

震荡环境下的 A 股市场展望——2021 年金工策略报告

报告日期: 2020-11-12

分析师: 严佳炜

执业证书号: S0010520070001

邮箱: yanjw@hazq.com

分析师: 朱定豪

执业证书号: S0010520060003

邮箱: zhudh@hazq.com

联系人: 吴正宇

执业证书号: S0010120080052

邮箱: wuzy@hazq.com

联系人: 钱静闲

执业证书号: S0010120080059

邮箱: qianjx@hazq.com

相关报告

1.《高频视角下成交额蕴藏的 Alpha——市场微观结构剖析之七》2020-06-10

2.《信息提纯,寻找高质量反转因子——市场微观结构剖析之八》2020-07-23

3.《留存收益、投入资本视角下的估值因子改进——量化基本面系列报告之一》2020-08-21

4.《昼夜分离:隔夜跳空与日内反转选股因子——市场微观结构剖析之九》2020-09-01

5.《成长因子再升级:盈利加速度——量化基本面系列报告之二》2020-09-22

主要观点:

我们从市场情绪、基本面、风格、资金面、日历效应、基金持仓等多维度对市场进行展望,当前至 2021 年一季度,大概率会呈现宽幅震荡环境,顺周期行业或有结构性行情。

● 市场情绪保守,风险较低

从市场情绪来看,自 2020 年 7 月,情绪指标与日均换手率冲高回落,截止 2020 年 10 月 23 日,情绪 PSY 指标为 41.67,日换手率为 0.82%。此外,两个指标均处于自 2019 年以来的阶段性低位,反映出市场情绪相对保守,交易意愿冷淡,投资者整体处于观望状态。从“华安风险预警指数”来看,近期波动有所加剧,说明市场处于整理期中,未来走势并不明朗,从绝对数值来看市场风险仍在可接受范围内浮动,向下空间不大。

● 结构性估值高位,盈利稳步回升

当前市场大中盘宽基指数结构性估值较高,但在经济复苏的环境下,盈利增速自 2020 年 Q1 后稳步回升,预计估值在未来会逐步消化。

● 资金面整体较平稳

北向资金趋于震荡,杠杆资金上升速度放缓,解禁规模时点性增大,科创板,创业板注册制的施行导致 IPO 加速,短期或对市场造成一定的压力,但长期来看,市场定价效率变高,投资者能够分享优质公司的成长红利。

● A 股年末至一季度日历效应凸显

11 月中证 500、1000 指数有较佳表现,而 12 月中证 100、沪深 300 表现较佳。次年一季度市场受春节效应和政策性会议的刺激,市场整体呈现“春节”红包行情;行业层面,业绩稳定的早周期行业年末表现出色,而 TMT、消费行业受流动性宽松及春节影响在一季度表现较好。

● 市场风格研判

从市场风格来看,短期低估值或将反弹,在去散户化、结构性分化、龙头集中愈发明显的趋势下,长期看好成长、低波、低换手风格,而小市值未来难以重现早年的强势之姿。

● 基金三季报概览

过去的两年是公募主动基金的高光之年,基金赎回买新行为导致市场风格演绎极致化,结构性行情下抱团为主动偏股基金贡献了大量的超额收益。基金的赚钱效应吸引了大量资金流入,整体规模和持有权益市值快速提升,加快了去散户化的进程,机构话语权进一步提升,长期利好权益市场。2020Q3 主动基金超额回报收敛,配置极端行业集中程度有所下降,医药行业遭遇大幅减持,转而增配业绩预期向好,估值区间合理的中游制造板块,但行业龙头集中趋势不减。

● 风险提示

宏观环境不确定性风险;政策风险;经济下行风险。

正文目录

1 当前市场情绪保守，风险较低	5
1.1 现阶段市场情绪处于相对低位	5
1.2 当前市场风险可控，向下空间不大	5
2 结构性估值高位，盈利稳步回升	6
3 市场风格研判	7
3.1 短期看好低估值，长期偏好成长	7
3.2 小市值难显“当年之勇”	7
3.3 长期偏好低换手、低波风格	8
4 资金面整体较为平稳	8
4.1 陆股通买入成交净额趋于震荡	8
4.2 新股市场：注册制下的 IPO 加速	9
4.3 杠杆资金上升放缓	10
4.4 解禁规模上升，市场或将承压	10
5 A 股市场日历效应显著	11
5.1 关注 12 月大盘价值以及一季度“春节红包”行情	11
5.2 年末低估值板块大概率上涨，消费、TMT 一季度行情较好	12
5.3 年末关注小市值、低估值、高盈利、低波动、低换手	13
6 公募市场三季度概览	13
6.1 行业主题 ETF 规模居高不下	13
6.2 偏股基金规模 Q3 持续高增长，“买股票不如买基金”	14
6.3 基金市场“赎旧买新”情绪加剧	15
6.4 主板配置回升，创业板配置下调	16
6.5 极端行业集中度缓解，抱团龙头持续	17
6.6 食品饮料增配，医药行业降温明显	19
6.7 新能源与白酒龙头获得市场广泛青睐	21
7 结论	23
风险提示：	23

图表目录

图表 1 情绪 PSY 指标与日换手率历史走势图	5
图表 2 情绪 PSY 指标与日换手率分位数	5
图表 3 上证指数周度市场风险预警指数历史走势	6
图表 4 主要宽基指数月度市场风险预警指数走势	6
图表 5 宽基指数估值水平 (市盈率 TTM)	6
图表 6 宽基指数盈利增速 (归母净利润同比增长率)	6
图表 7 申万一级行业估值盈利水平	7
图表 8 价值因子表现	7
图表 9 成长因子表现	7
图表 10 市值因子表现	8
图表 11 低波因子表现	8
图表 12 流动性因子表现	8
图表 13 陆股通累计买入成交净额与当天成交额	9
图表 14 月度 IPO 规模和数量	9
图表 15 2020 年 10 月 IPO 开板涨跌幅	10
图表 16 2020 年 10 月 IPO 上市发行 PE 与最新市场 PE	10
图表 17 两融余额与两融占 A 股流通市值趋于震荡	10
图表 18 两融交易额与两融交易额占比	10
图表 19 解禁市值和上证综指走势	11
图表 20 解禁市值规模明显增加	11
图表 21 宽基指数各月涨跌幅均值 (2007.1.1-2020.9.30)	11
图表 22 宽基指数各月胜率 (2007.1.1-2020.9.30)	11
图表 23 宽基指数分段涨跌幅均值 (2007.1.1-2020.9.30)	12
图表 24 宽基指数分段胜率 (2007.1.1-2020.9.30)	12
图表 25 申万一级行业 11 月、12 月、一季度涨跌幅、胜率	13
图表 26 风格因子 11 月、12 月、一季度表现	13
图表 27 分类 ETF 规模变动	14
图表 28 ETF 分类规模 (2020/10/23)	14
图表 29 偏股型基金规模增长	14
图表 30 偏股型基金股票市值迅速扩张	14
图表 31 主动股基相对沪深 300 收益	15
图表 32 2020Q3 主动股基收益排名	15
图表 33 偏股基金的仓位变动	15
图表 34 2020Q3 申购情绪极高	16
图表 35 2020 新基金发行规模大	16
图表 36 2020 超百亿新发基金明细 (截止 2020/10/23)	16
图表 37 偏股基金的板块配置变动	17
图表 38 偏股基金指数内配置比例	17
图表 39 偏股基金行业板块配置	18
图表 40 行业间抱团与行业内抱团	18
图表 41 中信 30 行业配置占比	19

图表 42 中信 30 行业配置历史分位数	20
图表 43 2020Q3 分行业详细变动	21
图表 44 2020Q3 个股配置比例排名 TOP20	22
图表 45 2020Q3 个股流通市值比例排名 TOP20	22

1 当前市场情绪保守，风险较低

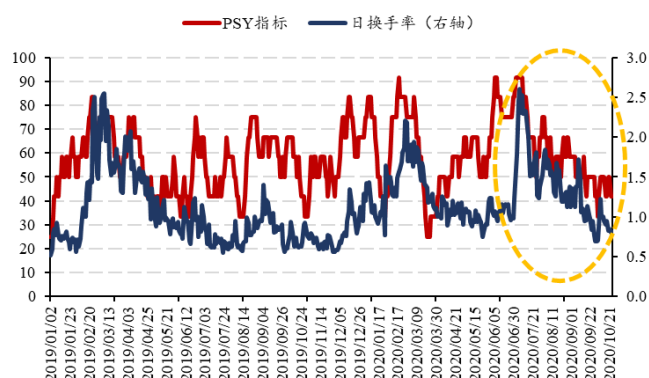
1.1 现阶段市场情绪处于相对低位

我们通过情绪 PSY 指标和上证指数的日换手率来表征投资者的交易情绪和市场的活跃程度。情绪 PSY 指标主要反映市场中投资者中短期的超买和超卖力量的博弈，其计算方法为 $(N \text{ 日内上涨天数}/N) \times 100$ ，N 一般选取为 12 天，因此 PSY 指标的浮动范围为 0-100，50 为多空双方的分界线，指标大于 50 说明多头占据优势，指标小于 50 说明空头占据优势。自 2020 年 7 月初以来，PSY 指标冲高回落，由 90 的高位降至 40 左右，空头力量较为强势，市场情绪低落。截止 2020 年 10 月 23 日，PSY 指标为 41.67，并且在过去数周之内在 40-50 附近小幅震荡，体现出投资者对市场未来走势仍持观望态度，整体市场情绪不高。

我们亦通过上证指数的日换手率来判断市场投资者的交易意愿，基本与 PSY 指标的趋势保持一致，近几个月的下滑较为明显，截止 2020 年 10 月 23 日，日换手率为 0.82%，市场交易活跃度相对一般。

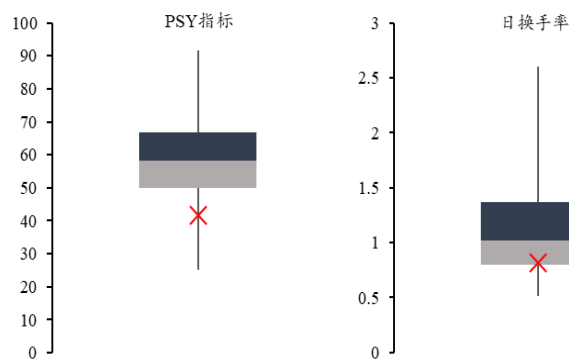
另外，从分位数来看，两个指标也处于自 2019 年以来的阶段性低位，反映出市场情绪相对保守，交易意愿冷淡，投资者整体处于观望状态。

图表 1 情绪 PSY 指标与日换手率历史走势图



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 情绪 PSY 指标与日换手率分位数



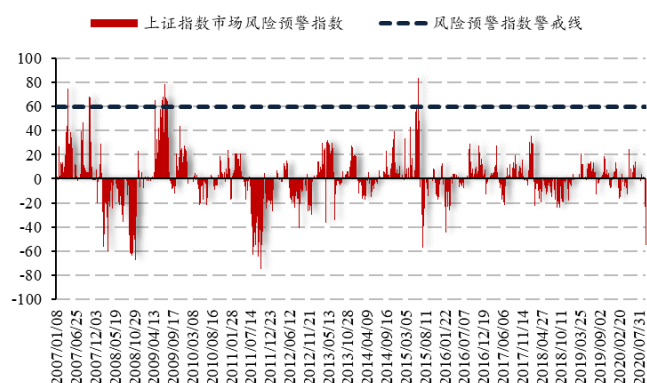
资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 当前市场风险可控，向下空间不大

市场风险方面，华安证券金融工程团队开发了“市场拐点风险预警指标”，从市场幂律周期波动角度，分析指数价格走势，能够客观地对拐点风险进行评估预警，并且有一定的领先性，是市场拐点的前瞻指标。

