

中信证券研究部



秦培景  
首席策略分析师  
S101051205000



吕品  
策略分析师  
S101051812000

### 核心观点

**A 股投资者结构的变化一直是市场较为关心的话题，随着 2020Q1 与 2019 年年报公布完毕，我们可以系统地观察目前 A 股市场不同类型投资者的行业偏好与相对力量，本篇报告重在以一个全景的视角来观察目前 A 股的投资者结构。**

- **七分法视角看投资者变化：A 股市场中，外资占比逐渐扩大，保险和公募力量趋弱。**七分法将 A 股市场中的投资者划分为产业资本、公募、外资、私募、社保基金、保险、个人投资者。2010-2020Q1，外资企业占比不断扩大、保险和公募影响力量下降、散户配置力量趋弱。行业视角上，医药受到广泛青睐，公募基金重仓电子、个人投资者偏好非银；机构视角上，多数行业表现出产业资本>个人投资者>公募>外资的持仓占比顺序。
- **产业资本：央企属性产业资本占比不断下降，PE/VC 的影响力量逐渐增强。**2013-2020Q1，央企属性产业资本的占比随着国企混改推进而整体持续下降；PE/VC 配置力量逐年增强，个人大股东比例不断降低，外资类产业资本比例小幅增加。行业视角上，央企属性持仓集中于金融和石油石化，PE/VC 偏爱医药，民企法人和个人大股东在 TMT 行业持仓比较高；机构视角上，央企属性仍主导金融、周期等行业。
- **外资：增量资金重要来源，行业偏好相对稳定，体现长线配置策略。**外资整体仓位不断提升，行业配置方面，偏爱消费、科技与金融板块，较为稳定；2018-2020Q1，行业角度上，外资占消费板块比例最大，对家电行业影响力最强；外资扩大了电子行业配置、更加青睐医药行业，家电领域倾向于龙头企业，例如格力电器、美的集团、海尔智家等。
- **公募基金：行业轮动风格明显，近期看好消费、科技。**总量角度上，公募基金持仓量整体呈下降趋势；行业视角上，公募基金偏好追逐板块轮动，关注热门话题，看好消费、科技与金融板块。整体上，虽然持仓总量下降，但公募基金筹码趋于集中，对板块和个股仍有重要影响。
- **保险、社保：资金来源持续而稳定，偏好金融地产。**总量上，保险资金整体持仓占比呈下降趋势，社保基金则不断上升。行业方面，险资对于银行、地产的持股占比最高，电力及公用事业也渐受青睐；社保基金偏好金融和医药板块。2018-2020Q1，保险资金与社保基金持续偏好金融，对于消费板块的青睐也有所增强，非银金融成为社保基金持仓的重点。
- **私募、游资：重点配置于医药与汽车行业，较稳定，近年更加偏好消费及科技板块。**总量上看，私募基金整体持仓较小，近两年占比略有下降。行业方面，私募基金偏好投资于医药、汽车、电子等行业，对于科技板块的持股占比上升，房地产的占比下降。2018-2020Q1，私募基金对消费以及科技板块的持股占比提高，对于金融板块的持股比例上升后又回落。
- **个人投资者：青睐电子与消费领域，偏好较稳定。**总量上，个人投资者整体持仓很大，仅次于产业资本，近两年持仓占比略有下降。行业方面，个人投资者持续偏好金融、医药以及电子。2018-2020Q1，个人投资者的持股在大多数行业中比例都提高，综合金融与通信行业中的占比最大，超过半数。
- **风险因素：十大股东外的产业资本的小部分，和社保，保险，私募，游资的一部分尚未统计进去。**

## 目录

<b>结论：增量资金趋势延续，消费、科技仍有力量加持 .....</b>	<b>1</b>
<b>七分法视角看投资者变化：外资占比扩大，保险公募力量趋弱 .....</b>	<b>1</b>
七分法：三级分类细分 A 股市场投资者 .....	1
A 股投资者概述：外资占比扩大，保险公募影响力下降，散户配置力量趋弱 .....	2
2018-2020Q1 突出变化：社保外资占比增速明显，保险力量趋弱 .....	6
<b>产业资本：央企属性占比下降，PE/VC 力量渐增 .....</b>	<b>7</b>
七分产业资本：央企、地方国企、个人大股东、民企、PE/VC、外资及其他 .....	7
时间序列的变化：央企属性国企占比持续下降，PE/VC 力量增强 .....	8
2018-2020Q1 突出变化：央企属性比例不断减少，个人大股东和外资占比增加 .....	11
<b>外资：增量资金重要来源，偏好消费医药，科技关注不断提高 .....</b>	<b>14</b>
持股风格：看重消费、金融，消费板块偏好不断上升 .....	15
2018-2020Q1 突出变化：消费板块偏好不变，医药领域更为青睐 .....	17
<b>公募基金：行业轮动风格明显，偏好科技、消费 .....</b>	<b>20</b>
持股风格：追逐行业板块轮动，看好医药领域发展 .....	20
2018-2020Q1 突出变化：偏好科技与消费，关注医药与电子 .....	23
<b>保险、社保：资金来源稳定，偏好长期价值投资 .....</b>	<b>25</b>
持股风格：配置行业稳定，偏好银行地产 .....	25
2018-2020Q1 突出变化：持续偏好金融，一季度青睐消费 .....	30
<b>私募、游资：重医药、汽车，消费与科技热度增加 .....</b>	<b>34</b>
持股风格：整体影响力下降，对医药、汽车偏好稳定 .....	34
2018-2020Q1 突出变化：偏好消费及科技板块，金融有所回落 .....	36
<b>个人投资者：青睐电子、消费，偏好较稳定 .....</b>	<b>39</b>
持股偏好：偏好消费蓝筹股，近年影响力稍有减弱 .....	39
2018-2020Q1 突出变化：青睐电子与消费行业，对金融偏好下降 .....	41
<b>风险因素 .....</b>	<b>43</b>

## 插图目录

图 1：7 分法 A 股投资者结构时间变化（2010 至 2020Q1） .....	3
图 2：A 股市场各类投资者持股比例变化（2019-2020Q1） .....	7
图 3：A 股市场各类投资者持股比例变化（2018-2019） .....	7
图 4：产业资本投资者静态结构（2020Q1） .....	8
图 5：产业资本投资者结构变化图（2013 至 2020Q1） .....	9
图 6：A 股市场各类产业资本持股比例变化（2019-2020Q1） .....	12
图 7：A 股市场各类产业资本持股比例变化（2018-2019） .....	12
图 8：行业视角的持仓量占各类产业资本持有市值的比例变化（2018-2019） .....	13
图 9：行业视角的持仓量占各类产业资本持有市值的比例变化（2019-2020Q1） .....	13
图 10：产业资本视角的持仓量占行业持有市值的比例（2018-2019） .....	14
图 11：产业资本视角的持仓量占行业持有市值的比例（2019-2020Q1） .....	14
图 12：QFII 与陆港通占 A 股总市值 .....	15
图 13：QFII 与陆港通占 A 股全市值比例 .....	15
图 14：机构视角的持仓量占行业持有市值的比例（外资，2018-2019） .....	18
图 15：机构视角的持仓量占行业持有市值的比例（外资，2019-2020Q1） .....	18
图 16：行业视角的持仓量占机构持有市值的比例（外资，2018-2019） .....	19
图 17：行业视角的持仓量占机构持有市值的比例（外资，2019-2020Q1） .....	19
图 18：主动管理型基金与被动指数型基金占 A 股全市值比例 .....	20
图 19：机构视角的持仓量占行业持有市值的比例（主动管理型基金，2018-2019） .....	23
图 20：机构视角的持仓量占行业持有市值的比例（主动管理型基金，2019-2020Q1） .....	24
图 21：行业视角的持仓量占机构持有市值的比例（主动管理型基金，2018-2019） .....	24
图 22：行业视角的持仓量占机构持有市值的比例（主动管理型基金，2019-2020Q1） .....	25
图 23：行业占比视角持仓比例变化（保险公司，2018-2019） .....	31
图 24：机构占比视角持仓比例变化（保险公司，2018-2019） .....	31
图 25：行业占比视角持仓比例变化（保险公司，2019-2020Q1） .....	31
图 26：机构占比视角持仓比例变化（保险公司，2019-2020Q1） .....	32
图 27：行业占比视角持仓比例变化（社保基金，2018-2019） .....	33
图 28：机构占比视角持仓比例变化（社保基金，2018-2019） .....	33
图 29：行业占比视角持仓比例变化（社保基金，2019-2020Q1） .....	33
图 30：机构占比视角持仓比例变化（社保基金，2019-2020Q1） .....	34
图 31：二级市场投资基金接近 2.5 万亿 .....	34
图 32：行业占比视角持仓比例变化（阳光私募，2018-2019） .....	37
图 33：机构占比视角持仓比例变化（阳光私募，2018-2019） .....	38
图 34：行业占比视角持仓比例变化（阳光私募，2019-2020Q1） .....	38
图 35：机构占比视角持仓比例变化（阳光私募，2019-2020Q1） .....	38
图 36：个人投资者数量与 A 股价格 .....	39
图 37：行业占比视角持仓比例变化（个人投资者，2018-2019） .....	42
图 38：机构占比视角持仓比例变化（个人投资者，2018-2019） .....	42
图 39：行业占比视角持仓比例变化（个人投资者，2019-2020Q1） .....	42
图 40：机构占比视角持仓比例变化（个人投资者，2019-2020Q1） .....	43

## 表格目录

表 1: A 股市场主要参与者分类 .....	1
表 2: 7 分法投资者结构变化 (2010-2020Q1) .....	3
表 3: 行业视角的持仓量占机构持有市值的比例 (2019M12) .....	4
表 4: 机构视角的持仓量占行业总市值的比例 (2019M12) .....	6
表 5: A 股市场各类投资者持股比例变化 (2018-2020Q1) .....	7
表 6: 产业资本投资者结构变化表格 (2013 至 2020Q1) .....	9
表 7: 行业视角的持仓量占机构持有市值的比例 (产业资本, 2019M12) .....	10
表 8: 机构视角的持仓量占行业总市值的比例 (产业资本, 2019M12) .....	11
表 9: A 股市场产业资本持股比例变化 (2018-2020Q1) .....	12
表 10: 机构视角的持仓量占行业持有市值的比例 (外资, 2017-2020Q1) .....	15
表 11: 行业视角的持仓量占机构总市值的比例 (外资, 2017-2020Q1) .....	17
表 12: 机构视角的持仓量占行业持有市值的比例 (主动管理型基金, 2013-2020Q1) .....	21
表 13: 行业视角的持仓量占机构持有市值的比例 (主动管理型基金, 2013-2020Q1) .....	22
表 14: 保险类资金投资行为模式分类 .....	25
表 15: 行业视角的持仓量占机构持有市值的比例 (保险公司, 2013-2020Q1) .....	26
表 16: 机构视角的持仓量占机构持有市值的比例 (保险公司, 2013-2020Q1) .....	27
表 17: 行业视角的持仓量占机构持有市值的比例 (社保基金, 2013-2020Q1) .....	28
表 18: 机构视角的持仓量占机构持有市值的比例 (社保基金, 2013-2020Q1) .....	29
表 19: 机构视角的持仓量占机构持有市值的比例 (阳光私募, 2014-2020Q1) .....	35
表 20: 行业视角的持仓量占机构持有市值的比例 (阳光私募, 2014-2020Q1) .....	36
表 21: 行业视角的持仓量占机构持有市值的比例 (个人投资者, 2018-2020Q1) .....	39
表 22: 机构视角的持仓量占机构持有市值的比例 (个人投资者, 2018-2020Q1) .....	40

