

张馨元 SAC No. S0570517080005
研究员 SFC No. BPW712
021-28972069
zhangxinyuan@htsc.com

钱海 SAC No. S0570518060002
研究员 021-28972096
qianhai@htsc.com

胡健 SAC No. S0570520090005
研究员 021-28972096
hujian013575@htsc.com

相关研究

- 1 《策略：从指数风格视角看择时选“指”策略》
2020.09
- 2 《策略：粮食安全：PPI 回升期的对冲配置》
2020.08
- 3 《策略：美国大选的 4 种结局与配置思考》
2020.08

Q4 风格“季节性”的资金行为解构 市场交易主力资金系列

核心观点：四季度公募机构调仓行为对行业配置具有较显著影响

A 股在四季度尤其是 11 至 12 月的行情，具有一定的季节性和可预测性：一方面，三季报披露完毕后，11 月至来年 1 月市场处于财报空窗期；另一方面，公募基金处于年底考核和新年布局的重合期，排名博弈、收益落袋、布局来年的资金需求相对特定。复盘 2010-2019 年，Q4 上证综指上涨概率高于前三季；分三个维度看结构，低估值、价值股、金融股通常表现较强。随着公募基金定价权的提升，其 Q4 的调仓行为对行业轮动的影响显著，但中长期来看，随着基金体量的扩大，左侧布局的必要性提升，我们认为这一季节性将逐步抚平。今年 11-12 月，我们预计价值风格或强化。

行情复盘：Q4 行情有一定季节性，低估值板块取得相对收益概率高

复盘 2010-2019 年历史数据，从宽基指数维度，Q4 主要指数上涨概率高于前三季度，其中沪市（上证综指表征）上涨概率高于深市（创业板指表征）、大盘龙头（沪市 300 表征）上涨概率高于中小盘（中证 500 表征）。从风格维度，呈现出“Q1 成长→Q2 消费→Q3 成长→Q4 金融/周期”的季度性风格切换效应，Q4 金融和周期的风格相对较明显。从行业维度，Q4 家电、非银金融、银行、建材以及建筑等行业录得绝对收益、超额收益（相对万得全 A）的概率均较高（均在 60% 及以上）。总体来看，Q4 的市场结构特征以低估值、价值股、金融股表现较强为主。

资金复盘：Q4 杠杆资金/险资是主要增量资金，2020 公募定价权相对提升

2010-2019 年 Q4 的指数平均表现：金融>周期>消费>成长，拆解四类风格在 Q4 的股价驱动力：1) 金融和周期主要是估值驱动，其中周期是估值驱动、盈利负贡献；2) 消费和成长则均是盈利驱动、估值均为负贡献。对比三季度，四季度金融和周期通常呈现提估值的现象，而消费、成长板块则呈现业绩消化估值的现象。提估值的背后是资金面的驱动，根据我们测算，杠杆资金、险资通常是 Q4 增量资金的主要来源，而险资偏好低估值蓝筹、两融余额占比较高的板块为金融。此外，2020 年公募新发基金是 A 股增量资金的绝对主力，预计 2020Q4 公募定价权进一步提高。

机构行为：公募机构三种交易博弈行为，分别对应三种策略和风格

复盘 2010-2019 年历史数据，公募机构四季度的调仓行为与前三季度 A 股市场的表现具有负相关性，即前三季度股指走跌，公募机构大概率会选择加仓（博收益）；反之前三季度股指涨幅较大时，公募机构则四季度进行减仓的概率较大（保收益）。同时公募机构的行为或对行业风格产生较显著的影响，我们总结 Q4 行业轮换效应大致呈现以下三种情形：1) 排名博弈，对应配置估值较低、弹性较好的“期权”品种；2) 收益落袋，对应减仓年内涨幅较高的板块，转向估值相对较低的“稳定”品种；3) 布局来年，对应配置符合来年产业景气向上的“动量”品种。

展望 11-12 月：公募调仓行为影响或加大，预计价值风格将强化

从市场整体来看，前三季度大类指数均录得较可观的绝对收益，公募基金整体业绩表现良好；从市场结构来看，前三季度市场呈现出高度分化的行情，消费、医药及部分制造和科技龙头表现较好，而大部分个股表现相对较差；从增量资金来看，前三季度受疫情冲击、中美关系、美国大选等多重因素影响，今年较活跃的北上资金 Q3 以来波动显著加大，预计 Q4 随着美国大选等事件落地，北向波动或回归常态。2020 年公募资金是 A 股增量资金的绝对主力，定价权进一步提升，我们预计 Q4 公募的调仓行为对行业轮动的影响或进一步加大，对应价值风格或将强化。

风险提示：基于历史数据统计的结果可能与未来的实际情况产生偏差；超预期的增量资金因素加剧市场波动；通胀超预期导致流动性收紧风险；中美关系、美国大选等不确定性因素导致的系统性风险。

正文目录

引言：为什么四季度往往会发生估值切换/风格切换？	4
复盘：四季度行情特点及其背后的增量资金	5
2010-2019 年四季度与前三季度的行情差异	5
宽基指数：四季度股市或存在切换效应，机构考核、政策等因素影响市场	5
行业指数：四季度金融和周期风格、非银和家电等行业领跑	6
增量资金：Q4>Q1>Q2>Q3，险资、杠杆资金是四季度增量资金主要来源	9
小结：增量资金+切换效应共同作用下的四季度行情	11
四季度公募机构行为及其逻辑	13
从基金季报看四季度公募机构的调仓特点	13
总体维度：主动偏股型公募基金加减仓与切换效应相关性较为明显	13
行业维度：银行、电新、家电、保险等是主动偏股基金 Q4 可能布局方向	13
小结：公募基金配置三大动机下的四季度调仓行为	17
2020 年四季度机构行为推演	18
2020 年前三季度，主要指数、行业收益率及增量资金流入情况	18
2020 年四季度机构调仓动机或为“保收益”	20
研究结论总结	20
风险提示	21

图表目录

图表 1: 四季度机构行为逻辑与行业轮动效应研究框架	4
图表 2: 2010 年-2019 年, 主要指数四季度与前三季度收益率对比表 (单位: %)	5
图表 3: 2014Q4、2017Q4 中小盘切向大盘蓝筹龙头比较显著	5
图表 4: 2014Q4 高估值切向低估值, 2017Q4 低估值风格强化	6
图表 5: 2010-2019 各季度风格切换效应显著, 四季度由金融、周期风格领跑	6
图表 6: 2010-2019 农林牧渔、非银、家电、石油石化等 Q4 录得绝对收益概率较高 ...	7
图表 7: 2010-2019 家电、非银、建材、银行等 Q4 录得超额收益 (相对万得全 A) 概率较高	8
图表 8: 2010-2019 细分行业中, 保险、白色家电、石油化工、股份制银行等 Q4 上涨概率较高	9
图表 9: 2010-2019 白电、汽零、工程机械、证券等 Q4 实现超额收益 (相对万得全 A) 概率较高	9
图表 10: 2010 年以来新成立偏股型基金发行增量规模	10
图表 11: 2015 年以来北向资金增量规模	10
图表 12: 2013 年以来保险资金增量规模	10
图表 13: 2012 年以来融资余额增量规模	10
图表 14: 2015 年以来新增散户投资者规模	10
图表 15: 2010 年以来 A 股总成交额变化趋势	10
图表 16: 2010-2019 年, 主要增量资金季节性变动规律	11
图表 17: 2010-2019 年四季度, 四类市场风格股价表现拆解	11
图表 18: 增量资金与市场风格研究框架	12
图表 19: 主动偏股型公募基金加仓与切换效应相关性较为明显	13
图表 20: Q4 公募重点加仓房地产、电新、家电等, 减仓轻工、煤炭 (单位: pct) ...	14
图表 21: 细分行业中, Q4 公募重点加仓房地产、油服工程, 减仓云服务、林业等板块 (单位: pct)	15
图表 22: 公募机构四季度超配房地产、家电、化工、机械等板块, 低配食品饮料和商贸零售 (单位: pct)	16
图表 23: 细分行业中, 公募 Q4 超配贸易、油服, 低配云服务和家居 (单位: pct) ..	17
图表 24: 2020 年前三季度主要指数表现	18
图表 25: 2020 年前三季度, 中信一级行业收益率	19
图表 26: 2020 年前三季度, 主要增量资金对比	19
图表 27: 2010-2019 年四季度货币环境、信用政策、库存周期、企业盈利的情况梳理	20