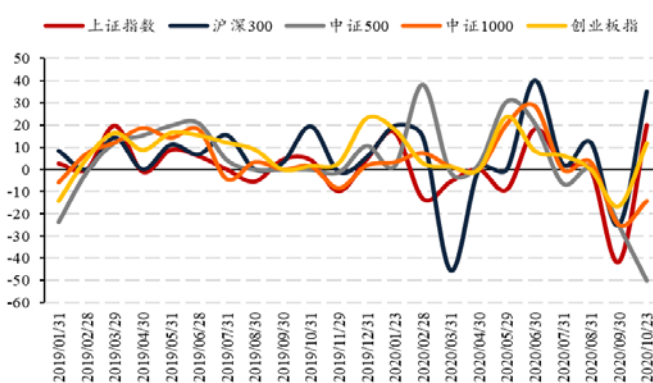
近期，风险预警指数的波动有所加剧，震荡区间在-40-40 范围内，说明近期市场整体处于宽幅震荡中，未来走势并不明朗，进一步验证投资者观望情绪仍占主导。而从绝对数值来看，2019 年以来月度市场风险预警指数均未跨越历史警戒线(60)，风险水平仍在可接受范围内浮动，向下空间不大。各宽基指数中，沪深 300 代表的蓝筹股风险相对较大，而中证 500 对应的中小市值成长股风险最小。

图表3 上证指数周度市场风险预警指数历史走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表4 主要宽基指数月度市场风险预警指数走势



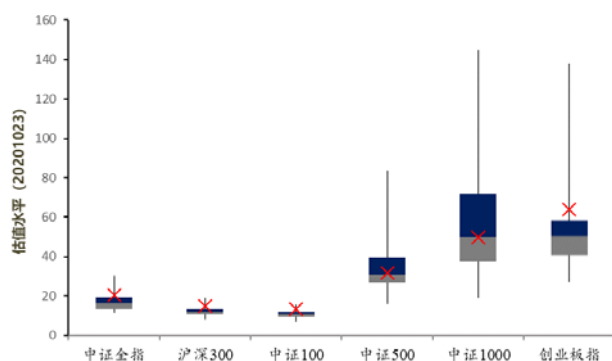
资料来源: wind, 华安证券研究所

2 结构性估值高位, 盈利稳步回升

截止 2020 年 10 月 23 日, 中证全指、沪深 300、中证 100、中证 500、中证 1000 和创业板指的 PE 分别为 20.3/15.0/13.4/31.6/49.6/63.8 倍。大盘蓝筹股 (沪深 300、中证 100)、创业板指的估值 PE(TTM) 目前处于 2011 年以来的相对较高水平, 而中证 500 以及中证 1000 指数的估值水平处于历史中游水平。

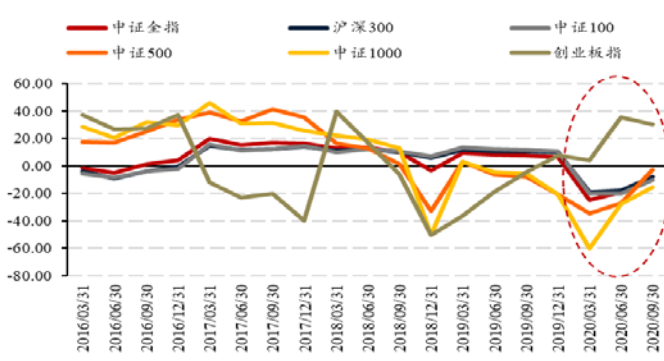
此外, 从盈利增速来看, 市场在经历了今年年初疫情的冲击后已逐步复苏, 指数归母净利润同比增速自一季度触底反弹, 在国内经济生产不断回归正轨的过程中盈利增速有望进一步回升。截止今年三季度, 除创业板指在中报大幅增长后小幅回落外, 其余指数盈利增速自一季度均持续上扬, 全市场 (中证全指) 的归母净利润同比增长率由-24.92%升至 Q3 的-7.76%。

图表5 宽基指数估值水平 (市盈率 TTM)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表6 宽基指数盈利增速 (归母净利润同比增长率)



资料来源: wind, 华安证券研究所

此外, 从行业层面来看, 15 个行业的估值水平处于历史中位数以上, 其余 13 个行业的估值水平处于历史中位数以下, 其中农业、房地产、建筑、建材等行业当前估值处于历史上较低水平, 而休闲服务、汽车、家电、食品饮料、医药等已达历史估值高位。

根据 2020 年三季度申万一级行业的盈利增速, 大部分行业在疫情冲击下盈利同比增速出现一定下滑, 但相较今年 Q1 和 Q2 回暖迹象明显, 盈利增速有望逐步回归至正常水平。

图表7 申万一级行业估值盈利水平

申万一级行业	PE(TTM)	2011年以来分位数	归母净利润同比增速(%)			申万一级行业	PE(TTM)	2011年以来分位数	归母净利润同比增速(%)		
			2020Q1	2020Q2	2020Q3				2020Q1	2020Q2	2020Q3
休闲服务	143.77	98.62%	-151.80	-123.04	-88.28	有色金属	43.38	52.37%	-57.30	-34.53	-10.91
汽车	30.53	98.57%	-83.49	-31.26	-5.09	商业贸易	25.06	49.90%	-73.28	-45.22	-48.90
家用电器	24.43	98.41%	-52.41	-31.79	-15.51	综合	40.93	48.38%	24.99	3.26	46.93
食品饮料	46.11	98.28%	-0.17	10.12	12.42	机械设备	29.99	48.30%	-46.58	8.38	19.78
医药生物	48.83	91.78%	-17.49	10.37	21.89	传媒	40.96	45.20%	-52.89	-33.43	-24.03
计算机	75.09	86.45%	-121.13	-47.07	-36.13	通信	40.40	41.54%	-56.14	-20.98	-9.24
纺织服装	37.56	84.43%	-80.57	-54.01	-54.81	公用事业	20.40	35.08%	-29.35	4.29	17.06
交通运输	23.50	79.94%	-124.51	-100.44	-73.54	采掘	15.20	28.62%	-89.40	-80.82	-30.47
银行	6.98	69.79%	5.50	-9.41	-7.90	钢铁	14.55	25.47%	-41.96	-35.56	-13.83
非银金融	19.53	68.53%	-23.68	-23.50	-6.49	轻工制造	27.06	25.47%	-33.66	-21.15	-8.75
电气设备	42.30	64.67%	-13.58	22.04	42.21	建筑材料	14.81	24.17%	-36.30	3.60	5.44
化工	30.85	61.56%	-111.46	-73.77	-21.81	建筑装饰	10.01	13.22%	-30.41	-8.81	-0.42
电子	52.11	60.93%	-12.43	13.79	24.39	房地产	9.28	8.43%	-42.57	-19.66	-12.82
国防军工	72.70	57.83%	65.60	5.89	13.92	农林牧渔	17.38	0.04%	389.19	184.04	124.33

资料来源: wind, 华安证券研究所

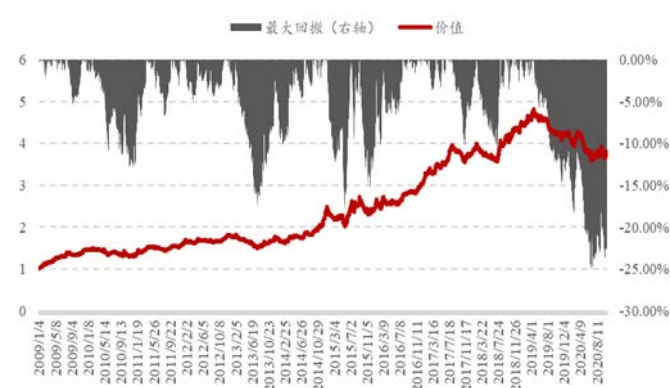
3 市场风格研判

3.1 短期看好低估值，长期偏好成长

低估值组的股票在历史上整体优于高估值个股，表现相对较为稳定，而自 2019 年 5 月起，价值因子发生了幅度最大、时间最长的一次回撤，这和机构抱团、结构性行情密切相关。而成长因子（盈利同比增速）整体表现相对稳健，体现了其基本面逻辑的稳定性。

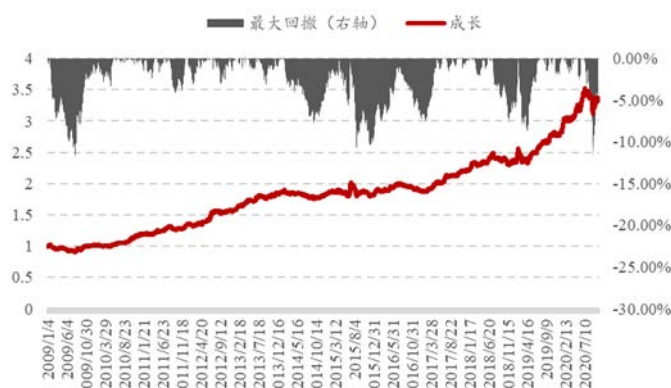
由于 A 股日历效应、年末风格切换等因素，短期内看好低估值反弹，而长期来看，医药、消费、TMT 行业自 2019 年年中至今的上涨趋势还未显现终止的信号，因此在行业表现的分化趋势下，叠加表现较好的行业为行业内高估值个股的行业，导致市场仍偏向成长风格。

图表8 价值因子表现



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表9 成长因子表现

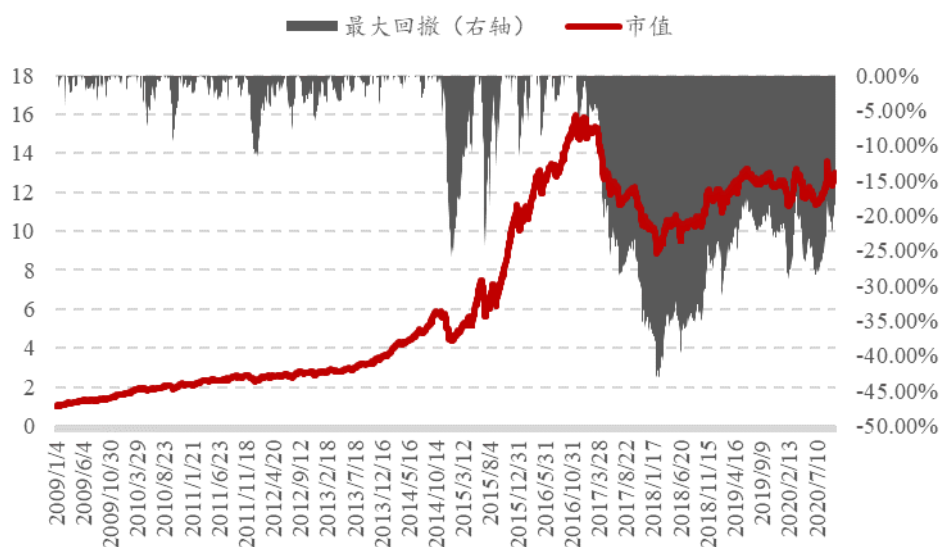


资料来源: wind, 华安证券研究所

3.2 小市值难显“当年之勇”

历史上，小市值风格无疑占优，但在 2017 年后，供给侧改革、资源向行业内龙头靠拢，小市值因子发生大幅回撤，市场更偏好龙头股。当前，市场 IPO 加速，龙头集中效应显著，小市值长期来看难以重现早年的强势之态。

图表 10 市值因子表现

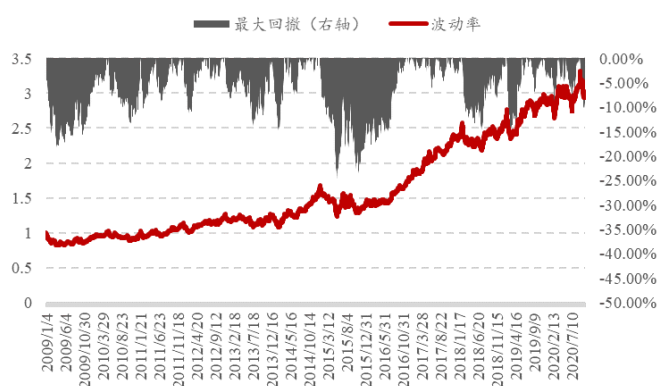


资料来源：wind，华安证券研究所

3.3 长期偏好低换手、低波风格

历史上，波动率和换手率都是选股能力较为稳定的因子，在市场下跌的时候扮演着“防御性”因子的角色，而在市场上涨的时候也有不俗的表现。然而，大小盘风格的稳定性，市场的投机性和股票收益的离散程度都会影响价值因子的表现，两个因子在 2014 年底和 2018 年初均发生了一定幅度回撤，且 2019 年至今出现了波动小幅加剧的现象。短期来看，市场阶段性的投机行为可能导致高风险（高波动、高换手）的股票股价被推高，偏离其真正的价值。而未来在龙头效应集中的趋势下，长期利好低换手、低波因子。