## ■ 结论：增量资金趋势延续，消费、科技仍有力量加持

我们通过上市公司前十大股东、陆港通持股数据、与公募基金季报数据等构建了 A 股投资者结构的全景扫描，我们将 A 股市场投资者分为产业资本、外资、公募基金、社保、保险、私募、个人投资者。

我们观察目前情况，产业资本仍然是 A 股最重要的存在实体，从增量资金的影响力来看，外资的影响力仍在逐渐增强，而且方向集中，偏好于消费、医药、科技；公募层面行业轮动迅速，在目前被外资主导的市场风格下，与外资持股的行为略有趋同，但按季度观察仍有轮动的特性；社保、保险的持股风格仍然保持平稳，偏好于金融、地产等高股息品种；另外个人投资者方面，近两年的趋势仍然有所下降。

展望 2020 年，我们预计场外的产业资本仍在跃跃欲试，通过增发、转让的方式进驻，虽然不一定推高我们计算口径的产业资本占比，但是腾挪的过程中仍然属于增量资金；北上外资的集中，对目前估值较高的消费、科技板块仍有加持，另外风格在尚未逆转的前提下，公募也会强化相关的行业逻辑，预计其他投资人持股比例与行业配置的变化仍然保持相对稳定。

## ■ 七分法视角看投资者变化：外资占比扩大，保险公募力量趋弱

### 七分法：三级分类细分 A 股市场投资者

当前 A 股市场中投资者类型根据其机构行为进行分类，其一级分类共七类，分别为：产业资本、国内公募、外资、国内私募、社保基金、保险、个人投资者。

二级分类下，产业资本有公司制法人、个人股东两种；公募基金主要为主动管理与指数基金；保险公司则有保险产业资本，普通保险产品、理财型产品；私募、通道、游资包括了信托、券商、券商集合理财、阳光私募和各类游资；外资则主要是 QFII 和陆股通。

三级分类下，公司制法人有央企、地方国企、民营企业、PE/VC 这四类，个人股东包含公司实际控制人和个人大股东两种；保险公司被细分为年金户、分红户、寿险户、财险户、万能险户；私募、通道、游资三级分类为长期投资型私募、游资和资金量偏小的私募；外资则有交易型外资、配置型外资两种。

不同的类型的机构投资者或个人投资者的行为模式基于以下几点而有所区别：（1）参与人熟悉的认知领域；（2）资金体量；（3）负债端性质；（4）投资目的与投资约束。

表 1：A 股市场主要参与者分类

一级分类	二级分类	三级分类
产业资本	公司制法人	央企、地方国企、民营企业、PE/VC
	个人股东	公司实际控制人、个人大股东



一级分类	二级分类	三级分类
公募基金	主动管理与指数基金	
保险公司	保险产业资本, 普通保险产品、理财型产品	年金户、分红户、寿险户、财险户、万能险户
私募、通道、游资	信托, 券商, 券商集合理财, 阳光私募, 各类游资	长期投资型私募、游资、资金量偏小的私募
外资	QFII, 陆股通	交易型外资、配置型外资
社保基金	N/A	N/A
个人投资者	N/A	N/A

资料来源: Wind, 中信证券研究部

## A股投资者概述: 外资占比扩大, 保险公募影响力下降, 散户配置力量趋弱

从时间序列(2010-2020Q1)的变化看, A股投资者结构呈现出外资占比不断扩大、保险和公募基金影响力量下降、散户配置力量趋弱的特点。可以看到:

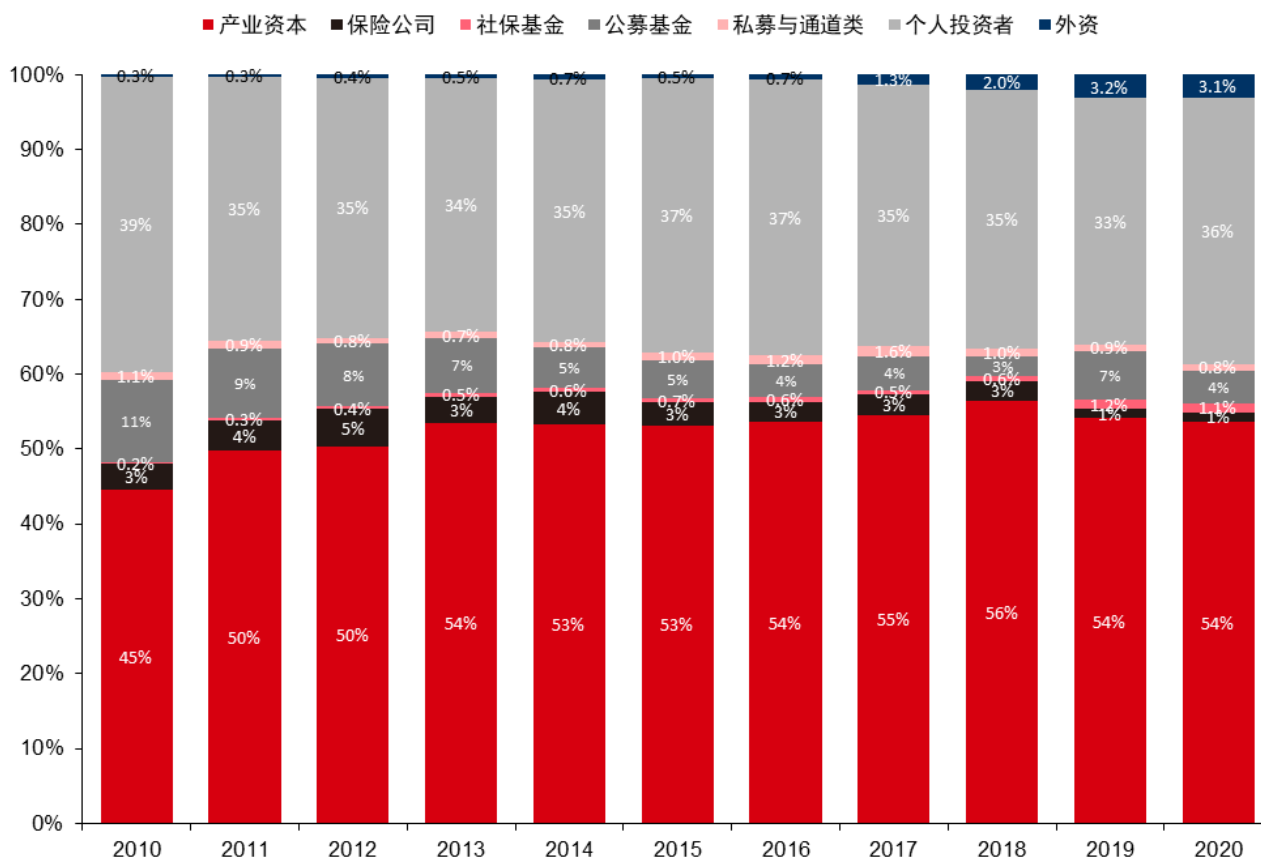
(1) 外资占比不断提升, 由2010年的0.3%上升了2.9个百分点至2020Q1的3.1%, 是占比增长率最大的一类投资者;

(2) 散户配置力量逐渐趋弱, 其在A股市场的占比从2010年的39.4%逐渐下降至2020Q1的35.6%, 下降了3.8个百分点, 幅度较大;

(3) 保险和公募基金的配置力量整体上在逐年减弱, 分别由2010年的3.4%和10.9%逐渐降低至1.2%和4.5%;

(4) 产业资本仍是A股最重要的机构投资者, 作为A股市场配置力量的压舱石, 产业资本的配置占比自2012年上升至50.4%后, 一直稳定保持在50%以上的水平, 在2018年达到最高值56.5%。

图 1：7 分法 A 股投资者结构时间变化（2010 至 2020Q1）



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 2：7 分法投资者结构变化（2010-2020Q1）

	产业资本	公募基金	社保基金	保险公司	私募与通道类	外资	个人投资者
2010	44.6%	10.9%	0.2%	3.4%	1.1%	0.3%	39.4%
2011	49.7%	9.3%	0.3%	4.2%	0.9%	0.3%	35.3%
2012	50.4%	8.4%	0.4%	4.9%	0.8%	0.4%	34.8%
2013	53.6%	7.4%	0.5%	3.5%	0.7%	0.5%	33.9%
2014	53.4%	5.4%	0.6%	4.3%	0.8%	0.7%	34.9%
2015	53.1%	5.0%	0.7%	3.1%	1.0%	0.5%	36.7%
2016	53.7%	4.5%	0.6%	2.6%	1.2%	0.7%	36.8%
2017	54.6%	4.4%	0.5%	2.8%	1.6%	1.3%	34.8%
2018	56.5%	2.7%	0.6%	2.7%	1.0%	2.0%	34.6%
2019	54.1%	6.5%	1.2%	1.3%	0.9%	3.2%	32.9%
2020Q1	53.7%	4.5%	1.1%	1.2%	0.8%	3.1%	35.6%

资料来源：Wind，中信证券研究部

从行业视角的持仓量占机构持有市值的比例，纵向看各机构对于不同行业的偏好呈现出医药行业受到广泛青睐、公募基金重仓电子、外资偏好食品饮料、个人投资者偏好非银等特点。下表显示了 A 股市场各类投资者在不同行业的持仓比例分配情况，表内各列数据

纵向加总为 100%。除持仓银行业的比率大多偏高以外，其它各类投资者持仓较高的行业还包括：

（1）产业资本：A 股各类投资者大多在银行业持仓比例较高，除此以外，产业资本在非银行金融、食品饮料、医药、石油石化等行业持仓比率较高，分别为 8.49%、6.69%、6.27%、5.89%；

（2）外资：对医药行业偏好明显，持仓比率为 10.29%，2019M12 外资在食品饮料行业持仓比率最高，为 12.99%，对非银行金融和家电行业也有明显偏好，其持仓比例略大于其他行业，分别为 9.16%和 9.02%；

（3）公募基金：银行业持仓比例最高，为 18.5%，此外，2020Q1 公募基金继续对医药行业（10.15%）偏好明显，电子（9.84%）、非银行金融（7%）、食品饮料（6.69%）的持仓比例也高于其他行业；

（4）社保基金：行业偏好由医药行业转为非银行金融（30.2%），医药行业持仓比率从 2018 年的 14.72%降低至 5.63%，相较公募基金，社保基金并未明显配置食品饮料、电子和交通运输行业；

（5）保险公司：除保险集团稳定持有的保险上市公司以外，保险公司对房地产行业偏好明显，持仓比率为 10.39%，电力及公用事业持仓比率为 4.24%，二者比率较其他行业略高；

（6）私募：相较其他类型投资者，私募与通道类投资者对银行偏好最低，持仓占比仅为 7.2%，但对非银行金融偏好明显，持仓占比 29.57%，此外，对医药（7.95%）、房地产（5.54%）、电力设备及新能源（5.18%）偏好较高；

（7）个人投资者：除银行（13.17%）外，个人投资者偏好非银行金融行业，其行业配置比例为 12.29%，此外，电子行业（6.88%）和医药行业（6.72%）的持仓比在与其他行业持仓比较中较高。

