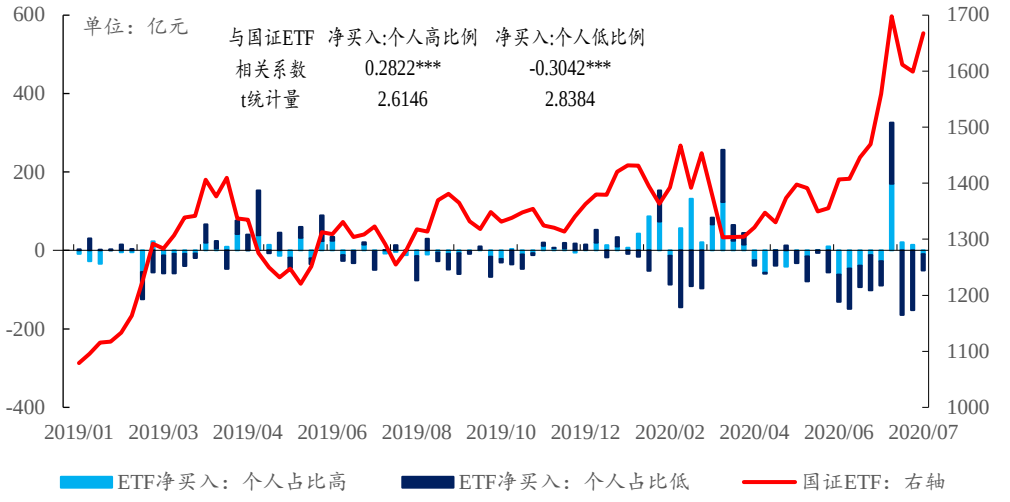


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：佣金规模比=每半年内的佣金/该半年内每季末净值的平均值

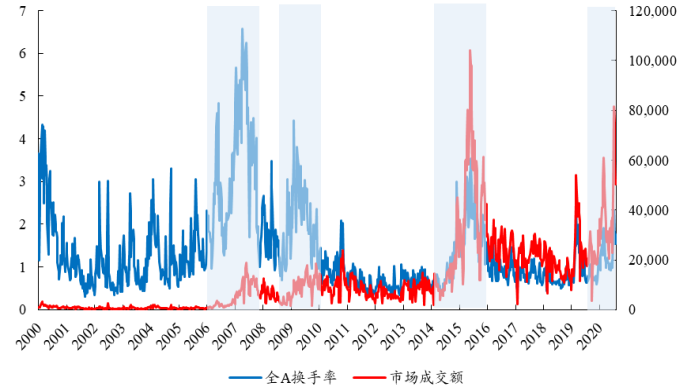
更进一步的，我们将个人持有比例高的 ETF 和个人持有比例低的 ETF 的净流入行为与 ETF 的整体表现进行相关性分析发现：个人持有比例高的 ETF 的净申购行为与 ETF 的表现显著正相关，而个人持有比例低的 ETF 的净申购行为与 ETF 的表现显著负相关。我们认为，**个人投资者倾向于追求短期收益从而“追涨杀跌”是造成个人高比例组 ETF 份额变化率较高的重要原因。这也解释了居民入市期间，往往会伴随着市场较高的换手和波动。**

图12：个人持有比例高的 ETF 的净申购行为与 ETF 的表现显著正相关，而个人持有比例低的 ETF 的净申购行为与 ETF 的表现显著负相关



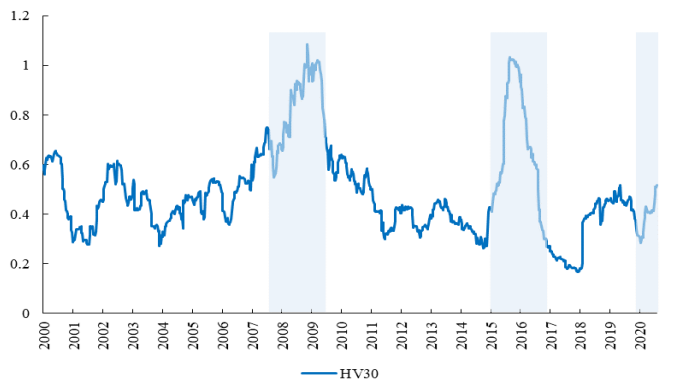
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：居民入市期间，换手率明显上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