图表 11 低波因子表现



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 流动性因子表现



资料来源：wind，华安证券研究所

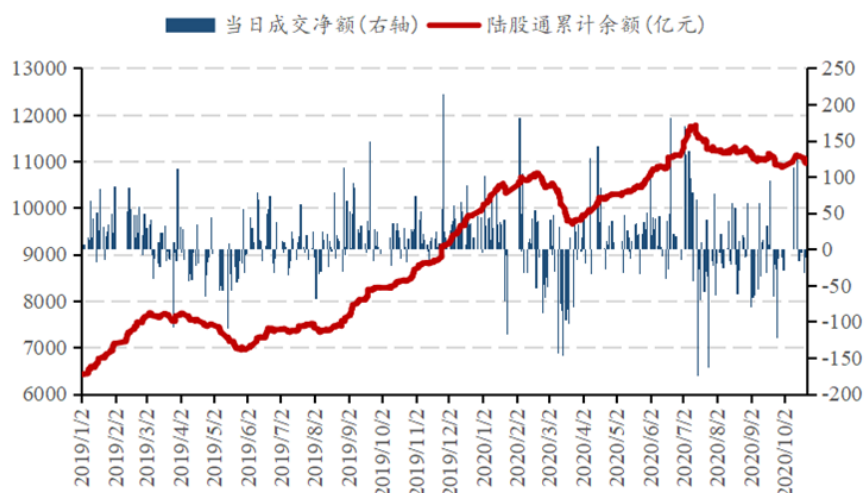
4 资金面整体较为平稳

4.1 陆股通买入成交净额趋于震荡

陆股通累计买入成交净额自 2019 年初以来一直呈上升趋势，从 2019 年初的 6420.88 亿元上升至 2020 年 2 月份高点 10704.24 亿元，累计涨幅达 66.7%，而在

2020 年一季度疫情爆发后受悲观情绪影响,在 3 月出现明显下跌,累计下跌 9.8%。随着中国经济复苏以及国外疫情爆发,大量资金涌入中国市场,使得陆股通累计余额一路快速上涨,至同年 7 月达到顶点 11745.37 亿元。随着 A 股热点板块估值相对较高,波动加剧,赚钱效应下降,北向资金增速明显放缓。现趋于震荡,北向资金层面表明市场未来行情不明朗。

图表 13 陆股通累计买入成交净额与当天成交额

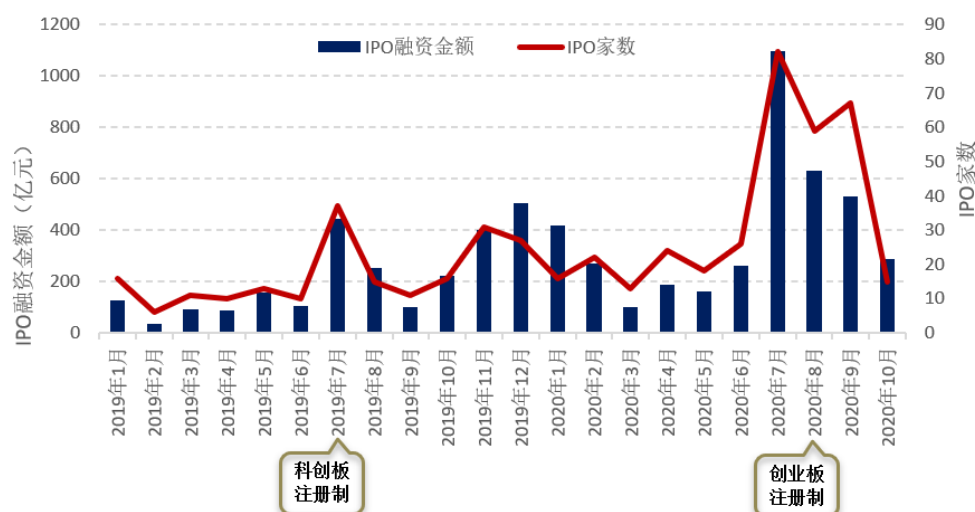


资料来源: wind, 华安证券研究所

4.2 新股市场: 注册制下的 IPO 加速

注册制下,企业上市标准多元化,2019 年 7 月开始市场 IPO 数量和规模有显著提升,2020 年 7 月市场 IPO 规模超 1000 亿元。市场 IPO 加速一方面增厚了基金的打新收益,另一方面也存在虹吸效应,对市场资金造成了一定压力,资金流向有分化。

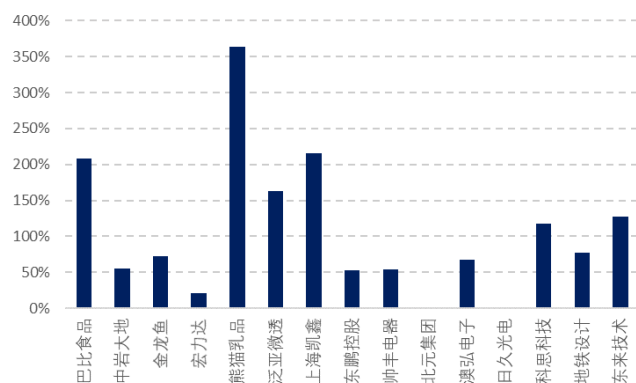
图表 14 月度 IPO 规模和数量



资料来源: wind, 华安证券研究所

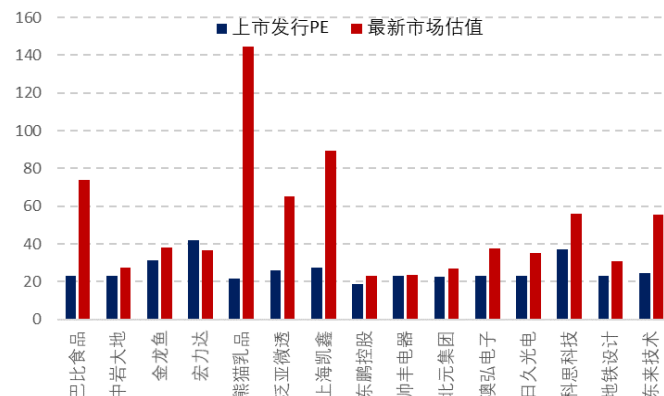
优质的 IPO 公司获得上百上千的超额认购倍数，受到资金强烈追捧，新股上市首次开板涨跌幅差距较大，且在上市后持续发力，估值抬升。注册制背景下，IPO 市场定价效率更高，投资者能够分享优质公司的成长红利。

图表 15 2020 年 10 月 IPO 开板涨跌幅



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 2020 年 10 月 IPO 上市发行 PE 与最新市场 PE



资料来源：wind，华安证券研究所

4.3 杠杆资金上升放缓

两融余额自 2019 年初低点以来一直持续上涨。截止至 2020 年 6 月之前，两融余额上涨较为平稳，在一年半内累计涨幅 48.39%，而在 2020 年 7 月有一波杠杆资金入市，开始加速上涨，自 7 月初的 11761 亿元上涨至月末的 14491 亿元，月内涨幅达 23.29%。当前两融余额约占市场流通市值 2.57%，处于历史高位，但杠杆资金入市趋势放缓。

场内，两融交易额也呈类似趋势，自 2020 年 7 月上涨以来成交额与其 A 股成交额占比均较为低迷，两融成交额离 7 月高点下跌近 75%，其占 A 股成交额占比也从 12.7% 下跌至 7.52%，累计下跌约 40%，杠杆资金流入放缓暗示市场赚钱效应下降，投资者情绪开始降温，未来大盘趋势并不明朗，可能出现宽幅震荡格局。

图表 17 两融余额与两融占 A 股流通市值趋于震荡



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 两融交易额与两融交易额占比



资料来源：wind，华安证券研究所

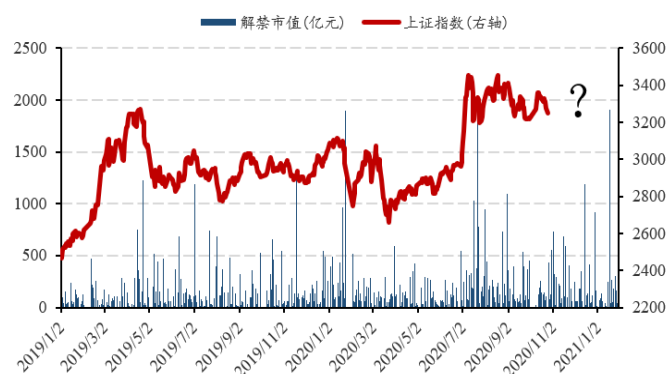
4.4 解禁规模上升，市场或将承压

由于解禁会使减持预期升温，在大多数解禁高峰期后，上证综指在短期内均发

生了回调。

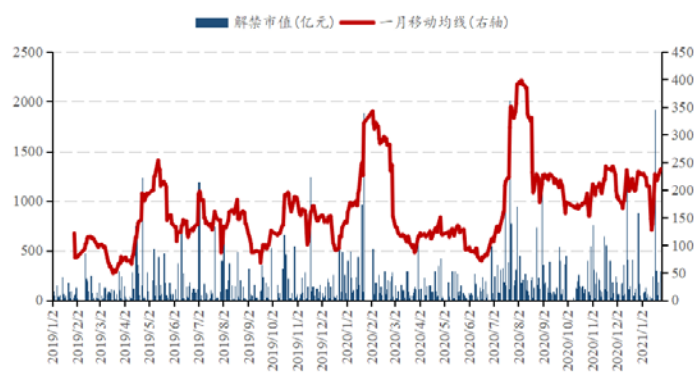
2020年7月起，A股市场解禁市值规模明显增加，投资者普遍担心解禁及其伴随的减持压力抬升可能会对市场资金面带来影响。截止至2021年1月末，未来的解禁压力虽已从2020年7月高点下滑约50%，但整体仍略高于2020年7月前均值，这很有可能对市场资金面产生一定的负面影响。而在2021年1月末市场将迎来新一轮解禁高峰期，值得警惕。

图表 19 解禁市值和上证综指走势



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 解禁市值规模明显增加



资料来源：wind，华安证券研究所

5 A股市场日历效应显著

5.1 关注12月大盘价值以及一季度“春节红包”行情

自2007年1月1日至2020年9月30日，无论从涨跌幅还是胜率（正收益年份数/总年份数）来看，11月中证500、1000指数有较佳表现，而12月中证100、沪深300表现较佳。次年一季度市场受春节效应和政策性会议的刺激，市场整体呈现“春节”红包行情。

从分月度表现来看，各宽基指数在2月的胜率均高于50%，中证100、沪深300、中证500、中证1000和上证综指的月胜率分别为57.14%、64.29%、85.71%、85.71%和64.29%，而平均涨跌幅分别为1.28%、2.64%、6.84%、7.95%和1.98%。

图表 21 宽基指数各月涨跌幅均值（2007.1.1-2020.9.30）

月份	中证100	沪深300	中证500	中证1000	上证综指
1月	-0.33%	-0.15%	0.83%	0.50%	-1.59%
2月	1.28%	2.64%	6.84%	7.95%	1.98%
3月	0.84%	1.10%	2.96%	4.48%	1.13%
4月	3.93%	3.70%	2.69%	2.09%	2.94%
5月	-0.84%	-0.39%	1.20%	2.01%	-0.55%
6月	-2.12%	-2.69%	-4.75%	-4.87%	-3.32%
7月	3.25%	3.68%	4.72%	4.16%	3.18%
8月	-2.06%	-2.35%	-2.00%	-1.48%	-2.20%
9月	0.14%	0.15%	-0.39%	-0.61%	0.15%
10月	1.65%	1.15%	-0.83%	-0.70%	1.20%
11月	-0.01%	0.18%	1.90%	2.82%	-0.15%
12月	4.19%	3.58%	1.90%	1.41%	2.51%