引言：为什么四季度往往会发生估值切换/风格切换？

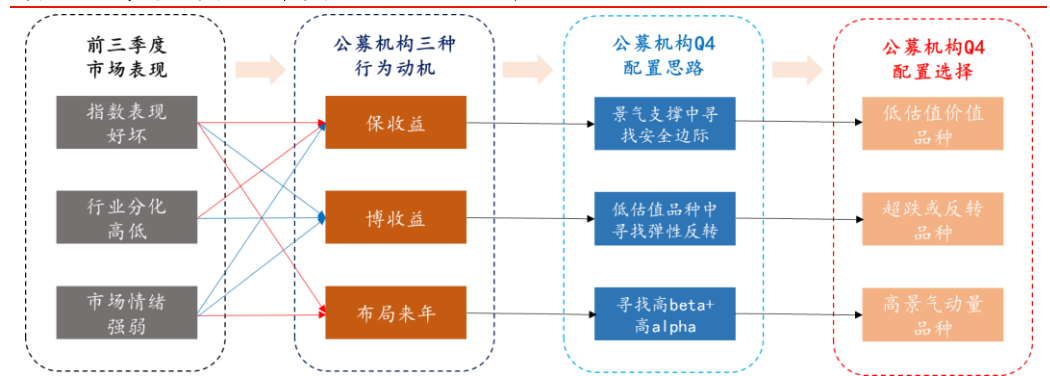
四季度是一年的收官季，尤其在 10 月三季报数据完全披露后，进入 11-12 月，一方面，市场处于经济和财报数据的相对空窗期；另一方面，主要投资机构临近年底考核期而同时又面临新一年的布局准备工作，在这样的背景下，A 股的四季度行情（尤其 11-12 月）往往具备一定的可预测性和季节性。在四季度增量信息的相对空窗期，企业盈利、货币和财政政策等步入平稳阶段（12 月中央经济工作会议定调下一年基调，经济金融数据等超预期和低于预期的概率均比较小），主力资金之间或内部的博弈行为或成为影响市场趋势和主线的关键变量。因此，研究四季度主力资金的行为对于未来两个月的市场大势以及行业配置的重要性凸显。

今年以来，在理财收益率持续维持低位的背景下，公募偏股基金发行成为绝对的增量资金主力，而公募机构的相对收益考核、年度收益率考核等机制使得其配置行为在临近年末时具有一定的可预测性。总结来看，历史统计数据表明，2010 年以来，公募机构的行为对于四季度的行业配置有着较为显著的影响，我们认为不同市场条件下，四季度的公募机构行为背后大致可以分为三种动机：保收益、博排名、布局来年，分别对应不同的配置选择。

本篇报告我们主要研究/回答以下几个问题：

- (1) 复盘历史，四季度指数和行业轮动有什么样的共性（季节性）特征？
- (2) 复盘历史，四季度主力资金配置行为都有什么样的边际变化？作为重要主力资金之一，四季度公募基金在不同条件下其配置行为背后的驱动因素是什么？
- (3) 展望未来，今年公募基金作为绝对增量资金主力背景下，四季度公募机构或采取哪种行为（保收益、博排名、布局来年）？其行为会对当前的指数、行业配置、个股波动产生何种影响？
- (4) 展望未来，公募机构如果发生减仓或调仓行为，哪些品种是高风险品种？哪些品种是避险品种？
- (5) 展望未来，如果公募资金减仓后，其他增量资金（北上资金、保险资金）潜在规模能否作为市场对冲，对大盘指数以及行业配置影响几何？

图表1：四季度机构行为逻辑与行业轮动效应研究框架



注：最左侧红色箭头表示变量正面传导，蓝色箭头表示变量负面传导

资料来源：华泰证券研究所

复盘：四季度行情特点及其背后的增量资金

2010-2019 年四季度与前三季度的行情差异

宽基指数：四季度股市或存在切换效应，机构考核、政策等因素影响市场

历史复盘，四季度股市往往会发生切换效应（收益率由负转正或由正转负），其中 Q4 股市上涨的概率往往高于前三季度，沪市、大盘龙头的上涨概率往往高于深市、中小盘。对比 2010-2019 年各主要指数前三季度与第四季度涨跌幅，发现在过去的 10 年中，其中有 7 年发生切换效应。2010-2019 年，四季度上证指数平均涨幅明显大于创业板指，上证 50 平均涨幅明显高于创业板 50，沪深 300 平均涨幅明显优于中证 500；四季度上涨概率看，上证指数>创业板指，上证 50>创业板 50，沪深 300>中证 500。

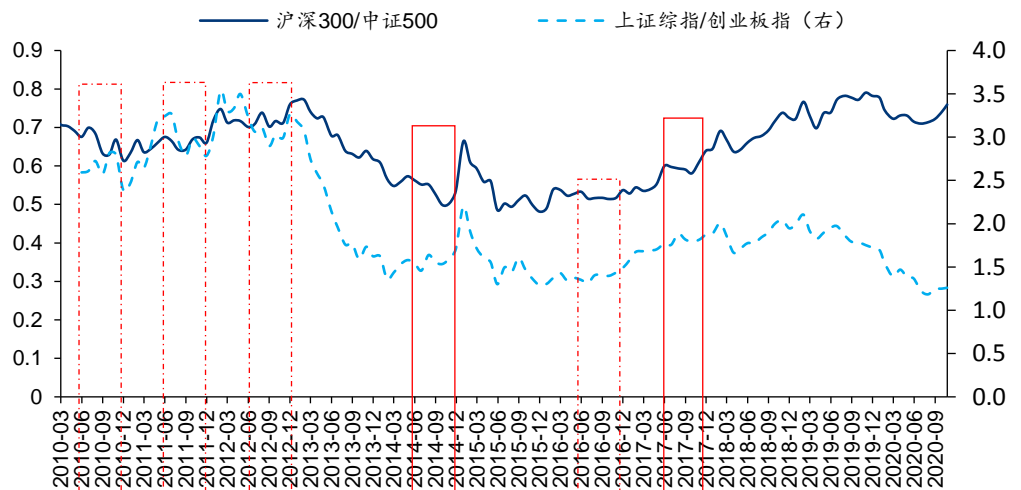
图表2： 2010 年-2019 年，主要指数四季度与前三季度收益率对比表（单位：%）

		上证指数	上证 50	沪深 300	中证 500	创业板指	创业板 50	万得全 A
Q4	平均涨跌幅	5.32	8.83	6.66	1.16	2.18	1.56	5.28
	最大涨幅	36.84	59.39	44.17	24.40	30.32	29.67	31.01
	最大跌幅	-11.61	-12.03	-12.45	-15.30	-11.39	-14.36	-11.70
	上涨概率	60.00	70.00	70.00	50.00	40.00	40.00	60.00
Q3	平均涨跌幅	-0.94	-1.45	-0.78	2.00	0.34	-0.23	0.71
	最大涨幅	15.40	9.26	14.53	27.18	35.21	39.70	22.45
	最大跌幅	-28.63	-25.22	-28.39	-31.24	-27.14	-26.32	-32.92
	上涨概率	50.00	60.00	50.00	50.00	50.00	40.00	50.00
Q2	平均涨跌幅	-4.40	-3.42	-3.62	-4.10	-0.35	-0.44	-2.52
	最大涨幅	14.12	8.06	10.41	22.79	22.42	21.56	22.46
	最大跌幅	-22.86	-22.62	-23.39	-22.95	-16.10	-19.34	-21.83
	上涨概率	20.00	50.00	40.00	30.00	40.00	40.00	40.00
Q1	平均涨跌幅	2.10	1.04	2.29	6.77	9.67	9.66	4.11
	最大涨幅	23.93	23.78	28.62	36.27	58.66	60.08	30.71
	最大跌幅	-15.12	-10.92	-13.75	-19.19	-17.53	-17.67	-17.92
	上涨概率	50.00	50.00	50.00	80.00	55.56	44.44	60.00

资料来源：Wind，华泰证券研究所

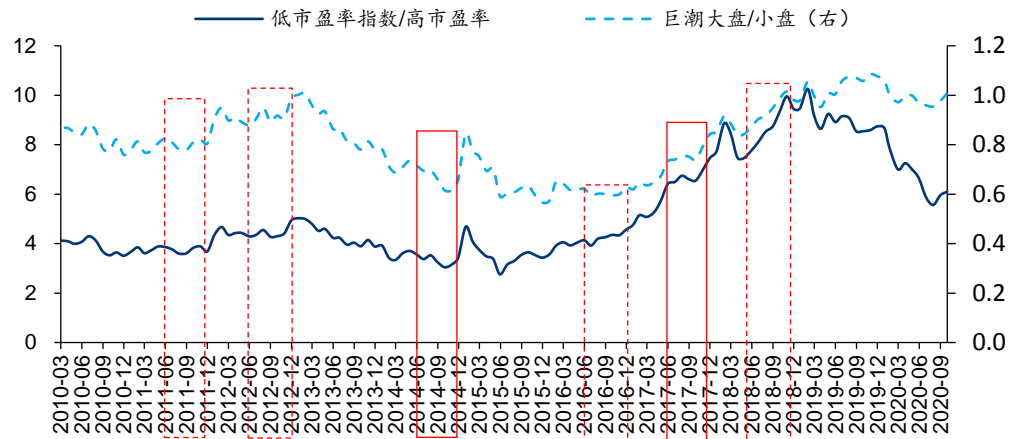
临近年末，机构的年度考核、盈利预测的调整以及年底中央经济工作会议定调来年等的影响，四季度股市往往会出现估值切换、风格切换的现象，其中 2014Q4、2017Q4 中小盘切向大盘蓝筹龙头比较显著，但两个时间段有所差异，2014Q4 高估值大幅切向低估值、2017Q4 则是低估值风格的进一步强化。历史数据显示，2010-2019 年由三季度到四季度发生高估值占优到低估值占优的情况共有 5 次，低估值风格进一步强化的共有 4 次。

