

## 英雄亦造时势：当下市场定价特征的思考

2025 年 02 月 06 日

► **2024Q4 以来的市场：截然不同的定价特征。**当下市场呈现了两大主要特征：一是**长逻辑的短定价**，2024 年以来，热门指数行情的持续时间持续缩短且日均涨幅震荡上升。无论相较于 2024 年初还是 2020 年，当前热门指数行情的定价节奏均更为迅猛。二是**市场上涨时呈现“螺旋式”上涨，且传统意义上的成长/盈利因子表现不佳**，即市场上涨时指数层面往往呈现动量特征，但行业与个股轮动均较快，且符合主流机构盈利能力/成长能力审美的资产往往表现落后，这与 2019 年至 2021 年市场上涨期呈现了明显的差异。

► **参与者结构的变化是主要原因。**2019 年至 2021 年市场呈现“强者恒强”背后是主动偏股基金与北上资金作为主要增量资金共振定价的结果，在这一阶段，我们可以看到“抄”主动偏股基金与北上的配置“作业”实际上是有效的。但自 2021 年以来，这种趋势力量在逐步消散：1) 主动偏股基金在仓位持续处于历史高位的同时，面临负债端的持续净赎回；2) 北上逐步从趋势买入力量转变为主要交易力量，这带来了**动量因子与传统盈利/成长因子的阶段失效**。随之而来的是，**险资与被动基金的崛起**，推动了**估值因子、盈利波动因子**的重估。自 2024 年 9 月 24 日以来，**以两融为代表的个人投资者**首度成为市场主要增量资金之一。结合过往不同指数持有者构成与定价特征来看，**当个人投资者主导时市场往往呈现：反转效应增强，同时盈利/成长因子（ROE、净利润增速等）的失效**。这解释了为何 2024 年 9 月个人投资者涌入后市场呈现上述特征，而估值因子、盈利波动因子也因新的力量涌入短期出现了回撤。

► **短期市场状态的刻画：当前投资者的短周期行为及影响。**随着主动偏股基金面临高仓位与负债端扰动约束，市场的短期定价模式也在发生转变。**2024 年以来，不同参与者的定价顺序呈现了一定的周期性规律：在新催化的驱动下，往往是北上+ETF 率先共同买入，随后是以两融&龙虎榜为代表的个人投资者共同买入，且共同买入的高点往往也对应市场高点。**风格方面，在当前的交易模式下，在个人投资者活跃度的回升期，**小盘/成长风格往往表现更好，反之则往往是大盘/价值风格表现更好。**对于当下而言，考虑到节前两融的季节性平仓带来两融&龙虎榜买入共识度回落，**节后两融的回补将是两融&龙虎榜共识度回升的重要驱动，春节后小盘/成长阶段占优的驱动或源于此，但要关注其拐点。**回到主动基金持仓来看，在当前模式下，主动偏股基金持仓比例较高、过去一个季度持仓基金阿尔法水平较高的行业可能在未来表现不佳，我们基于此进行了筛选：**金属制品、元器件、消费电子、通信设备、半导体**等行业同时满足高基金持仓比例+高阿尔法，上述板块可能在交易层面面临短期扰动，相应地，**煤炭、银行、钢铁、化纤、港口、发电及电网**等板块同时满足低基金持仓比例+低阿尔法。

► **更长维度的演绎：险资+ETF 的合作模式，与主动基金的寻回定价权之路。****未来保险+ETF 新模式更值得期待：**一方面，《推动中长期资金入市工作的实施方案》明确公募基金持有 A 股流通市值未来三年每年至少增长 10%，力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30%用于投资 A 股，而《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》要求全面做优做强核心宽基 ETF，并推出更多**红利、低波、价值、成长**等策略 ETF；另一方面，从因子暴露来看，**红利、低波、价值等领域恰好符合险资的持仓偏好。**这意味着在政策的引导下，**未来可能进一步强化险资通过 ETF 进入 A 股的路径，这可能是未来更有资金动量的领域。**结合我们此前在《消失的定价权》中的讨论，类似于 2016 年至 2021 年时期的主动偏股基金与北上，**当下主动偏股基金依然可能通过向险资与被动基金的共识领域靠拢以重新获取定价权，而当下随着新政策的落地，这种路径的实现可能性在进一步强化。**主动偏股基金与险资、被动基金之间的持仓差异是否明显收敛，以及分析师研究分布是否更向险资+ETF 的领域持仓靠拢将是这一过程的重要发展路标。而未来如果主动基金重获定价权，当下市场的定价模式或将再度被打破。

► **风险提示：**测算误差。

**分析师 牟一凌**

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

**分析师 梅锴**

执业证书：S0100522070001

邮箱：meikai@mszq.com

**相关研究**

- 1.策略专题研究：没有“景气”的科技浪潮-2025/02/05
- 2.A 股策略周报 20250204：从“美国主导”中走出-2025/02/04
- 3.策略专题研究：2024 年 A 股业绩预告解读：磨底-2025/02/01
- 4.资金跟踪系列之一百五十四：市场热度继续回升，北上与机构 ETF 是阶段主要买入力量-2025/01/27
- 5.策略专题研究：民生研究：2025 年 2 月金股推荐-2025/01/27

# 目录

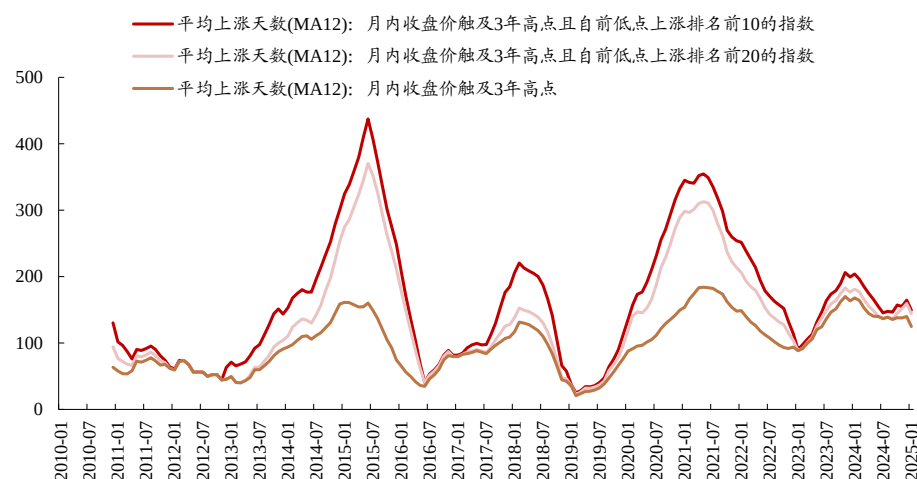
|                                                          |           |
|----------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1 2024Q4 以来的市场：截然不同的定价特征.....</b>                     | <b>3</b>  |
| 1.1 当下 A 股的特征之一：长逻辑的短定价 .....                            | 3         |
| 1.2 当下 A 股的特征之二：上涨时呈现“螺旋式”，且传统意义上的成长/盈利因子表现不佳 .....      | 4         |
| <b>2 参与者结构的变化是主要原因：从主动基金+北上到险资+被动基金，以及个人投资者的崛起.....</b>  | <b>7</b>  |
| 2.1 昔日主力的“退却”：主动基金定价权的缺失+北上不再是趋势力量 .....                 | 7         |
| 2.2 新势力的崛起：2022 年以来，险资+被动成为主要增量，2024Q4 以来个人投资者大幅涌入 ..... | 8         |
| <b>3 短期市场状态的刻画：当前投资者的短周期行为及影响 .....</b>                  | <b>12</b> |
| <b>4 更长维度的演绎：险资+ETF 的合作模式，与主动基金的寻回定价权之路 .....</b>        | <b>15</b> |
| <b>5 风险提示 .....</b>                                      | <b>18</b> |
| <b>插图目录 .....</b>                                        | <b>19</b> |

# 1 2024Q4 以来的市场：截然不同的定价特征

## 1.1 当下 A 股的特征之一：长逻辑的短定价

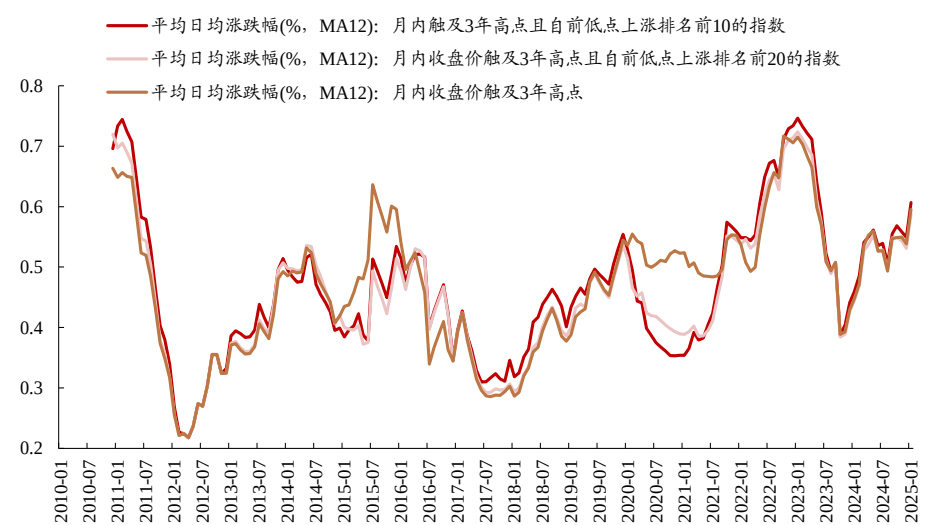
长逻辑的短定价是当下 A 股的主要定价特征之一。一方面，从行情定价时间来看，2024 年以来，热门指数行情的持续时间明显回落，当前明显低于 2020 年，相应地，涨幅靠前的指数行情与涨幅相对靠后的指数行情的持续时间明显收窄；另一方面，从日均涨幅来看，2024 年以来，热门指数行情的日均上涨幅度震荡上升，当前明显高于 2020 年。这意味着当前热门指数行情的定价节奏无论相较于 2024 年初、还是 2020 年均更为迅猛。