资料来源：wind，华安证券研究所

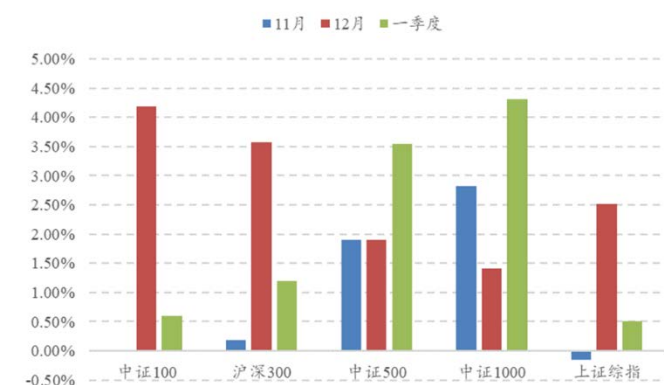
图表 22 宽基指数各月胜率（2007.1.1-2020.9.30）

月份	中证100	沪深300	中证500	中证1000	上证综指
1月	50.00%	50.00%	57.14%	42.86%	50.00%
2月	57.14%	64.29%	85.71%	85.71%	64.29%
3月	57.14%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
4月	64.29%	57.14%	35.71%	35.71%	42.86%
5月	42.86%	57.14%	50.00%	50.00%	42.86%
6月	35.71%	42.86%	50.00%	42.86%	50.00%
7月	64.29%	71.43%	71.43%	57.14%	71.43%
8月	35.71%	42.86%	50.00%	57.14%	50.00%
9月	57.14%	64.29%	57.14%	57.14%	57.14%
10月	69.23%	69.23%	46.15%	53.85%	69.23%
11月	53.85%	53.85%	61.54%	61.54%	46.15%
12月	61.54%	53.85%	53.85%	46.15%	46.15%

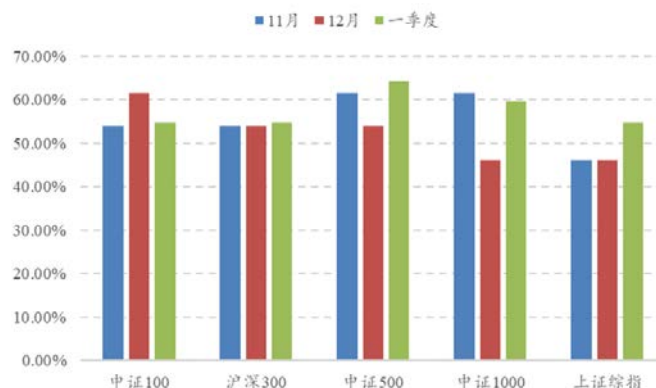
资料来源：wind，华安证券研究所

从宽基指数的日历效应观察, 11月关注中小盘成长股行情, 12月关注大盘蓝筹股行情, 一季度往往有“春节红包”行情, 其中中证100在12月的平均涨跌幅为4.19%, 而中小盘股票(中证500和中证1000)在11月的胜率均为61.54%, 涨跌幅均值分别为1.9%和2.82%, 表现较为出色。

图表 23 宽基指数分段涨跌幅均值 (2007.1.1-2020.9.30) 图表 24 宽基指数分段胜率 (2007.1.1-2020.9.30)



资料来源: wind, 华安证券研究所



资料来源: wind, 华安证券研究所

5.2 年末低估值板块大概率上涨, 消费、TMT 一季度行情较好

从行业层面看, 在经济向好的环境下, 业绩稳定的板块会出现估值切换, 非银金融、银行等稳定的早周期行业在11月、12月表现优异, 其中非银金融行业在11月、12月的平均涨跌幅为7.39%和7.91%, 胜率为83%和50%。而建筑、建材等行业受年底需求旺盛等原因, 一般也会表现较佳。

随着年初流动性相对宽松(央行政策性调整以应对节前的需求提升), 且受春节影响, 对流动性环境敏感的TMT板块以及部分消费行业在一季度表现较好, 计算机、电子、休闲服务、医疗生物等行业在一季度的胜率和涨跌幅较高。

图表 25 申万一级行业 11 月、12 月、一季度涨跌幅、胜率

申万一级行业	11月平均涨跌幅	12月平均涨跌幅	一季度平均月涨跌幅	11月胜率	12月胜率	一季度胜率
非银金融	7.39%	7.91%	0.31%	83.33%	50.00%	45.00%
建筑装饰	3.77%	4.69%	1.54%	50.00%	50.00%	45.00%
建筑材料	3.75%	3.58%	2.88%	100.00%	50.00%	70.00%
银行	3.36%	5.02%	-0.20%	66.67%	50.00%	45.00%
电子	3.17%	1.45%	3.76%	69.23%	46.15%	66.67%
农林牧渔	2.93%	2.25%	3.05%	61.54%	53.85%	59.52%
机械设备	2.73%	0.47%	1.71%	66.67%	50.00%	55.00%
通信	2.62%	1.20%	2.35%	66.67%	50.00%	50.00%
计算机	2.53%	-2.36%	5.03%	66.67%	33.33%	60.00%
电气设备	2.38%	0.14%	2.09%	83.33%	33.33%	55.00%
医药生物	2.24%	1.47%	2.68%	61.54%	61.54%	64.29%
食品饮料	2.00%	3.36%	0.84%	69.23%	61.54%	50.00%
传媒	1.98%	-0.93%	2.05%	66.67%	33.33%	50.00%
家用电器	1.84%	4.87%	2.97%	53.85%	76.92%	59.52%
休闲服务	1.83%	2.33%	2.86%	53.85%	61.54%	59.52%
轻工制造	1.81%	1.55%	3.11%	53.85%	46.15%	52.38%
汽车	1.70%	1.38%	1.39%	83.33%	50.00%	55.00%
房地产	1.05%	2.30%	2.35%	53.85%	46.15%	52.38%
纺织服装	1.00%	2.03%	3.33%	61.54%	53.85%	57.14%
公用事业	0.83%	1.95%	0.95%	53.85%	30.77%	50.00%
钢铁	0.61%	3.11%	0.78%	53.85%	53.85%	57.14%
商业贸易	0.38%	2.99%	1.63%	53.85%	61.54%	59.52%
化工	0.31%	1.90%	2.12%	46.15%	46.15%	54.76%
交通运输	-0.06%	1.69%	1.39%	46.15%	53.85%	61.90%
有色金属	-1.04%	2.23%	2.30%	53.85%	61.54%	54.76%
国防军工	-1.22%	0.22%	1.95%	33.33%	33.33%	65.00%
采掘	-1.83%	1.14%	0.01%	53.85%	53.85%	50.00%

资料来源：wind，华安证券研究所

5.3 年末关注小市值、低估值、高盈利、低波动、低换手

从风格层面来看，临近年末，特别是在 12 月，低估值、高盈利、低波动、低换手的风险较低具有安全边际的股票受到市场的青睐，涨跌幅均值和胜率表现都较为优异；小市值风格在 11 月以及次年一季度表现较为强势，胜率分别为 63.64%和 69.44%；此外，“强者恒强”的局面在年末（12 月）大概率受到影响，一些强势个股会发生一定幅度的回调，呈现反转效应，从历史统计来看反转因子多空收益在 12 月的胜率高达 90.9%。

图表 26 风格因子 11 月、12 月、一季度表现

平均月涨跌幅	价值	beta	盈利	杠杆	市值	非线性市值	波动率	流动性	成长	反转
一季度	1.16%	0.90%	0.86%	-0.54%	2.46%	-1.15%	-0.17%	-0.04%	0.62%	2.42%
11月	1.38%	-1.48%	1.04%	0.64%	3.42%	-0.40%	2.20%	0.59%	0.41%	1.06%
12月	3.46%	0.59%	2.95%	-0.47%	-0.76%	2.40%	2.54%	3.35%	1.40%	1.85%
胜率	价值	beta	盈利	杠杆	市值	非线性市值	波动率	流动性	成长	反转
一季度	61.11%	61.11%	61.11%	38.89%	69.44%	33.33%	44.44%	55.56%	58.33%	63.89%
11月	63.64%	36.36%	81.82%	63.64%	63.64%	45.45%	81.82%	63.64%	72.73%	54.55%
12月	72.73%	54.55%	90.91%	54.55%	63.64%	63.64%	81.82%	81.82%	81.82%	90.91%

资料来源：wind，华安证券研究所

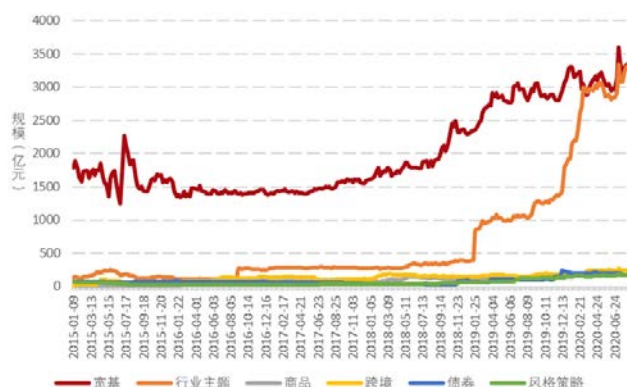
6 公募市场三季度概览

6.1 行业主题 ETF 规模居高不下

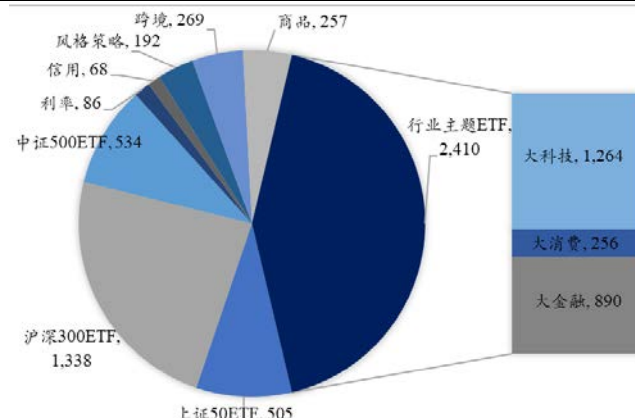
ETF 市场上，规模扩张主要发生在 2019 年。2019 年，行业主题型 ETF 规模爆发，后来者居上，2020 年整体规模已与宽基类 ETF 基本持平。截止 2020/10/23，ETF 规模约 2410 亿，其中科技主题占据 52.45%，科技类 ETF 是投资科技板块的

有效工具，其 BETA 大，跟踪误差小的特点受到市场追捧。

图表 27 分类 ETF 规模变动



图表 28 ETF 分类规模 (2020/10/23)



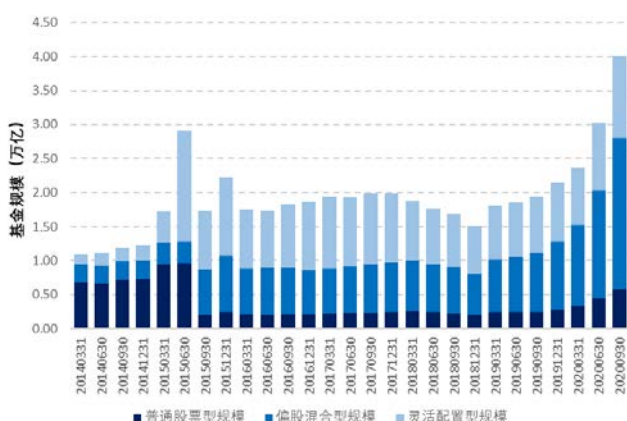
资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

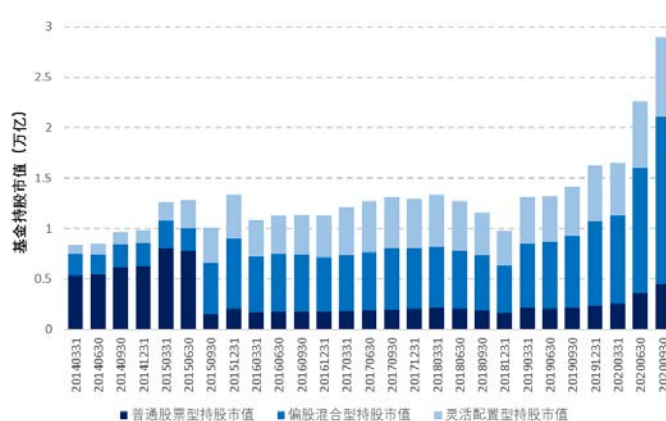
6.2 偏股基金规模 Q3 持续高增长，“买股票不如买基金”

2020Q3，偏股型基金规模持续扩张，我们将普通股票型+偏股混合性+灵活配置型定义为偏股型基金，共计 2800 多只。截止 2020Q3，偏股型基金规模达到 4.01 万亿，相比 2020Q2 增长了 32.76%，规模扩张速度远大于被动型基金。并且随着规模的扩张，偏股型基金整体持股市值也大幅上升，2020Q3 权益市值约 2.89 万亿元，相比 2020Q2 上升 28.13%，而 2018Q4 权益市值仅 0.98 万亿元，已实现连续 7 个季度地快速增长。偏股基金赚钱效应在 2020 年很强，越来越多的投资者秉承着“买股票不如买基金”的理念，市场去散户化进程加快，公募话语权的不断提高，长期利好 A 股市场投资者结构。

