

2020 年 06 月 03 日

风格切换：隐藏于交易结构与投资者行为中

策略研究团队

——投资策略专题

牟一凌（分析师）

mouyiling@kysec.cn

证书编号：S0790520040001

● 资金方向：前期“强势”板块开始松动

6 月 1 日和 6 月 2 日两天，北上资金和内资在前期“强势”板块开始松动。

从北上资金来看，6 月 1 日和 6 月 2 日两天，北上持续净买入 A 股，其中，北上中资和外资配置盘持续净买入，外资交易盘则在 6 月 1 日净买入，6 月 2 日净卖出。从资金方向来看，6 月 1 日和 6 月 2 日两天，北上三类资金均净买入非银、地产以及电子等 5 月非强势板块，对医药生物以及食品饮料等“确定性”板块有所松动，即北上资金整体向 5 月非强势板块扩散。我们在 5 月底的《脱虚入实，风格切换》中曾发现美股自 5 月中下旬开始出现风格切换信号，全球资金开始陆续结束抱团，转向对前期非强势板块的估值修复，这一定程度可以帮助我们理解北上资金的行为。

从内资视角看，内资交易/配置盘均在 6 月 1 日当天活跃度较高，6 月 2 日则出现反转。资金方向上，6 月 1 日和 6 月 2 日两天，内资交易盘在食品饮料以及医药生物等“确定性”板块的活跃度持续下降，在 TMT（除传媒）以及非银等行业的活跃度均高于 5 月 29 日；内资配置盘持续净赎回主题 ETF 和行业 ETF，对宽基 ETF 则较为“纠结”，同时在行业上，对科技、消费、军工以及金融地产等均有所卖出。虽然内资流入方向存在一定分歧，但可以确定的是，内资配置/交易盘在确定性板块上的结构松动，这或同样暗示着风格切换的开始。

● 机构调研方向：更加偏好前期“非强势”板块

我们认为，机构调研的方向在一定程度上或能反映机构投资者对相应行业的预期。从 5 月中旬以来的机构调研情况看，机构在食品饮料以及医药生物等确定性板块调研活跃度下降，对建材、轻工、计算机以及通信等机构调研活跃度持续提升，这从另一视角同样暗示着风格切换的到来。更进一步地，我们通过测算机构的调研集中度发现，5 月中旬以来，机构调研抱团程度有所提升，5 月 29 日当周有所回落。这一点或让人有所疑惑，但从被调研数量位于前 20% 的公司的行业分布变化来看，5 月 15 日以来，机构更偏向于集中调研前期“非强势”板块，对“强势”板块的青睐程度下降，这与机构整体调研行业变化方向相一致。即机构或在抱团调研“非强势”板块，基本面出现的边际信号将较快程度被市场主要参与者捕捉，这一定程度将推动风格切换的提速。

● 风险提示：海外疫情超预期恶化；中美摩擦；国内经济下行超预期

相关研究报告

目 录

1、 资金方向：前期“强势”板块开始松动	3
1.1、 北上资金：由“强势”板块向“非强势”扩散	3
1.2、 内资：对“强势”板块松动，但流入方向存分歧	5
2、 机构调研方向：更加偏好前期“非强势”板块	7
3、 风险提示	9