**图1：2024 年以来，热门指数行情的持续时间明显回落，当前显著低于 2020 年**



资料来源：wind，民生证券研究院。注：1、每一轮行情的界定标准是：当月内收盘价创近三年新高+新高后回撤超过 10%；2、统计每一轮行情从上一轮行情结束之后最低点到本轮行情高点的时间涨幅、与持续交易日天数；3、统计的样本为 Wind 热门概念指数；4、数据截至 2025 年 1 月末。后同。

**图2：2024 年以来，热门指数行情的日均上涨幅度震荡上升，当前明显高于 2020 年**

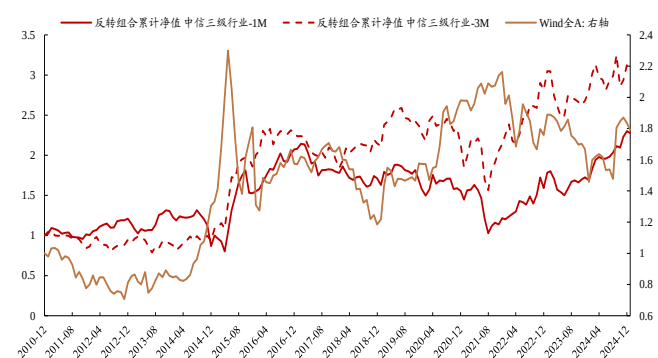


资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 当下 A 股的特征之二：上涨时呈现“螺旋式”，且传统意义上的成长/盈利因子表现不佳

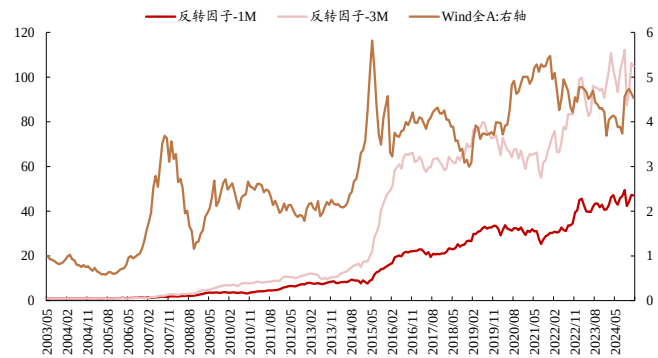
2023 年下半年以来，无论从个股视角、还是中信三级行业视角来看，“反转”特征开始逐步显现，“个股轮动”与“行业轮动”明显加快，特别是在 2024Q4 以来的市场上涨期，这一特征得以更加强化。然而，在 2019 年至 2021 年的情形与当下有很大不同：在市场上涨期，无论是从个股还是行业视角看，其均呈现的是“动量”特征，即“强者恒强”。

**图3：以中信三级行业为底层资产来看，2023 年下半年以来，无论以 1 个月、还是 3 个月视角来看，反转因子持续获得正收益**



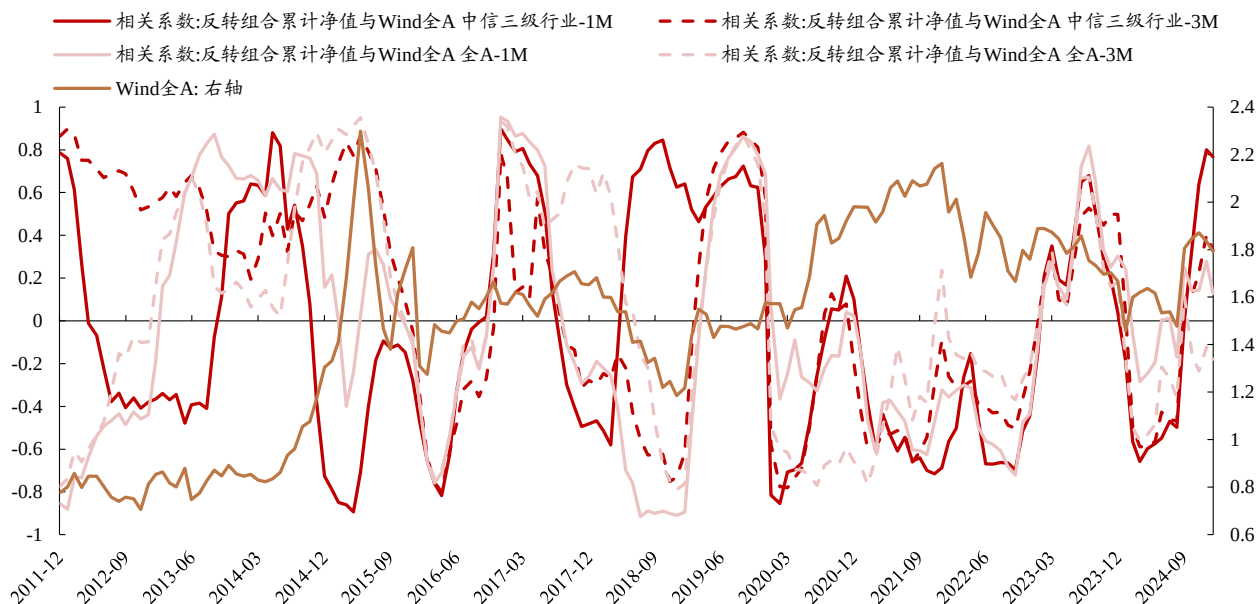
资料来源：wind，民生证券研究院。注：我们按照中信三级行业的过去 1 个月、或者 3 个月收益率分成 10 组，滚动计算收益率最差组与最好组在下一期的收益率之差，并计算累计净值，作为行业层面反转因子的度量。

**图4：以全部 A 股为底层资产来看，2023 年下半年以来，无论以 1 个月、还是 3 个月视角来看，反转因子持续获得正收益**



资料来源：wind，民生证券研究院。注：我们按照全部 A 股的过去 1 个月、或者 3 个月收益率分成 10 组，滚动计算收益率最差组与最好组在下一期的收益率之差，并计算累计净值，作为个股层面反转因子的度量。

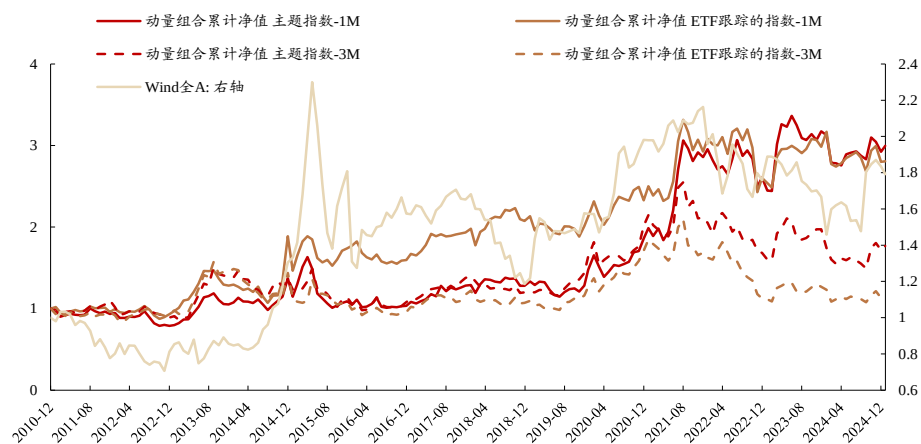
图5：从相关系数来看，2019Q4 以来随着市场的上涨，行业与个股层面主要体现动量效应，而下跌时则反转效应更明显；2023 年以来，这种相关性开始变得不稳定，而自 2024Q4 以来，市场上涨时，个股层面与行业层面的反转效应反而更明显



资料来源：wind，民生证券研究院。注：分别计算 Wind 全 A 指数与行业、个股层面的表征反转因子的组合净值的相关系数，12 期滚动计算。后同。

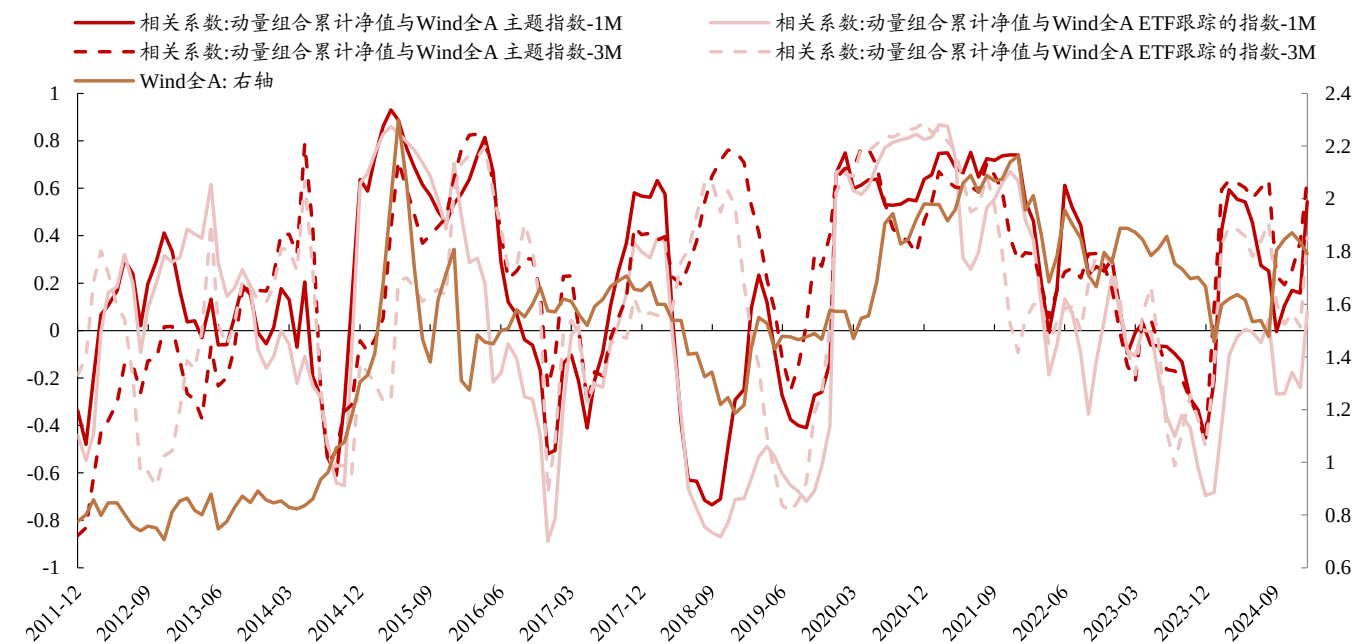
值得关注的是，从指数层面看（Wind 热门指数、有 ETF 跟踪的指数等），2023 年以来动量效应占据主导，这与 2019 年至 2021 年是一致的，且均在市场上涨期更为明显。结合指数、行业、个股层面的动量/反转效应来看，与 2019 年至 2021 年市场上涨期呈现的“强者恒强”（指数、行业、个股均符合）不同的是，当下市场上涨往往呈现“螺旋式”上涨特征：即指数呈现动量特征，但行业、个股轮动较快。