图表 29 偏股型基金规模增长



图表 30 偏股型基金股票市值迅速扩张



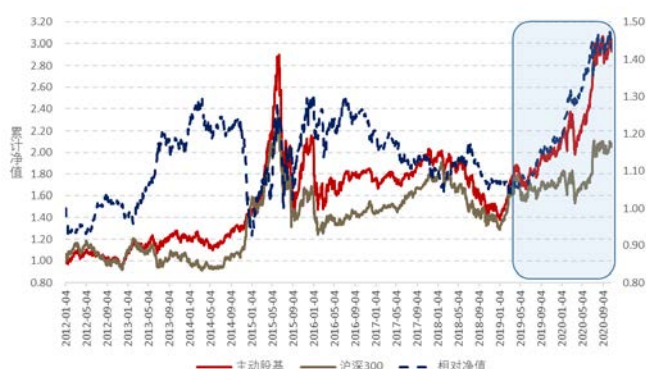
资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

近两年来股市收益分化加剧，市场迎来结构性行情。偏股型基金在 2019、2020 年上半年表现十分亮眼，大幅跑赢市场，2020 上半年主动股基收益率为 25%，相对沪深 300 超额 23.4%。但 2020 年三季度（2020/6/30-2020/9/30）主动股基收益 10.69%，基本和沪深 300 收益持平，主动股基高超额收益难以延续，赚钱效应下降，

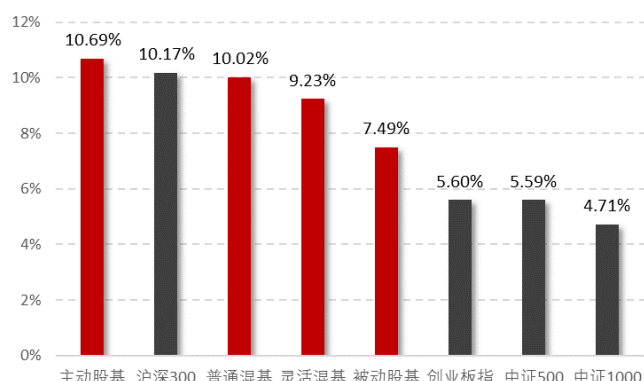
整体呈现宽幅震荡，超额业绩难以维系，预计四季度偏股基金规模增速大概率放缓。

图表 31 主动股基相对沪深 300 收益



资料来源：wind，华安证券研究所

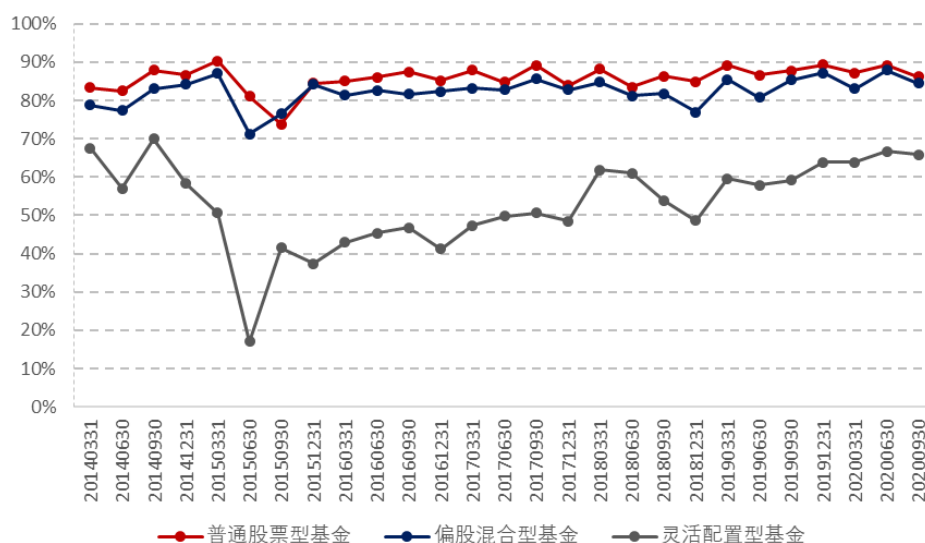
图表 32 2020Q3 主动股基收益排名



资料来源：wind，华安证券研究所

从仓位来看，2020Q3 普通股票型仓位 86.14%，偏股混合型 84.54%，灵活配置型 65.77%，相比 2020Q2 均有所下降。截止 2020Q3，偏股基金整体已实现收益已达预期，多数基金略微下调仓位以规避股市波动风险、特别是重仓抱团股相对估值水平较高的风险。

图表 33 偏股基金的仓位变动

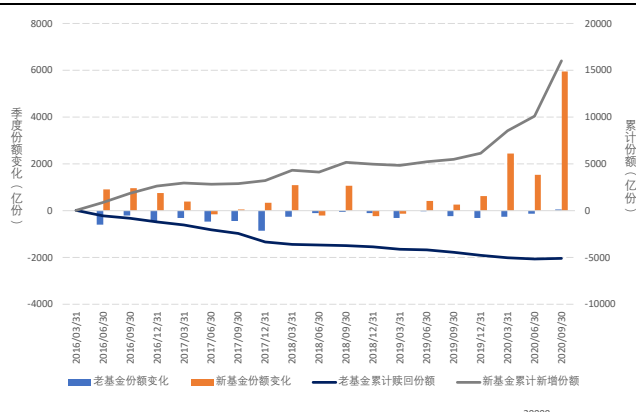


资料来源：wind，华安证券研究所

6.3 基金市场“赎旧买新”情绪加剧

2020Q3，新基金申赎市场依然火热，新基金份额陡增，图表 35 展示了首发破 50 亿的新基金在历史上的时间分布，2020 年为近年来新基金申购情绪最高、持续性最强的一个年份，明星基金经理拥有较强的号召力，其新基金大部分依然投资于其能力圈范围内，因此这种“赎旧买新”的市场行为会大幅度强化抱团行为。

图表 34 2020Q3 申购情绪极高



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 35 2020 新基金发行规模大



资料来源: wind, 华安证券研究所

截止 2020/10/23, 2020 全年新发破百亿的基金已达 25 只, Q3 季度超大规模首发基金达到 14 只, 常有基金因申购金额过多, 提前结束募集, 主动控制基金规模, 部分基金的申购确认比例甚至不足 50%, 仅五只蚂蚁集团创新未来基金就贡献了 600 亿的规模。

图表 36 2020 超百亿新发基金明细 (截止 2020/10/23)

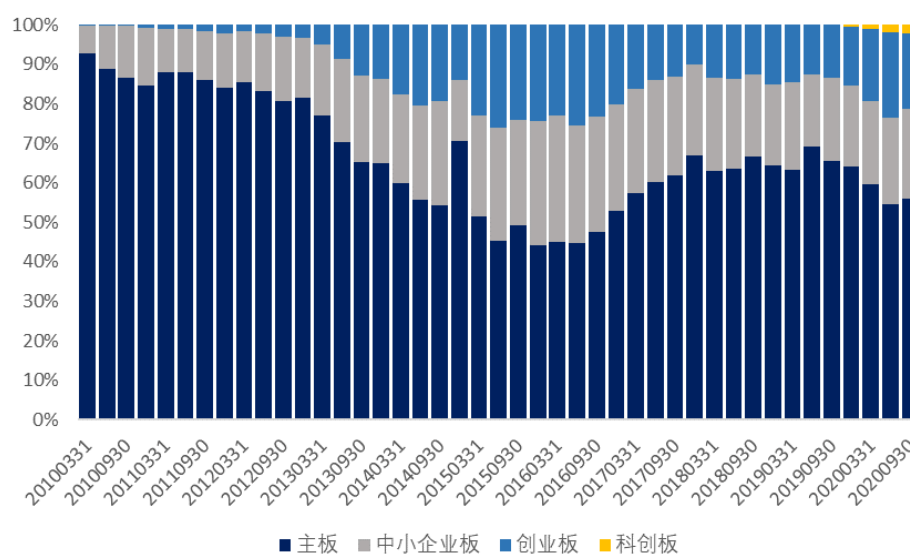
序号	代码	名称	基金类型	基金经理	基金成立日	认购天数	合并发行份额(亿份)	有效认购户数	确认比例(%)
1	008063.OF	汇添富大盘核心资产	偏股混合型基金	王栩	2020-01-08	5	113.20	108,427	
2	008286.OF	易方达研究精选	普通股票型基金	冯波	2020-02-21	1	165.89	194,055	
3	008065.OF	汇添富中盘积极成长A	偏股混合型基金	郑磊	2020-03-13	1	125.94	140,885	
4	009341.OF	易方达均衡成长	普通股票型基金	陈皓	2020-05-22	1	269.67	311,166	
5	009391.OF	汇添富优质成长A	偏股混合型基金	杨瑀	2020-05-25	4	115.24	180,827	
6	009318.OF	南方成长先锋A	偏股混合型基金	茅炜, 王博	2020-06-12	1	321.15	451,050	
7	009029.OF	工银高质量成长A	偏股混合型基金	袁芳, 张继圣	2020-06-18	19	119.89	122,429	
8	009618.OF	交银启汇	偏股混合型基金	楼慧源	2020-07-07	3	100.97	128,107	
9	009548.OF	汇添富中盘价值精选A	偏股混合型基金	胡昕炜	2020-07-08	1	297.43	1,186,235	43.3208
10	009570.OF	鹏华匠心精选A	偏股混合型基金	王宗合	2020-07-10	1	296.91	1,833,043	21.8813
11	009714.OF	华安聚优精选	偏股混合型基金	饶晓鹏	2020-07-16	1	290.67	467,479	
12	009550.OF	汇添富开放视野中国优势A	普通股票型基金	劳杰男	2020-07-22	1	169.42	363,740	
13	009863.OF	富国创新趋势	普通股票型基金	李元博	2020-07-27	1	163.09	219,739	
14	009704.OF	南方景气驱动A	偏股混合型基金	茅炜	2020-08-04	3	114.98	364,403	
15	008131.OF	景顺长城竞争优势	偏股混合型基金	刘苏	2020-08-06	4	111.73	146,059	
16	009878.OF	平安低碳经济A	偏股混合型基金	李化松	2020-08-10	3	101.88	205,399	
17	009892.OF	富国成长策略	偏股混合型基金	许炎	2020-08-11	2	116.64	299,816	
18	010013.OF	易方达信息行业精选	普通股票型基金	郑希	2020-08-24	10	106.03	183,421	
19	009929.OF	南方创新驱动A	偏股混合型基金	骆帅	2020-08-28	2	143.91	225,639	
20	010317.OF	易方达创新未来18个月	偏股混合型基金	陈皓	2020-09-29	1	120.00	1,883,216	
21	010319.OF	鹏华创新未来18个月封闭	偏股混合型基金	王宗合	2020-09-30	2	120.00	2,866,230	
22	010316.OF	中欧创新未来18个月	偏股混合型基金	周应波, 邵洁, 刘金辉	2020-10-09	5	120.02	2,637,635	
23	010315.OF	华夏创新未来18个月	偏股混合型基金	周克平	2020-10-13	14	120.03	3,142,508	
24	010318.OF	汇添富创新未来18个月	偏股混合型基金	劳杰男	2020-10-13	11	120.04	3,067,672	
25	010264.OF	鹏华成长智选A	偏股混合型基金	梁浩, 包兵华	2020-10-19	24	142.45	150,304	

资料来源: wind, 华安证券研究所

6.4 主板配置回升, 创业板配置下调

2020 Q3, 主板配置比例在连续 4 个季度下降后首次回升, 从 Q2 的 54.48% 上升为 Q3 的 56.07%, 创业板配置比例有所下降, 从 Q2 的 21.69% 下降至 18.93%, 科创板自上市以来公募配置比例一直持续上升, 目前配置占比约 2.32%。