图表3： 2014Q4、2017Q4 中小盘切向大盘蓝筹龙头比较显著



注：虚线框表示 Q3-Q4 风格切换的年份，实线框表示风格切换较显著的：2014Q4、2017Q4

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 2014Q4 高估值切向低估值，2017Q4 低估值风格强化

注：虚线框和实线框表示 Q3-Q4 风格切换的年份，实线框表示风格切换较显著的：2014Q4、2017Q4

资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业指数：四季度金融和周期风格、非银和家电等行业领跑

市场风格维度看，四个季度 A 股市场呈现明显的风格切换行情，即呈现“Q1 成长→Q2 消费→Q3 成长→Q4 金融/周期”的季度性风格切换效应：

我们将季度领跑风格定义为当季度收益率最高的风格，若与最高的风格收益率相差 1% 以内，则增加第二领跑风格。回顾 2010 年以来（截至 2020.10.28）的中信风格指数表现，可以看出：横向来看，绝大部分季度存在 1-2 个突出的领跑风格，表明季度日历下切换效应明显。纵向来看，一到四季度均存在显著的季度领跑风格。具体而言，一季度由成长风格领跑（胜率 64%），成长风格一季度平均收益率 7.70%，远超万得全 A 平均收益率（3.12%）；二季度由消费风格领跑（胜率 64%），消费风格二季度平均收益率 3.00%，显著高于万得全 A 平均收益率（-0.95%）；三季度再次由成长风格领跑（胜率 45%），季度平均收益率亦跑赢万得全 A；四季度由金融和周期（胜率均为 45%，金融或周期领跑的胜率超 80%）风格共同领跑，金融四季度平均收益率高达 11.54%，周期平均收益率虽低于万得全 A，但高于其他两个风格。

图表5： 2010-2019 各季度风格切换效应显著，四季度由金融、周期风格领跑

年份	一季度	二季度	三季度	四季度
2010	成长	消费	消费、成长	成长、周期
2011	金融、周期	金融、消费	消费	金融
2012	金融	消费、金融	消费	金融
2013	成长	成长	成长	周期、消费
2014	成长、周期	成长	周期、成长	金融
2015	成长	周期	金融	成长
2016	金融	成长、消费	金融	周期
2017	消费	金融	周期、成长	消费
2018	成长、消费	消费	金融	金融
2019	成长、消费	金融、消费	成长	周期、成长
2020	成长	消费	周期	金融、周期
季度领跑风格（概率）	成长（64%）	消费（64%）	成长（45%）	金融（45%）、周期（45%）
领跑风格平均收益率	7.70%	3.00%	3.28%	11.54%、3.29%
万得全 A 平均收益率	3.12%	-0.95%	1.41%	5.28%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业维度看，家电、非银行金融、建材、银行等四季度录得超额收益的概率较高。2010-2019 年，29 个中信一级行业中（不包含新增的综合金融行业），四季度上涨概率显著（>50%）的行业占比 55%，其中农林牧渔、非银行金融、家电、石油石化、银行、纺服、汽车、电新、机械、基础化工等行业四季度上涨概率超 70%；四季度录得超额收益（相对万得全 A）概率较为显著的行业占 24%，其中家电、非银行金融、建材、银行、地产等行业录得超额收益的概率达 60%。

图表6： 2010-2019 农林牧渔、非银、家电、石油石化等 Q4 录得绝对收益概率较高

一级行业录得绝对收益概率	一季度	二季度	三季度	四季度
农林牧渔	50%	50%	60%	90%
非银行金融	30%	30%	60%	80%
家电	70%	70%	60%	80%
石油石化	60%	60%	60%	80%
银行	50%	50%	50%	70%
纺织服装	70%	70%	40%	70%
汽车	60%	60%	50%	70%
电力设备及新能源	60%	60%	50%	70%
机械	50%	50%	40%	70%
建材	60%	60%	50%	70%
基础化工	60%	60%	50%	70%
电力及公用事业	60%	60%	40%	70%
食品饮料	40%	40%	60%	60%
建筑	60%	60%	60%	60%
钢铁	50%	50%	60%	60%
煤炭	50%	50%	50%	60%
计算机	60%	60%	50%	50%
交通运输	70%	70%	50%	50%
房地产	50%	50%	50%	50%
医药	60%	60%	50%	50%
国防军工	60%	60%	60%	50%
轻工制造	80%	80%	50%	50%
有色金属	50%	50%	40%	50%
综合	60%	60%	50%	40%
传媒	50%	50%	40%	40%
电子	60%	60%	50%	40%
商贸零售	40%	40%	50%	40%
通信	50%	50%	60%	30%
消费者服务	90%	90%	60%	20%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图7： 2010-2019 家电、非银、建材、银行等 Q4 录得超额收益（相对万得全 A）概率较高

一级行业超额收益实现概率	一季度	二季度	三季度	四季度
家电	90%	80%	80%	80%
非银行金融	30%	50%	50%	70%
建材	70%	20%	20%	70%
银行	60%	50%	50%	60%
建筑	60%	30%	30%	60%
交通运输	30%	30%	30%	60%
房地产	60%	50%	50%	60%
农林牧渔	30%	40%	40%	50%
石油石化	30%	30%	30%	50%
汽车	70%	50%	50%	50%
机械	50%	40%	40%	50%
基础化工	70%	40%	40%	50%
电力及公用事业	30%	70%	70%	50%
电子	80%	70%	70%	50%
纺织服装	80%	20%	20%	40%
电力设备及新能源	50%	40%	40%	40%
轻工制造	80%	30%	30%	40%
有色金属	30%	50%	50%	40%
传媒	50%	20%	20%	40%
食品饮料	50%	90%	90%	30%
钢铁	30%	30%	30%	30%
计算机	60%	40%	40%	30%
综合	70%	30%	30%	30%
通信	50%	40%	40%	30%
医药	60%	70%	70%	20%
消费者服务	70%	60%	60%	20%
煤炭	40%	50%	50%	10%
国防军工	50%	40%	40%	10%
商贸零售	40%	10%	10%	10%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

细分行业中，保险、白色家电、石油化工、纺织制造、股份制银行、汽车零部件、工程机械等领域四季度上涨概率显著，白色家电、汽车零部件、工程机械、证券、保险、房地产开发和运营、建筑施工等细分行业四季度录得超额收益（相对万得全 A）的概率较高。

风格指数分析提到，四季度主要由金融、周期风格共同领跑。在行业视角下，从四季度上涨概率维度看，属于大金融风格的银行、非银行金融、房地产行业四季度上涨概率较高，细分行业包括保险、证券、全国性股份制银行、国有大型银行、房地产开发和运营；属于周期风格的石油石化、机械、建材、建筑、钢铁、煤炭等行业四季度上涨概率也较高；此外，四季度表现较为突出的还包括属于消费风格的家电，尤其是白电。从四季度超额收益维度看（剔除市场总体影响），依然是金融、周期以及家电三部分表现占优。

图8： 2010-2019 细分行业中，保险、白色家电、石油化工、股份制银行等 Q4 上涨概率较高

部分二级行业 收益率上涨概率	一季度	二季度	三季度	四季度
保险 II	40%	50%	60%	90%
白色家电 II	60%	60%	50%	80%
石油化工	80%	20%	60%	80%
纺织制造	70%	10%	50%	70%
全国性股份制银行 II	50%	50%	60%	70%
国有大型银行 II	50%	60%	50%	70%
畜牧业	40%	40%	60%	70%
其他医药医疗	60%	50%	60%	70%
汽车零部件 II	70%	30%	50%	70%
商用车	70%	40%	40%	70%
运输设备	50%	20%	50%	70%
工程机械 II	50%	40%	50%	70%
普钢	50%	30%	60%	70%
贵金属	30%	40%	50%	70%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图9： 2010-2019 白电、汽零、工程机械、证券等 Q4 实现超额收益（相对万得全 A）概率较高

部分二级行业超额收益 实现概率	一季度	二季度	三季度	四季度
白色家电 II	70%	70%	40%	90%
汽车零部件 II	70%	70%	30%	70%
工程机械 II	50%	50%	50%	70%
证券 II	30%	30%	50%	70%
公路铁路	40%	40%	60%	70%
保险 II	30%	30%	40%	60%
全国性股份制银行 II	50%	50%	50%	60%
国有大型银行 II	60%	60%	60%	60%
运输设备	50%	50%	50%	60%
房地产开发和运营	60%	60%	30%	60%
建筑施工	40%	40%	40%	60%
发电及电网	60%	60%	30%	60%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