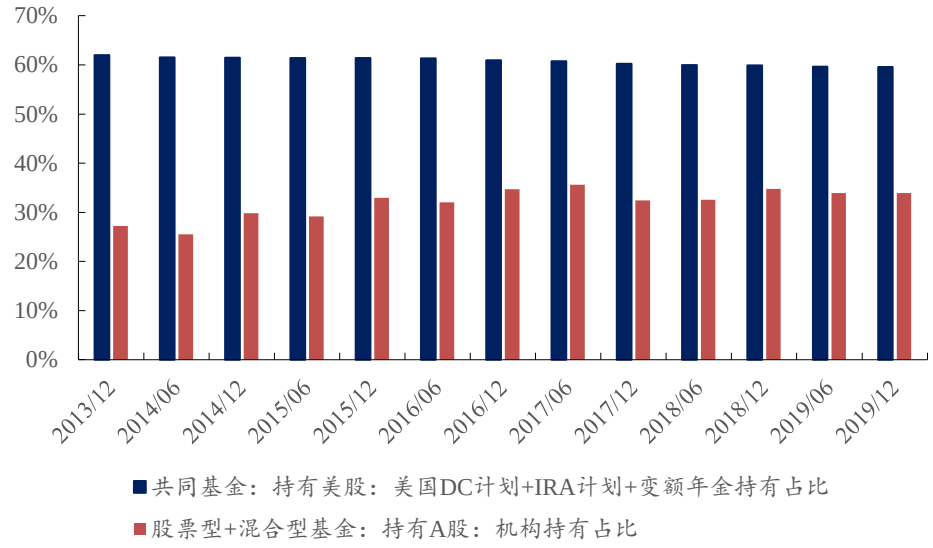
图14：居民入市期间，市场波动率快速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

截至 2019 年末，我国机构投资者通过基金持有 A 股的比例仍显著小于美国机构通过共同基金持有美股的比例。**这意味着，由于较高比例的个人投资者，基金当下依旧面临着不稳定的负债端。**值得一提的是，美国居民通过购买共同基金入市发生在养老金等中长线资金入市之后，而当下我国养老金等中长线资金才刚刚起步，因此，**我国目前缺少发挥市场稳定器作用的资金，而当居民频繁申购赎回基金时，公募基金等机构的负债端会变得更加不稳定。我们认为，当下公募基金快速扩容的阶段更像美股“机构化”的第二阶段。**

图15：截至 2019 年末，我国基金机构持有比例仍显著低于美国



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1.图中的比例均为投资者通过基金持有国内股票市值占基金持有全部国内股票市值的比重；2.DC 计划+IRA 计划+变额年金并未涵盖所有的机构投资者，可能会低估机构持有的比例

4、 难言“机构牛”：市场定价权仍较弱

我们认为，市场上“即将出现‘机构牛’”的结论隐含了对于市场波动性、定价权甚至是资产价格的推论：它似乎指示了一个波动较低、定价理性甚至“少数资产牛市”的投资推论。而在当下公募基金等机构个人持有比例高、负债端不稳定的情况下，个人投资者由于追求短期收益而“追涨杀跌”，进而可能频繁地申购赎回基金，而这种申购赎回又会影响基金的买卖行为，于是机构的行业定价权可能因此被削弱；同时，公募基金重仓持有的大部分个股同样也是北上投资者的重仓个股，这意味着，我们在讨论公募基金对个股的定价权时，不能忽略北上资金的定价能力。