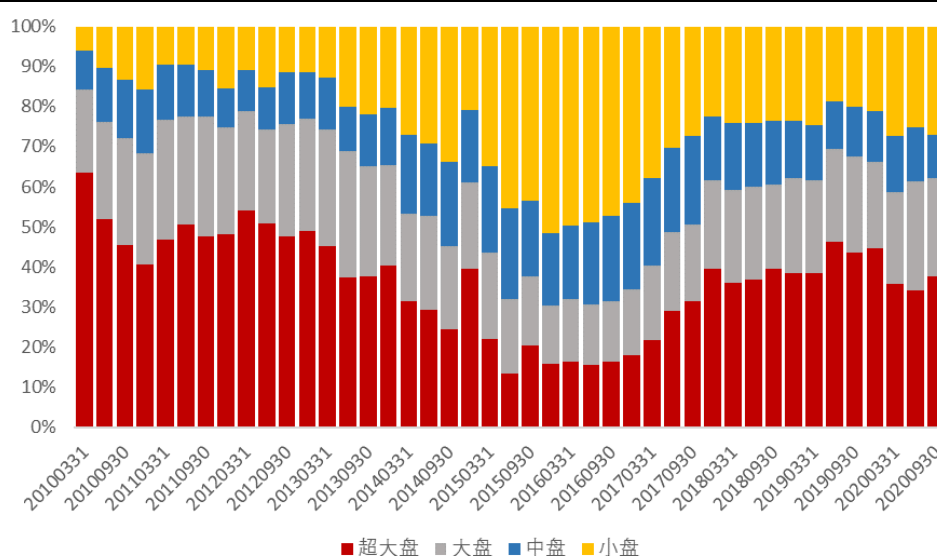
图表 37 偏股基金的板块配置变动



资料来源：wind，华安证券研究所

我们定义中证 100 指数成分股为超大盘，沪深 300 成分股为大盘（扣去超大盘比例），中证 500 成分股为中盘，其余为小盘，统计 2020Q3 的指数内配置比例，配置超大盘的比例从 2020Q2 的 34% 上升至 38%，对大市值的偏好有所提升。

图表 38 偏股基金指数内配置比例

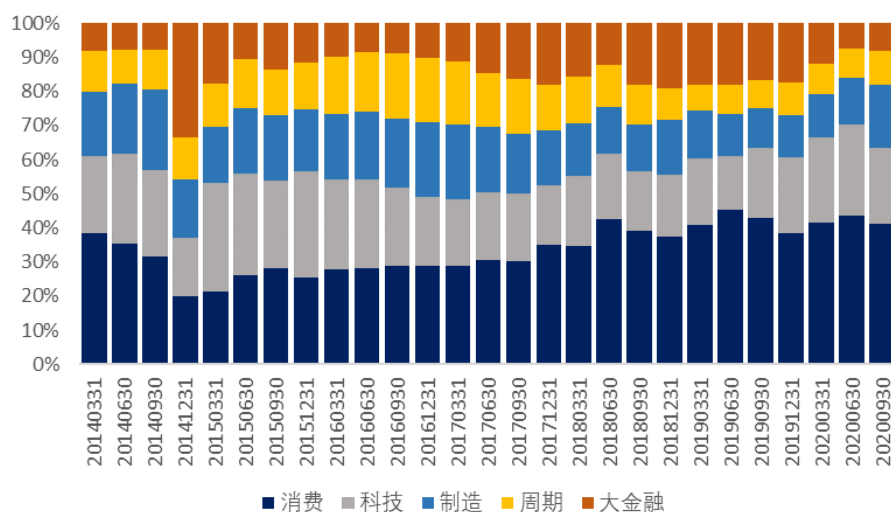


资料来源：wind，华安证券研究所

6.5 极端行业集中度缓解，抱团龙头持续

我们将持仓股票划分为 5 大板块行业：上游周期，中游制造，下游消费，TMT/科技，大金融。2020Q3 大类行业加仓幅度最大的为中游制造板块，从 Q2 的 13.56% 加仓至 18.54%，周期和大金融板块也略有上浮，减仓幅度最大的为科技板块，从 26.70% 下降至 22.44%，相比于上季度持仓极端集中于消费+科技板块，Q3 极端集中程度有所下降。

图表 39 偏股基金行业板块配置



资料来源：wind，华安证券研究所

分析公募整体的抱团现象，我们将市场“抱团”现象拆分为行业间和行业内，前者的含义是行业持仓占比提升，后者的含义更多是行业内的龙头集中，个股的抱团是两者共振的影响。三个抱团指标方法如下定义：

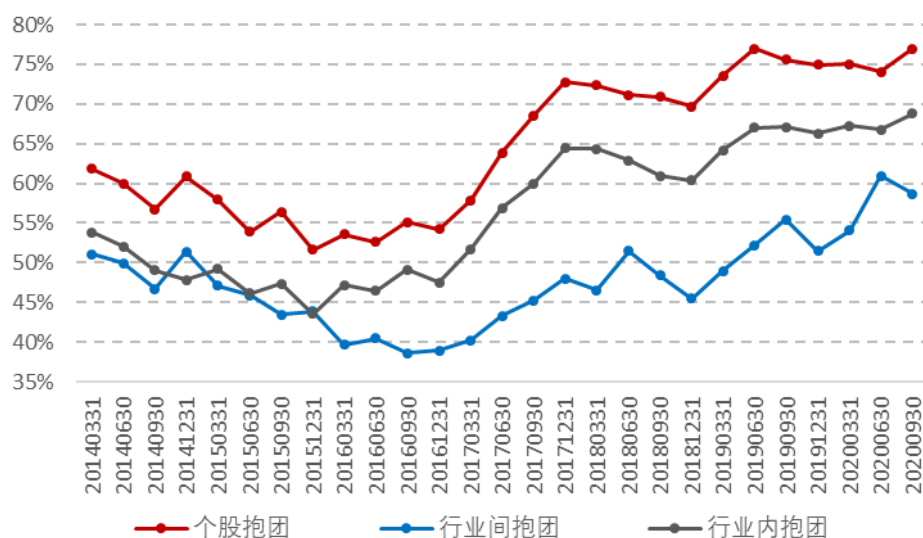
行业间抱团 = 持仓最多的前5个行业占有所有股票持仓的比例

行业内抱团 = 每个行业内持仓最多的10%的个股之和占有所有股票持仓的比例

个股抱团 = 持仓最多的10%的个股占有所有股票持仓的比例

2020Q3，行业间抱团度下降，主要由于前5大持仓行业（食品饮料、医药、电子、电力设备及新能源、计算机）配置占比之和有所下降，但行业内抱团程度依然向上抬升，公募倾向于行业龙头股的趋势不减，整体市场个股抱团程度尚未解体，已达到历史最高的水平，由于市场存在一定的抱团正向反馈机制，持仓集中于行业龙头将成为长期现象。

图表 40 行业间抱团与行业内抱团



资料来源：wind，华安证券研究所

6.6 食品饮料增配，医药行业降温明显

对比中信 30 个行业的持仓占比，食品饮料行业配置变动趋势在 Q3 有所反转，其在 2019Q2、2019Q3、2019Q4、2020Q1、2020Q2 的配置比例分别为 18.43%、16.41%、14.47%、13.83%、13.80%，过去 4 个季度持仓占比不断下降，但 2020Q3 转而增配，达到了 16.56%，重回公募第一大重仓行业。医药由于年初疫情等多重因素叠加，于 2020Q2 达到了历史最高的配置比例：20.07%，整体估值极高，但 Q3 降温明显，配置占比约 15.22%，位列第二大重仓行业。电力设备新能源 Q3 配置 9.14%，已连续 4 个季度获得公募持续增配。