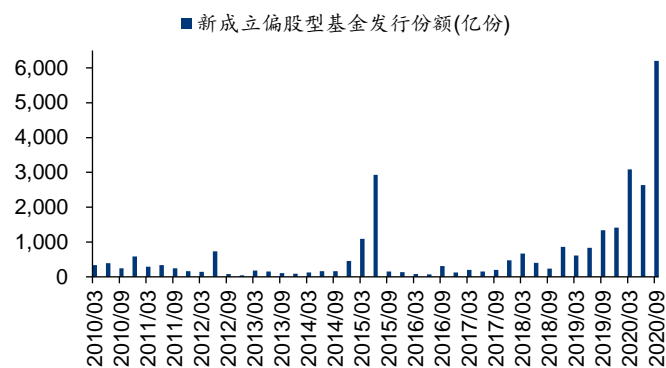
增量资金：Q4>Q1>Q2>Q3，险资、杠杆资金是四季度增量资金主要来源

公募基金、北向资金、融资资金以及保险资金是 A 股市场交易较活跃的主力资金，且数据发布较为高频、可跟踪性较高。对比 2010-2019 年 Q1-Q4 各季度主力资金季节性规模变动，整体看增量资金规模：Q4>Q1>Q2>Q3，其中，杠杆资金、险资是四季度增量资金主要来源。

从年内最大增量资金规模季的概率看，Q4 成为年内最大增量资金规模季的概率最高（为 40%），Q2、Q3 是年内最大增量资金规模季的概率均为 30%。我们认为数据统计结果与市场普遍认识（Q1 往往是年内最大增量资金规模季）有所不同的主要原因有三：一是均值容易受极值因素影响，2010-2019 年期间公募基金在 2015Q2 达到峰值、北向资金在 2019Q4 达到峰值、险资在 2015Q4 达到峰值、融资资金在 2015Q2 达到峰值；二是，牛市期间增量资金规模相对较大，在牛市中后期，显著的赚钱效应带动下，增量资金往往出

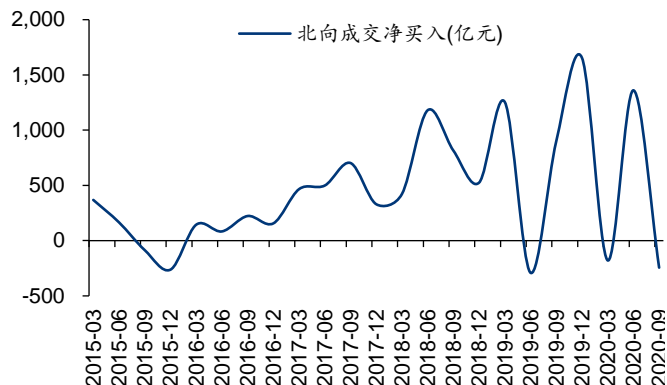
现大幅增长，如 2015Q1-Q2 各类资金均出现大规模的增长；三是不同类型资金受政策环境、利率环境等的多重因素影响，年内季节性分布也有所不同，如图表 16 所示：公募基金在 Q2、Q4 增量规模最大的概率较大，险资在 Q3、Q4 增量规模最大的概率较大，融资资金在 Q1、Q4 增量规模最大的概率较大，北向资金季节性分布则较为均匀。

图表10： 2010 年以来新成立偏股型基金发行增量规模



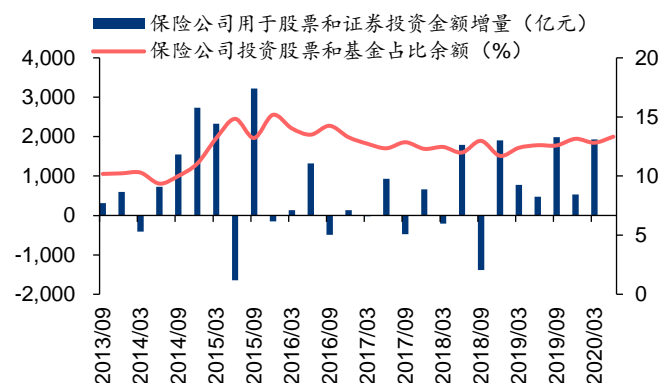
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表11： 2015 年以来北向资金增量规模



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表12： 2013 年以来保险资金增量规模



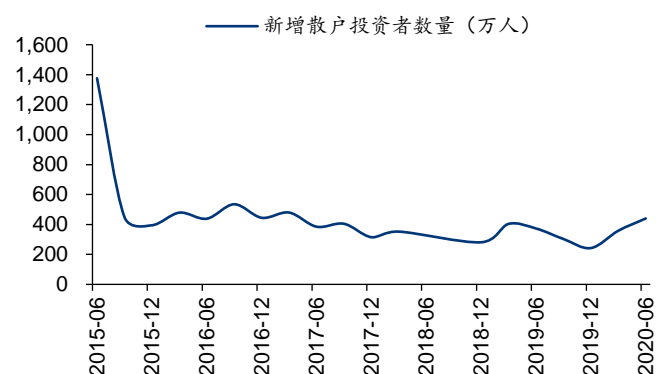
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表13： 2012 年以来融资余额增量规模



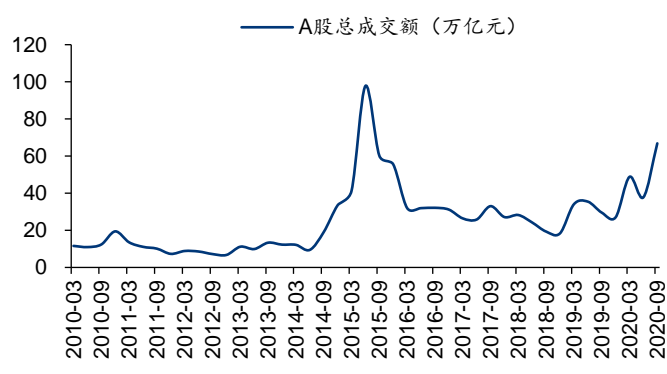
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表14： 2015 年以来新增散户投资者规模



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表15： 2010 年以来 A 股总成交额变化趋势



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图16: 2010-2019 年, 主要增量资金季节性变动规律

均值	Q1	Q2	Q3	Q4
新成立偏股型基金发行份额(亿份)	373.55	617.97	307.64	435.44
北向资金净流入规模(亿元)	531.02	327.38	510.67	480.74
保险资金增量(亿元)	979.96	434.8	547.74	673.87
融资余额(亿元)	538.2	594.2	-1023.09	1100.49
A 股总成交额(万亿元)	21.92	26.51	23.63	23.84
最大值	Q1	Q2	Q3	Q4
新成立偏股型基金发行份额(亿份)	1094.47	2927.85	1340.31	1414.08
北向资金净流入规模(亿元)	1254.36	1179.94	898.93	1654.81
保险资金增量(亿元)	2730.21	2330.32	1794.08	3224.48
融资余额(亿元)	4692.33	5579.3	2035.66	4101.44
A 股总成交额(万亿元)	41.18	97.77	60.19	55.54
最小值	Q1	Q2	Q3	Q4
新成立偏股型基金发行份额(亿份)	79.52	68.68	79.36	43.84
北向资金净流入规模(亿元)	144.24	-290.68	-86.09	-262.54
保险资金增量(亿元)	-147.87	-411.09	-1641.6	-1385.81
融资余额(亿元)	-2926.47	-828.86	-11403.2	-661.67
A 股总成交额(万亿元)	8.87	8.58	7.2	6.73
年内最大增量资金季的概率	0%	30%	30%	40%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

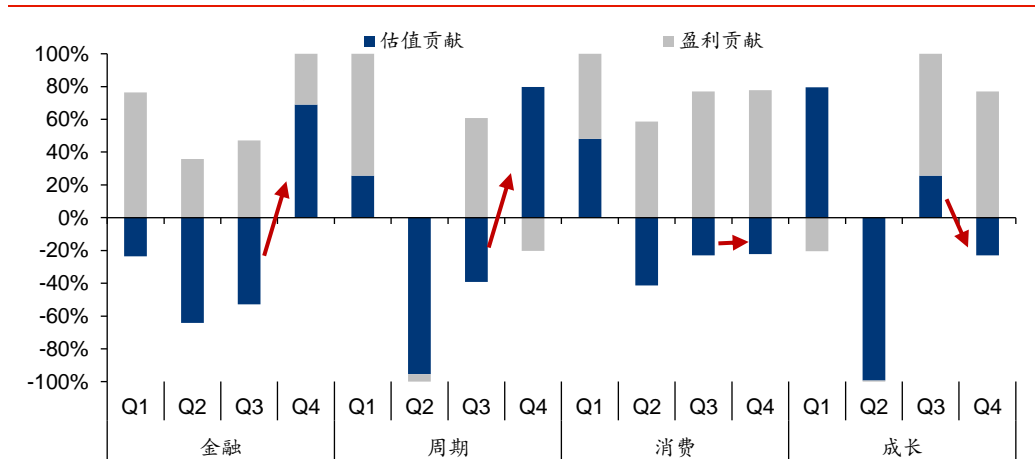
小结: 增量资金+切换效应共同作用下的四季度行情

2010-2019 年历史数据显示, 四季度 A 股市场上涨概率往往高于前三季度, 且发生切换效应(收益率由负转正或由正转负)的概率较高, 其中沪市(上证综指表征)上涨概率高于深市(创业板指表征)、大盘龙头(沪市 300 表征)上涨概率高于中小盘(中证 500 表征)。