图6：2023 年以来，无论以 Wind 热门指数、还是有 ETF 跟踪的指数作为底层资产，均呈现了一定的动量效应



资料来源：wind，民生证券研究院。注：我们按照 Wind 热门指数、以及有 ETF 跟踪的指数的过去 1 个月、或者 3 个月收益率分成 10 组，滚动计算收益率最好组与最差组在下一期的收益率之差，并计算累计净值，作为指数层面的动量因子的度量。

图7：从相关系数来看，2019 年以来，市场上涨时，指数层面往往呈现动量效应



资料来源：wind，民生证券研究院

更进一步地，从个股视角来看，历史上，盈利/成长相关的因子表现与反转因子表现呈现负相关关系，而当下情形也基本符合这一结论。这意味着当下市场“螺旋式”上涨背后，符合主流机构盈利能力/成长能力审美的资产往往可能表现相对落后。

图8：从全部 A 股视角看，盈利/成长相关的因子表现与反转因子表现呈现负相关关系



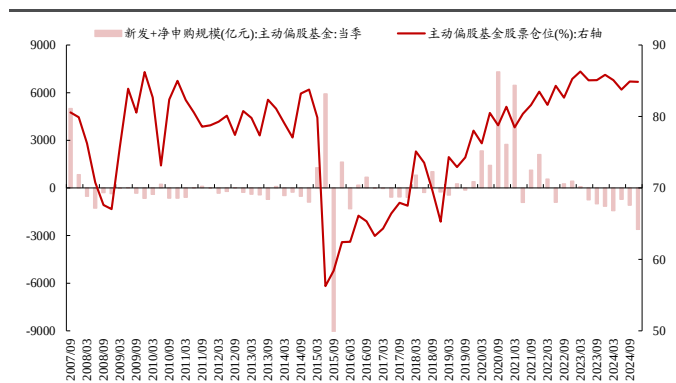
资料来源：wind，民生证券研究院。注：1、盈利&成长因子包括：归母净利润增速(TTM 以及 3 年复合)、营收增速(TTM 以及 3 年复合)、资本开支增速(TTM 以及 3 年复合)、ROE(TTM 以及 3 年复合)、ROIC(TTM 以及 3 年复合)、销售净利率、销售毛利率、资产周转率、权益乘数等因子；2、采用等权的方式计算上述因子的月收益率，并进一步计算累计净值曲线。

## 2 参与者结构的变化是主要原因：从主动基金+北上到险资+被动基金，以及个人投资者的崛起

### 2.1 昔日主力的“退却”：主动基金定价权的缺失+北上不再是趋势力量

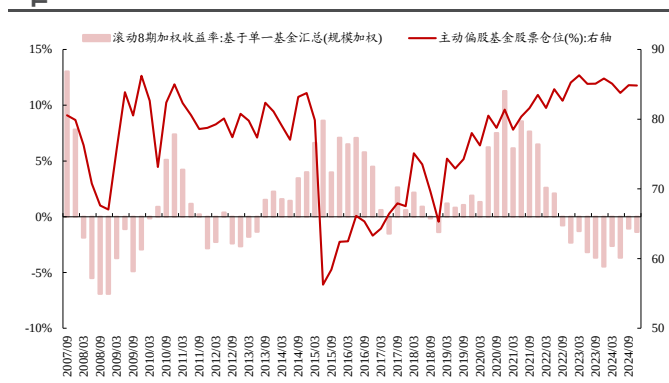
从参与者结构看，结合我们在报告《北上资金的“十年”》中的讨论，2019年至2021年市场呈现“强者恒强”特征背后实际上是：1) 主动偏股基金、北上资金是市场的主要增量资金；2) 主动偏股基金与北上资金在配置思路上的差异明显收敛。在这一阶段，我们可以看到，“抄”主动偏股基金与北上的配置“作业”实际上是有效的，而这种“抄作业”本身实际上正是一种动量的体现，而自2021年以来这种共振的力量在逐步消散：一方面，主动偏股基金在仓位持续处于历史高位的同时，负债端持续遭遇净赎回，且这一现象在2024年9月24日以来基金净值大幅反弹后更为明显（回本赎回）；另一方面，北上资金自2022年以来不再是市场的趋势买入力量，而是市场的主要交易型资金。

图9：截至2024Q4，主动偏股基金仓位处于历史高位，其负债端遭遇了连续净赎回



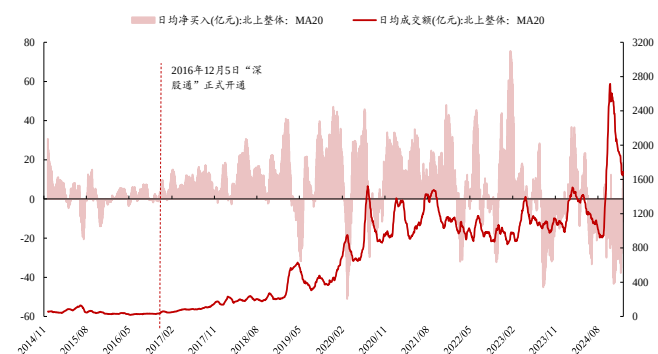
资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至2024Q4。

图10：2022年下半年以来，主动偏股基金负债端滚动8期加权收益率持续处于负区间，2024Q3以来明显收窄



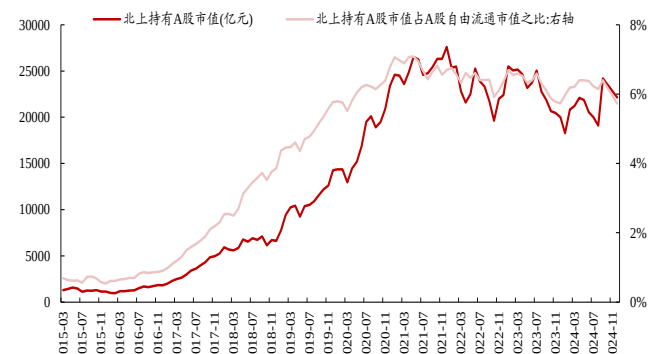
资料来源：wind，民生证券研究院。注：1、收益率为基民的资金加权收益率，滚动期数设定为8个季度，该收益率为季度收益率，度量过去8个季度基民的平均收益率水平。3、由于资金加权收益率为季度平均收益率，考虑到平均持有期，整体抬升2%实际需要单个季度8%以上的涨幅。2、数据截至2024Q4。

图11：2016年12月以来，北上持续净买入A股的同时，其买卖总额也在持续上升；2022年以来，北上不再持续净买入A股，但其成交额依然维持高位



资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至2025年1月末。

图12：北上持有A股规模、以及占自由流通市值之比的历史高点在2021年



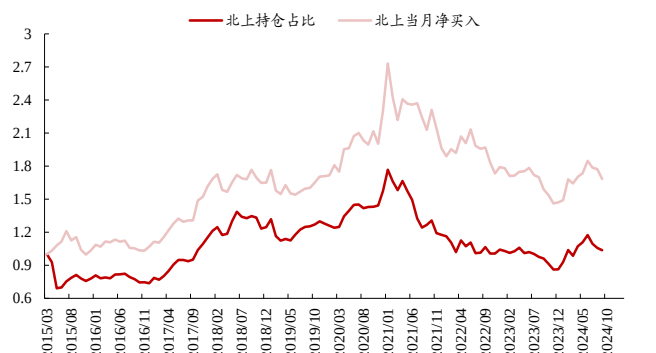
资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至2024年12月末。

图13：2021年1月以来，主动偏股基金持有比例较高的资产开始持续跑输持仓比例较低的资产，2024年4月以来，持有基金阿尔法较高的资产开始明显跑输持有基金阿尔法较低的资产



资料来源：wind，民生证券研究院。注：1、按照主动偏股基金的持仓比例、以及个股持有基金的阿尔法等变量，将全部A股分为10组，计算下一期最高分组和最低分组的收益率之差，并计算净值曲线。2、数据截至2025年1月末。