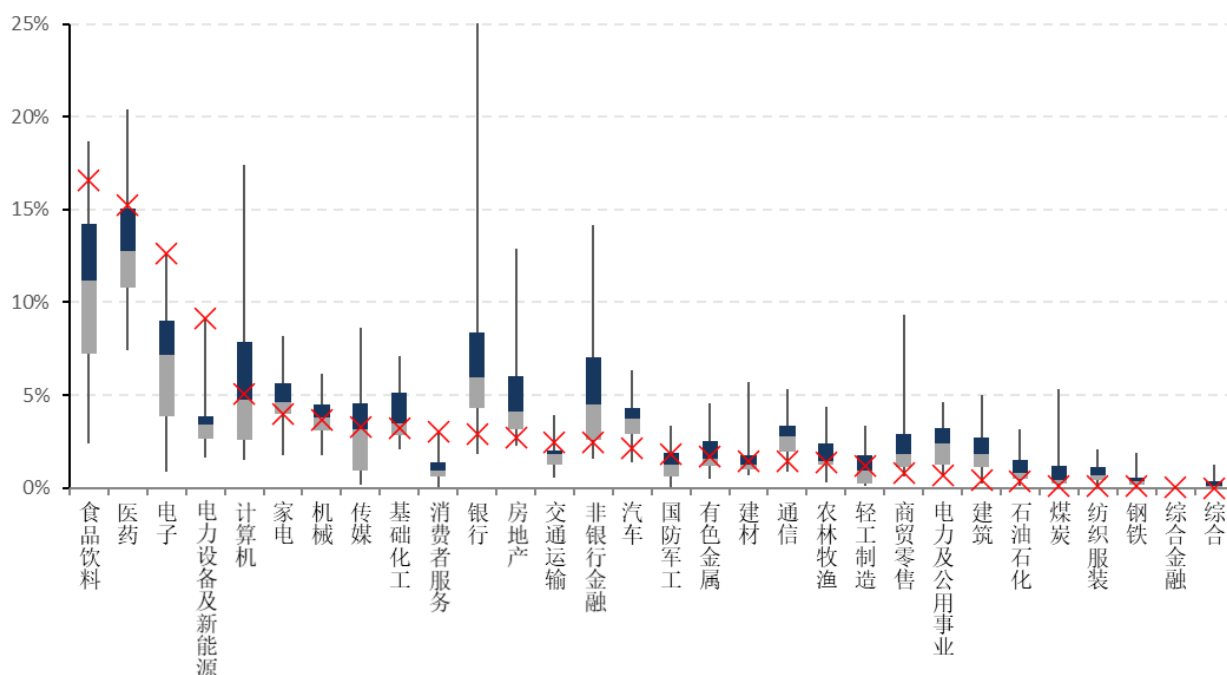
图表 41 中信 30 行业配置占比

	食品饮料	医药	电子	电力设备	计算机	家电	机械	传媒	基础化工	消费者服务	银行	房地产	交通运输	非银行金融	汽车	国防军工	有色金属	建材	通信	农林牧渔	轻工制造	商贸零售	电力及公用事业	建筑	石油石化	煤炭	纺织服装	钢铁	综合金融	综合
20100331	9%	7%	1%	3%	2%	5%	3%	1%	3%	0%	27%	4%	2%	8%	3%	1%	2%	1%	4%	0%	0%	7%	1%	1%	2%	3%	0%	1%	0%	0%
20100630	11%	13%	2%	4%	3%	3%	3%	1%	2%	0%	19%	2%	3%	7%	4%	0%	2%	1%	3%	1%	0%	8%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	0%	0%
20100930	14%	14%	2%	4%	2%	3%	3%	0%	3%	0%	11%	3%	1%	6%	5%	1%	3%	2%	3%	2%	0%	9%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	0%	0%
20101231	11%	12%	3%	5%	3%	4%	6%	0%	3%	0%	8%	3%	2%	6%	4%	1%	3%	3%	4%	2%	0%	6%	1%	3%	2%	3%	1%	1%	0%	0%
20110331	10%	8%	2%	4%	2%	5%	6%	0%	3%	0%	11%	4%	2%	4%	5%	1%	2%	6%	4%	1%	0%	5%	1%	3%	2%	5%	0%	2%	0%	0%
20110630	12%	8%	2%	3%	2%	6%	5%	0%	4%	0%	12%	5%	1%	4%	4%	1%	2%	5%	3%	1%	0%	5%	1%	3%	1%	5%	1%	1%	0%	0%
20110930	15%	10%	3%	4%	3%	5%	4%	0%	3%	0%	10%	6%	2%	4%	4%	1%	2%	2%	3%	1%	0%	5%	1%	3%	1%	5%	1%	1%	0%	0%
20111231	17%	11%	2%	4%	3%	4%	4%	1%	3%	1%	13%	7%	2%	4%	4%	0%	1%	1%	3%	1%	0%	4%	2%	3%	1%	3%	1%	0%	0%	0%
20120331	18%	8%	2%	3%	2%	5%	3%	1%	2%	1%	12%	9%	2%	6%	4%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	4%	1%	3%	1%	4%	1%	0%	0%	0%
20120630	17%	10%	4%	2%	2%	4%	3%	1%	2%	1%	8%	13%	1%	10%	3%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	3%	2%	4%	1%	2%	2%	0%	0%	0%
20120930	19%	14%	5%	2%	3%	4%	2%	1%	3%	1%	5%	10%	1%	9%	3%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	3%	3%	4%	1%	2%	1%	0%	0%	0%
20121231	12%	13%	4%	2%	2%	5%	2%	1%	4%	1%	11%	13%	1%	9%	5%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	2%	3%	5%	2%	1%	1%	0%	0%	0%
20130331	10%	18%	6%	2%	3%	6%	2%	1%	6%	1%	10%	8%	1%	5%	5%	0%	1%	1%	2%	1%	0%	2%	4%	3%	3%	1%	0%	0%	0%	0%
20130630	11%	18%	8%	3%	3%	5%	2%	4%	6%	0%	5%	9%	1%	3%	5%	0%	1%	1%	2%	1%	0%	1%	4%	4%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
20130930	11%	17%	9%	4%	5%	4%	2%	9%	5%	1%	5%	5%	1%	3%	4%	0%	1%	1%	2%	1%	0%	2%	3%	1%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
20131231	10%	18%	9%	4%	6%	7%	4%	5%	6%	0%	3%	4%	1%	3%	5%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	3%	1%	2%	0%	1%	0%	0%	0%
20140331	9%	20%	7%	6%	9%	5%	4%	5%	5%	1%	2%	4%	1%	2%	4%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	2%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
20140630	7%	19%	8%	5%	9%	5%	5%	6%	5%	1%	2%	3%	1%	2%	6%	2%	1%	1%	3%	2%	1%	1%	3%	2%	1%	0%	1%	0%	0%	0%
20140930	6%	17%	7%	5%	11%	3%	5%	5%	5%	1%	2%	3%	1%	3%	6%	3%	1%	1%	3%	2%	1%	1%	4%	3%	1%	0%	1%	0%	0%	0%
20141231	4%	9%	3%	3%	9%	3%	3%	3%	4%	1%	9%	10%	1%	14%	4%	3%	1%	1%	3%	1%	1%	1%	3%	3%	0%	1%	1%	1%	0%	1%
20150331	2%	11%	5%	3%	17%	3%	3%	6%	4%	1%	5%	6%	2%	7%	5%	1%	2%	1%	3%	1%	1%	2%	3%	3%	0%	0%	1%	1%	0%	0%
20150630	4%	14%	6%	4%	15%	2%	5%	6%	5%	2%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	1%	1%	3%	2%	2%	1%	3%	2%	0%	0%	2%	0%	0%	0%
20150930	4%	15%	6%	3%	10%	2%	4%	5%	5%	2%	7%	3%	3%	3%	3%	3%	1%	1%	4%	3%	2%	1%	5%	1%	0%	0%	1%	0%	0%	0%
20151231	3%	12%	6%	3%	13%	3%	5%	6%	6%	2%	5%	4%	2%	3%	3%	3%	2%	1%	5%	2%	2%	1%	3%	2%	0%	0%	2%	0%	0%	1%
20160331	5%	12%	7%	2%	9%	3%	4%	6%	6%	2%	4%	4%	2%	2%	4%	3%	3%	1%	5%	4%	2%	1%	4%	2%	1%	0%	2%	0%	0%	1%
20160630	6%	12%	8%	3%	8%	4%	4%	5%	7%	1%	4%	3%	2%	2%	4%	3%	3%	1%	5%	3%	2%	1%	3%	2%	1%	1%	1%	0%	0%	1%
20160930	5%	13%	9%	3%	6%	5%	4%	4%	7%	1%	4%	3%	1%	2%	4%	3%	3%	2%	5%	3%	3%	1%	3%	2%	1%	1%	1%	0%	0%	1%
20161231	5%	13%	8%	3%	5%	5%	5%	3%	7%	1%	5%	3%	1%	2%	4%	3%	2%	2%	4%	3%	3%	1%	3%	3%	1%	0%	1%	0%	0%	1%
20170331	7%	12%	10%	3%	4%	5%	6%	3%	6%	1%	6%	3%	2%	2%	4%	3%	3%	2%	3%	1%	3%	2%	4%	4%	1%	0%	1%	0%	0%	1%
20170630	8%	11%	11%	3%	3%	7%	5%	3%	4%	1%	6%	2%	2%	6%	4%	2%	3%	2%	3%	1%	3%	1%	4%	3%	1%	0%	1%	0%	0%	1%
20170930	11%	9%	12%	3%	2%	6%	5%	3%	3%	1%	7%	3%	1%	7%	3%	1%	5%	2%	3%	1%	2%	2%	3%	2%	1%	0%	0%	1%	0%	0%
20171231	14%	10%	10%	4%	2%	7%	4%	3%	3%	1%	7%	4%	2%	8%	3%	1%	3%	2%	3%	1%	2%	2%	2%	1%	1%	0%	0%	1%	0%	0%
20180331	11%	12%	10%	4%	4%	7%	4%	4%	2%	1%	6%	4%	2%	5%	2%	1%	4%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
20180630	14%	15%	9%	2%	5%	8%	4%	4%	3%	1%	4%	4%	2%	4%	3%	1%	3%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	0%	1%	1%	0%	0%	0%
20180930	14%	14%	7%	2%	6%	6%	4%	3%	3%	1%	6%	5%	2%	7%	3%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	1%	1%	2%	0%	1%	1%	0%	0%
20181231	11%	13%	7%	4%	6%	5%	4%	3%	2%	1%	5%	7%	2%	7%	3%	2%	1%	1%	2%	3%	2%	3%	2%	1%	1%	0%	1%	0%	0%	0%
20190331	15%	13%	8%	3%	6%	5%	4%	3%	2%	1%	5%	6%	2%	7%	3%	1%	1%	1%	2%	4%	1%	2%	1%	1%	1%	0%	1%	0%	0%	0%
20190630	18%	13%	7%	4%	5%	7%	3%	2%	2%	1%	6%	5%	2%	8%	3%	1%	1%	1%	2%	3%	1%	3%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
20190930	16%	14%	12%	3%	5%	6%	3%	2%	2%	2%	5%	4%	2%	7%	2%	1%	1%	1%	2%	3%	1%	2%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
20191231	14%	12%	12%	4%	5%	6%	3%	4%	3%	2%	7%	6%	2%	5%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
20200331	14%	17%	10%	4%	8%	4%	5%	2%	1%	4%	5%	2%	3%	2%	1%	1%	1%	2%	3%	3%	1%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
20200630	14%	20%	12%	7%	8%	4%	3%	4%	3%	3%	2%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
20200930	17%	15%	13%	9%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：wind，华安证券研究所

接着我们比较行业配置占比与自身历史分位数。图表 42 中，红色的“x”代表 2020Q3 的某行业的持仓占比，灰色箱型代表该行业 2010 年以来配置比例的 25%~50%分位数，蓝色箱型代表该行业 2010 年以来配置比例的 50%~75%分位数，黑色实线代表 0~25%分位数和 75%~100%分位数。与历史行业配置比例相比，2020Q3 的电子、电力设备及新能源、消费者服务的持仓比例已达历史最高水平，食品饮料、医药、交通运输、国防军工处于历史相对高位，而家电、银行、房地产、非银金融、汽车、通信配置比例处于历史低位。

图表 42 中信 30 行业配置历史分位数



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 43 展示了 2020Q2 至 2020Q3，行业指数上涨比例和主动权益基金持仓占比的变动，两个报告期间的配置变动比例实际上包含了两个部分：1、行业自身涨跌相对幅度带来的被动权重变动；2、基金主动增持或者减持行为。如下所示，将权重变动拆解为两部分：

$$\Delta Weight_{ind,t+1} = \frac{MV_{ind,t+1}}{\sum MV_{ind,t+1}} - \frac{MV_{ind,t}}{\sum MV_{ind,t}}$$

$$\Delta passive_Weight_{ind,t+1} = \frac{MV_{ind,t+1}}{\sum MV_{ind,t+1}} - \frac{MV_{ind,t}(1+r_{t+1})}{\sum MV_{ind,t}(1+r_{t+1})}$$

$$\Delta active_Weight_{ind,t+1} = \Delta Weight_{ind,t+1} - \Delta passive_Weight_{ind,t+1}$$

其中， $\Delta Weight_{ind,t+1}$ 为行业内市值占比的总体变动， r_{t+1} 为 t 至 t+1 期行业的涨跌幅， $\Delta passive_Weight_{ind,t+1}$ 为行业涨跌带来的行业内市值占比的被动权重变动， $\Delta active_Weight_{ind,t+1}$ 为估算的主动加减仓的比例。主动加减仓比例衡量了行业剔除涨跌幅影响后，主动权益基金在这个报告期对其偏好度的变化状况。此外，剔除自身涨跌幅影响后，还衡量了主动基金流入（流出）某个行业的资金净流量。

2020Q3 整体行业大幅上涨，其中制造板块以及食品饮料、消费者服务领涨全市场，带来了行业配置的被动提升。如图表 43 所示，上涨幅度大且基金经理主动加仓的行业（图中红底）集中在中游制造板块：电力设备及新能源、机械、汽车、国防军工，该板块业绩预期向好，估值合理，整体加仓思路凸显；上涨幅度小且基金经理主动减仓的行业集中在科技板块：计算机、通信、传媒；医药整体涨跌落后于全市场，且基金经理整体减持幅度较大，电子行业虽然涨幅落后于全市场，但资金流入量较大。

图表 43 2020Q3 分行业详细变动

	行业代码	行业	2020Q3 市值(万亿)	行业指数 2020Q2- 2020Q3	过去两年配置变动	2020Q2配 置比例	被动持仓权重 变动	主动增减仓	资金净流量 (亿元)	2020Q2- 2020Q3 配置变动比例	2020Q3配置 比例
上游/ 周期	CI005006.WI	基础化工	2.78	15.62%		3.13%	0.17%	-0.06%	109	0.11%	3.24%
	CI005024.WI	交通运输	2.60	12.44%		1.82%	0.05%	0.59%	220	0.34%	2.46%
	CI005008.WI	建材	1.08	17.75%		1.35%	0.11%	-0.03%	46	0.08%	1.43%
	CI005003.WI	有色金属	1.55	9.71%		1.46%	0.01%	0.23%	115	0.24%	1.70%
	CI005007.WI	建筑	1.44	7.78%		0.32%	0.00%	0.08%	32	0.07%	0.40%
	CI005001.WI	石油石化	1.94	9.63%		0.13%	0.00%	0.22%	62	0.22%	0.35%
	CI005002.WI	煤炭	0.81	12.01%		0.19%	0.01%	-0.06%	-7	-0.05%	0.14%
	CI005005.WI	钢铁	0.77	4.22%		0.11%	0.00%	-0.02%	-1	-0.02%	0.08%
中游/ 制造	CI005029.WI	综合	0.34	4.12%		0.06%	0.00%	-0.05%	-11	-0.05%	0.01%
	CI005011.WI	电力设备及新能源	3.38	25.30%		6.73%	0.96%	1.46%	631	2.41%	9.14%
	CI005010.WI	机械	2.90	17.06%		3.20%	0.21%	0.24%	186	0.44%	3.64%
	CI005013.WI	汽车	2.29	21.81%		1.39%	0.16%	0.59%	200	0.74%	2.13%
	CI005009.WI	轻工制造	0.86	13.09%		0.79%	0.02%	0.35%	119	0.37%	1.16%
	CI005012.WI	国防军工	1.51	34.02%		0.67%	0.15%	0.99%	263	1.14%	1.81%
	CI005004.WI	电力及公用事业	2.15	7.03%		0.79%	-0.01%	-0.12%	-1	-0.13%	0.66%
下游/ 消费	CI005018.WI	医药	6.95	4.04%		20.07%	-1.09%	-3.76%	-245	-4.85%	15.22%
	CI005019.WI	食品饮料	5.99	20.81%		13.80%	1.41%	1.34%	890	2.76%	16.56%
	CI005016.WI	家电	1.68	9.21%		4.10%	0.02%	-0.13%	126	-0.10%	4.00%
	CI005015.WI	消费者服务	0.99	32.91%		2.51%	0.42%	0.10%	129	0.52%	3.03%
	CI005014.WI	商贸零售	0.98	-0.99%		1.65%	-0.17%	-0.65%	-118	-0.83%	0.82%
	CI005020.WI	农林牧渔	1.29	1.96%		1.48%	-0.12%	-0.01%	51	-0.13%	1.36%
TMT/ 科技	CI005017.WI	纺织服装	0.42	5.39%		0.13%	0.00%	0.00%	5	0.00%	0.12%
	CI005025.WI	电子	5.07	4.69%		12.12%	-0.74%	1.25%	783	0.51%	12.63%
	CI005027.WI	计算机	3.48	1.23%		8.18%	-0.78%	-2.30%	-324	-3.08%	5.10%
	CI005028.WI	传媒	1.69	0.32%		4.43%	-0.41%	-0.74%	-37	-1.14%	3.28%
大金融	CI005026.WI	通信	1.66	-6.06%		1.97%	-0.30%	-0.25%	0	-0.55%	1.42%
	CI005023.WI	房地产	2.18	7.31%		3.30%	-0.08%	-0.49%	-2	-0.57%	2.73%
	CI005021.WI	银行	9.71	4.32%		2.45%	-0.09%	0.57%	241	0.47%	2.92%
	CI005022.WI	非银行金融	7.39	18.24%		1.69%	0.12%	0.63%	226	0.76%	2.45%
	CI005030.WI	综合金融	0.15	1.01%		0.00%	0.00%	0.02%	7	0.02%	0.02%