与此同时, 四季度也往往会发生估值切换、风格切换, 呈现出“Q1 成长→Q2 消费→Q3 成长→Q4 金融/周期”的季度性风格切换效应, 其中 2014Q4、2017Q4 中小盘切向大盘蓝筹龙头比较显著, 2014Q4 主要是高估值大幅切向低估值、2017Q4 则主要是低估值风格的进一步强化。行业维度也验证了这一点。家电、非银金融、银行、建材以及建筑等行业同时录得绝对收益、超额收益(相对万得全 A)的概率均较高(均在 60%及以上)。

2010-2019 年, 整体上四季度股价表现看, 金融>周期>消费>成长。通过将 2010-2019 年四季度四类市场风格股价驱动力按照估值贡献和盈利贡献维度进行拆分, 然后取平均值, 我们可以得出以下规律: 1) 四季度金融和周期主要是估值驱动, 其中金融估值驱动为主、盈利驱动为辅, 而周期则是估值驱动、盈利负贡献; 2) 四季度消费和成长则均是盈利驱动、估值则均为负贡献。总体来看, 对比三季度, 四季度金融和周期均呈现拔估值的现象, 而消费、成长板块则出现业绩消化估值的现象。

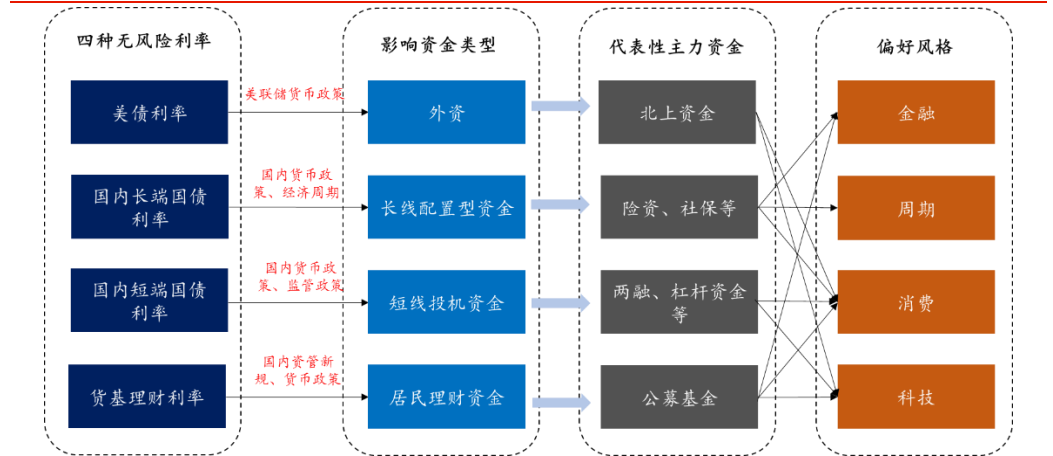
图17: 2010-2019 年四季度, 四类市场风格股价表现拆解



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

四季度市场表现、风格特征的背后与四季度临近主力资金机构的年度考核、盈利预测的调整、保排名、布局来年等相关。从主力增量资金维度看，公募基金、北向资金、融资资金以及保险资金等主力资金呈现较为明显的季节性规模变动，整体看：Q4>Q1>Q2>Q3，其中，险资、融资资金是四季度增量资金主要来源，其中：融资资金在金融风格的配置比例较高。我们在 2020 年 7 月 16 日发布的报告《对比 14-15 年，本轮增量资金特征》中指出在偏好风格上，险资等机构可能更加偏好高分红、低估值的蓝筹，以及 ROE 较高的消费，以北上资金为代表的外资偏好科技、消费、金融等各大细分领域的龙头个股，主动公募基金过去三年相对更偏好容易跑出相对收益的消费和科技。因而险资和融资资金两者均相对偏好金融等低估值蓝筹。

图表18：增量资金与市场风格研究框架



资料来源：Wind，华泰证券研究所

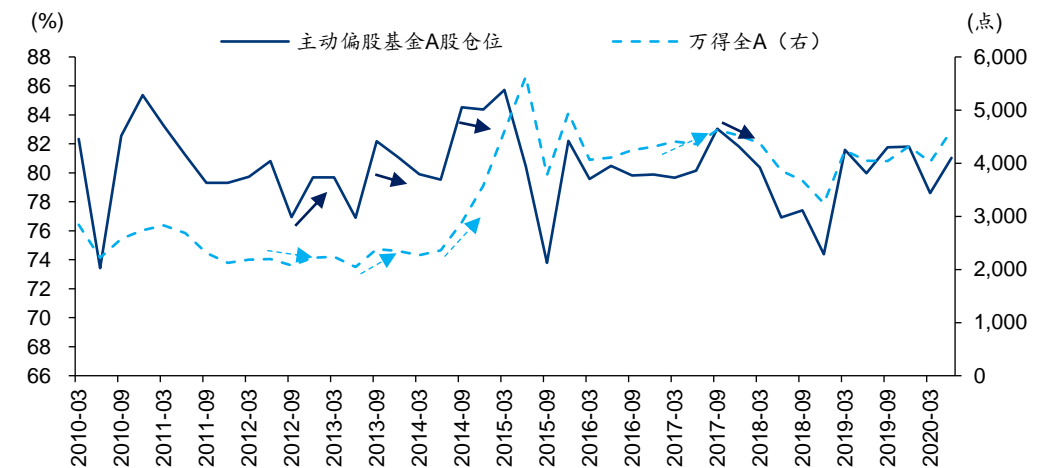
四季度公募基金行为及其逻辑

从基金季报看四季度公募机构的调仓特点

总体维度：主动偏股型公募基金加减仓与切换效应相关性较为明显

四季度切换效应与主动偏股型公募基金加减仓存在较为明显的联动关系。2010至2019年，结合主要指数四季度的切换效应及总体股市行情，公募机构的四季度调仓行为与前三季度A股市场表现具有一定负相关性，即前三季度股指走跌，公募机构大概率会选择加仓（博收益）；反之前三季度股指涨幅较大时，公募机构则四季度进行减仓的概率较大（保收益）。每年度股市总体行情和实际政策出台效应会削弱切换效应的作用，在宏观环境整体低迷的年份或政策波动季度，公募机构的操作或会顺势而行，即前三季度股指跌幅较大，四季度的切换效应降低，公募机构依旧会选择四季度继续减仓操作。

图表19：主动偏股型公募基金加减仓与切换效应相关性较为明显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业维度：银行、电新、家电、保险等是主动偏股基金 Q4 可能布局方向

四季度，银行、保险、电新、家电、机械、汽车销售及服务、化学原料等板块是主动偏股型基金加仓、超（低）配比例提升概率较大的方向。根据基金季报数据披露，从基金仓位变化来看，2010-2019 年四季度，公募机构通常重点加仓房地产（加仓概率 90%）、电新（加仓概率 70%）、家电（加仓概率 70%）、公用事业（加仓概率 70%）、银行（加仓概率 60%）、非银行金融（加仓概率 60%）、建材（加仓概率 60%）、机械（加仓概率 60%）等，而减仓概率较大的主要是轻工制造、煤炭、电子、农牧、食品饮料、零售、消费者服务等。

从超（低）配比例变动维度看，在剔除行业市值变动的影响后，四季度主动偏股型公募基金超（低）配比例提升概率较大的行业主要是地产、基础化工、机械、电新、家电、银行等，而超（低）配比例下降概率较大的行业主要是零售、食品饮料、消费者服务、轻工、煤炭等。

图表20: Q4 公募重点加仓房地产、电新、家电等, 减仓轻工、煤炭 (单位: pct)