表 3：行业视角的持仓量占机构持有市值的比例（2019M12）

行业	产业资本	公募基金	社保基金	保险公司	私募与通道类	外资	个人投资者
交通运输	4.00%	1.97%	1.14%	1.55%	2.55%	4.04%	3.13%
传媒	2.01%	3.04%	1.58%	0.39%	1.87%	1.27%	2.51%
农林牧渔	1.47%	1.37%	0.37%	0.67%	1.25%	1.41%	1.90%
医药	6.27%	10.15%	5.63%	1.91%	7.95%	10.29%	6.72%
商贸零售	1.44%	0.90%	1.22%	0.41%	1.43%	0.47%	1.47%
国防军工	1.33%	1.66%	0.33%	0.32%	0.47%	0.52%	1.92%
基础化工	2.79%	2.78%	3.17%	0.42%	3.18%	1.74%	4.75%
家电	1.87%	2.54%	0.71%	0.65%	0.87%	9.02%	2.09%
建材	1.33%	1.28%	1.02%	0.87%	0.89%	3.06%	1.27%
建筑	2.72%	0.97%	0.36%	0.37%	1.18%	0.97%	2.20%
房地产	3.79%	2.95%	0.79%	10.39%	5.54%	2.51%	3.49%



行业	产业资本	公募基金	社保基金	保险公司	私募与通道类	外资	个人投资者
有色金属	2.04%	1.67%	0.79%	0.60%	1.66%	0.81%	2.64%
机械	3.41%	2.71%	1.98%	0.57%	3.52%	3.07%	4.24%
汽车	2.82%	2.22%	1.03%	0.88%	4.61%	2.33%	2.76%
消费者服务	1.02%	1.98%	1.06%	0.22%	0.36%	1.82%	0.48%
煤炭	1.96%	0.47%	0.18%	0.60%	0.54%	0.40%	0.82%
电力及公用事业	3.45%	4.23%	0.68%	4.24%	1.02%	1.86%	2.68%
电力设备及新能源	3.32%	3.27%	1.69%	2.46%	5.18%	2.02%	3.68%
电子	4.35%	9.84%	4.67%	1.20%	4.67%	6.60%	6.88%
石油石化	5.89%	0.73%	0.41%	0.39%	1.47%	0.58%	1.42%
纺织服装	0.76%	0.26%	0.40%	0.05%	1.58%	0.23%	0.69%
综合	0.38%	0.06%	0.03%	0.15%	0.19%	0.08%	0.56%
综合金融	0.16%	0.12%	0.13%	0.00%	0.06%	0.02%	0.25%
计算机	3.20%	5.36%	2.01%	1.09%	4.07%	2.61%	5.63%
轻工制造	1.15%	1.00%	0.47%	0.10%	1.32%	1.00%	1.12%
通信	1.81%	3.63%	1.83%	2.04%	0.97%	3.21%	3.58%
钢铁	1.40%	0.64%	0.81%	0.59%	0.24%	0.71%	1.16%
银行	18.68%	18.50%	32.32%	61.54%	7.20%	15.19%	13.17%
非银行金融	8.49%	7.02%	30.20%	3.26%	29.57%	9.16%	12.29%
食品饮料	6.69%	6.69%	2.98%	2.07%	4.58%	12.99%	4.47%

资料来源：Wind，中信证券研究部（注：红色表示纵轴占比较大，绿色表示纵轴占比较低，纵向求和=100%）

从机构视角的持仓量占行业总市值的比例，横向来看各机构在不同行业中的影响程度，呈现出公募存量规模较私募更占优势、通信行业个人投资者力量高于产业资本、外资掌握家电和食品饮料行业较强话语权、公募、社保、外资的边际影响都在不断增大的特点。下表显示了 A 股市场各类投资者在不同行业中所占的持仓比例分布情况，表内各列数据横向加总为 100%。多数行业表现出产业资本>个人投资者>公募>外资的持仓占比顺序，我们关注特定行业下公募、外资、个人投资者三者顺位的变化：

（1）公募基金在存量规模上比外资和个人投资者更占优势，多数行业中产业资本和个人投资者以外，公募基金所占比例最高，大多在 5%~10%，其中，在消费者服务行业里，公募基金持仓占比 14.12%，是所有行业中影响最大的，但论其规模仍然远低于产业资本和个人投资者；

（2）在通信行业，个人投资者的相对力量仍然高于产业资本，其市值占比达到 47%，同时，在计算机、综合金融、基础化工行业，个人投资者持仓比也以微小幅度大于产业资本；

（3）家电行业和建材行业上，外资仍然掌握较强的话语权，市值占比分别为 13.13%和 7.18%，高于公募基金的 7.6%和 6.2%；

（4）关注持仓配置的边际变化，公募、社保基金、外资的影响都在不断增大：以 2018 年~2020Q1 为例，社保基金持仓占比从 0.6%上升至 1.1%，增加了 0.5 个百分点；公募

基金持仓占比从 2.7%上升 1.8 个百分点至 4.5%，外资持仓占比从 2%上升 1.1 个百分点至 3.1%。

表 4：机构视角的持仓量占行业总市值的比例（2019M12）

行业	产业资本	公募基金	社保基金	保险公司	私募与通道类	外资	个人投资者
交通运输	61.01%	3.67%	0.37%	0.46%	0.64%	3.65%	30.19%
传媒	48.84%	9.00%	0.83%	0.18%	0.75%	1.83%	38.56%
农林牧渔	49.60%	5.63%	0.27%	0.44%	0.70%	2.82%	40.54%
医药	49.54%	9.79%	0.96%	0.29%	1.04%	4.82%	33.55%
商贸零售	55.99%	4.30%	1.03%	0.31%	0.92%	1.10%	36.34%
国防军工	47.56%	7.22%	0.25%	0.23%	0.28%	1.09%	43.38%
基础化工	43.78%	5.34%	1.08%	0.13%	0.83%	1.62%	47.23%
家电	45.79%	7.61%	0.38%	0.31%	0.36%	13.13%	32.43%
建材	52.76%	6.19%	0.88%	0.67%	0.58%	7.18%	31.74%
建筑	62.90%	2.73%	0.18%	0.17%	0.45%	1.33%	32.24%
房地产	55.57%	5.28%	0.25%	2.99%	1.35%	2.19%	32.38%
有色金属	50.77%	5.07%	0.42%	0.29%	0.68%	1.20%	41.56%
机械	50.74%	4.92%	0.64%	0.17%	0.87%	2.71%	39.95%
汽车	55.48%	5.32%	0.44%	0.34%	1.50%	2.72%	34.21%
消费者服务	59.92%	14.12%	1.34%	0.25%	0.35%	6.31%	17.70%
煤炭	75.92%	2.20%	0.15%	0.46%	0.34%	0.91%	20.01%
电力及公用事业	58.62%	8.77%	0.25%	1.41%	0.29%	1.87%	28.79%
电力设备及新能源	52.41%	6.30%	0.58%	0.76%	1.35%	1.89%	36.71%
电子	41.48%	11.45%	0.96%	0.22%	0.74%	3.73%	41.42%
石油石化	84.69%	1.28%	0.13%	0.11%	0.35%	0.50%	12.94%
纺织服装	59.33%	2.50%	0.67%	0.07%	2.04%	1.05%	34.34%
综合	50.35%	0.92%	0.09%	0.40%	0.42%	0.63%	47.18%
综合金融	46.90%	4.47%	0.83%	0.00%	0.32%	0.36%	47.13%
计算机	41.60%	8.50%	0.56%	0.28%	0.88%	2.01%	46.17%
轻工制造	55.50%	5.85%	0.49%	0.09%	1.05%	2.86%	34.16%
通信	37.68%	9.22%	0.83%	0.83%	0.33%	3.97%	47.14%
钢铁	61.03%	3.39%	0.76%	0.50%	0.17%	1.84%	32.31%
银行	58.03%	7.01%	2.18%	3.74%	0.37%	2.80%	25.87%
非银行金融	44.90%	4.53%	3.46%	0.34%	2.59%	2.87%	41.32%
食品饮料	59.30%	7.23%	0.57%	0.36%	0.67%	6.82%	25.05%

资料来源：Wind，中信证券研究部（注：红色表示横轴占比较大，绿色表示横轴占比较低，横向求和=100%。）

## 2018-2020Q1 突出变化：社保外资占比增速明显，保险力量趋弱

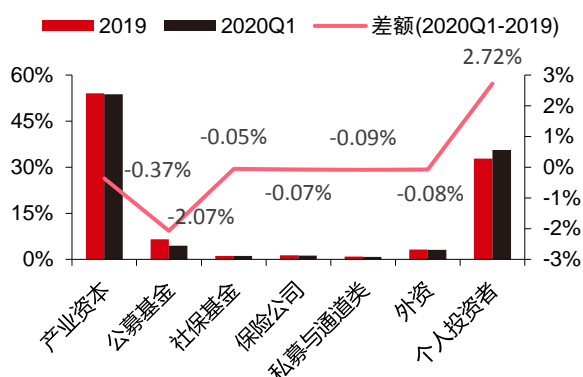
相比较 2018 年，近一年多以来 A 股投资者结构呈现出产业资本占比有所减少、外资占比边际增量明显、保险公司持股占比持续降低的突出特点：

（1）截止 2020Q1，产业资本持股比例为 53.7%，较 2018 年的 56.5%下降了 2.8 个百分点，较 2019 年的 54.1%下降了 0.4 个百分点，可以看到整体上近一年以来产业资本的持股占比呈现较为微弱的下降趋势；

(2) 外资力量保持不断增强的态势，2020Q1 占比 3.1%，较 2018 年的 2%增加了 1.1 个百分点；

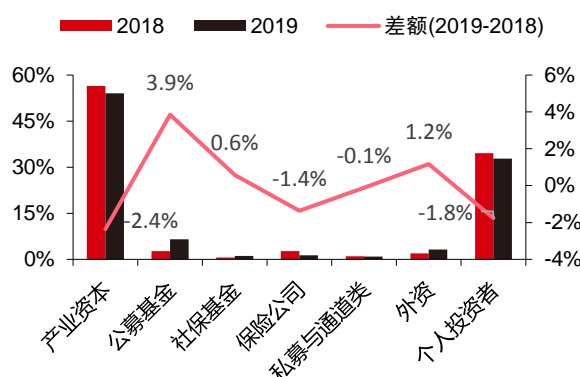
(3) 保险公司在 A 股市场上的配置力量仍然逐渐趋弱，相较 2018 年的 2.7%占比，2020Q1 的 1.2%下降了 1.5 个百分点。

图 2：A 股市场各类投资者持股比例变化（2019-2020Q1）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：A 股市场各类投资者持股比例变化（2018-2019）



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 5：A 股市场各类投资者持股比例变化（2018-2020Q1）

	产业资本	公募基金	社保基金	保险公司	私募与通道类	外资	个人投资者
2018	56.5%	2.7%	0.6%	2.7%	1.0%	2.0%	34.6%
2019	54.1%	6.5%	1.2%	1.3%	0.9%	3.2%	32.9%
2020Q1	53.7%	4.5%	1.1%	1.2%	0.8%	3.1%	35.6%

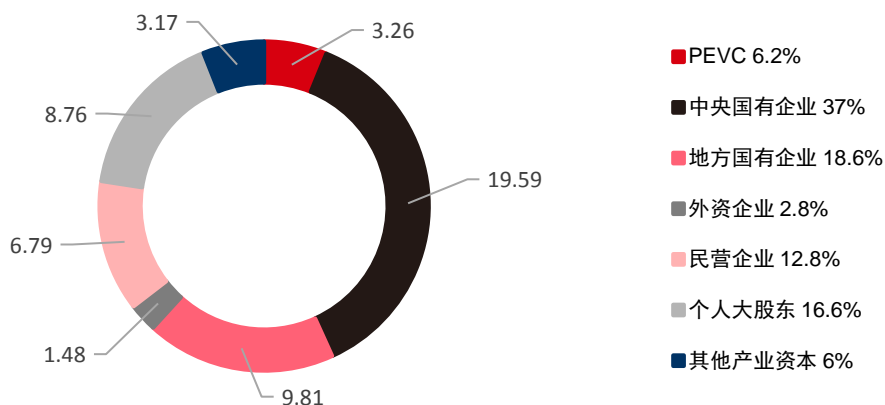
资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 产业资本：央企属性占比下降，PE/VC 力量渐增