图14：2021年1月以来，北上持仓占比较高/当月净买入较多的资产往往跑输北上持仓占比较低/当月净买入较少的资产

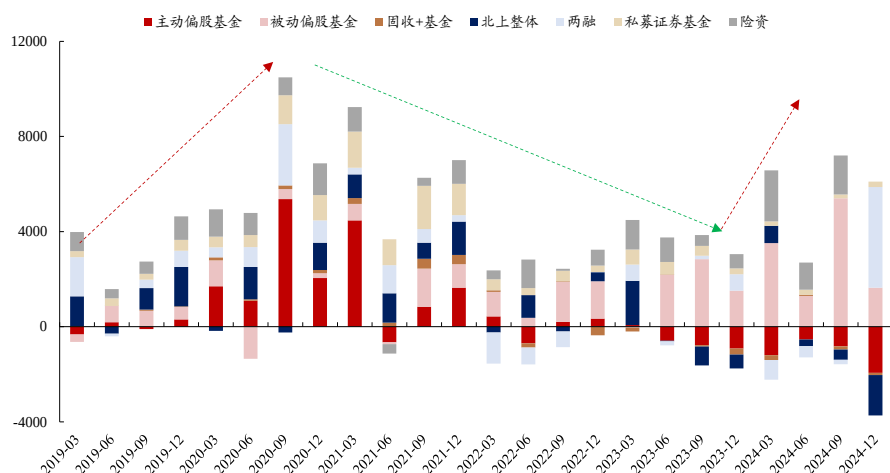


资料来源：wind，民生证券研究院。注：1、按照北上持仓占比、以及北上当月净买入等变量，将全部A股分为10组，计算下一期最高分组和最低分组的收益率之差，并计算净值曲线。2、数据截至2024年9月末。

## 2.2 新势力的崛起：2022年以来，险资+被动成为主要增量，2024Q4以来个人投资者大幅涌入

随之而来的是，2022年以来，险资与被动基金开始成为市场的主要增量资金，其中，自2024年9月24日以来，个人投资者大量涌入A股，两融投资者首度成为市场主要增量资金之一。于是我们从因子角度看到：1) 2022年以来，主动偏股基金与北上资金均更为偏好的盈利/成长因子表现平平；2) 被险资更为偏好的估值因子、盈利波动因子则表现突出，但随着2024年9月24日之后，以两融为代表的个人投资者的涌入，估值因子、盈利波动因子同样也呈现了不同程度的回撤。

图15：2022 年以来，险资与被动基金开始成为市场的主要增量资金；2024Q4 两融首度成为市场的主要增量资金之一（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院。注：险资 2024Q4 数据尚未披露。

图16：2022 年以来，估值因子、盈利波动因子等表现较好，而盈利&成长因子表现一般



资料来源：wind，民生证券研究院。注：1、现金流能力包括：经营活动现金流净额与营收之比、净利润现金含量、全部资产现金回报率、自由现金流增速(TTM、3 年复合等)；2、盈利&成长因子包括：归母净利润增速(TTM 以及 3 年复合)、营收增速(TTM 以及 3 年复合)、资本开支增速(TTM 以及 3 年复合)、ROE(TTM 以及 3 年复合)、ROIC(TTM 以及 3 年复合)、销售净利率、销售毛利率、资产周转率、权益乘数等因子；3、海外收入因子包括：海外收入占比、海内外毛利率之差等；4、盈利波动因子包括：ROE、ROIC、归母净利润增速、营收增速、自由现金流增速的 3 年标准差；5、估值因子包括：市净率、市盈率、市现率、市销率、企业价值倍数、PEG 以及股息率等。

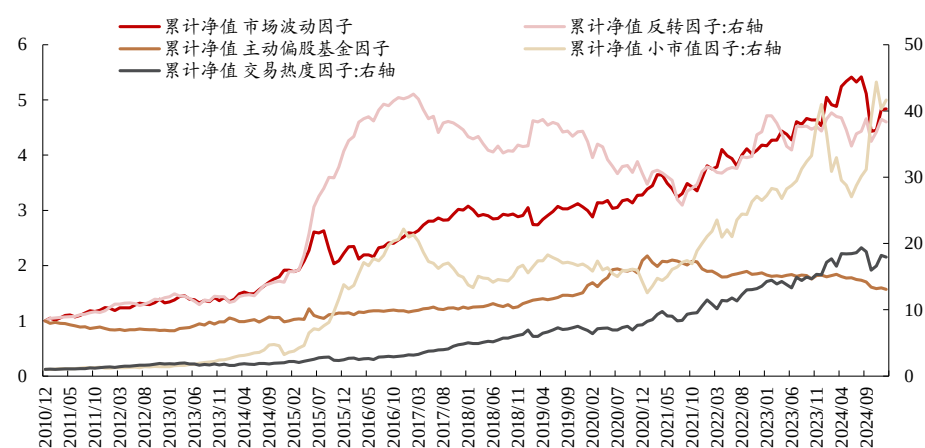
另一方面，随着主动偏股基金与北上资金共振推升核心资产的趋势终结，小市值因子、反转因子在 2021 年之后开始表现突出，值得关注的是，2024 年 9 月 24 日之后的行情依然延续了个股反转+小市值因子占优的特征。实际上，从不同指数的持有者构成与定价特征来看，我们不难发现**个人投资者主导时的部分市场定价特征：反转效应增强，同时盈利/成长因子（ROE、净利润增速等）的失效**，具体来看：

1) 在机构投资者持仓比例相对较高的沪深 300 与中证 500 等指数内部，动量因子、ROE 因子、净利润增速因子在 2019~2021 年表现突出；

2) 在个人投资者持仓比例相对较高的国证 2000 指数内部, 反转因子长期更为有效, 且 ROE 以及净利润增速等因子并不能带来长期显著正回报。

综合来看, 主动偏股基金与北上资金共同主导阶段的落幕, 带来了动量因子与传统盈利/成长因子的阶段失效, 险资与被动基金的崛起则推动了估值因子、盈利波动因子的重估, 而个人投资者的崛起则进一步强化个股反转特征, 并让传统盈利/成长因子的失效, 而估值因子、盈利波动因子也因新的力量涌入短期出现了回撤。这也造就了我们在前文中提到了当前 A 股的两大特征。

图17: 2021 年以来, 主动偏股基金因子表现一般, 而小市值因子、反转因子开始表现突出



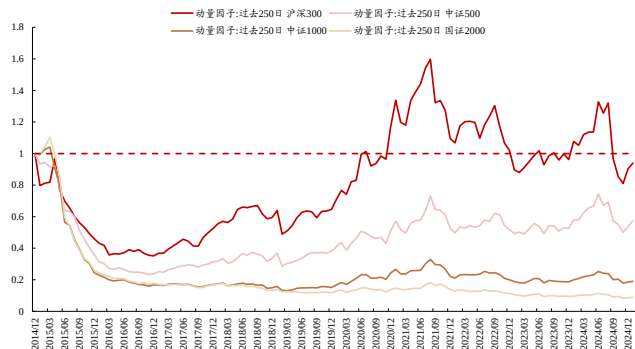
资料来源: wind, 民生证券研究院。注: 1、市场波动因子包括: 10 天、20 天、60 天、250 天维度下的标准差、半方差、偏度等; 2、反转因子: 10 天、20 天、60 天、250 天维度下的反转因子; 3、主动偏股基金因子: 主动偏股基金持仓占比、个股持有基金的阿尔法 (过去一个季度、过去一年) 等; 4、交易热度因子: 月度日均换手率等。

图18: 基于基金中报、上市公司前 10 大等数据统计, 截至 2024H1, 从主要机构参与者构成 (公募、外资、保险等) 比例来看: 沪深 300>中证 500>中证 1000>国证 2000