图表目录

图 1： 6 月 1 日和 6 月 2 日两天，北上中资和外资配置盘持续净买入，外资交易盘 6 月 1 日净买入，6 月 2 日净卖出 ..	3
图 2： 北上中资 6 月 1 日和 6 月 2 日两天主要买入金融地产、建材以及汽车等板块，卖出食品饮料以及医药生物等“确定性”板块	4
图 3： 北上交易盘 6 月 1 日和 6 月 2 日两天，主要买入金融地产、电子以及家电等板块，卖出医药生物等“确定性”板块，6 月 2 日对食品饮料净卖出	4
图 4： 6 月 1 日和 6 月 2 日两天，北上配置盘净买入非银、房地产、TMT、化工、采掘以及有色等板块，同时仍在买入医药生物以及食品饮料等“确定性”板块	5
图 5： 6 月 1 日内资配置盘净买入且交易盘活跃度提升，但 6 月 2 日两者均出现反转	6
图 6： 6 月 1 日和 6 月 2 日两天，内资交易盘在食品饮料及医药生物等“确定性”板块的活跃度持续下降，在 TMT（除传媒）及非银等行业的活跃度均高于 5 月 29 日	6
图 7： 6 月 1 日和 6 月 2 日两天，内资配置盘持续净赎回主题 ETF 和行业 ETF，对宽基 ETF 则较为“纠结”	7
图 8： 6 月 1 日和 6 月 2 日两天，内资配置盘在行业上对科技、消费、军工以及金融地产等均有所卖出	7
图 9： 5 月 15 日以来，食品饮料以及医药生物等确定性板块调研活跃度下降，建材、化工、轻工、计算机以及通信等机构调研活跃度持续提升，电子行业活跃度先升后降但仍高于 5 月 15 日当周	8
图 10： 5 月中旬以来，机构调研抱团程度有所提升，5 月 29 日当周有所回落	8
图 11： 但从被调研数量位于前 20% 的公司，前期“强势”板块调研活跃度仍下降，建材、化工、轻工、计算机以及通信等机构调研活跃度持续提升，电子行业活跃度先升后降但仍高于 5 月 15 日当周	9

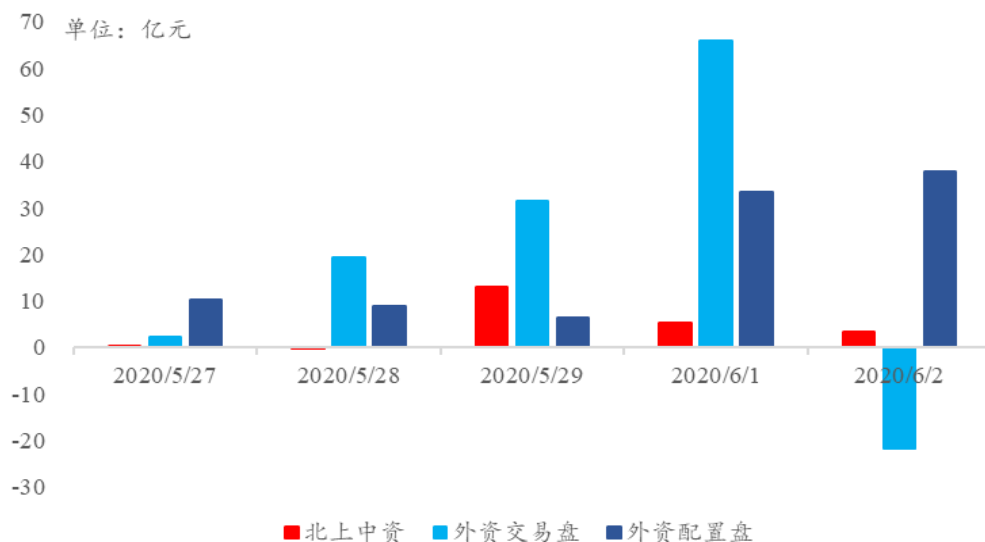
我们在6月投资策略月报《脱虚入实，风格切换》提到，5月下旬以来，美股虽然反弹动能整体减弱，但是市场反而出现了更宽维度的回暖，说明抱团FAAMG的确定性结构已经松动，风格已经出现明显切换，这对于A股市场而言可能具有一定指示意义。在6月1日策略点评《风格切换，不再犹豫》中我们提到，5月以来，A股股指期货贴水不断加深，确定性风格演绎至极致，6月1日当天A股主要的股指期货贴水开始大幅收窄，和美股演绎路径相似，或预示着风格切换的开始。其背后的投资者行为是否同样暗示着风格切换的到来，将是本文讨论的重点。