七分产业资本：央企、地方国企、个人大股东、民企、PE/VC、外资及其他

产业资本的文本含义上，是基于产业逻辑进行持股与投资具体公司。产业资本中，有大量的持非流通股的央企与限售的投资者，也有喜欢频繁进行市值管理、小额间接持股控制公司的投资者。我们在产业资本内部初步区分了 7 种类型，分别是央企、地方国企、个人大股东、民企、PE/VC、外资，以及其他产业资本。其中，央企和地方国企属性的产业资本持股占 A 股总量的近三分之一；PE/VC 通常被认为是公司 Pre-IPO 时的战略投资人或后续进行长期投资的各种有限合伙基金；外资企业主要为中国公司的海外分公司对国内企业的间接持股或纯粹的海外战略投资人。

图 4：产业资本投资者静态结构（2020Q1，单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 时间序列的变化：央企属性国企占比持续下降，PE/VC 力量增强

从时间序列（2013-2020Q1）的变化看，产业资本呈现出央企属性占比整体保持下降态势、PE/VC 力量缓慢增强、个人大股东持股比例不断降低、外资比例有微小增加的特点。可以看到：

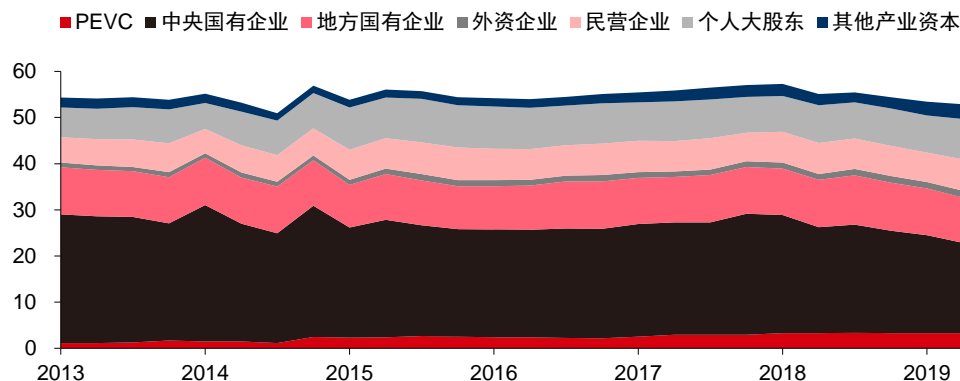
（1）随着国企混改进程的推进，央企属性的产业资本占比整体保持了逐步下降的趋势，2020Q1 央企属性的国有企业在整个 A 股市场的持股比例为 19.59%，较 2013 年的 27.92%下降了 29.8%；

（2）PE/VC 的配置力量在逐年缓慢增强，从 2013 年的 1.13%增加至 2020Q1 的 3.26%，成为产业资本中较为重要的一环投资力量；

（3）个人大股东的持股比例自 2016 年开始不断降低，但同时民企属性的公司制法人占比相对比较稳定，体现出个人套现的同时集团稳定的变化；

（4）外资在产业资本中的比例一直在增加，但增速缓慢，边际变化不大，2020Q1 外资持股占比 1.48%。

图 5：产业资本投资者结构变化图（2013 至 2020Q1，单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 6：产业资本投资者结构变化表格（2013 至 2020Q1，单位：%）

	中央国有企业	地方国有企业	PE/VC	外资企业	民营企业	个人大股东	其他产业资本
20131231	27.92	10.15	1.13	1.03	5.50	6.43	2.19
20141231	29.58	10.26	1.45	0.96	5.27	5.63	1.98
20151231	23.86	9.29	2.28	1.10	6.48	9.20	1.66
20161231	23.43	9.35	2.34	1.35	6.77	9.18	1.81
20171231	24.46	10.00	2.49	1.25	6.74	8.36	2.16
20181231	25.57	10.10	3.29	1.29	6.69	7.76	2.58
20191231	21.22	10.12	3.27	1.43	6.35	8.02	2.99
20200331	19.59	9.81	3.26	1.48	6.79	8.76	3.17

资料来源：Wind，中信证券研究部

从行业视角的持仓量占产业资本内部各类投资者持有市值的比例，纵向看其对于不同行业的偏好呈现出央企属性持仓多集中于金融和石油石化类行业、PE/VC 喜爱医药行业、民企法人和个人大股东在 TMT 行业持仓量偏多等特点。下表显示了产业资本内部各类投资者在不同行业的持仓比例分配情况，表内各列数据纵向加总为 100%。可以看到：

（1）央企属性产业资本的持仓量主要集中于金融类（尤其是银行业，41%）、石油石化行业（12.2%）、公用事业类行业；地方国企属性的产业资本由于部分规模较大白酒企业的存在，在食品饮料行业的持股比例较大；

（2）PE/VC 尤其青睐医药行业、电力设备及新能源行业和电子行业，其在这三个行业的持仓占比分别为：11%、8.5%和 7.3%。

（3）此外，民企法人型和个人大股东型的产业资本在 TMT 行业持仓量偏多，电子、计算机、机械行业的持仓比例分别为 10.3%、10.6%和 8.6%；

（4）除 PE/VC 外，医药行业还受到民营企业、外资企业和个人大股东的喜爱，这三类产业资本在医药行业的持股比例分别为 14.2%、15.2%和 12.1%。



表 7：行业视角的持仓量占机构持有市值的比例（产业资本，2019M12）

行业	中央国有企业	地方国有企业	PE/VC	民营企业	外资企业	个人大股东	其他产业资本
交通运输	3.6%	7.2%	7.8%	2.7%	0.4%	0.8%	5.3%
传媒	0.4%	2.6%	4.3%	2.3%	2.7%	3.9%	3.0%
农林牧渔	0.3%	0.4%	0.6%	4.2%	1.0%	4.0%	2.2%
医药	1.0%	4.1%	10.9%	14.2%	15.2%	12.1%	9.2%
商贸零售	0.1%	2.3%	2.1%	2.5%	2.7%	2.0%	2.8%
国防军工	1.9%	0.4%	1.9%	0.4%	0.0%	1.3%	2.6%
基础化工	0.7%	1.8%	3.9%	3.4%	1.1%	8.1%	5.0%
家电	0.3%	1.6%	1.0%	7.6%	5.5%	1.7%	1.2%
建材	0.6%	2.7%	0.5%	1.1%	3.3%	1.9%	0.7%
建筑	4.3%	0.8%	3.1%	1.0%	0.0%	2.2%	4.2%
房地产	2.2%	5.8%	6.3%	7.6%	4.1%	1.3%	3.1%
有色金属	0.9%	3.8%	2.1%	3.3%	2.6%	1.8%	1.9%
机械	1.7%	1.3%	5.0%	4.8%	3.1%	8.6%	3.6%
汽车	0.7%	5.5%	5.7%	3.4%	3.2%	3.1%	3.4%
消费者服务	0.8%	0.7%	0.8%	0.1%	0.2%	2.9%	1.9%
煤炭	2.9%	3.2%	0.9%	0.9%	0.0%	0.2%	0.3%
电力及公用事业	3.5%	6.6%	2.3%	1.5%	2.7%	1.2%	3.7%
电力设备及新能源	1.4%	1.8%	8.5%	5.6%	2.7%	6.5%	3.4%
电子	1.7%	1.8%	7.3%	6.4%	13.3%	10.3%	4.0%
石油石化	12.2%	0.3%	1.5%	4.1%	2.3%	0.9%	3.3%
纺织服装	0.1%	0.1%	1.2%	2.1%	1.7%	1.8%	1.0%
综合	0.1%	0.9%	0.5%	0.4%	0.2%	0.3%	0.5%
综合金融	0.0%	0.2%	0.1%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%
计算机	1.1%	0.8%	4.5%	2.8%	4.5%	10.6%	5.2%
轻工制造	0.1%	0.5%	0.9%	1.9%	2.8%	3.4%	2.8%
通信	1.4%	0.3%	2.7%	3.1%	0.0%	3.8%	1.7%
钢铁	1.4%	2.5%	0.8%	1.1%	2.1%	0.4%	1.3%
银行	41.0%	5.1%	2.7%	2.4%	17.7%	0.0%	9.9%
非银行金融	12.8%	11.4%	8.9%	2.9%	0.0%	0.3%	4.9%
食品饮料	0.7%	23.5%	1.2%	5.7%	4.5%	4.3%	7.7%

资料来源：Wind，中信证券研究部

从产业资本内部各类投资者视角的持仓量占行业总市值的比例，横向来看各类产业资本在不同行业中的影响程度呈现出央企国企属性仍然主导金融、周期、基础公用类行业、民企和个人大股东在 TMT 行业影响颇大、外资类产业资本影响力微弱等特点。下表显示了各类产业资本投资者在不同行业中所占的持仓比例分布情况，表内各列数据横向加总为 100%。可以看到：

（1）央企属性的产业资本依然主导着银行金融类、周期类、基础公用事业类行业，央企属性的国企在石油石化、银行、煤炭、建筑行业的市值占比分别为 70%、51%、44%、39%；

(2) 民营企业和个人大股东在 TMT 行业的主导力量更大，计算机行业中个人大股东持股占比 20.7%；

(3) 外资类产业资本在各个行业话语权相对较弱，其行业市值占比大多不超过 2%，在国防军工、建筑、非银行金融、煤炭等行业所占市值比例不超过 0.1%。

表 8：机构视角的持仓量占行业总市值的比例（产业资本，2019M12）

行业	中央国有企业	地方国有企业	PE/VC	民营企业	外资企业	个人大股东	其他产业资本
交通运输	21.8%	20.7%	7.0%	4.9%	0.2%	1.9%	4.3%
传媒	3.8%	11.9%	6.1%	6.7%	1.8%	14.3%	4.0%
农林牧渔	3.9%	2.3%	1.1%	16.8%	0.9%	20.0%	4.0%
医药	3.3%	6.1%	5.0%	13.3%	3.2%	14.3%	3.9%
商贸零售	2.0%	17.0%	4.9%	11.4%	2.9%	11.7%	5.9%
国防军工	27.4%	2.5%	3.9%	1.7%	0.0%	7.0%	5.0%
基础化工	4.2%	5.4%	3.6%	6.4%	0.5%	19.1%	4.3%
家电	3.4%	7.2%	1.4%	22.1%	3.6%	6.3%	1.6%
建材	9.3%	19.9%	1.3%	5.4%	3.5%	11.3%	1.5%
建筑	39.4%	3.5%	4.3%	2.7%	0.0%	7.5%	5.3%
房地产	12.9%	16.2%	5.4%	13.2%	1.6%	3.0%	2.5%
有色金属	8.7%	17.9%	3.1%	9.7%	1.7%	6.7%	2.5%
机械	10.3%	3.8%	4.3%	8.4%	1.2%	19.3%	2.9%
汽车	5.7%	20.6%	6.5%	7.9%	1.7%	9.2%	3.7%
消费者服务	17.6%	7.3%	2.6%	0.5%	0.3%	25.3%	6.2%
煤炭	44.1%	23.6%	2.1%	4.3%	0.0%	1.2%	0.6%
电力及公用事业	23.8%	21.1%	2.3%	3.1%	1.2%	3.1%	3.4%
电力设备及新能源	8.5%	5.5%	7.9%	10.4%	1.1%	15.4%	2.9%
电子	6.3%	3.2%	4.1%	7.2%	3.4%	14.7%	2.1%
石油石化	70.0%	0.9%	1.3%	7.1%	0.9%	1.9%	2.6%
纺织服装	3.1%	1.7%	5.5%	19.6%	3.7%	21.0%	4.2%
综合	7.1%	22.9%	4.1%	6.0%	0.7%	5.2%	3.8%
综合金融	0.6%	11.3%	2.1%	17.1%	2.3%	9.8%	3.4%
计算机	5.6%	1.9%	3.4%	4.4%	1.6%	20.7%	3.7%
轻工制造	1.5%	4.8%	2.4%	10.6%	3.6%	24.9%	7.4%
通信	11.3%	1.2%	3.3%	7.6%	0.0%	11.9%	1.9%
钢铁	24.5%	20.6%	1.9%	5.5%	2.4%	2.9%	3.0%
银行	50.7%	3.0%	0.5%	0.9%	1.5%	0.0%	1.7%
非银行金融	26.8%	11.4%	2.8%	1.8%	0.0%	0.2%	1.4%
食品饮料	2.6%	39.4%	0.6%	6.0%	1.1%	5.7%	3.7%