| A 前持有人结构 (基于基金中报、上市公司前 10 大等, 剔除一般法人): 2024H1 |           |        |       |        |       |           |       |       |       |       |        |          |       |          |
|-----------------------------------------------|-----------|--------|-------|--------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|----------|-------|----------|
| 指数代码                                          | 指数名称      | 公募     | 券商    | 外资     | 保险    | 社保 (包括年金) | 信托    | 财务公司  | 银行    | 私募    | 证金、汇金等 | 非金融类上市公司 | 两融    | 其他 (个人等) |
| 881001.WI                                     | 全A        | 11.05% | 0.15% | 4.75%  | 2.69% | 0.93%     | 0.11% | 0.00% | 0.09% | 0.38% | 7.02%  | 1.42%    | 2.96% | 68.45%   |
| 000300.SH                                     | 沪深300     | 13.78% | 0.13% | 7.41%  | 4.85% | 1.43%     | 0.15% | 0.00% | 0.03% | 0.22% | 14.33% | 1.24%    | 2.45% | 53.99%   |
| 000688.SH                                     | 科创50      | 21.69% | 0.09% | 3.29%  | 0.12% | 0.16%     | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.01% | 0.00%  | 0.50%    | 1.67% | 72.47%   |
| 000510.SH                                     | 中证A500    | 14.25% | 0.11% | 7.06%  | 4.42% | 1.43%     | 0.04% | 0.00% | 0.04% | 0.26% | 12.51% | 0.94%    | 2.83% | 56.12%   |
| 000016.SH                                     | 上证50      | 11.10% | 0.04% | 6.73%  | 8.33% | 2.15%     | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.09% | 27.75% | 0.18%    | 1.76% | 41.86%   |
| 000905.SH                                     | 中证500     | 14.40% | 0.17% | 4.31%  | 0.87% | 0.75%     | 0.15% | 0.00% | 0.20% | 0.38% | 0.24%  | 1.82%    | 4.07% | 72.64%   |
| 399006.SZ                                     | 创业板指      | 18.68% | 0.05% | 7.73%  | 0.28% | 0.32%     | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.10% | 0.13%  | 0.05%    | 2.92% | 69.74%   |
| 000852.SH                                     | 中证1000    | 8.96%  | 0.17% | 2.05%  | 0.90% | 0.54%     | 0.04% | 0.01% | 0.05% | 0.53% | 0.13%  | 1.82%    | 4.22% | 80.57%   |
| 399975.SZ                                     | 证券公司      | 9.49%  | 0.50% | 3.08%  | 0.07% | 0.88%     | 1.72% | 0.00% | 0.03% | 0.02% | 10.79% | 4.51%    | 5.87% | 63.03%   |
| 980017.CNI                                    | 国证芯片(CNI) | 25.86% | 0.06% | 5.80%  | 0.05% | 0.04%     | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.02% | 0.00%  | 0.58%    | 3.19% | 64.39%   |
| 399673.SZ                                     | 创业板50     | 20.72% | 0.04% | 9.80%  | 0.14% | 0.20%     | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.09% | 0.13%  | 0.01%    | 3.30% | 65.56%   |
| 930050.CSI                                    | 中证A50     | 16.48% | 0.10% | 12.17% | 1.69% | 0.28%     | 0.00% | 0.00% | 0.08% | 0.37% | 4.62%  | 0.14%    | 2.95% | 61.12%   |
| 931643.CSI                                    | 科创创业50    | 23.76% | 0.09% | 9.19%  | 0.11% | 0.22%     | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.04% | 0.03%  | 0.17%    | 1.92% | 64.48%   |
| 399989.SZ                                     | 中证医疗      | 22.93% | 0.09% | 7.25%  | 0.18% | 0.36%     | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.15% | 0.08%  | 0.20%    | 2.91% | 65.86%   |
| 000685.SH                                     | 科创板50     | 23.72% | 0.06% | 2.40%  | 0.20% | 0.10%     | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.03% | 0.00%  | 0.66%    | 1.89% | 70.94%   |
| 000698.SH                                     | 科创100     | 14.40% | 0.15% | 1.44%  | 0.28% | 0.28%     | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.27% | 0.00%  | 1.56%    | 2.37% | 79.24%   |
| h30184.CSI                                    | 中证全指半导体   | 21.33% | 0.09% | 4.24%  | 0.17% | 0.11%     | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.12% | 0.00%  | 0.42%    | 2.89% | 70.62%   |
| 000913.SH                                     | 300医药     | 21.75% | 0.17% | 8.44%  | 0.08% | 0.44%     | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.36% | 1.40%  | 0.00%    | 3.40% | 63.95%   |
| 000010.SH                                     | 上证180     | 12.45% | 0.15% | 6.67%  | 6.34% | 1.96%     | 0.09% | 0.00% | 0.00% | 0.14% | 20.83% | 0.49%    | 2.34% | 48.56%   |
| 000015.SH                                     | 红利指数      | 6.26%  | 0.10% | 3.62%  | 1.23% | 5.02%     | 0.03% | 0.00% | 0.11% | 0.10% | 59.76% | 0.66%    | 0.73% | 22.36%   |
| 932000.CSI                                    | 中证2000    | 3.40%  | 0.16% | 0.63%  | 0.23% | 0.23%     | 0.02% | 0.00% | 0.06% | 0.65% | 0.06%  | 0.95%    | 2.71% | 90.89%   |
| 399303.SZ                                     | 国证2000    | 6.82%  | 0.17% | 1.45%  | 0.60% | 0.42%     | 0.02% | 0.00% | 0.06% | 0.58% | 0.11%  | 1.36%    | 3.62% | 84.79%   |

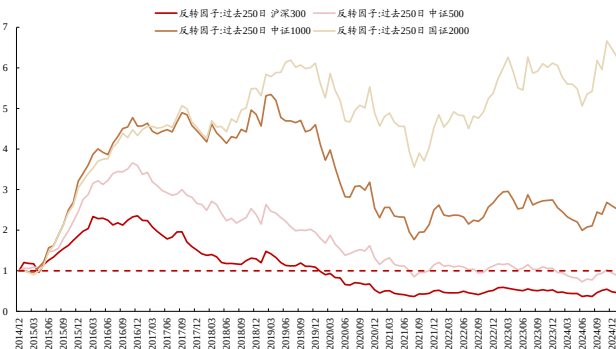
资料来源: wind, 民生证券研究院

图19：从历史上看，沪深 300 等指数的动量效应强于其他宽基指数



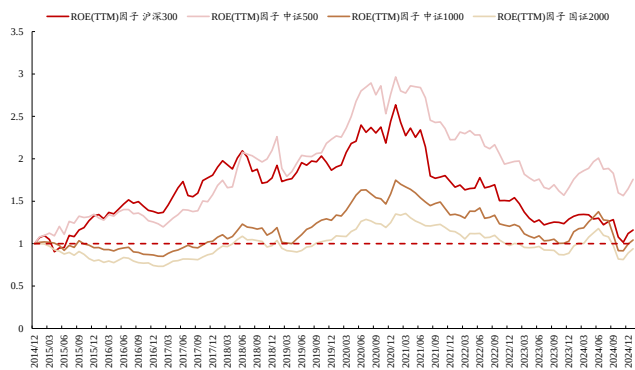
资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至 2025 年 1 月末。

图20：从历史上看，国证 2000 等指数的反转效应强于其他宽基指数



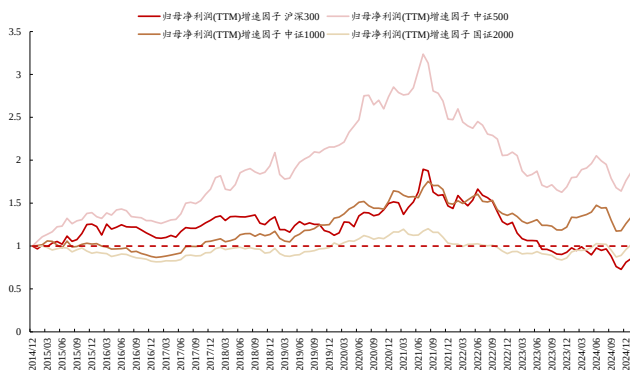
资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至 2025 年 1 月末。