4.1、 行业定价权：受制于不稳定的负债

考虑到公募基金没有高频申购赎回数据，我们同样以 ETF 为研究对象进行类比研究。

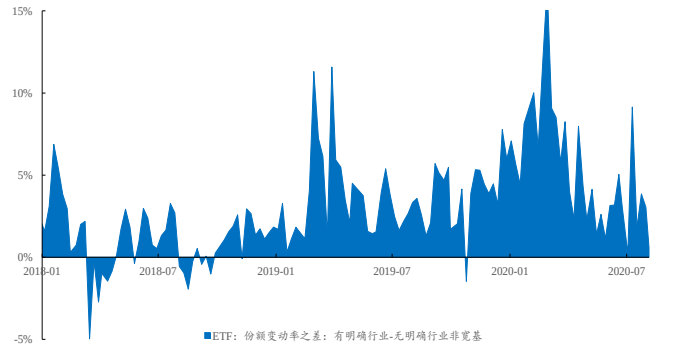
我们将 ETF 按照：名称中明确标注行业、宽基以及名称中无明确行业且非宽基分为三类。并将名称中明确标注了行业的 ETF 的周度份额变动率分别对宽基 ETF 以及无明确行业且非宽基的 ETF 的周度份额变动率作差，发现：**名称中明确标注了行业的 ETF 的份额变化率常常显著高于其他两类**。这意味着：**对于明确标注了行业的 ETF 而言，其负债端相较于其他两类更不稳定。**

更进一步地，我们通过持有人结构发现：**自 2016 年 12 月以来，有明确行业的 ETF 个人持有比例高于其他两类 ETF**。这与我们前面的结论是一致的。根据前面的讨论，我们知道：个人投资者频繁申购赎回的根源在于个人投资者倾向于追求短期收益从而“追涨杀跌”。**这意味着行业的相对涨跌幅是个人投资者频繁申购赎回有明确标注行业的 ETF 的重要触发因素**。

同样的，**对于主动型公募基金，我们可以推论应该存在同样的情况**。即个人投资者会依据行业的相对表现而买进表现相对较好行业对应的基金，并卖出表现相对

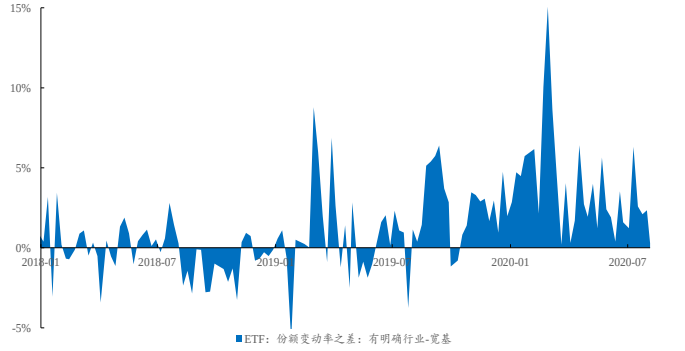
不好行业对应的基金。我们认为，**这种不稳定的负债削弱了基金对于行业的定价权。**特别是部分公募产品如果有较为的风格和行业特征，将有可能遭遇到类似的情况。