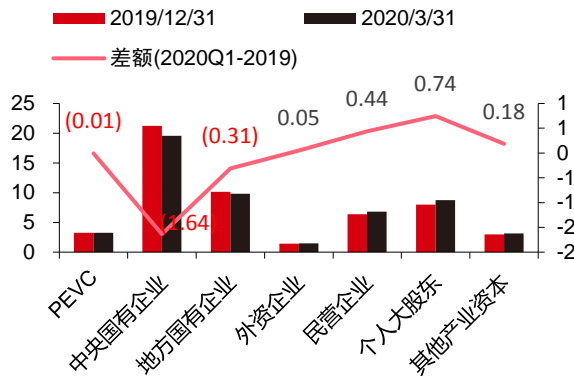
资料来源：Wind，中信证券研究部

## 2018-2020Q1 突出变化：央企属性比例不断减少，个人大股东和外资占比增加

2018 年至 2020Q1，各类型产业资本在 A 股市场的持股比例呈现出央企属性持股比例不断减少、个人大股东和外资占比有所增加、PE/VC 和民营企业整体变化不大的特点。

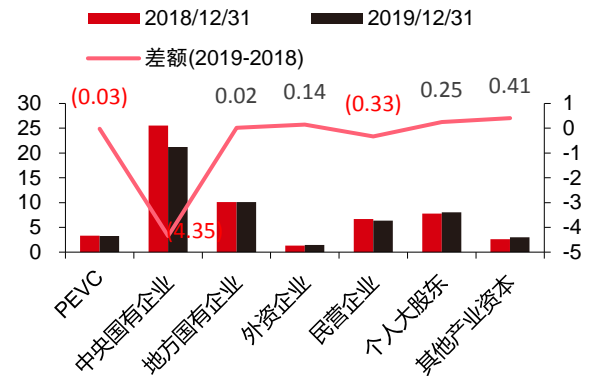
截止 2020Q1, 中央国有企业和地方国有企业的 A 股持股比例为 19.59% 和 9.81%, 较 2018 年下降了 23.4PCT 和 2.88PCT, 央企属性下降幅度更大; 个人大股东和外资的占比都在不断增加, 分别由 2018 年的 7.76% 和 1.29% 上升至 2020Q1 的 8.76% 和 1.48%; PE/VC 和民营企业整体变化不大, 分别在 3.3% 和 6.6% 左右变动, 变化幅度很小。

图 6: A 股市场各类产业资本持股比例变化 (2019-2020Q1, 单位: %)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 7: A 股市场各类产业资本持股比例变化 (2018-2019, 单位: %)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 9: A 股市场产业资本持股比例变化 (2018-2020Q1, 单位: %)

	中央国有企业	地方国有企业	PE/VC	民营企业	外资企业	个人大股东	其他产业资本
2018/12/31	25.57	10.10	3.29	6.69	1.29	7.76	2.58
2019/3/31	22.94	10.28	3.27	6.74	1.27	8.13	2.47
2019/6/30	23.44	10.64	3.38	6.62	1.41	7.77	2.21
2019/9/30	22.21	10.40	3.30	6.56	1.40	8.12	2.43
2019/12/31	21.22	10.12	3.27	6.35	1.43	8.02	2.99
2020/3/31	19.59	9.81	3.26	6.79	1.48	8.76	3.17

资料来源: Wind, 中信证券研究部

**2018 至 2020Q1, 从行业视角的持仓量占各类产业资本持有市值的比例变化看, 央企属性产业资本在非银行金融和 TMT 行业占比增加、地方国企占比食品饮料增加、石油石化行业比例下降、医药行业受到 PE/VC、外资企业、个人大股东的青睐。**

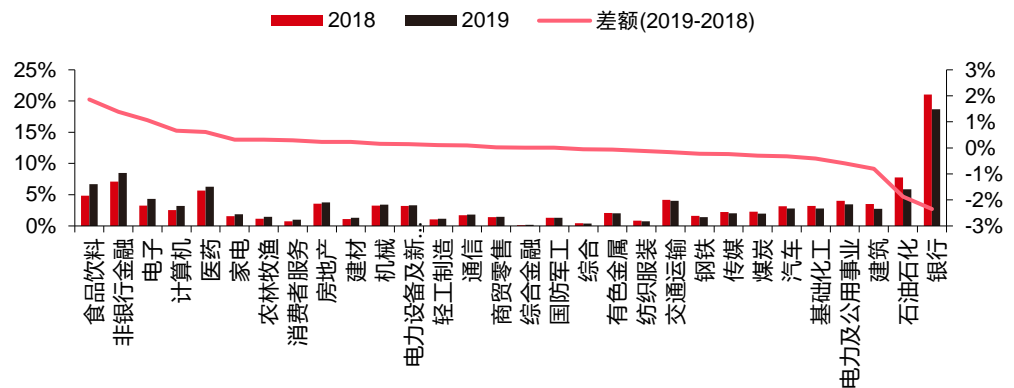
(1) 央企属性的产业资本 2019 年在非银行金融的持仓比增加幅度达 3.41PCT, 高于其他行业, 2020Q1 对 TMT 行业有所青睐, 对传媒和计算机的持仓比例持续增加, 其减少幅度明显的是银行行业, 持仓比例下降了 2.35PCT;

(2) 国有企业、PE/VC、个人大股东在石油石化行业的持仓比降低, 其中央企属性产业资本在 2019 年降低了 3% 的石油石化持仓比例;

(3) 医药行业广受青睐, 央企属性、PE/VC、外资企业、个人大股东均在 2019 年选择增加医药股票持仓比例, 外资类产业资本持仓比增加幅度最高, 达到 5.28%, 同时, 2020Q1, PE/VC、外资、个人大股东对医药的持股占比继续增加了 2.2PCT、4.8PCT 和 2PCT;

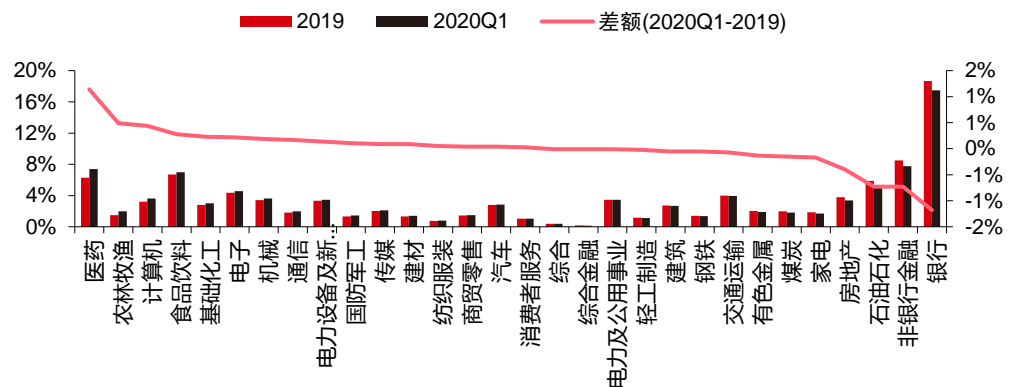
(4) 各类产业资本均对钢铁、有色金属行业逐渐减少了配置比例。

图 8：行业视角的持仓量占各类产业资本持有市值的比例变化（2018-2019）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9：行业视角的持仓量占各类产业资本持有市值的比例变化（2019-2020Q1）



资料来源：Wind，中信证券研究部

从产业资本视角持仓量占行业总市值的比例变化看，2018 至 2020Q1，央企属性产业资本影响力持续广泛削弱、PE/VC 在周期类和计算机行业中影响增强、民营企业大幅增强在交通运输行业的影响力、个人大股东在大部分行业占比增加。

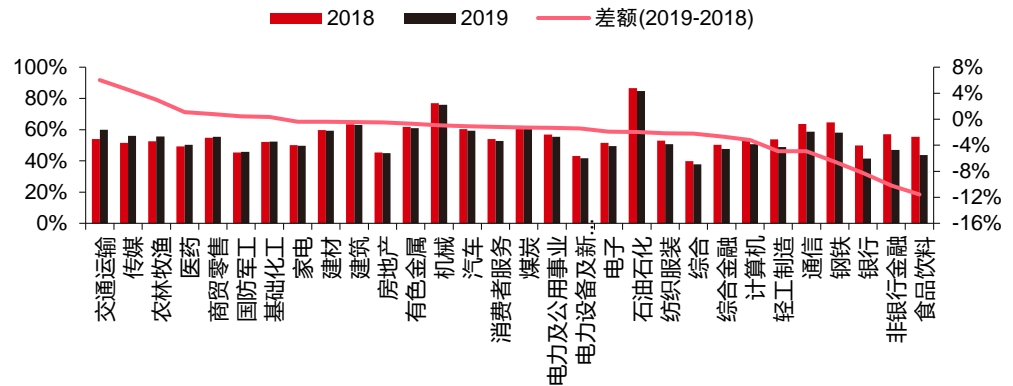
(1) 随着国企混改进程的推进，央企属性的产业资本在 80%的行业中的持股比例呈现出减少的情况，其中，央企在食品饮料、综合金融、电子、机械等行业的减少幅度较大；

(2) PE/VC 在周期类行业中的影响力增强，其中，电力设备及新能源和国防军工行业的持股比例在 2019 年分别增加了 4.4PCT 和 1.79PCT，远超其他行业；同时，PE/VC 在 2020Q1 增强了在计算机行业的影响力，其持股占比增加了 1.23%，高于其他行业；

(3) 民营企业在交通运输行业的影响力大幅扩大，2020Q1 其持股占比增加了 4.9%，增幅较高；

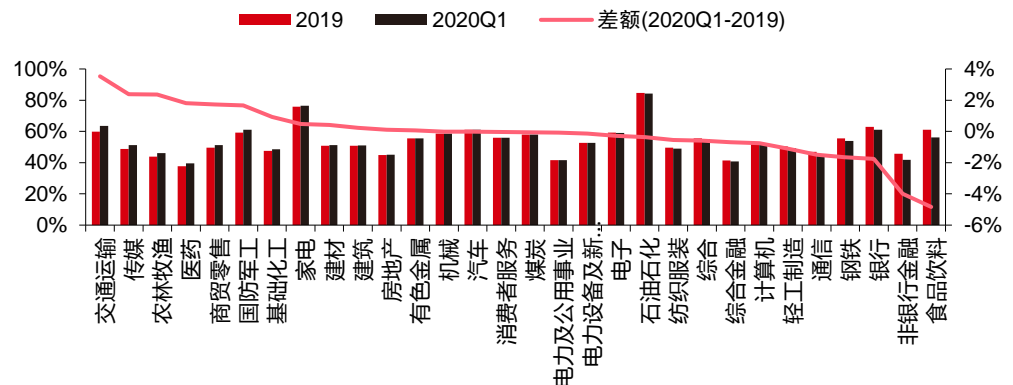
(4) 个人大股东在大部分行业的持股占比都有一定比例的提高, 其中增幅最高的是消费者服务行业, 达 6.1%。