图21：从指数内部来看，国证 2000 内部的 ROE 因子并未呈现明显的超额回报



资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至 2025 年 1 月末。

图22：从指数内部来看，国证 2000 内部的净利润增速因子同样并未呈现明显的超额回报

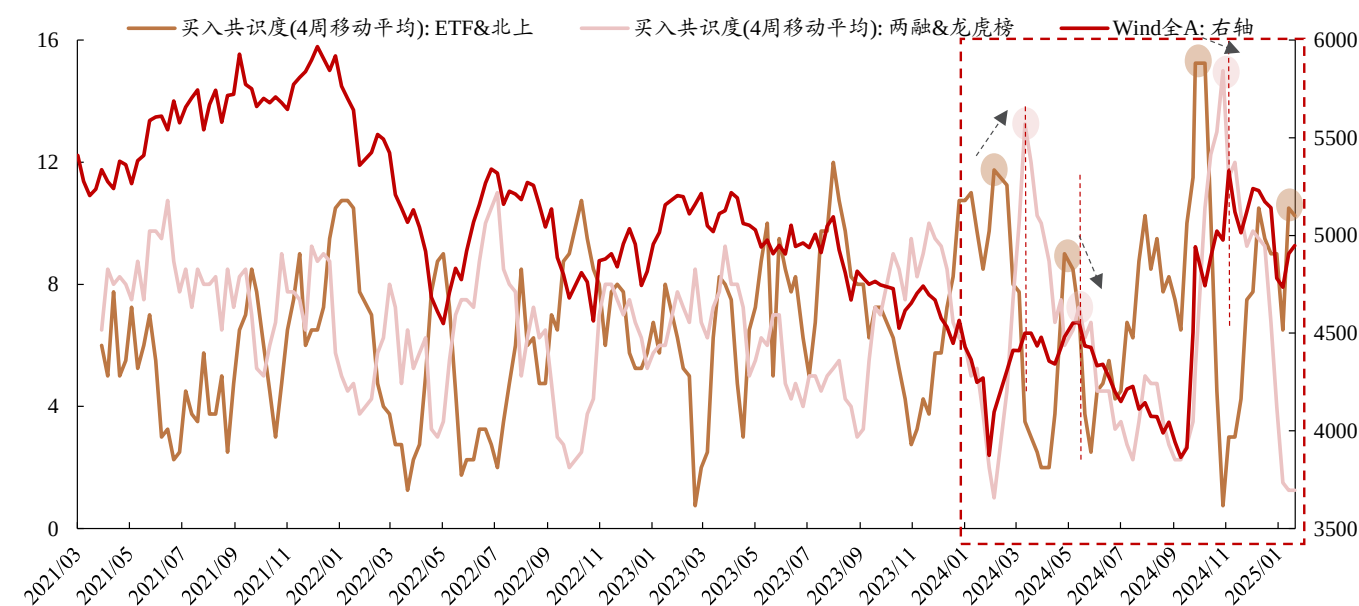


资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至 2025 年 1 月末。

### 3 短期市场状态的刻画：当前投资者的短周期行为及影响

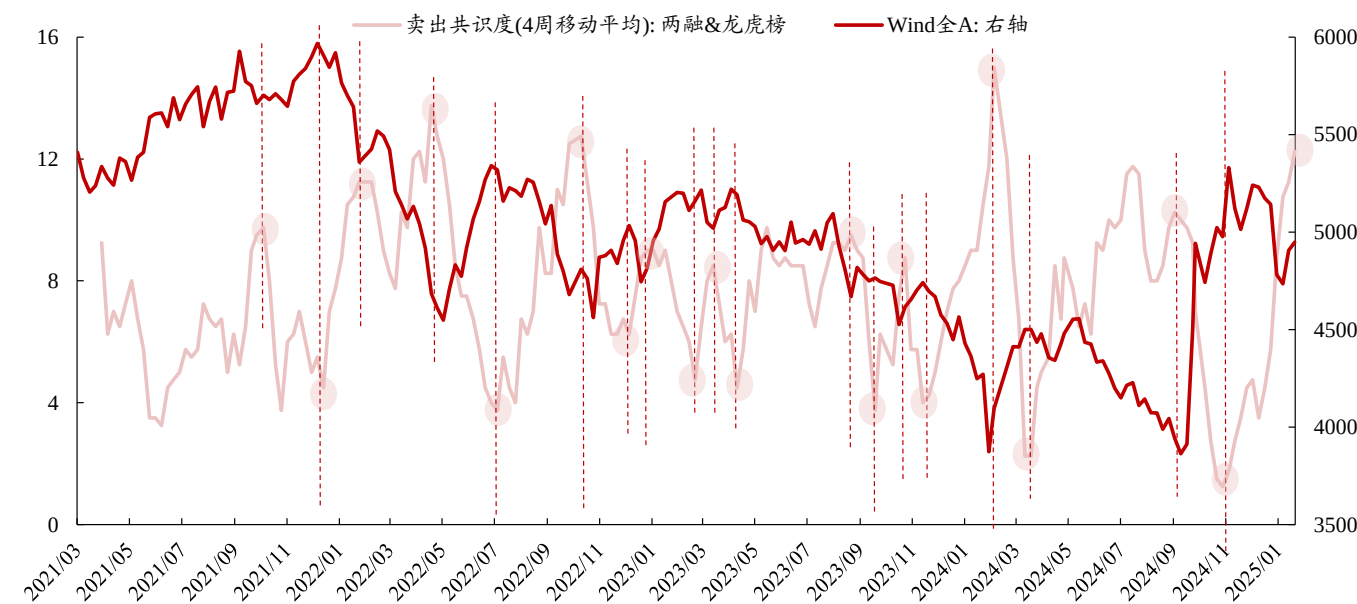
随着主动偏股基金面临高仓位与负债端扰动约束，市场的短期定价模式也在发生转变，2024 年以来，不同参与者的定价顺序呈现了一定的周期性规律：在新催化的驱动下，往往是北上+ETF 率先共同买入，随后是以两融&龙虎榜为代表的个人投资者共同买入且共同买入的高点往往也对应市场高点，相应地，市场的阶段低点往往对应着两融&龙虎榜为代表的个人投资者共同卖出行业的高点。即北上&ETF 的买卖共识度、以及两融&龙虎榜的买卖共识度可以作为当下市场短期状态的整体刻画。对于当下而言，考虑到节前两融的季节性平仓带来两融&龙虎榜买入共识度回落，节后两融的回补将是两融&龙虎榜共识度回升的重要驱动。

**图23：2024 年以来，每一轮市场行情往往是北上+ETF 率先共同买入，随后是以两融&龙虎榜为代表的个人投资者共同买入，且共同买入的高点往往也对应市场高点**



资料来源：wind，民生证券研究院。注：1、ETF&北上的买入共识度指的是：北上与ETF 共同买入行业的数量，其中，ETF 分行业净买入额是依据单一ETF 净买入额与ETF 跟踪指数的行业权重计算汇总所得，北上是否净买入该行业基于北上持仓3000万股以下的北上净买卖情况与前十大活跃股的买卖总额占比综合判断；2、两融&龙虎榜的买入共识度指的是，两融净买入且龙虎榜交易活跃度提升的板块数量。

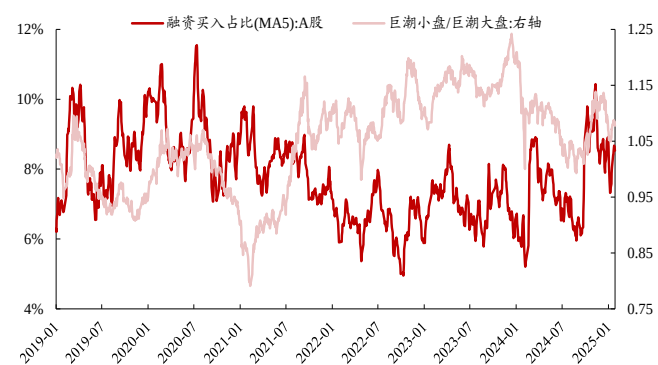
图24：从历史上看，市场的阶段低点往往对应着两融&龙虎榜为代表的个人投资者共同卖出行业的高点，阶段高点则往往对应两融&龙虎榜为代表的个人投资者共同卖出行业的低点



资料来源：wind，民生证券研究院。注：1、ETF&北上的卖出共识度指的是：北上与ETF共同卖出行业的数量，其中，ETF分行业净卖出额是依据单一ETF净买入额与ETF跟踪指数的行业权重计算汇总所得，北上是否净卖出该行业基于北上持仓3000万股以下的北上净买卖情况与前十大活跃股的买卖总额占比综合判断；2、两融&龙虎榜的买入共识度指的是，两融净卖出且龙虎榜交易活跃度回落的板块数量。

考虑到两融与龙虎榜的配置偏好（市值、行业等）具有相似性，我们以融资买入占比作为个人投资者活跃度的度量发现：2024年以来，融资买入占比与小盘相对于大盘的表现、或者成长相对于价值的表现存在明显的正相关性。即在当前的交易模式下，在个人投资者活跃度的回升期，小盘成长往往表现更好，反之则往往是大盘价值表现更好。考虑到节后两融的季节性回补持仓行为，春节后小盘/成长阶段占优的驱动或源于此，但要关注其拐点。

图25：2024年以来，融资买入占比与小盘相对于大盘的表现存在明显的正相关性



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：2024年以来，融资买入占比与成长相对于价值的表现存在明显的正相关性

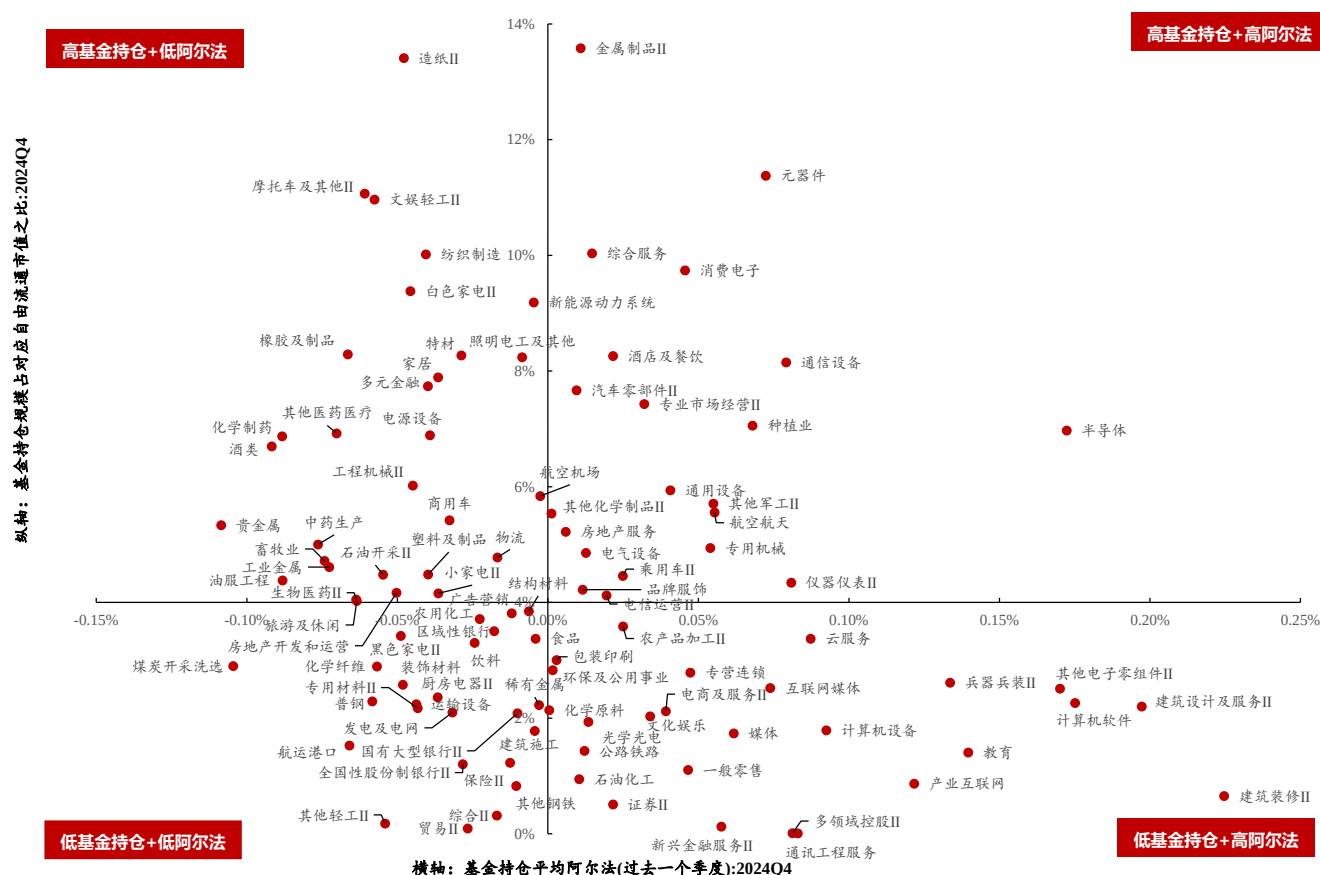


资料来源：wind，民生证券研究院

回到主动偏股基金本身来看，结合我们在前面的结论，主动偏股基金持仓比例较高、过去一个季度持仓基金阿尔法水平较高的行业可能在未来表现不佳。我们基

于此进行了筛选：**金属制品、元器件、消费电子、通信设备、半导体**等行业同时满足高基金持仓比例+高阿尔法，上述板块可能在交易层面面临短期扰动，相应地，**煤炭、银行、钢铁、化纤、港口、发电及电网**等板块同时满足低基金持仓比例+低阿尔法。

图27：截至 2024Q4，不同中信二级行业主动偏股基金持有市值占自由流通市值之比 vs 持有基金的阿尔法



资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 更长维度的演绎：险资+ETF 的合作模式，与主动基金的寻回定价权之路