资料来源: wind, 华安证券研究所

6.7 新能源与白酒龙头获得市场广泛青睐

本节中,我们将偏股基金的持仓下沉至个股层面,探究 2020Q3 公募持仓的个股偏好度,分为两大维度,第一个维度为个股配置比例,第二个维度为个股流通市值比例。

个股配置比例用机构持有的某个股的市值除以基金权益市值,代表哪些股票机构购买的最多,是机构长期持有的底仓股。2020Q3 公募配置比例最高的个股有贵州茅台,五粮液,立讯精密,隆基股份,中国中免等,增配幅度最高的个股有隆基股份、顺丰控股、五粮液、泸州老窖、中国中免等。相比 Q2,白酒的配置继续抬升,交通运输行业的顺丰控股首次出现在配置比例 TOP 榜单中。

$$\text{个股配置比例} = \frac{\text{fund_MV}_i}{\sum_{i=1}^N \text{fund_MV}_i}$$

个股流通市值比例用机构持有的个股市值除以该股票的流通市值,代表哪些股票机构持有比例最高,其增减仓行为对股价的影响大,是机构定价权最高的个股。2020Q3 公募个股流通市值比例最高的个股有芒果超媒、华夏航空、国瓷材料、健帆生物、赣锋锂业等,个股流通市值比例增幅最大的个股有宏远电子、爱旭股份、浙江美大、锦浪科技、西部超导等。公募对小市值股票的定价权更大一些,相比 Q2,中游制造板块尤其是电新、机械行业股票的入围率最高。

$$\text{个股流通市值比例} = \frac{\text{fund_MV}_i}{\text{market_MV}_i}$$

图表 44 2020Q3 个股配置比例排名 TOP20

2020Q3配置比例排名						2020Q3增配幅度排名					
排名	股票代码	股票名称	2020Q3配置占比	所属中信一级行业	所属中信二级行业	排名	股票代码	股票名称	2020Q3配置增配幅度	所属中信一级行业	所属中信二级行业
1	600519.SH	贵州茅台	4.9%	食品饮料	酒类	1	601012.SH	隆基股份	1.2%	电力设备及新能源	电源设备
2	000858.SZ	五粮液	4.0%	食品饮料	酒类	2	002352.SZ	顺丰控股	0.8%	交通运输	物流
3	002475.SZ	立讯精密	3.2%	电子	消费电子	3	000858.SZ	五粮液	0.7%	食品饮料	酒类
4	601012.SH	隆基股份	2.8%	电力设备及新能源	电源设备	4	000568.SZ	泸州老窖	0.6%	食品饮料	酒类
5	601888.SH	中国中免	2.1%	消费者服务	旅游及休闲	5	601888.SH	中国中免	0.6%	消费者服务	旅游及休闲
6	000333.SZ	美的集团	1.8%	家电	白色家电Ⅱ	6	601318.SH	中国平安	0.5%	非银行金融	保险Ⅱ
7	300750.SZ	宁德时代	1.8%	电力设备及新能源	新能源动力系统	7	600438.SH	通威股份	0.5%	电力设备及新能源	电源设备
8	300760.SZ	迈瑞医疗	1.8%	医药	其他医药医疗	8	002241.SZ	歌尔股份	0.5%	电子	消费电子
9	000568.SZ	泸州老窖	1.7%	食品饮料	酒类	9	000333.SZ	美的集团	0.4%	家电	白色家电Ⅱ
10	002352.SZ	顺丰控股	1.7%	交通运输	物流	10	000725.SZ	京东方A	0.4%	电子	光学光电
11	601318.SH	中国平安	1.5%	非银行金融	保险Ⅱ	11	002304.SZ	洋河股份	0.4%	食品饮料	酒类
12	600276.SH	恒瑞医药	1.2%	医药	化学制药	12	600519.SH	贵州茅台	0.4%	食品饮料	酒类
13	000002.SZ	万科A	1.2%	房地产	房地产开发和运营	13	002049.SZ	紫光国微	0.4%	电子	半导体
14	603259.SH	药明康德	1.2%	医药	其他医药医疗	14	002027.SZ	分众传媒	0.4%	传媒	广告营销
15	600887.SH	伊利股份	1.1%	食品饮料	饮料	15	300760.SZ	迈瑞医疗	0.4%	医药	其他医药医疗
16	000661.SZ	长春高新	1.1%	医药	生物医药Ⅱ	16	600887.SH	伊利股份	0.3%	食品饮料	饮料
17	600438.SH	通威股份	1.0%	电力设备及新能源	电源设备	17	300124.SZ	汇川技术	0.3%	电力设备及新能源	电气设备
18	600031.SH	三一重工	1.0%	机械	工程机械Ⅱ	18	300122.SZ	智飞生物	0.3%	医药	生物医药Ⅱ
19	002027.SZ	分众传媒	0.9%	传媒	广告营销	19	600031.SH	三一重工	0.3%	机械	工程机械Ⅱ
20	300014.SZ	亿纬锂能	0.9%	电力设备及新能源	新能源动力系统	20	002142.SZ	宁波银行	0.3%	银行	区域性银行

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 45 2020Q3 个股流通市值比例排名 TOP20

2020Q3个股流通市值比例排名						2020Q3个股流通市值比例增幅排名					
排名	股票代码	股票名称	个股流通市值比例	所属中信一级行业	所属中信二级行业	排名	股票代码	股票名称	个股流通市值比例增幅	所属中信一级行业	所属中信二级行业
1	300413.SZ	芒果超媒	21.7%	传媒	互联网媒体	1	603267.SH	鸿远电子	15.0%	电子	元器件
2	002928.SZ	华夏航空	20.2%	交通运输	航空机场	2	600732.SH	爱旭股份	13.7%	电力设备及新能源	电源设备
3	300285.SZ	国瓷材料	18.3%	基础化工	其他化学制品Ⅱ	3	002677.SZ	浙江美大	12.0%	家电	厨房电器Ⅱ
4	300529.SZ	健帆生物	17.5%	医药	其他医药医疗	4	300763.SZ	锦浪科技	10.7%	电力设备及新能源	电气设备
5	002460.SZ	赣锋锂业	17.4%	有色金属	稀有金属	5	688122.SH	西部超导	10.5%	有色金属	稀有金属
6	300502.SZ	新易盛	17.0%	通信	通信设备制造	6	002928.SZ	华夏航空	9.6%	交通运输	航空机场
7	300037.SZ	新宙邦	16.9%	基础化工	其他化学制品Ⅱ	7	002315.SZ	焦点科技	9.5%	传媒	互联网媒体
8	300363.SZ	博腾股份	16.8%	医药	化学制药	8	688002.SH	睿创微纳	9.0%	电子	半导体
9	600763.SH	通策医疗	16.8%	医药	其他医药医疗	9	300363.SZ	博腾股份	8.6%	医药	化学制药
10	300012.SZ	华测检测	16.7%	机械	仪器仪表Ⅱ	10	002600.SZ	领益智造	8.4%	电子	消费电子
11	300724.SZ	捷佳伟创	16.5%	机械	专用机械	11	002105.SZ	信隆健康	8.4%	机械	运输设备
12	002568.SZ	百润股份	16.5%	食品饮料	酒类	12	300733.SZ	西菱动力	8.3%	汽车	汽车零部件Ⅱ
13	600732.SH	爱旭股份	16.4%	电力设备及新能源	电源设备	13	002459.SZ	晶澳科技	8.1%	电力设备及新能源	电源设备
14	300677.SZ	英科医疗	16.4%	医药	其他医药医疗	14	002049.SZ	紫光国微	7.8%	电子	半导体
15	002271.SZ	东方雨虹	16.4%	建材	装饰材料	15	002159.SZ	三特索道	7.7%	消费者服务	旅游及休闲
16	300014.SZ	亿纬锂能	16.3%	电力设备及新能源	新能源动力系统	16	300769.SZ	德方纳米	7.4%	基础化工	其他化学制品Ⅱ
17	300763.SZ	锦浪科技	16.2%	电力设备及新能源	电气设备	17	300487.SZ	蓝晓科技	7.4%	基础化工	塑料及制品
18	688029.SH	南微医学	16.2%	医药	其他医药医疗	18	603018.SH	华设集团	7.1%	建筑	建筑设计及服务Ⅱ
19	300760.SZ	迈瑞医疗	16.1%	医药	其他医药医疗	19	688006.SH	杭可科技	7.0%	机械	专用机械
20	300751.SZ	迈为股份	16.0%	机械	专用机械	20	603187.SH	海容冷链	6.9%	机械	通用设备

资料来源：wind，华安证券研究所

7 结论

站在当前，从市场情绪、基本面、风格、资金面、日历效应、基金持仓的角度，我们认为后市大概率会宽幅震荡，顺周期行业或有结构性行情。

从市场择时角度，PSY 情绪指标近期的下降趋势表明目前市场情绪相对保守，投资者处于观望状态；而“华安风险预警指数”显示近期市场整体处于震荡中，未来走势并不明朗，从绝对数值看向下空间不大。

从估值盈利角度，当前市场大中盘宽基指数、创业板指的估值处于历史相对高位，而中小成长指数处于历史中间水平。盈利增速自 2020 年 Q1 后稳步回升，估值有望在未来逐步消化。

从市场风格来看，短期低估值风格或将反弹，在结构性分化、龙头集中越发明显的趋势下，看好成长、低波动、低换手风格，而小市值未来难以重现早年的强势。

从资金层面，北向资金趋于震荡，两融余额上升速度放缓，解禁规模增大，科创板，创业板注册制的施行导致 IPO 加速，大量 IPO 短期对市场造成一定的压力，但长期来看，市场定价效率变高，投资者能够分享优质公司的成长红利，总体来看后市大概率会宽幅震荡，建议观望为主。

此外，A 股市场存在日历效应，建议 11 月关注中小盘成长股行情，12 月关注大盘蓝筹股行情，一季度往往有“春节红包”行情；行业层面，业绩稳定的早周期行业年末表现出色，TMT、消费行业在一季度表现较好。

过去的两年是公募主动基金的高光之年，基金赎回买新行为加剧，基金首发规模频频破百亿，申购情绪达到 2016 年以来的最高点，且基金行业“二八”分化现象显著，这种多数资金掌握在少数明星基金经理手中的现象导致市场风格演绎极致化，结构性行情下抱团为主动偏股基金贡献了大量的超额收益。基金的赚钱效应吸引了大量资金流入，整体规模和持有权益市值快速提升，加快了去散户化的进程，机构话语权进一步提升，长期利好权益市场。

2020Q3 主动基金超额回报收敛，配置极端行业集中程度有所下降，年初受益于疫情的医药行业遭遇大幅减持，转而增配业绩预期向好，估值区间合理的中游制造板块，本季度是偏股基金整体配置思路切换的拐点，但行业内的个股配置分化依然显著，龙头效应将会长期存在。

风险提示：

宏观环境不确定性风险；政策风险；经济下行风险。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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取任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。