图 10: 产业资本视角的持仓量占行业持有市值的比例 (2018-2019)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 11: 产业资本视角的持仓量占行业持有市值的比例 (2019-2020Q1)



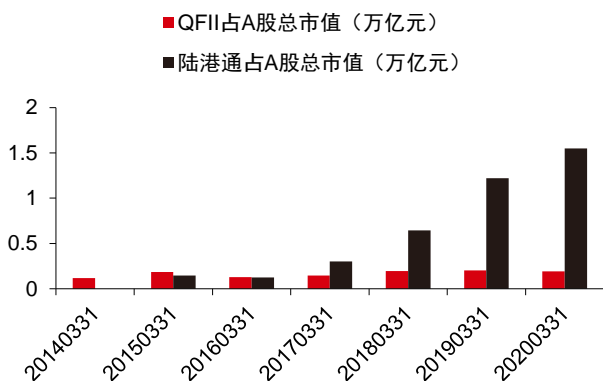
资料来源: Wind, 中信证券研究部

## ■ 外资：增量资金重要来源，偏好消费医药，科技关注不断提高

我们将二级市场中的外资，分为 QFII 与陆港通（沪港通与深港通）。其中，QFII 是一种委托代理模式，而陆港通则是通过交易所实现互联互通，允许投资者进行跨境买卖的交易模式。截至 2020Q1，两者的总体规模已经达到了 1.7 万亿元，占 A 股总市值的 3.09%。根据近年来的数据显示，QFII 总规模变化不大，维持在 0.2 万亿上下波动，不仅增速放缓，更有下降的趋势。相比之下，陆港通规模逐年增大，2020Q1 已经占 A 股 2.75%，且总量达到 1.5 万亿，同比增速达到 22.1%，已经渐渐成为外资进入 A 股的首选渠道。

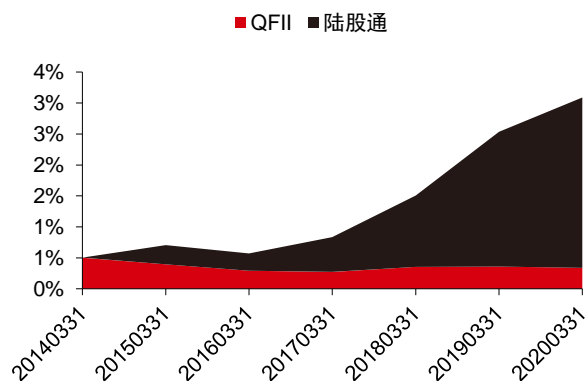


图 12: QFII 与陆股通占 A 股总市值



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 13: QFII 与陆股通占 A 股全市值比例



资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 持股风格: 看重消费、金融, 消费板块偏好不断上升

从外资总量看, 整体仓位提升; 从外资的行业配置来看, 偏爱消费板块、科技板块与金融板块; 另外, 我们从整体数据观察得知, 外资对于行业偏好相对稳定, 体现了一定的长线配置策略。

(1) **偏爱消费板块, 看重医药、食品饮料与家电领域的发展。**2020Q1 医药占整体持仓的 16.0%, 其次是食品饮料 (8.6%)、家电 (8.1%); 其中医药行业, 由 2017 年的 5.4% 上升至 2020Q1 的 16.0%、而食品饮料的仓位则逐年减小, 从近 3 年的持仓变化中也可以看出, 家电的持仓量基本保持稳定, 一直被外资所青睐, 体现了外资长线配置的特点。

(2) **偏爱科技板块, 青睐电子行业。**从 2017Q1 到 2018Q1, 电子的持仓量逐步提升, 于 2018Q1 达到 8.2%, 后持仓比例出现下降, 在 2018Q4 达到 4.5% 的最低点, 随后出现反弹, 恢复至 8.5%; 计算机、通信、传媒 2020Q1 持仓量则分别为 3.9%、2.7% 与 1.0%。

(3) **金融板块持仓量最大。**根据近 3 年的数据看出, 金融板块中的银行最受外资喜爱, 2017Q1 至 2020Q1 基本维持于 20% 上下波动; 而非银行金融则在 2019Q1 达到最高, 为 7.0%。

(4) **制造业维持中等偏低仓位, 周期行业依旧低配。**制造业近年来的仓位处于中等水平, 例如机械由 2017 年的 1.2% 上涨至 2020Q1 的 2.5%、国防军工则由 0.3% 上调至 0.4%、另外汽车行业的持仓量由 5.3% 持续下降到 1.6%, 值得关注的是, 电新行业在 2018Q4 出现大幅上涨, 仓位达到 7.5%, 随后持仓量逐渐下降。此外, 2020Q1 外资在周期行业的总持仓量最小, 其中石油石化持仓水平仅为 0.4%, 维持低仓水平。

表 10: 机构视角的持仓量占行业持有市值的比例 (外资, 2017-2020Q1)

行业	20170331	20171231	20180331	20181231	20190331	20191231	20200331
交通运输	7.2%	7.4%	6.4%	6.2%	5.4%	4.0%	3.7%
传媒	1.2%	0.8%	1.4%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%

行业	20170331	20171231	20180331	20181231	20190331	20191231	20200331
农林牧渔	0.5%	0.7%	0.6%	0.9%	1.1%	1.2%	1.6%
医药	5.4%	10.5%	9.7%	7.7%	8.8%	12.3%	16.0%
商贸零售	0.5%	0.8%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%
国防军工	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
基础化工	1.3%	1.5%	1.4%	1.2%	1.5%	2.4%	2.9%
家电	8.3%	13.2%	11.4%	9.4%	9.9%	9.3%	8.1%
建材	3.0%	1.8%	1.5%	2.1%	2.0%	3.1%	3.3%
建筑	1.2%	0.5%	0.4%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%
房地产	0.6%	1.0%	0.8%	2.2%	1.9%	1.6%	1.4%
有色金属	0.7%	0.5%	0.6%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%
机械	1.2%	1.0%	1.3%	2.0%	2.3%	2.9%	2.5%
汽车	5.3%	4.3%	3.0%	2.2%	1.8%	1.9%	1.6%
消费者服务	1.1%	1.9%	2.3%	2.3%	2.0%	1.6%	1.2%
煤炭	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
电力及公用事业	4.1%	3.1%	3.2%	3.1%	2.5%	1.5%	1.3%
电力设备及新能源	1.8%	1.5%	1.7%	7.5%	4.7%	1.7%	2.0%
电子	6.0%	8.0%	8.2%	4.5%	5.6%	7.7%	8.5%
石油石化	0.7%	0.3%	0.3%	0.6%	0.7%	0.4%	0.4%
纺织服装	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
综合	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
综合金融	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
计算机	1.3%	1.3%	1.5%	1.5%	2.3%	2.8%	3.9%
轻工制造	0.5%	1.4%	1.3%	1.1%	1.4%	1.0%	0.7%
通信	1.0%	1.0%	0.8%	4.0%	4.0%	3.1%	2.7%
钢铁	0.5%	0.7%	0.7%	1.3%	1.3%	1.0%	0.8%
银行	25.0%	16.4%	22.0%	18.1%	17.3%	21.2%	18.8%
非银行金融	5.1%	4.9%	4.2%	6.0%	7.0%	6.8%	5.6%
食品饮料	14.9%	14.7%	13.8%	12.1%	12.7%	8.5%	8.6%

资料来源：Wind，中信证券研究部

从外资占各大行业板块的比重层面上看，外资占消费板块比例最大，且行业占比逐年提升。从存量角度看，2020Q1 外资占家电、食品饮料、建材的比例最大，分别为 11.1%、6.5%与 6.5%；其次是消费者服务（5.6%）、医药（5.4%）。另外根据近 3 年数据，我们发现以下特点：

（1）从存量看，金融板块外资持仓最高，但是其占金融板块的比例最小。以银行为例，虽然近三年来外资格外偏爱银行，持仓量最高，但行业占比却很小，如 2017Q1 期间，外资持有银行股份达到 25.0%，但是其占银行的比例只有 1.2%。

（2）从流量看，外资占消费板块比例不断提升。比如 2017 年至 2020Q1，外资占家电的比例从 3.2%上升至 11.1%；同时，医药则从 0.8%上涨至 5.4%，涨幅达到 4.6PCT。

（3）外资在不断减仓的部分股票，其在行业占比却在上升。比如，消费板块中的食

品饮料，外资在 2017 年的持股比例从 14.9%不断下降至 2020Q1 的 8.6%，但行业占比却从 3.2%上升至 11.1%。

表 11：行业视角的持仓量占机构总市值的比例（外资，2017-2020Q1）

行业	20170331	20171231	20180331	20181231	20190331	20191231	20200331
交通运输	1.6%	2.7%	2.4%	3.6%	3.4%	3.6%	2.7%
传媒	0.2%	0.3%	0.6%	1.2%	1.1%	1.8%	1.8%
农林牧渔	0.2%	0.4%	0.5%	0.9%	1.4%	2.8%	3.0%
医药	0.8%	1.9%	2.1%	2.5%	3.3%	4.8%	5.4%
商贸零售	0.2%	0.4%	0.4%	0.7%	0.9%	1.1%	1.5%
国防军工	0.2%	0.1%	0.1%	0.5%	0.6%	1.1%	1.2%
基础化工	0.2%	0.4%	0.4%	0.7%	0.9%	1.6%	1.8%
家电	3.2%	8.1%	7.9%	9.6%	11.4%	13.1%	11.1%
建材	2.0%	1.6%	1.7%	4.1%	4.5%	7.2%	6.5%
建筑	0.3%	0.2%	0.2%	0.6%	0.8%	1.3%	1.6%
房地产	0.1%	0.4%	0.3%	1.4%	1.7%	2.2%	2.1%
有色金属	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	1.2%	1.3%
机械	0.2%	0.3%	0.4%	1.1%	1.5%	2.5%	2.2%
汽车	1.3%	1.8%	1.6%	2.1%	2.2%	2.7%	2.6%
消费者服务	1.2%	3.5%	4.1%	6.2%	5.4%	6.3%	5.6%
煤炭	0.1%	0.2%	0.2%	0.5%	0.6%	0.9%	0.8%
电力及公用事业	1.1%	1.6%	1.9%	2.5%	2.6%	1.9%	1.8%
电力设备及新能源	0.4%	0.6%	0.7%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%
电子	1.2%	2.6%	3.0%	2.7%	3.3%	3.7%	3.5%
石油石化	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%
纺织服装	0.4%	0.2%	0.3%	0.7%	0.8%	1.1%	0.9%
综合	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%
综合金融	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	1.1%
计算机	0.2%	0.5%	0.4%	0.8%	1.4%	2.0%	2.4%
轻工制造	0.3%	1.2%	1.9%	2.1%	2.7%	2.9%	2.1%
通信	0.4%	0.7%	0.6%	1.8%	2.4%	4.0%	3.5%
钢铁	0.3%	0.6%	0.7%	1.6%	1.7%	1.8%	1.7%
银行	1.2%	1.0%	1.4%	1.7%	2.3%	2.8%	2.7%
非银行金融	0.7%	1.1%	1.2%	2.1%	2.4%	2.9%	2.6%
食品饮料	3.7%	4.7%	5.0%	6.6%	7.4%	6.8%	6.5%