1、资金方向：前期“强势”板块开始松动

1.1、北上资金：由“强势”板块向“非强势”扩散

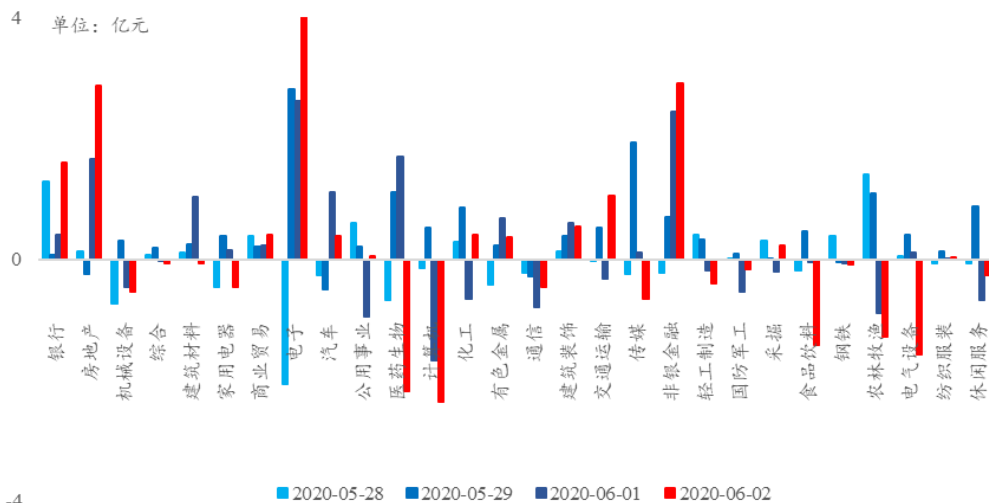
6月1日和6月2日两天，北上持续净买入A股，拆分来看，北上中资和外资配置盘持续净买入，外资交易盘则略显“纠结”，在6月1日净买入，6月2日净卖出。从资金方向来看，6月1日和6月2日两天，北上三类资金均净买入非银、地产以及电子等5月非强势板块，对医药生物以及食品饮料等“确定性”板块有所松动，即北上资金整体向5月非强势板块扩散。我们认为，北上资金的行为在一定程度上印证了我们对风格切换的判断。

图1：6月1日和6月2日两天，北上中资和外资配置盘持续净买入，外资交易盘6月1日净买入，6月2日净卖出



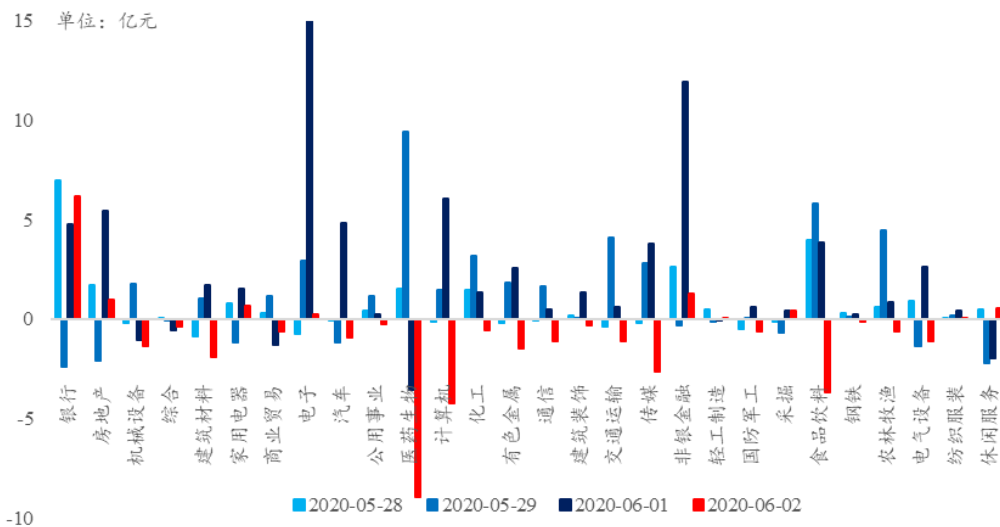
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2: 北上中资 6 月 1 日和 6 月 2 日两天主要买入金融地产、建材以及汽车等板块, 卖出食品饮料以及医药生物等“确定性”板块