一级行业 四季度仓位变化	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	四季度加仓概率
房地产	0.11	2.05	3.24	-1.31	5.46	0.40	-0.15	0.96	2.37	1.83	80%
电力设备及新能源	0.55	0.20	-0.25	0.36	-2.06	-0.90	0.81	0.83	1.61	0.54	70%
家电	0.61	-0.13	0.49	2.25	0.15	1.18	-0.22	1.36	-1.02	0.55	70%
电力及公用事业	0.29	0.81	0.13	0.60	0.05	-1.14	-0.42	-0.40	1.09	-0.16	60%
建材	1.27	-1.29	0.21	0.32	0.27	-0.09	-0.56	0.21	-0.28	0.45	60%
机械	1.61	-0.62	0.47	1.84	-0.82	0.00	0.88	-0.56	0.94	0.63	60%
银行	-3.13	1.86	5.51	-2.10	7.15	-2.54	0.95	0.49	-0.06	0.16	60%
非银行金融	0.93	0.21	-0.55	-0.05	12.16	0.71	0.25	1.08	-1.14	-1.65	60%
交通运输	0.52	0.06	0.17	-0.05	0.40	-1.42	0.15	0.33	-0.14	-0.33	60%
石油石化	0.91	-0.02	0.13	-0.11	-0.40	-0.23	0.61	0.12	-0.93	0.04	50%
基础化工	-0.03	-0.21	0.33	0.67	-1.70	1.27	1.05	-0.49	-0.58	0.42	50%
建筑	0.90	-0.24	0.89	0.07	0.00	0.15	-0.02	-1.04	0.08	-0.09	50%
汽车	-0.89	-0.53	1.40	0.72	-2.02	0.00	0.31	-0.24	0.11	0.49	50%
纺织服装	-0.03	0.41	-0.16	0.31	-0.37	0.62	0.19	0.05	-0.06	-0.14	50%
通信	0.77	-0.37	-0.28	-1.14	-0.52	1.17	-0.57	0.14	0.20	0.44	50%
综合	0.07	-0.58	0.15	0.36	-0.58	0.41	-0.10	-0.05	0.00	0.01	50%
钢铁	-0.03	-0.34	0.00	0.08	0.46	-0.16	0.11	-0.16	-0.38	0.05	40%
国防军工	0.05	-0.38	-0.37	1.05	-0.04	0.06	0.20	-0.12	-0.26	-0.21	40%
医药	-2.17	0.52	-1.36	0.44	-7.99	-3.84	0.20	0.59	-0.31	-1.75	40%
计算机	1.05	-0.03	-1.19	0.97	-0.59	3.11	-1.00	-0.82	0.55	-0.63	40%
传媒	-0.08	0.42	-0.16	-3.56	-2.44	2.10	-1.16	0.86	-0.11	1.08	40%
有色金属	-0.16	-1.10	-0.42	-0.15	0.20	0.19	-0.45	-1.90	-1.04	0.84	30%
商贸零售	-3.35	-1.06	-0.63	-0.82	0.57	-0.37	0.04	-0.61	0.80	-0.36	30%
消费者服务	-0.10	0.44	-0.25	-0.18	-0.46	0.16	-0.36	-0.29	0.18	-0.18	30%
食品饮料	-3.12	1.67	-6.75	-1.14	-2.38	-0.36	0.74	2.75	-2.39	-2.21	30%
农林牧渔	0.46	-0.01	-0.07	0.61	-1.06	-0.12	-0.69	0.00	1.19	-0.80	30%
综合金融	-0.02	0.00	-0.02	0.00	-0.06	0.05	0.25	-0.10	0.00	0.02	30%
电子	1.27	-0.02	-0.01	-0.05	-3.46	-0.01	0.16	-2.38	-0.10	0.95	30%
煤炭	1.79	-1.71	-0.60	-0.17	0.32	-0.21	-0.63	-0.09	-0.08	0.00	20%
轻工制造	-0.06	-0.03	-0.01	0.19	-0.24	-0.19	-0.55	-0.54	-0.20	0.00	10%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21： 细分行业中，Q4 公募重点加仓房地产、油服工程，减仓云服务、林业等板块（单位：pct）

部分二级行业四季											四季度
度仓位变化	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	加仓概率
房地产开发和运营	0.10	2.05	3.24	-1.31	5.43	0.50	-0.14	1.03	2.37	1.78	80%
油服工程	0.54	0.02	0.00	0.14	-0.16	0.01	0.00	0.00	-0.01	0.06	70%
环保及公用事业	0.54	0.11	0.29	0.50	0.13	-0.72	-0.19	-0.23	0.19	0.02	70%
特材	0.01	-0.05	0.00	0.00	0.09	-0.11	0.03	-0.11	0.00	0.04	70%
其他化学制品 II	-0.24	0.07	0.22	0.68	-0.93	0.60	0.36	-0.27	0.14	0.24	70%
结构材料	1.35	-1.28	0.09	0.31	0.20	0.18	-0.08	0.06	-0.31	0.17	70%
工程机械 II	0.64	-1.17	0.13	0.17	0.17	-0.10	-0.05	0.21	0.09	0.41	70%
专用机械	0.55	0.17	0.17	0.69	-0.72	-0.36	0.77	-0.28	0.16	0.35	70%
通用设备	0.12	0.07	-0.02	0.26	-0.03	0.49	0.13	-0.51	0.03	0.02	70%
运输设备	0.29	0.28	0.21	0.68	-0.16	-0.03	0.02	0.09	0.37	-0.02	70%
商用车	0.21	0.15	0.19	-0.01	-0.29	0.04	0.01	-0.03	0.04	0.18	70%
白色家电 II	0.78	-0.09	0.36	1.98	0.68	0.59	-0.08	1.77	-0.96	0.11	70%
房地产服务	0.01	0.00	0.00	0.00	0.03	-0.10	0.00	-0.07	0.00	0.05	70%
通讯工程服务	0.02	0.03	0.00	0.00	0.12	0.69	-0.14	-0.11	0.01	0.00	70%
石油开采 II	0.68	-0.14	-0.12	-0.23	-0.21	-0.13	0.19	-0.05	-0.20	-0.01	20%
稀有金属	-0.65	-0.33	-0.15	-0.11	-0.11	0.19	-0.02	-1.47	-1.46	0.59	20%
家居	-0.05	-0.01	0.00	0.00	0.01	-0.39	-0.19	-0.22	-0.22	0.02	20%
其他轻工 II	0.00	0.00	0.01	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	-0.01	20%
旅游及休闲	-0.06	0.47	-0.23	-0.18	-0.38	-0.04	-0.52	-0.19	0.03	-0.21	20%
综合服务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.00	20%
中药生产	-0.70	0.42	-1.28	-0.64	-3.52	-0.75	0.12	-0.10	-0.01	-0.11	20%
林业	-0.01	0.00	0.00	0.00	-0.02	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	20%
云服务	-0.27	-0.13	-0.27	0.40	-0.36	-0.73	-0.66	-0.05	-0.06	-0.47	10%

注：上表去除了 2010-2018 年仓位持续为 0 的其他综合金融 II 和新兴金融服务 II

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22：公募机构四季度超配房地产、家电、化工、机械等板块，低配食品饮料和商贸零售（单位：pct）

一级行业四季度超配比例变化	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	四季度超配比 例增加概率
房地产	1.03	2.03	2.49	-0.80	5.00	-0.28	0.25	0.95	1.95	1.76	80%
基础化工	0.51	0.32	0.55	0.64	-1.05	0.83	0.97	-0.22	-0.49	0.40	70%
机械	1.50	-0.32	0.46	1.61	-0.39	0.03	0.80	-0.55	0.77	0.62	70%
电力设备及新能源	0.59	0.19	-0.10	0.16	-1.32	-1.13	0.89	1.03	1.38	0.51	70%
家电	0.73	-0.06	0.46	1.89	0.40	1.02	-0.16	1.12	-1.01	0.39	70%
银行	0.03	0.08	4.26	-1.23	4.42	-1.05	1.33	0.22	-0.44	0.15	70%
钢铁	0.36	-0.24	0.01	0.02	0.31	0.10	-0.01	-0.14	-0.22	0.08	60%
建材	1.29	-1.09	0.17	0.25	0.35	-0.13	-0.58	0.18	-0.26	0.25	60%
国防军工	0.21	-0.32	-0.50	0.83	0.33	0.15	0.25	0.07	-0.25	-0.07	60%
纺织服装	0.09	0.47	-0.07	0.25	-0.21	0.54	0.13	0.13	-0.08	-0.10	60%
交通运输	0.89	0.19	0.12	-0.09	0.13	-0.74	0.17	0.29	-0.27	-0.35	60%
计算机	1.24	0.02	-1.02	0.93	0.05	2.41	-0.70	-0.62	0.62	-0.61	60%
综合	0.29	-0.45	0.16	0.34	-0.39	0.40	-0.08	0.06	-0.06	0.02	60%
电力及公用事业	0.95	0.51	-0.06	0.43	-0.08	-0.87	-0.51	-0.24	0.75	0.07	50%
建筑	0.82	-0.12	0.68	0.09	-0.95	0.54	-0.54	-0.77	-0.07	0.06	50%
汽车	-0.16	-0.38	1.14	0.56	-1.56	-0.11	0.36	-0.08	0.21	0.48	50%
医药	-1.36	0.61	-1.00	0.35	-6.46	-3.97	0.44	0.23	0.14	-1.84	50%
农林牧渔	0.72	0.06	-0.10	0.53	-0.77	-0.16	-0.93	0.06	1.03	-0.75	50%
非银行金融	1.24	-0.31	-0.88	-0.53	7.91	0.28	0.29	0.89	-1.33	-1.91	50%
综合金融	0.03	0.03	-0.02	0.01	-0.02	-0.02	0.24	-0.06	-0.03	0.02	50%
电子	1.42	0.13	0.08	-0.08	-2.54	-0.40	0.34	-2.66	-0.01	0.55	50%
通信	0.99	-0.37	-0.08	-1.05	-0.17	0.95	-0.63	0.22	0.03	0.44	50%
传媒	0.05	0.36	-0.06	-3.40	-1.95	1.79	-1.15	1.03	-0.17	0.94	50%
石油石化	-7.71	-0.69	0.54	-0.20	-0.47	0.68	0.26	0.00	-0.01	0.36	40%
有色金属	-0.15	-0.39	0.02	0.11	0.51	-0.01	-0.47	-1.64	-1.05	0.74	40%
煤炭	-0.35	-1.38	-0.58	0.10	0.38	-0.01	-0.60	-0.07	-0.02	0.13	30%
轻工制造	0.02	0.01	-0.05	0.14	-0.03	-0.22	-0.56	-0.47	-0.23	-0.08	30%
消费者服务	-0.01	0.44	-0.30	-0.16	-0.32	0.05	-0.33	-0.30	0.18	-0.15	30%
食品饮料	-2.63	1.54	-5.88	-1.04	-1.95	-0.27	0.57	1.89	-1.90	-1.85	30%
商贸零售	-2.63	-0.87	-0.41	-0.66	0.87	-0.37	-0.04	-0.52	0.81	-0.28	20%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表23： 细分行业中，公募 Q4 超配贸易、油服，低配云服务和家居（单位：pct）