图16：名称中明确标注了行业的ETF的份额变化率常常显著高于宽基ETF



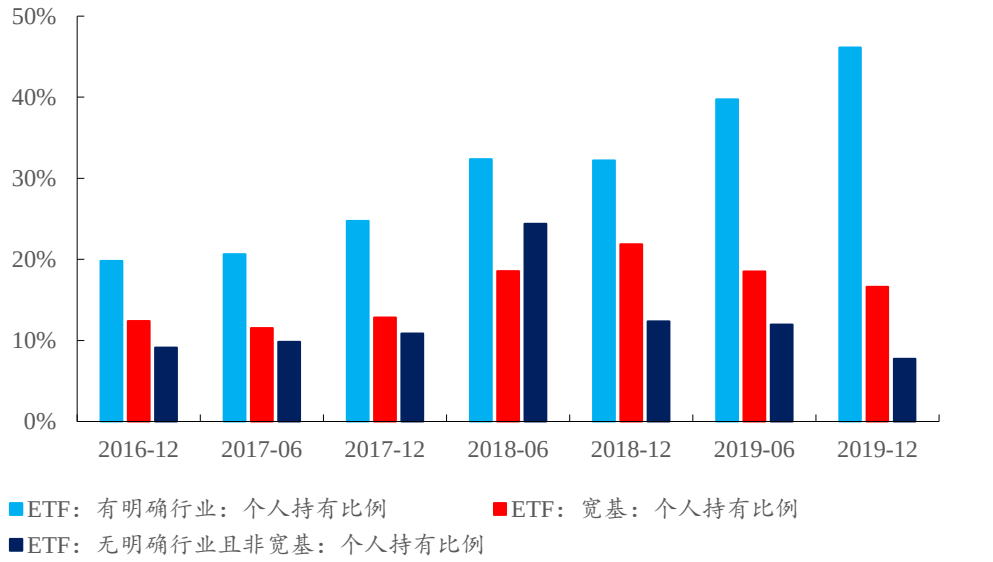
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：名称中明确标注了行业的ETF的份额变化率常常显著高于无明确行业且非宽基ETF



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：从持有人结构来看，2016年12月以来有明确行业的ETF个人持有比例较高



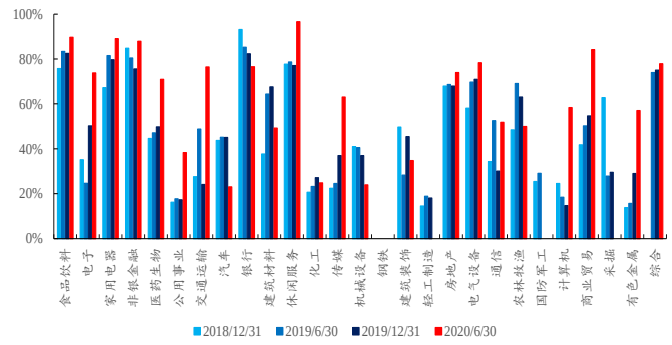
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、个股定价权：不可忽视的北上神秘力量

在居民入市背景下，普遍观点认为即使以公募基金为代表的机构投资者需要承受负债端在行业和风格上的波动，但在选股上应该至少具备较强定价能力。这个认知符合逻辑，但是也需要考虑一个影响，就是长期一直流入的北上资金这个整体。

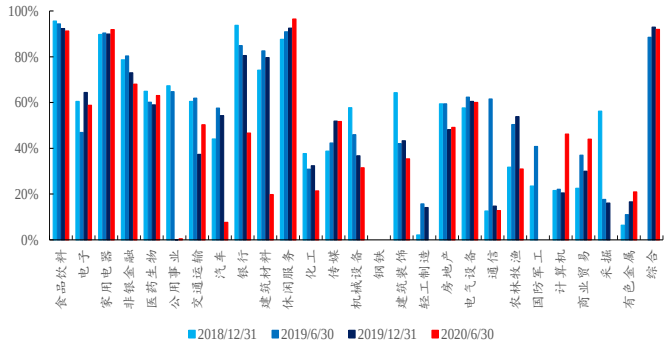
通过测算股票型+混合型基金以及陆股通重仓前100个股持有市值占各自行业全部持有市值的比重，我们发现，**公募基金和北上资金在食品饮料、家用电器、医药生物、电子以及金融地产等板块持有集中度较高，且在消费、医药以及科技等板块的集中度趋于提升。**这在一定程度上指示了公募基金可能在消费科技板块具备一定的个股定价权，但不可忽视的是北上资金在相关个股上的潜在定价能力。