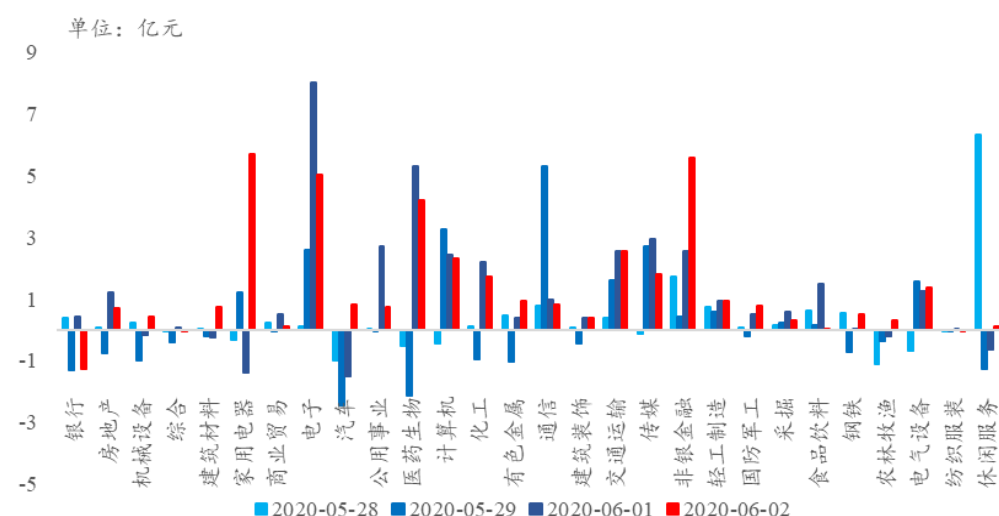
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 北上交易盘 6 月 1 日和 6 月 2 日两天, 主要买入金融地产、电子以及家电等板块, 卖出医药生物等“确定性”板块, 6 月 2 日对食品饮料净卖出



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4：6月1日和6月2日两天，北上配置盘净买入非银、房地产、TMT、化工、采掘以及有色等板块，同时仍在买入医药生物以及食品饮料等“确定性”板块