部分二级行业四季度											四季度超配比
超配比例变化	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	例增加概率
贸易 II	0.02	0.07	0.03	0.02	0.11	-0.07	0.01	0.03	0.00	0.01	90%
油服工程	0.21	0.03	0.03	0.06	-0.11	0.05	-0.02	0.01	0.02	0.01	80%
化学原料	0.11	0.05	0.03	0.05	0.14	-0.02	-0.11	0.01	0.03	0.10	80%
通用设备	0.17	0.12	0.00	0.20	0.05	0.37	0.11	-0.45	0.02	-0.01	80%
商用车	0.33	0.16	0.16	-0.05	-0.21	0.05	0.04	0.01	0.04	0.19	80%
汽车销售及服务 II	0.01	0.01	0.06	-0.03	0.03	0.01	0.06	0.03	0.02	-0.05	80%
专业市场经营 II	0.26	0.07	0.01	0.00	0.14	0.00	0.01	0.02	-0.05	0.01	80%
酒店及餐饮	0.01	0.00	0.00	0.01	0.07	-0.05	0.02	0.01	0.02	0.13	80%
房地产开发和运营	1.02	2.02	2.50	-0.81	4.96	-0.18	0.26	1.01	1.95	1.72	80%
包装印刷	-0.07	-0.02	0.00	0.16	-0.14	0.11	-0.25	-0.07	-0.03	0.04	30%
综合服务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.04	0.00	30%
中药生产	-0.40	0.42	-1.11	-0.60	-2.98	-0.85	0.12	-0.12	0.12	-0.07	30%
生物医药 II	-0.13	0.25	-0.01	-0.02	-0.53	-0.29	0.08	0.16	-0.22	-0.58	30%
物流	-0.03	-0.24	0.07	0.02	0.25	-0.60	-0.07	-0.15	-0.14	-0.16	30%
电信运营 II	0.42	-0.06	-0.05	-0.15	-0.16	-0.32	-0.26	0.08	0.02	-0.05	30%
旅游及休闲	-0.01	0.46	-0.31	-0.16	-0.32	-0.06	-0.49	-0.20	0.03	-0.16	20%
家居	-0.04	-0.01	0.00	-0.04	0.04	-0.40	-0.19	-0.23	-0.20	-0.05	10%
云服务	-0.22	-0.10	-0.22	0.39	-0.31	-0.84	-0.59	-0.04	-0.01	-0.40	10%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

小结：公募基金配置三大动机下的四季度调仓行为

主动偏股型公募基金加仓与季节性切换效应的负相关性较为明显，一般来说前三季度股指走跌，公募机构大概率会选择加仓（博收益）；反之，当前三季度股指涨幅较大时，公募机构则在四季度进行减仓的概率较大（保收益）。历史复盘结果显示，四季度，银行、保险、电新、家电、机械、汽车销售及服务、化学原料等板块是主动偏股型基金加仓、超（低）配比例提升概率较大的方向。

我们认为公募基金四季度的这种配置行为与其背后的三大动机有关。四季度公募基金配置行为变化主要有三大动机：博排名、保收益、布局来年。公募机构主要追求的是相对收益排名，考核期以 1 年期为主。如果公募基金当年收益率差异较小（方差较小），到年末可能有博排名的需求，会主动调仓，寻找潜在预期差较大的品种。而如果机构前三季度收益率差异较大，且已经获得较为可观的收益率，则可能为了保收益提前减仓，或者调仓至估值较低的“稳健”品种。与此同时，三季报披露完成后，机构将对行业、个股的盈利预测做调整，往往会将按来年（2021 年）去预测 EPS 并进行估值，这也是导致估值切换的重要原因，一般出现在四季度产业存在比较明确的边际变化的时候比如 2019 年末的电动车产业链，亦或是来年春节的时间较早，可能提前布局春季躁动，如 2014 年末、2017 年末、2019 年末。

2020 年四季度机构行为推演

2020 年前三季度，主要指数、行业收益率及增量资金流入情况

2020 年前三季度，A 股整体呈现大涨态势，虽然期间受全球疫情、美元流动性危机冲击影响，股票市场出现大幅调整。在新冠疫情冲击及其衍生风险与全球流动性宽松的相互抗衡中，上半年国内权益市场呈现“V”型反转，但市场演绎的突出特征是风格极致分化。一季度受疫情冲击、油价暴跌、美元流动性危机等多重影响，全球风险资产大幅下挫，国内权益市场联动大跌；二季度在流动性宽松影响下，国内权益市场回暖。回顾三季度，疫情周期差→相对基本面预期→美元指数的波动和美债利率回升是大类资产波动的主因，也是 A 股市场北水波动的主因。

图表24： 2020 年前三季度主要指数表现

主要指数	Q1	Q2	Q3	Q1-Q3
上证指数	-9.83%	8.52%	7.82%	5.51%
创业板指	4.10%	30.25%	5.60%	43.19%
上证 50	-12.20%	9.40%	9.87%	5.52%
创业板 50	5.02%	35.80%	9.82%	56.62%
沪深 300	-10.02%	12.96%	10.17%	11.98%
中证 500	-4.29%	16.32%	5.59%	17.56%
中证 1000	-2.51%	16.44%	4.71%	18.86%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2020 年前三季度，从市场表现看，科技、消费>周期>金融，具体地，消费者服务、食品饮料、军工、电新、医药等涨幅居前，石油石化、银行、煤炭、钢铁、地产等跌幅居前。上半年，A 股市场风格分化演绎比较极致，表现在高估值、高价股表现显著优于低估值、低价股，消费（医药、食品）、科技（电子、计算机）优于金融、周期。三季度，军工、消费者服务、电新、汽车、食品饮料等涨幅居前，通信、商贸零售、计算机、传媒、农牧等跌幅居前。

图表25： 2020 年前三季度，中信一级行业收益率

一级行业	一季度收益率 (%)	二季度收益率 (%)	三季度收益率 (%)	前三季度收益率 (%)
消费者服务	-15.2	48.96	26.56	60.32
食品饮料	-3.77	30.33	19.37	45.93
国防军工	-2.32	13.83	32.02	43.53
电力设备及新能源	-2.37	20.55	23.69	41.87
医药	8.22	30.79	2.4	41.41
电子	-4.66	30.29	1.71	27.35
建材	-1.3	8.14	16.82	23.66
汽车	-6.95	10.08	20.42	23.55
基础化工	-7.26	15.98	14.14	22.86
机械	-6.57	12.79	15.3	21.53
计算机	2.86	19.5	-2.06	20.3
农林牧渔	16.02	0.15	-0.13	16.04
轻工制造	-8.31	12.28	11.64	15.61
传媒	-7.49	21.79	-1.7	12.6
家电	-15.85	19.1	8.9	12.14
商贸零售	-2.56	17.72	-3.05	12.11
非银行金融	-15.58	5.82	16.06	6.29
有色金属	-14.51	10.61	8.97	5.07
交通运输	-14.04	6.74	11.37	4.08
电力及公用事业	-7.14	3.9	6.55	3.31
通信	0.47	8.26	-8.03	0.7
综合	-5.23	2.35	2.85	-0.03
纺织服装	-4.45	-0.94	4.6	-0.79
建筑	-4.71	-3.59	7.32	-0.98
房地产	-14.05	6.42	5.55	-2.08
钢铁	-13.21	5.98	3.75	-3.47
煤炭	-15.39	-0.16	11.51	-4.04
综合金融	-10.19	8.06	-2.37	-4.5
银行	-14.77	2.05	4.16	-8.56
石油石化	-16.5	-1.17	8.62	-9.04