随着《推动中长期资金入市工作的实施方案》以及《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》的落地，**未来保险+ETF 新模式更值得期待**：一方面，《推动中长期资金入市工作的实施方案》明确公募基金持有 A 股流通市值未来三年每年至少增长 10%，力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股，而《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》要求全面做优做强核心宽基 ETF，并推出更多红利、低波、价值、成长等策略 ETF；另一方面，从因子暴露来看，红利、低波、价值等领域恰好符合险资的持仓偏好。这意味着在政策的引导下，未来可能进一步强化险资通过 ETF 进入 A 股的路径，这可能是未来更有资金动量的领域。

结合我们此前在《2024Q4 基金持仓深度分析：消失的定价权》中的讨论，类似于 2016 年至 2021 年时期的主动偏股基金与北上，**当下主动偏股基金依然可能通过向险资与被动基金的共识领域靠拢以重新获取定价权，而当下随着新政策的落地，这种路径的实现可能性在进一步强化**。主动偏股基金与险资、被动基金之间的持仓差异是否明显收敛，以及分析师研究分布是否更向险资+ETF 的领域持仓靠拢将是这一过程的重要发展路标。而在这种路径实现的途中，市场的定价模式或将迎来新的破局时刻：个股/行业动量的回归与部分财务因子的重估。

图28：截至 2024Q3，主动偏股基金与险资、被动偏股基金在因子暴露上的差异仍较大

| 指标             | 主动偏股基金 | 被动偏股基金 | 固收+基金 | 私募基金 | 险资   | 北上   | 全A   | 两融   |
|----------------|--------|--------|-------|------|------|------|------|------|
| 市盈率            | 0.40   | 0.40   | 0.31  | 0.37 | 0.14 | 0.33 | 0.39 | 0.44 |
| 市净率            | 0.67   | 0.57   | 0.58  | 0.53 | 0.23 | 0.61 | 0.54 | 0.49 |
| 市现率            | 0.44   | 0.43   | 0.35  | 0.39 | 0.16 | 0.36 | 0.41 | 0.43 |
| 股息率            | 0.62   | 0.64   | 0.69  | 0.62 | 0.86 | 0.73 | 0.60 | 0.55 |
| PEG            | 0.52   | 0.56   | 0.52  | 0.55 | 0.64 | 0.57 | 0.55 | 0.53 |
| 市值             | 0.88   | 0.93   | 0.90  | 0.85 | 0.95 | 0.95 | 0.84 | 0.83 |
| ROE            | 0.77   | 0.71   | 0.79  | 0.67 | 0.74 | 0.82 | 0.67 | 0.59 |
| ROE-3年复合       | 0.76   | 0.73   | 0.78  | 0.66 | 0.73 | 0.81 | 0.67 | 0.61 |
| ROE-3年标准差      | 0.44   | 0.42   | 0.41  | 0.41 | 0.25 | 0.38 | 0.43 | 0.45 |
| 销售毛利率          | 0.59   | 0.52   | 0.53  | 0.52 | 0.25 | 0.53 | 0.48 | 0.46 |
| 销售净利率          | 0.67   | 0.57   | 0.58  | 0.53 | 0.26 | 0.62 | 0.54 | 0.49 |
| 资产周转率          | 0.59   | 0.45   | 0.58  | 0.50 | 0.22 | 0.55 | 0.49 | 0.47 |
| 权益乘数           | 0.55   | 0.60   | 0.60  | 0.60 | 0.84 | 0.63 | 0.60 | 0.60 |
| 营收增速-TTM       | 0.61   | 0.52   | 0.57  | 0.53 | 0.41 | 0.57 | 0.52 | 0.49 |
| 营收增速-3年复合      | 0.67   | 0.57   | 0.58  | 0.53 | 0.24 | 0.61 | 0.54 | 0.49 |
| 营收增速-3年标准差     | 0.46   | 0.46   | 0.43  | 0.41 | 0.28 | 0.39 | 0.44 | 0.47 |
| 归母净利润增速-TTM    | 0.60   | 0.54   | 0.60  | 0.56 | 0.54 | 0.60 | 0.55 | 0.52 |
| 归母净利润-3年复合     | 0.68   | 0.61   | 0.67  | 0.60 | 0.58 | 0.67 | 0.59 | 0.54 |
| 归母净利润-3年标准差    | 0.37   | 0.34   | 0.34  | 0.37 | 0.17 | 0.28 | 0.38 | 0.43 |
| 资本开支增速-TTM     | 0.52   | 0.49   | 0.51  | 0.51 | 0.53 | 0.49 | 0.50 | 0.50 |
| 资本开支增速-3年复合    | 0.58   | 0.56   | 0.55  | 0.53 | 0.54 | 0.55 | 0.54 | 0.54 |
| 资本开支增速-3年标准差   | 0.39   | 0.40   | 0.35  | 0.39 | 0.41 | 0.35 | 0.41 | 0.43 |
| 自由现金流增速-TTM    | 0.54   | 0.53   | 0.54  | 0.52 | 0.49 | 0.54 | 0.53 | 0.53 |
| 自由现金流-3年复合     | 0.57   | 0.57   | 0.59  | 0.55 | 0.56 | 0.58 | 0.55 | 0.54 |
| 自由现金流-3年标准差    | 0.50   | 0.50   | 0.50  | 0.46 | 0.45 | 0.48 | 0.49 | 0.50 |
| 现金分红比例         | 0.19   | 0.24   | 0.25  | 0.24 | 0.44 | 0.27 | 0.22 | 0.20 |
| 现金分红比例-过去3年    | 0.57   | 0.57   | 0.60  | 0.57 | 0.60 | 0.64 | 0.55 | 0.53 |
| 现金分红比例-过去3年标准差 | 0.48   | 0.45   | 0.48  | 0.48 | 0.40 | 0.48 | 0.46 | 0.46 |

资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至 2024Q3。

图29：部分有 ETF 跟踪的指数的股息率(TTM)截面分位数 vs 过去 3 年现金分红比例截面分位数

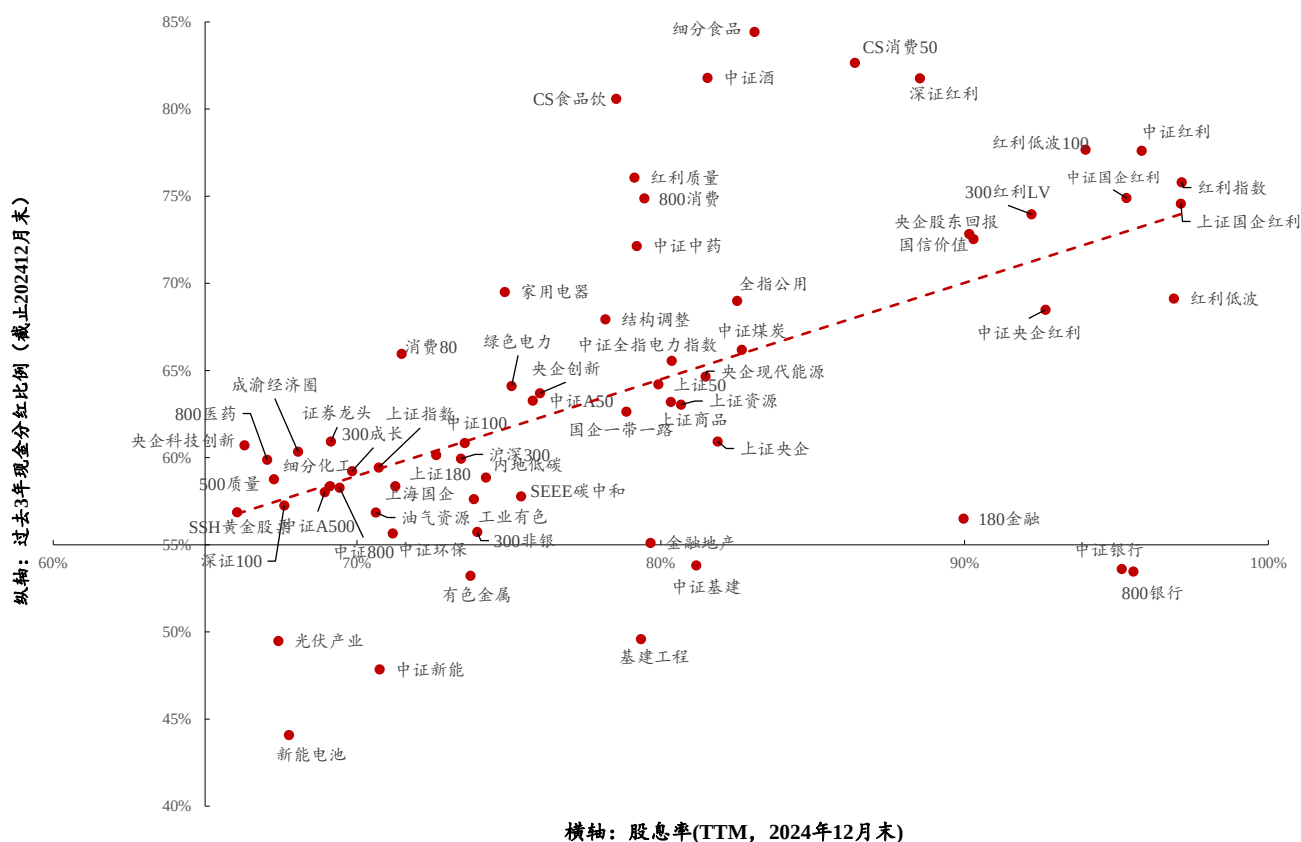
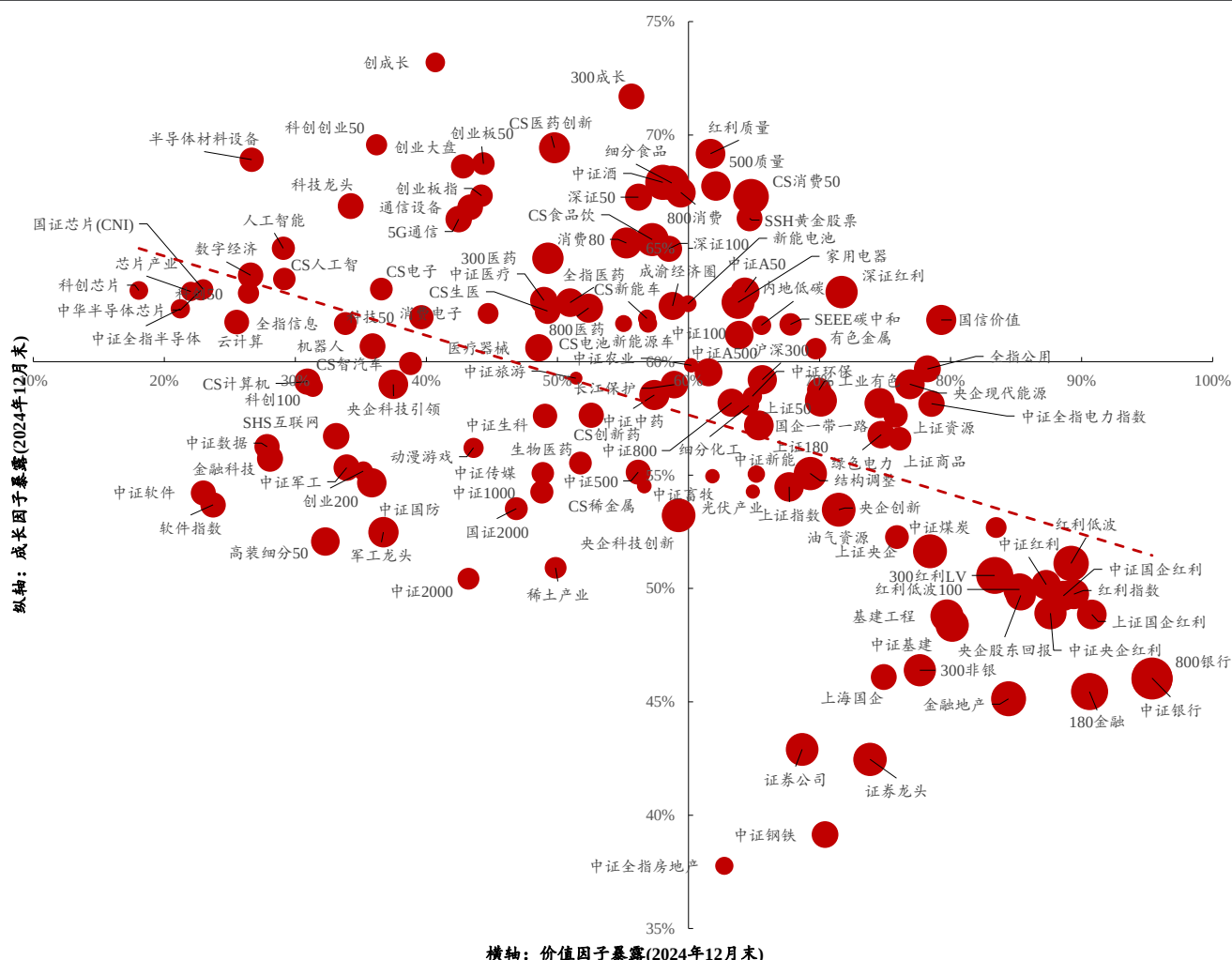