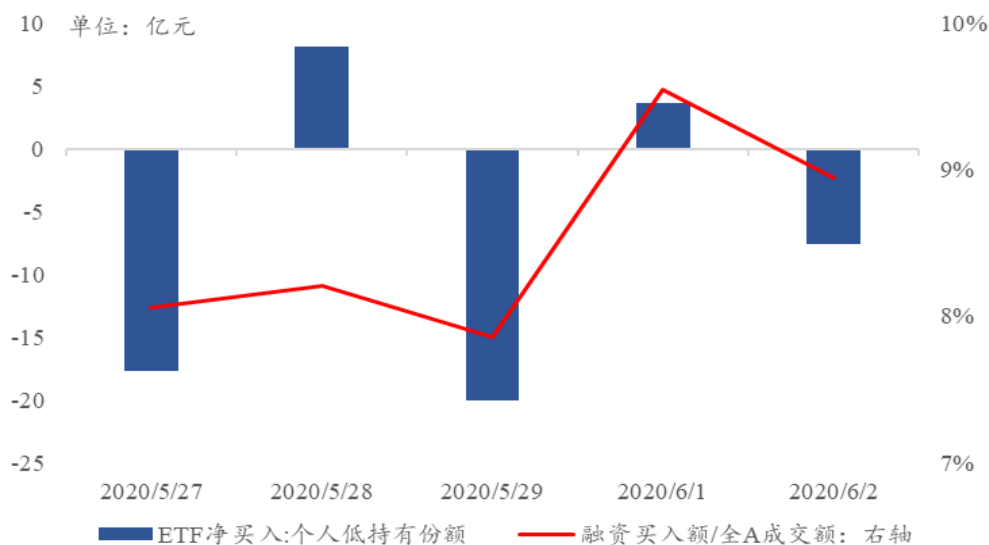


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、内资：对“强势”板块松动，但流入方向存分歧

从内资视角看，内资交易/配置盘均在6月1日当天活跃度较高，6月2日则出现反转。资金方向上，6月1日和6月2日两天内资配置/交易盘在确定性板块上结构松动，但流入方向存在一定分歧。6月1日和6月2日两日，内资交易盘在食品饮料以及医药生物等“确定性”板块的活跃度持续下降，在TMT（除传媒）以及非银等行业的活跃度均高于5月29日；内资配置盘持续净赎回主题ETF和行业ETF，对宽基ETF则较为“纠结”，同时在行业上，对科技、消费、军工以及金融地产等均有所卖出。虽然内资配置/交易盘在流入方向上存在分歧，但可以确定的是，内资配置/交易盘对确定性较强的前期强势板块开始松动，这或暗示着风格切换的开始。

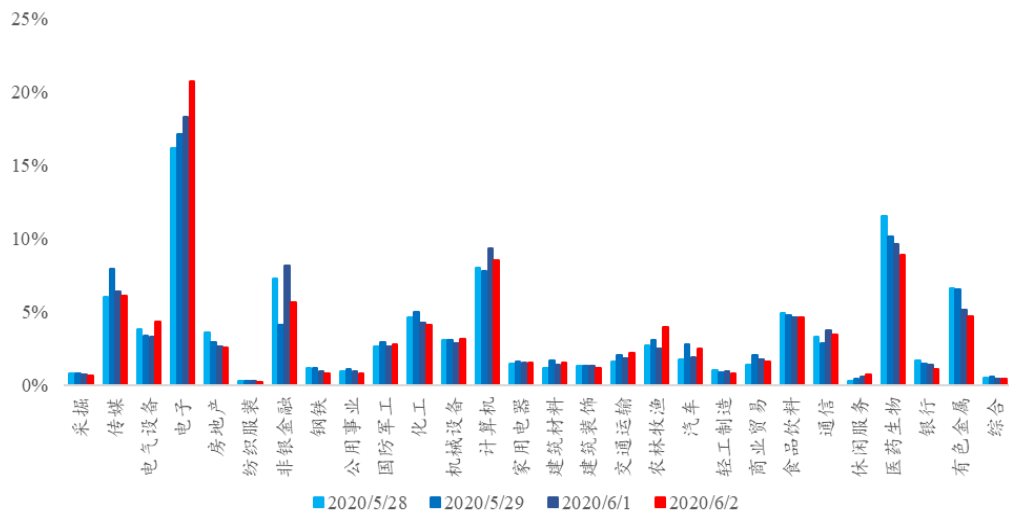
图5：6月1日内资配置盘净买入且交易盘活跃度提升，但6月2日两者均出现反转



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：我们使用个人低持有份额的ETF作为内资配置盘的代表变量，具体可参见0516策略点评《ETF流出背后的逻辑》

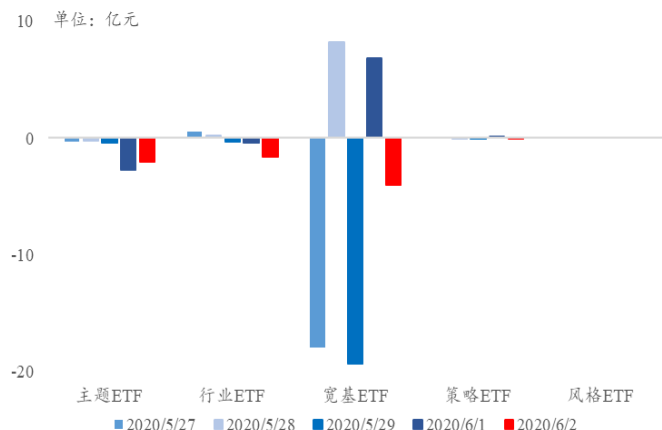
图6：6月1日和6月2日两天，内资交易盘在食品饮料及医药生物等“确定性”板块的活跃度持续下降，在TMT（除传媒）及非银等行业的活跃度均高于5月29日