图19：股票型+混合型公募基金在食品饮料、家用电器、医药生物、电子以及金融地产等板块持有集中度较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

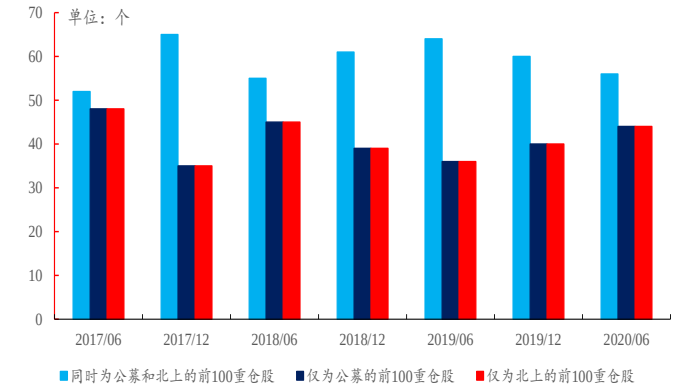
图20：北上资金同样在食品饮料、家用电器、医药生物、电子以及金融地产等板块持有集中度较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

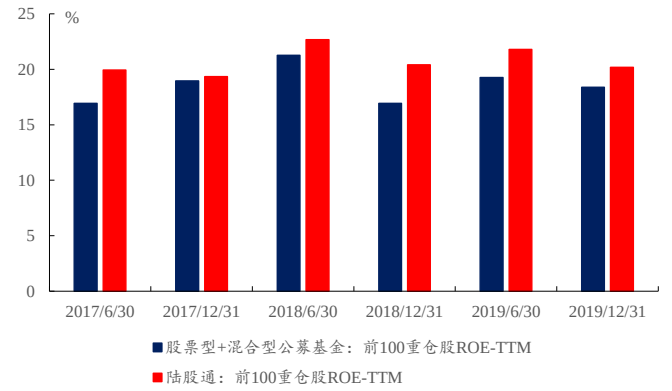
更进一步地我们发现，自 2017 年 6 月以来，公募基金和陆股通重仓前 100 的个股中，超过半数是该两类参与者共同持有的，且相比于公募基金，陆股通重仓前 100 个股的组合 ROE 更高。**这意味着，北上资金和公募在高 ROE 的标的上具有同样的偏好，甚至在个股的选择方面具有同样的决策。**

图21：自 2017 年 6 月以来，公募基金和陆股通重仓前 100 的个股中，超过半数是该两类参与者共同持有的



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2017 年 6 月以来，陆股通前 100 重仓股组合的 ROE 均略高于公募基金前 100 重仓股组合