资料来源：Wind，中信证券研究部

## 2018-2020Q1 突出变化：消费板块偏好不变，医药领域更为青睐

总量来看，2018 至 2020Q1 外资的整体持仓量不断上升；在行业选择上，偏好消费、科技与金融板块，低仓位持有周期板块。从 2018 至 2020Q1 的数据我们可以得知：

（1）消费板块中医药、家电、食品饮料占比最高，且外资在医药领域的持仓比例逐步提高。外资在医药行业的持仓量从 2018 年的 7.7%上升至 2019 年的 12.3%，并在今年

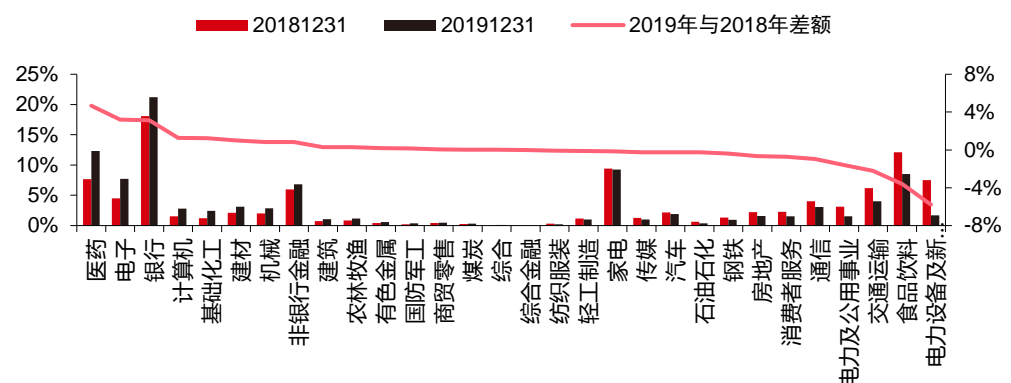
Q1 提高至 16.0%; 食品饮料在这一期间小幅下降, 持仓量由 2018 年的 12.1% 下调至 8.5%, 2020Q1 同样也维持在 8.6%; 家电则在 2018 至 2019 年保持于 9.3% 的水平, 同时外资在选股时更倾向于龙头企业, 例如格力电器、美的集团、海尔智家等。

(2) **科技板块中更青睐电子, 仓位逐年提升。**外资对电子行业偏爱度不断提升, 2018 年持仓量达到 4.5%, 随后上升 3.2PCT、达到 7.7%, 2020 年趋势不断延续, 截至 2020Q1, 电子行业的持仓量达到 8.5%; 此外, 科技板块中的计算机也呈现逐年上升趋势, 但是通讯与传媒行业则略加逊色, 持仓量出现下降。

(3) **金融板块持仓量呈现波动状态, 银行持仓最高。**2018 至 2020Q1 期间, 金融板块整体呈现波动趋势, 于 2019 年达到高峰, 其中, 银行持仓量占比 21.2%, 为外资持仓最高的行业、非银行金融则为 6.8%。整体来看, 外资在金融板块的持仓量先增后减, 2020Q1 大幅降低并恢复至 2018 年水平。

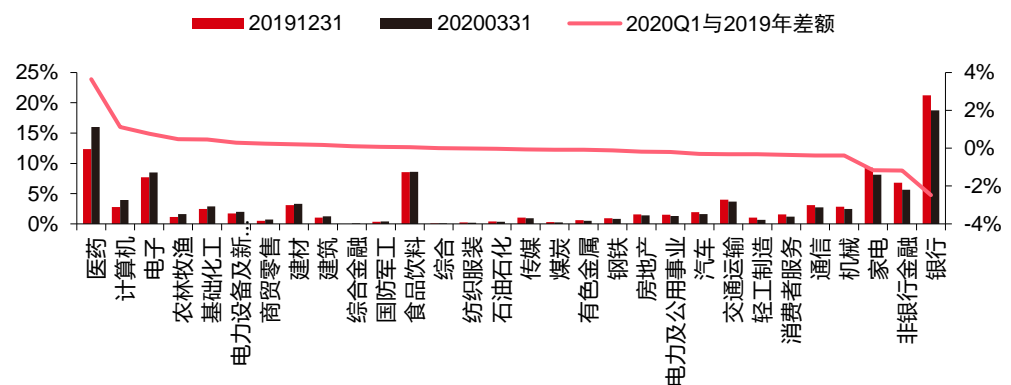
(4) **外资继续低仓位持有周期板块。**其中石油石化 2020Q1 为 0.4%、煤炭仅有 0.2%。钢铁、有色金属则分别为 0.8%、0.5%。

图 14: 机构视角的持仓量占行业持有市值的比例 (外资, 2018-2019)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 15: 机构视角的持仓量占行业持有市值的比例 (外资, 2019-2020Q1)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

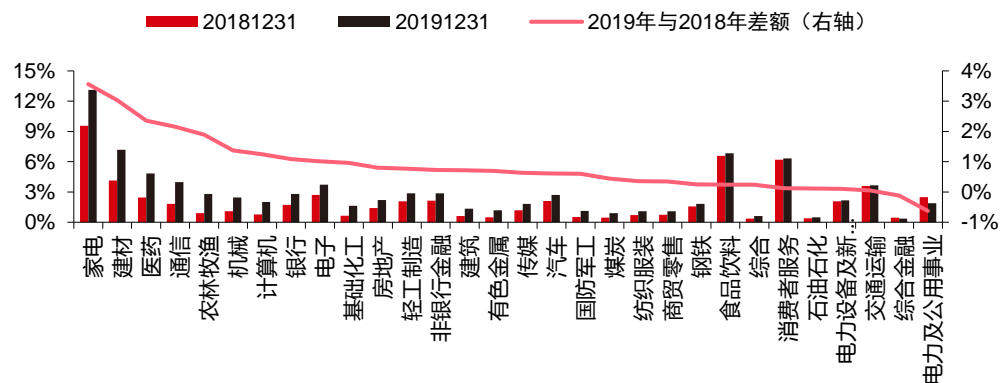
从行业视角看，2018年至2020Q1期间，外资占消费板块比例最大，其中占比最高的是家电行业，从近两年的数据我们可以看出：

(1) 外资占消费板块比重较大，家电、食品饮料、消费者服务更为显著。其中，外资占家电行业比例在2019年达到高峰，为13.1%、近两年在10%上下徘徊；食品饮料则在6%上下浮动，2020Q1达到6.5%；值得关注的是消费者服务行业，外资虽然对其持仓量不高，但是从行业角度，却占比较大，近年维持于6%。

(2) 外资重仓的金融板块，行业占比却不高。其中，最为明显的是银行，2018至2020Q1，外资对于银行的持股比例最高，并且2019年达到21.2%，但是在同期的行业视角来观察发现，外资在银行领域的占比却只有2.8%。

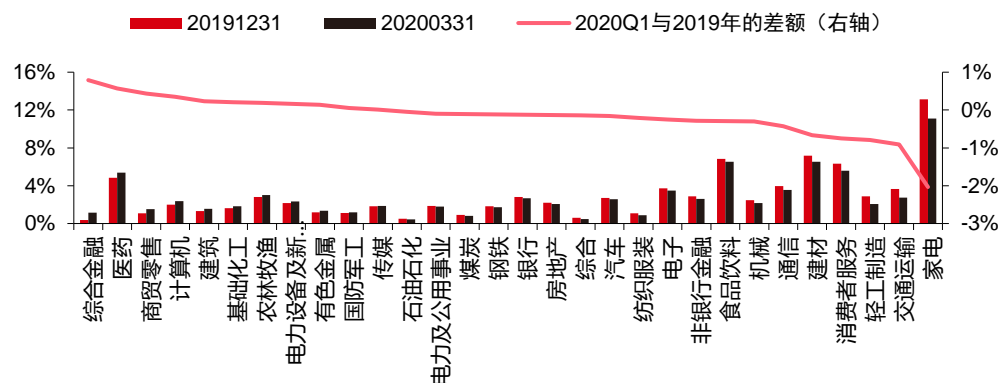
(3) 周期板块中外资占比较低。外资在石油石化、有色金属、煤炭等领域保持低仓位状态，同样，外资在周期板块的比例比较低，例如2020Q1，石油石化仅为0.4%，煤炭、钢铁、有色金属分别为0.8%、1.7%与1.3%。

图 16：行业视角的持仓量占机构持有市值的比例（外资，2018-2019）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：行业视角的持仓量占机构持有市值的比例（外资，2019-2020Q1）



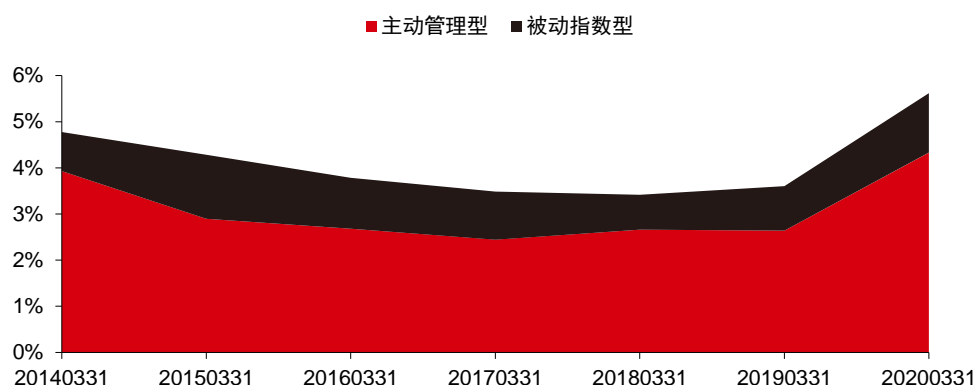
资料来源：Wind，中信证券研究部



## ■ 公募基金：行业轮动风格明显，偏好科技、消费

依据公募基金的投资风格，可以将其分为主动管理型与被动指数型基金，主动管理型基金更加注重超额收益，而被动指数型基金则一般选取特定指数进行跟踪，不做积极的形式判断。2014年以来，公募基金的整体市场份额呈现逐步下降的态势，但是从2018年开始其市场份额渐渐回升，由2018年3.41%上升至2020Q1的5.62%，持有A股总市值达到3.1万亿元。其中增长幅度比较大的是主动管理型基金，由2018年2.66%回升至4.33%，其总市值为2.4万亿元，而被动指数型基金则基本保持不变，近年来始终维持在1%左右。

图 18：主动管理型基金与被动指数型基金占 A 股总市值比例



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 持股风格：追逐行业板块轮动，看好医药领域发展

从总量角度看，公募基金整体的持仓量呈现下降趋势；从行业配置角度分析，公募基金偏好追逐板块轮动，关注热门话题，看好消费、科技与金融板块。

(1) 公募基金在消费板块中更看好医药领域。公募基金近年来重仓医药股票，2020Q1的持仓量达到14.1%，其次是食品饮料（7.6%）；其中，医药领域的持仓量比较稳定，近10年来看，基本维持在10%上下，而食品饮料则从2013年的7.6%下降到2016年的4.2%，后提高持仓量在2020Q1恢复到7.6%的水平。

(2) 科技板块中，偏好计算机与电子，行业轮动风格明显。计算机与电子在2020Q1中分别占比7.5%、8.3%，持股比例较高；而从近10年的数据中观察得知，公募基金偏好追逐市场行情，板块轮动明显，例如，计算机从2013年的7.1%上升至2015年的13.3%，随后降低仓位至2017年的2.1%，降幅达到11.2PCT，近几年则出现上调趋势。