数据来源：Wind、开源证券研究所

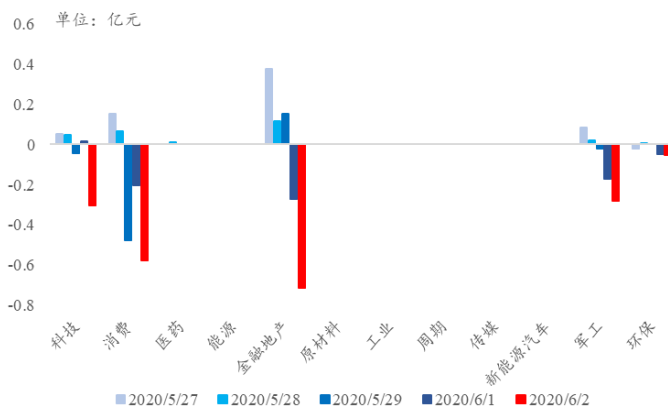
注：我们使用各个行业融资买入/总融资买入额衡量交易盘在各个行业的活跃度变化

图7：6月1日和6月2日两天，内资配置盘持续净赎回主题ETF和行业ETF，对宽基ETF则较为“纠结”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：6月1日和6月2日两天，内资配置盘在行业上对科技、消费、军工以及金融地产等均有所卖出



数据来源：Wind、开源证券研究所

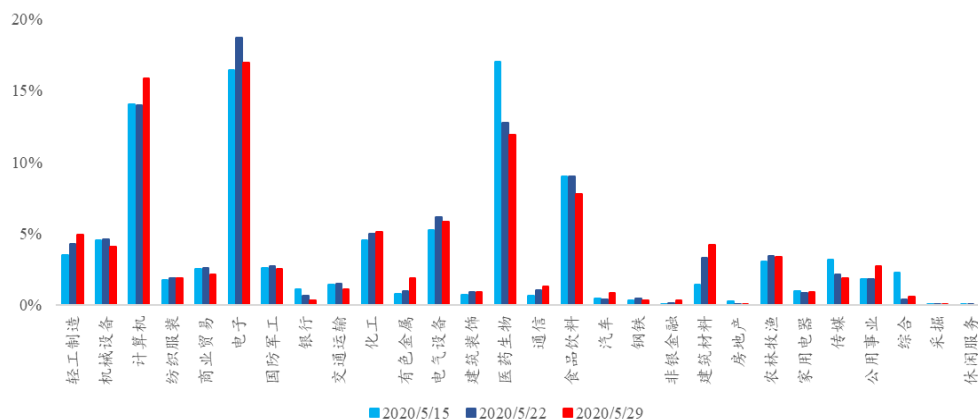
注：我们使用个人低持有份额的ETF作为内资配置盘的代表变量，具体可参见0516策略点评《ETF流出背后的逻辑》

2、机构调研方向：更加偏好前期“非强势”板块

机构调研和机构交易均是对机构行为的刻画。我们认为，机构调研相比于机构交易或具有一定的领先或同步性，这就意味着，机构调研的方向在一定程度上或能反映机构投资者对相应行业的预期。

从5月15日当周、5月22日当周以及5月29日当周的机构调研情况来看，机构在食品饮料以及医药生物等确定性板块调研活跃度下降，对建材、轻工、计算机以及通信等机构调研活跃度持续提升，这或在一定程度上同样暗示着风格切换的到来。

图9：5月15日以来，食品饮料以及医药生物等确定性板块调研活跃度下降，建材、化工、轻工、计算机以及通信等机构调研活跃度持续提升，电子行业活跃度先升后降但仍高于5月15日当周