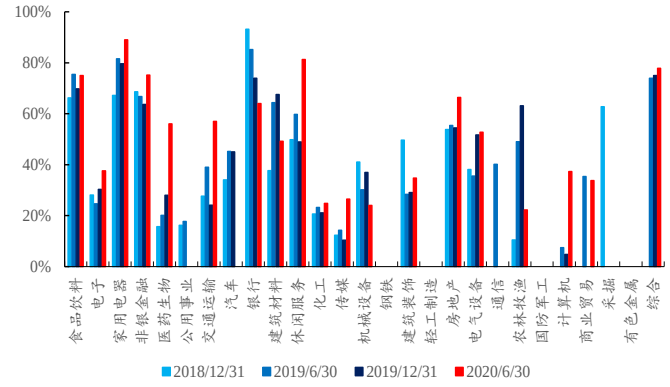


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：组合 ROE 按照持有市值加权

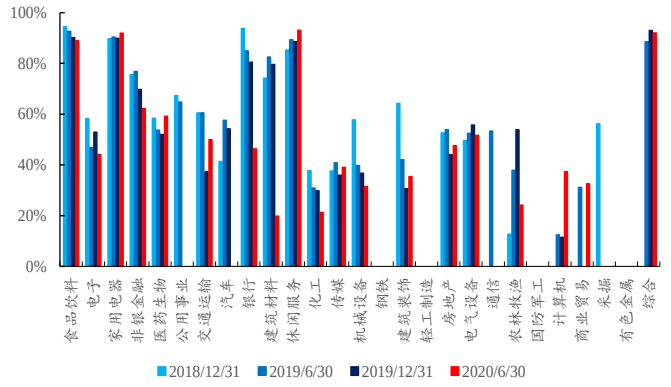
对于公募基金和北上资金前 100 重仓股交叉的部分，通过计算公募基金和北上资金对该部分个股持有的规模占该个股所在行业的全部持有市值之比发现：2018 年以来，**公募基金和北上资金在消费、医药、科技以及金融地产的持仓集中于公募基金和北上资金共同重仓的个股**。同时我们将截至 2020 年 6 月末公募基金和北上资金共同重仓的个股按各自持有的行业汇总发现：公募基金和北上资金的共同重仓个股的行业分布大体相当，公募相对持有更多的电子、医药、非银和地产、北上相对持有更多的食品饮料以及家用电器。**这意味着：我们在讨论公募基金的个股定价权时，不能忽视北上资金的定价能力，对于公募基金的大部分重仓股，北上投资者也有较强的定价能力。**

图23：2018 年以来，公募基金在消费、医药、科技以及金融地产的持仓集中于公募基金和北上资金共同重仓的个股



数据来源：Wind、开源证券研究所

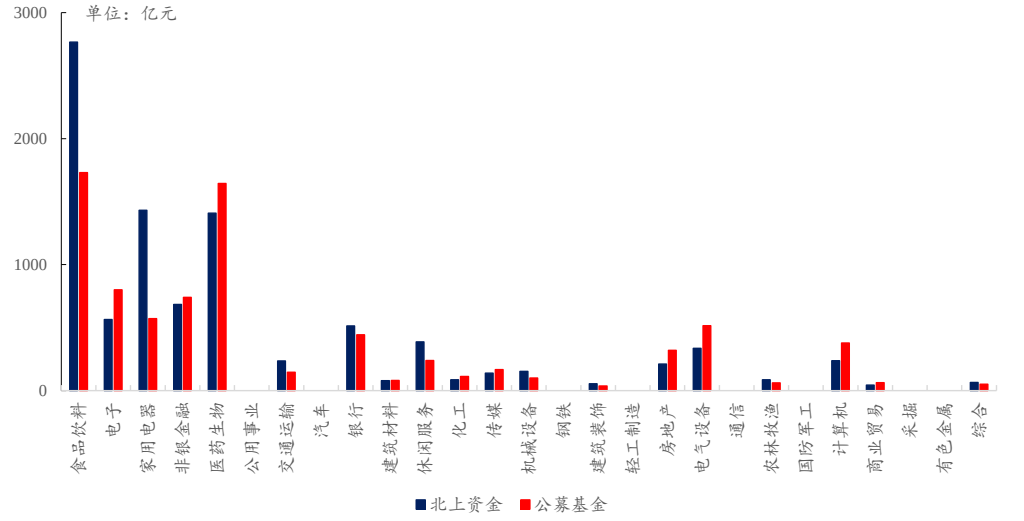
图24：2018 年以来，北上资金在消费、医药、科技以及金融地产的持仓集中于公募基金和北上资金共同重仓的个股



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1.图中的比例为：对于公募基金和陆股通前 100 重仓股交叉的个股，公募基金和陆股通各自持有的市值占各自持有的相应行业的全部市值的比重;2.共同重仓个股为陆股通和北上资金前 100 重仓股的交叉个股

图25：截至 2020 年 6 月末，公募基金和北上资金的共同重仓个股的行业分布大体相当，公募相对持有更多的电子、医药、非银和地产、北上相对持有更多的食品饮料以及家用电器