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2020 年前三季度，增量资金成驱动市场的重要变量，其中公募基金是最主要的增量资金来源，其次是险资和杠杆资金，再次是北向资金。偏股型公募基金新发行份额大幅增长，且在 Q3 达到 2010 年以来（截至 2020Q3）历史峰值；受全球疫情、美元流动性冲击等影响，北向资金第一季度净流出，在二季度在全球流动性宽松、国内疫情得到有效控制的背景下大规模流入，三季度再次流出；保险资金保持平稳增长。随着理财净值化趋势已经开启，2020 年以来，货基理财收益率开始持续下行至新低，叠加短期市场的赚钱效应，居民理财逐步向权益配置转移。

图表26： 2020 年前三季度，主要增量资金对比

主力资金	Q1	Q2	Q3	Q1-Q3 增量
新成立偏股基金发行份额（亿份）	3083.42	2634.20	6198.82	11916.44
北向资金净流入规模（亿元）	-178.97	1360.48	-244.10	937.41
保险资金：股票和基金投资（亿元）	531.50	1931.43	-65.93	2397.00
融资余额（亿元）	419.37	839.29	2572.61	3831.27
新增投资者数量：自然人（万人）	357.82	439.72	575.19	1372.73

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2020 年四季度机构调仓动机或为“保收益”

从宏观环境来看，今年二季度以来，国内经济持续进入复苏轨道，企业盈利增速环比持续回升，而货币政策二季度以来则边际收紧，总体来看，2020Q4 整体宏观和中观环境或呈现：货币政策中性偏紧、信用环境偏宽、企业盈利上行的组合，与历史上对比来看，较接近于 2012 或 2016 年的 Q4，在这两个年份，偏低估值且具有一定周期属性的价值板块如：地产、基础化工、建材等的盈利 Q3 和 Q4 均连续上行，同样我们认为 2020Q4 具有此类特征（偏低估值和价值属性）的板块的企业盈利同样有望持续上行。

图表27： 2010-2019 年四季度货币环境、信用政策、库存周期、企业盈利的情况梳理

四季度	货币	信用	库存周期	A 股企业盈利	归母净利增速连续两个季度上行行业
2010	紧	紧	被动补库	平稳（下行通道）	煤炭、电新、纺织、农牧、通信、传媒等
2011	紧→宽	紧	被动补库→主动去库	环比下降（下行通道尾声）	地产
2012	紧	宽	主动去库	环比上升（上行通道）	公用事业、基础化工、军工、医药、地产、交运、计算机等
2013	紧	紧	主动补库	平稳（高点）	有色、公用事业、建材、机械、军工、汽车、农牧、通信、计算机等
2014	宽	紧	主动去库	环比下降（下行通道尾声）	电新、商贸、非银、交运等
2015	宽	宽	主动去库→被动去库	环比下降（底部）	基础化工、机械、轻工、汽车、食品饮料、传媒等
2016	紧	宽→紧	主动补库	环比上升（上行通道）	石油石化、煤炭、有色、建材、家电、纺织、非银、地产、电子等
2017	紧→宽	宽→紧	被动补库	环比下降（下行通道）	机械、家电、食品饮料、非银、地产、通信、计算机等
2018	宽	紧	主动去库	环比下降（下行通道尾声）	通信、纺织
2019	宽	紧	被动去库	环比上升	电新、汽车、轻工、家电、电子、有色等

资料来源：Wind，华泰证券研究所

从增量资金来看，今年以来公募偏股基金的发行已经成为绝对的增量资金主力，险资和杠杆资金虽然在过去是四季度增量资金的主力，其中：险资交易风格较为稳健且换手率相对较低，对市场的定价权相对较弱，而杠杆资金在今年二季度以来短端利率快速上行的背景下，其边际增量的规模可能受到一定抑制。除此之外北上资金也是较活跃的主力资金，三季度以来，受到海外疫情、中美关系、美国大选等不确定因素扰动，北上资金波动较大，加大了 A 股市场指数和行业指数波动，我们认为市场的避险情绪一定程度上加剧了机构的抱团行为，但进入四季度，我们认为随着美国大选的落地，北上资金的波动率或回归常态，这也意味着对于 A 股的影响也将减弱。因此，总结来看，在今年公募资金成为绝对增量资金主力的背景下，其在四季度可能发生的调仓行为，或对市场波动或行业轮动产生较为显著的影响。

从市场表现来看，今年以来主要宽基指数如上证综指、沪深 300、创业板指等均收获了较为可观的涨幅，整体公募机构的收益率表现较好，且由于各行业和个股之间的高度分化，公募机构收益率排名具有较明显的区分度，我们认为在这样的条件下，“保收益”或成为四季度（尤其 11-12 月）公募机构主要的行为选择。

研究结论总结

公募机构由于相对收益排名、年度考核等机制的特殊性，导致其行业配置行为在临近年末时具有一定的可预测性。在 10 月三季报数据披露完全后，进入 11-12 月，一方面，市场处于经济和财报数据的相对空窗期；另一方面，主要投资机构临近年末考核期而同时又面临新一年的布局准备工作，在这样增量信息相对空窗期的背景下，主力资金的之间或内部的博弈行为或成为影响市场指数或行业轮动的关键变量，因而也使得四季度的行情特征演绎呈现出一定的季节性特征。

历史统计数据表明，2010 年以来，公募机构的年末的调仓行为对于行业配置有着较为显著的影响，公募机构的加减仓行为与前三季度 A 股市场表现具有一定相关关系，同时公募机构的行为或对行业风格产生较显著的影响，我们总结 Q4 行业轮换效应大致呈现以下三种情形：1) 博排名，对应配置估值较低、弹性较好的“期权”品种；2) 保收益，对应减仓年内涨幅较高的板块，转向估值相对较低的“稳定”品种；3) 布局来年，对应配置符合来年产业趋势的“动量”品种。

从行情表现来看，复盘 2010-2019 历史数据，从宽基指数维度，Q4 主要指数市场上涨概率高于前三季度，其中沪市上涨概率高于深市、大盘龙头上涨概率高于中小盘。从风格维度，呈现出“Q1 成长→Q2 消费→Q3 成长→Q4 金融/周期”的季度性风格切换效应，Q4 金融和周期的风格相对较明显。从行业维度，Q4 家电、非银金融、银行、建材以及建筑等行业同时录得绝对收益、超额收益（相对万得全 A）的概率均较高（均在 60%及以上）。

从资金主力来看，复盘 2010-2019 历史数据，金融和周期主要是估值驱动，而周期则是估值驱动、盈利负贡献，并且对比三季度，四季度金融和周期均呈现拔估值的现象。我们认为这种拔估值现象印证了四季度价值行业特征主要是资金面的驱动，根据我们测算，杠杆资金、险资是 Q4 增量资金主要来源，其中险资偏好也是低估值蓝筹。此外，2020 年以来，公募新发行基金已成为 A 股增量资金的绝对主力，预计 2020Q4 公募定价权相对提高。

总结来看，随着今年以来公募基金成为增量资金的绝对主力，其在 2020Q4（尤其 11-12 月）可能发生的调仓行为影响或加大。同时结合宏观、流动性和企业盈利背景为“货币政策中性偏紧+信用环境偏宽+企业盈利上行”的组合，2020Q4 大部分价值股板块企业盈利有望持续改善，叠加今年前三季度公募机构整体收益率较好且方差较大，机构行为有望转向“保收益”，机构进一步调仓至估值相对较低且行业景气向上的价值品种。**在此背景下，我们预计低估值、偏价值的风格或得到进一步强化，而估值处于较高历史分位的消费、科技或制造龙头等可能面临一定的减仓风险。**

风险提示

(1) 本篇报告数据样本基于 2010-2019 年的历史数据统计，实际情况可能与样本的统计结果存在偏差，未来基于此做出的投资建议，可能存在一定风险；

(2) 在本篇报告的资金面分析和测算的框架中，是基于中性条件假设下，但 2020 四季度实际可能存在超预期的增量资金因素加剧市场波动；

(3) 疫情超预期导致全球产能收缩，全球大宗商品和粮价上涨，通胀超预期导致国内流动性收紧风险；

(4) 中美关系、美国大选、地缘政治等因素在四季度依然存在较大的不确定性，导致海外市场 and 北向资金的波动加大。

免责声明

分析师声明

本人，张馨元、钱海、胡健，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张馨元、钱海、胡健本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司