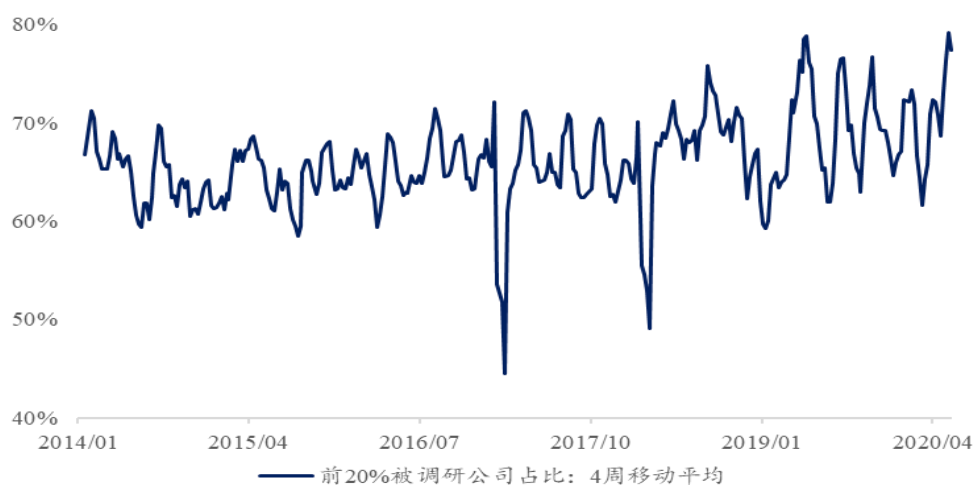


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：我们使用每一周内参加所属行业上市公司调研的机构数量/参加全部行业调研的机构数量作为机构在该行业调研的活跃度，并采用4周移动平均

更进一步地，我们通过测算机构的调研集中度发现，5月中旬以来，机构调研抱团程度有所提升，但5月29日当周有所回落。这一点或让人有所疑惑，但从被调研数量位于前20%的公司的行业分布变化来看，5月15日以来，机构更偏向于集中调研前期“非强势”板块，对“强势”板块的青睐程度下降，这与机构整体调研行业变化方向相一致。即机构或在抱团调研“非强势”板块，这就意味着，机构或会以更快的速度进行风格切换。

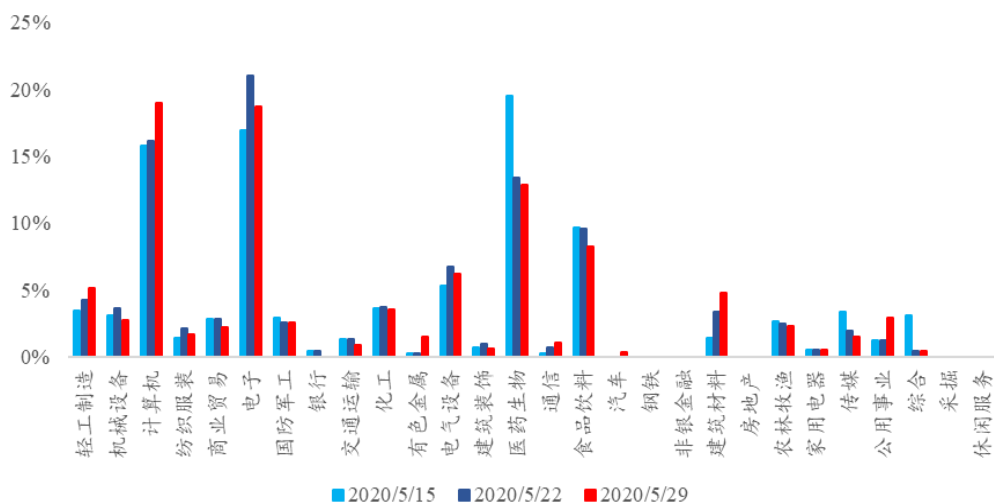
图10：5月中旬以来，机构调研抱团程度有所提升，5月29日当周有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：我们使用被调研数量位于样本前20%的公司被调研的数量/全部样本被调研的数量，衡量机构调研的抱团程度，并对相应的结果进行4周移动平均。

图11: 但从被调研数量位于前 20% 的公司, 前期“强势”板块调研活跃度仍下降, 建材、化工、轻工、计算机以及通信等机构调研活跃度持续提升, 电子行业活跃度先升后降但仍高于 5 月 15 日当周



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 我们使用每一周内参加所属行业上市公司调研的机构数量/参加全部行业调研的机构数量作为机构在该行业调研的活跃度, 并采用 4 周移动平均

3、风险提示

海外疫情超预期恶化; 中美摩擦; 国内经济下行超预期

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835