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：持有市值排名前 20 的北上资金和公募基金共同重仓股

股票代码	股票名称	行业	北上资金持有市值(亿元)	股票型+混合型公募持有市值(亿元)	北上+公募持有市值总计(亿元)
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	1552.82	817.06	2369.88
000858.SZ	五粮液	食品饮料	545.50	535.66	1081.17
000333.SZ	美的集团	家用电器	725.25	241.30	966.55
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	558.12	373.37	931.49
601318.SH	中国平安	非银金融	526.68	353.10	879.79
002475.SZ	立讯精密	电子	199.72	520.06	719.79
000651.SZ	格力电器	家用电器	525.97	171.28	697.25
601888.SH	中国中免	休闲服务	386.77	237.84	624.61
600036.SH	招商银行	银行	318.29	233.67	551.96
300760.SZ	迈瑞医疗	医药生物	183.71	241.43	425.15
300750.SZ	宁德时代	电气设备	162.88	241.10	403.98
600887.SH	伊利股份	食品饮料	224.86	157.07	381.93
000661.SZ	长春高新	医药生物	34.85	341.55	376.40
603259.SH	药明康德	医药生物	165.30	167.78	333.09
000002.SZ	万科 A	房地产	130.47	188.07	318.54
601012.SH	隆基股份	电气设备	94.41	207.88	302.29
603288.SH	海天味业	食品饮料	257.09	36.42	293.52
002415.SZ	海康威视	电子	168.88	117.30	286.18
300015.SZ	爱尔眼科	医药生物	141.42	133.35	274.77
600031.SH	三一重工	机械设备	152.78	99.59	252.37

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：持股市值截至时间为 2020 年 6 月 30 日

我们在报告《神秘的力量：北水中的暗流》以及《“北上暗涌”，谁主沉浮》中提到，2020 年 7 月以来，北上资金风格发生了明显变化，这背后的原因可能是国际资本的流动。**由“部分公司的牛市-基金业绩好-居民买基金-继续推动少部分公司牛市”的循环中存在一些不安定的因素。**

5、 最后的思考：机构牛与散户化之争

如果按照严格意义上讲，我们的当下的机构持股比例提升，其背后更多来自于居民从“炒股”走向“炒基”。这种负债端的不稳定将为机构投资者带来较大的挑战，我们当下的市场并未具备像 90 年代后美国基金业界开始拒绝为频繁申赎客户进行服务的条件，个人投资者的行为对专业机构投资者的影响可能才刚刚开始。当下居民的入市，更可以类比的其实是美国 80 年代居民的基金申购热潮。在那轮市场中，我们看到了市场的大幅波动，以及大量共同基金为了迎合购买人的偏好，呈现出了“散户化”的行为。

美国最终机构化的实现，除了公募基金持股比例提高，其背后还有财富管理机构的发展、对于基金投资者的教育与约束以及在机构投资者比例提升后长达 20 年的行业迭代与进化。这意味着我们其实还处在机构化的初期，当下专业的机构投资者其实面对的挑战比以往任何时候都要大，A 股机构化和机构散户化之争又一次摆在市场面前：过往，机构投资者需要的是面对一个个人投资者占据主导的市场中，如何专

业而理性的思考，战胜市场，甚至努力改变这个世界。而当下，面对个人投资者通过基金入市的浪潮，专业的机构投资者反而需要面对的是：如何坚守自我，不被改变。在居民入市的大潮中如何保持自律并坚守投资理念，成为全市场专业机构投资者的共同挑战。

“机构牛”是一个市场发展的长期方向，我们的研究告诉我们，在当下很难得出有关“定价权”的任何结论。如果有，唯一的结论就是一个更加波动的市场和变化的风格。我们当下的建议是：**回归对基本面的认知，衡量当下所有资产的风险与收益比。**

6、 风险提示

测算误差；中美摩擦加剧；海外疫情超预期恶化

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