图30：部分有 ETF 跟踪的指数的成长因子暴露 vs 价值因子暴露



资料来源：wind，民生证券研究院。注：1、指数特征的刻画指标：1) 红利：股息率、过去3年的现金分红比例；2) 盈利低波：过去3年ROE的标准差、过去3年营收增速的标准差、以及过去3年净利润增速的标准差；3) 价值：1/市盈率、1/市净率、1/市现率、以及股息率；4) 成长：ROE(TTM 以及过去3年)、营收增速(TTM 以及过去3年)、净利润增速(TTM 以及过去3年)。2、数据均处理为越大越好。3、此处仅选取了ETF跟踪规模在1亿元以上且股息率排名在前50%的指数。4、圆圈大小代表盈利低波。

## 5 风险提示

**测算误差：**数值模型是对历史的拟合，拟合本身存在误差，另外，统计样本本身也可能造成测算结果的误差。

## 插图目录

|                                                                                                                                 |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 2024 年以来, 热门指数行情的持续时间明显回落, 当前显著低于 2020 年                                                                                   | 3  |
| 图 2: 2024 年以来, 热门指数行情的日均上涨幅度震荡上升, 当前明显高于 2020 年                                                                                 | 4  |
| 图 3: 以中信三级行业为底层资产来看, 2023 年下半年以来, 无论以 1 个月、还是 3 个月视角来看, 反转因子持续获得正收益                                                             | 4  |
| 图 4: 以全部 A 股为底层资产来看, 2023 年下半年以来, 无论以 1 个月、还是 3 个月视角来看, 反转因子持续获得正收益                                                             | 4  |
| 图 5: 从相关系数来看, 2019Q4 以来随着市场的上涨, 行业与个股层面主要体现动量效应, 而下跌时则反转效应更明显; 2023 年以来, 这种相关性开始变得不稳定, 而自 2024Q4 以来, 市场上涨时, 个股层面与行业层面的反转效应反而更明显 | 5  |
| 图 6: 2023 年以来, 无论以 Wind 热门指数、还是有 ETF 跟踪的指数作为底层资产, 均呈现了一定的动量效应                                                                   | 5  |
| 图 7: 从相关系数来看, 2019 年以来, 市场上涨时, 指数层面往往呈现动量效应                                                                                     | 6  |
| 图 8: 从全部 A 股视角看, 盈利/成长相关的因子表现与反转因子表现呈现负相关关系                                                                                     | 6  |
| 图 9: 截至 2024Q4, 主动偏股基金仓位处于历史高位, 其负债端遭遇了连续净赎回                                                                                    | 7  |
| 图 10: 2022 年下半年以来, 主动偏股基金负债端滚动 8 期加权收益率持续处于负区间, 2024Q3 以来明显收窄                                                                   | 7  |
| 图 11: 2016 年 12 月以来, 北上持续净买入 A 股的同时, 其买卖总额也在持续上升; 2022 年以来, 北上不再持续净买入 A 股, 但其成交额依然维持高位                                          | 8  |
| 图 12: 北上持有 A 股规模、以及占自由流通市值之比的历史高点在 2021 年                                                                                       | 8  |
| 图 13: 2021 年 1 月以来, 主动偏股基金持有比例较高的资产开始持续跑输持仓比例较低的资产, 2024 年 4 月以来, 持有基金阿尔法较高的资产开始明显跑输持有基金阿尔法较低的资产                                | 8  |
| 图 14: 2021 年 1 月以来, 北上持仓占比较高/当月净买入较多的资产往往跑输北上持仓占比较低/当月净买入较少的资产                                                                  | 8  |
| 图 15: 2022 年以来, 险资与被动基金开始成为市场的主要增量资金; 2024Q4 两融首度成为市场的主要增量资金之一 (单位: 亿元)                                                         | 9  |
| 图 16: 2022 年以来, 估值因子、盈利波动因子等表现较好, 而盈利&成长因子表现一般                                                                                  | 9  |
| 图 17: 2021 年以来, 主动偏股基金因子表现一般, 而小市值因子、反转因子开始表现突出                                                                                 | 10 |
| 图 18: 基于基金中报、上市公司前 10 大等数据统计, 截至 2024H1, 从主要机构参与者构成 (公募、外资、保险等) 比例来看: 沪深 300>中证 500>中证 1000>国证 2000                             | 10 |
| 图 19: 从历史上看, 沪深 300 等指数的动量效应强于其他宽基指数                                                                                            | 11 |
| 图 20: 从历史上看, 国证 2000 等指数的反转效应强于其他宽基指数                                                                                           | 11 |
| 图 21: 从指数内部来看, 国证 2000 内部的 ROE 因子并未呈现明显的超额回报                                                                                    | 11 |
| 图 22: 从指数内部来看, 国证 2000 内部的净利润增速因子同样并未呈现明显的超额回报                                                                                  | 11 |
| 图 23: 2024 年以来, 每一轮市场行情往往是北上+ETF 率先共同买入, 随后是以两融&龙虎榜为代表的个人投资者共同买入, 且共同买入的高点往往也对应市场高点                                             | 12 |
| 图 24: 从历史上看, 市场的阶段低点往往对应着两融&龙虎榜为代表的个人投资者共同卖出行业的高点, 阶段高点则往往对应两融&龙虎榜为代表的个人投资者共同卖出行业的低点                                            | 13 |
| 图 25: 2024 年以来, 融资买入占比与小盘相对于大盘的表现存在明显的正相关性                                                                                      | 13 |
| 图 26: 2024 年以来, 融资买入占比与成长相对于价值的表现存在明显的正相关性                                                                                      | 13 |
| 图 27: 截至 2024Q4, 不同中信二级行业主动偏股基金持有市值占自由流通市值之比 vs 持有基金的阿尔法                                                                        | 14 |
| 图 28: 截至 2024Q3, 主动偏股基金与险资、被动偏股基金在因子暴露上的差异仍较大                                                                                   | 15 |
| 图 29: 部分有 ETF 跟踪的指数的股息率(TTM)截面分位数 vs 过去 3 年现金分红比例截面分位数                                                                          | 16 |
| 图 30: 部分有 ETF 跟踪的指数的成长因子暴露 vs 价值因子暴露                                                                                            | 17 |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048