(3) 制造业偏好下降。从存量角度看，2020Q1制造业整体持仓较低，汽车（1.8%）、机械（2.8%），国防军工只占0.8%；从流量角度观察，近10年来，公募基金对于制造业的偏好有所下降，2013年至2020Q1，汽车的持仓量降低了6PCT，而机械则下降了3PCT。

(4) 金融板块中，更能体现出公募基金追逐市场轮动的特征。近两年公募基金增持银行股票而减持非银行金融，2020Q1 公募基金在银行领域持仓量为 18.8%，而在非银行金融仅为 2.5%。

(5) 对于周期板块，公募基金近年来一直处于低仓状态。石油石化 2020Q1 仅有 0.2% 的持仓，钢铁、煤炭的持仓比例则始终低于 1%。

表 12：机构视角的持仓量占行业持有市值的比例（主动管理型基金，2013-2020Q1）

行业	20131231	20141231	20151231	20161231	20171231	20181231	20191231	20200331
交通运输	0.8%	1.6%	3.0%	3.6%	4.1%	2.6%	1.7%	5.2%
传媒	4.8%	2.9%	9.3%	4.9%	4.5%	4.6%	3.3%	3.7%
农林牧渔	2.2%	1.6%	3.0%	2.1%	1.1%	1.7%	1.3%	1.8%
医药	15.1%	9.7%	11.5%	12.0%	10.1%	14.1%	12.1%	14.1%
商贸零售	1.1%	1.3%	1.0%	1.5%	1.7%	2.1%	1.0%	1.4%
国防军工	2.0%	2.2%	2.3%	2.1%	1.2%	1.3%	0.6%	0.8%
基础化工	4.4%	3.5%	4.4%	5.7%	2.6%	3.0%	3.1%	2.5%
家电	4.3%	2.1%	1.9%	3.2%	4.7%	3.1%	2.7%	2.9%
建材	1.2%	1.1%	1.0%	1.6%	1.8%	1.2%	1.5%	1.7%
建筑	1.9%	2.7%	2.0%	3.1%	1.4%	1.3%	0.4%	0.3%
房地产	4.0%	7.7%	3.8%	2.6%	3.7%	4.5%	3.0%	2.9%
有色金属	0.5%	1.9%	1.6%	2.5%	2.5%	1.1%	1.6%	1.3%
机械	5.8%	4.1%	5.3%	5.6%	3.5%	4.1%	2.9%	2.8%
汽车	7.8%	3.7%	3.3%	3.9%	3.0%	2.5%	2.3%	1.8%
消费者服务	1.0%	0.8%	1.5%	1.5%	1.5%	2.4%	2.3%	1.4%
煤炭	0.1%	0.8%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%	0.2%	0.2%
电力及公用事业	4.1%	4.5%	3.4%	3.4%	1.7%	1.5%	4.4%	3.7%
电力设备及新能源	4.0%	3.0%	3.6%	3.8%	3.6%	4.2%	3.3%	2.8%
电子	8.5%	3.3%	5.3%	7.1%	9.1%	5.7%	10.9%	8.3%
石油石化	1.1%	0.3%	0.6%	1.4%	1.2%	0.8%	0.4%	0.2%
纺织服装	1.1%	1.4%	1.9%	1.3%	0.8%	0.8%	0.3%	0.2%
综合	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
综合金融	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
计算机	7.1%	8.7%	13.3%	5.8%	2.1%	6.4%	5.4%	7.5%
轻工制造	1.4%	0.8%	1.7%	2.3%	3.5%	2.2%	1.2%	0.8%
通信	1.2%	3.9%	3.5%	2.6%	2.7%	3.5%	3.7%	2.4%
钢铁	0.3%	0.7%	0.3%	0.4%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%
银行	2.7%	11.4%	4.5%	7.4%	12.4%	9.0%	19.0%	18.8%
非银行金融	3.4%	10.9%	3.2%	3.0%	6.5%	8.8%	4.1%	2.5%
食品饮料	7.6%	3.1%	2.5%	4.2%	7.4%	6.5%	6.7%	7.6%

资料来源：Wind，中信证券研究部

从行业视角来看，公募基金占板块比例最高的板块分别为消费、科技板块。其中公募基金占比最大的是消费板块中的医药，以 2020Q1 为例，其占比为 7.6%；其次是科技板块中的传媒、计算机各占 7.4%与 7.0%。并且，根据近 10 年的数据我们可以看出：

(1)公募基金占医药行业的比例较稳定,传媒、计算机波动较大。从2013年到2020Q1,公募基金占板块比重最大的是医药、计算机与银行,其中医药行业在近10年以来,除2013年以外,始终维持在10%上下的波动,最为稳定;相比而言,传媒、计算机波动较大,其中计算机由2013年18.9%下降到2017年3.0%,后反弹至2020Q1的7.0%。

(2)从时序上看,我们发现公募基金的持仓量与行业占比不相符。比如持仓量较小的消费者服务领域,近10年整体仓位在1%上下波动,最高达到2.4%,但是公募基金在消费者服务领域的占比却在10%上下浮动,最高占比达到14.6%;再比如,银行领域中公募基金的占比不大,但银行近年来却是公募基金的重仓领域,以2020Q1为例,公募对银行持仓量为18.8%,而行业占比只有5.1%。

表 13: 行业视角的持仓量占机构持有市值的比例(主动管理型基金, 2013-2020Q1)

行业	20131231	20141231	20151231	20161231	20171231	20181231	20191231	20200331
交通运输	1.5%	1.9%	3.5%	3.8%	4.1%	2.9%	2.8%	6.1%
传媒	13.5%	6.8%	10.6%	5.3%	7.0%	8.0%	9.0%	7.4%
农林牧渔	11.2%	6.4%	8.6%	5.3%	3.9%	5.5%	5.0%	3.8%
医药	17.7%	10.0%	8.9%	7.9%	7.1%	9.5%	10.6%	7.6%
商贸零售	4.2%	3.8%	2.6%	3.0%	4.3%	5.6%	4.2%	4.3%
国防军工	7.9%	5.1%	4.9%	4.7%	3.5%	3.8%	2.5%	2.1%
基础化工	9.6%	6.5%	5.8%	5.6%	3.3%	3.8%	5.3%	3.2%
家电	17.1%	7.2%	6.1%	7.1%	8.9%	6.6%	7.4%	5.8%
建材	7.0%	4.7%	3.9%	5.6%	5.9%	4.3%	6.4%	5.0%
建筑	4.7%	3.3%	2.7%	3.3%	1.8%	1.7%	0.9%	0.6%
房地产	7.4%	8.8%	3.9%	2.4%	3.9%	4.9%	4.8%	3.7%
有色金属	1.2%	3.5%	3.3%	4.4%	4.0%	2.1%	4.4%	2.8%
机械	10.1%	5.2%	5.2%	5.3%	4.1%	5.0%	4.7%	3.3%
汽车	15.8%	5.4%	4.3%	4.6%	3.5%	3.4%	5.1%	2.9%
消费者服务	13.0%	8.2%	10.1%	9.1%	9.1%	12.8%	14.6%	7.1%
煤炭	0.2%	1.6%	1.3%	1.4%	1.5%	1.2%	1.1%	0.9%
电力及公用事业	6.8%	4.8%	3.8%	3.5%	2.1%	1.7%	8.3%	5.2%
电力设备及新能源	9.5%	4.7%	3.8%	4.1%	4.4%	5.0%	5.8%	3.4%
电子	18.1%	5.7%	6.5%	8.1%	8.3%	6.4%	11.5%	6.1%
石油石化	0.9%	0.2%	0.6%	1.1%	1.1%	0.7%	0.7%	0.2%
纺织服装	8.5%	7.9%	7.5%	5.1%	3.6%	4.0%	2.4%	1.5%
综合	2.9%	1.7%	2.8%	2.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.2%
综合金融	3.5%	2.0%	3.0%	6.2%	1.5%	1.2%	3.1%	0.5%
计算机	18.9%	16.3%	13.5%	6.4%	3.0%	7.9%	7.8%	7.0%
轻工制造	10.3%	5.5%	7.5%	7.2%	11.9%	8.4%	6.5%	3.3%
通信	5.6%	12.1%	8.2%	5.7%	5.9%	6.1%	8.5%	3.9%
钢铁	1.5%	1.8%	1.0%	1.2%	1.9%	1.0%	2.0%	1.4%
银行	0.9%	2.4%	1.4%	1.9%	3.1%	2.0%	6.5%	5.1%
非银行金融	3.3%	4.8%	1.8%	1.6%	3.1%	4.1%	2.4%	1.2%
食品饮料	15.8%	5.3%	4.2%	5.2%	7.1%	6.0%	6.6%	5.3%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 2018-2020Q1 突出变化：偏好科技与消费，关注医药与电子

从机构视角分析，2018 年至 2020Q1 公募基金持仓比例最高的领域分别是银行与医药。其中 2019 年公募基金持有银行股票高达 19%，医药在 2020Q1 达到 12.1%。从近两年的数据中我们可以看出：

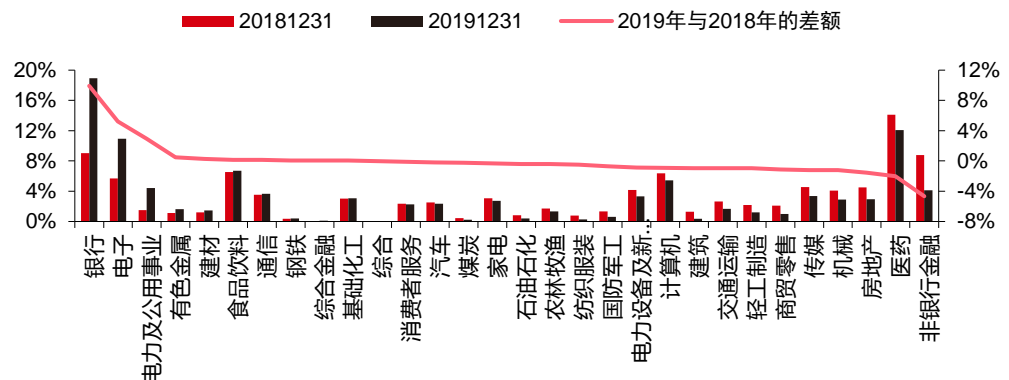
(1) **消费板块中医药、食品饮料表现突出。**公募基金持有医药领域的比例从 2018 年 14.1%下调至 2019 年的 12.1%，随后 2020Q1 又恢复至 14.1%，总体持仓比例较高，其中代表股票有恒瑞医药、爱尔眼科、云南白药等；食品饮料则呈现不断加仓的趋势，2018 年至 2020Q1，分别为 6.5%、6.7%与 7.6%。

(2) **科技板块的偏爱度有所提升。**电子由 2018 年的 5.7%上升至 2019 年的 10.9%；通信由 3.5%上调至 3.7%；而计算机则在 2019 年下降了 0.9PCT，但 2020Q1 达到了 7.5%，综合来看，整体持仓量不断提高。

(3) **金融板块中出现一定分歧。**2019 年公募基金大力减仓非银行金融，由 4.1%下降至 2.4%，减仓比例高达 1.7PCT，2020Q1 也顺应了此趋势，再次降低仓位达到 2.5%；相反，银行领域则从 2018 年的 9.0%上升至 2019 年的 19.0%，凸显了公募基金对银行的喜爱，此外，代表性的股票有招商银行、兴业银行、邮储银行等。

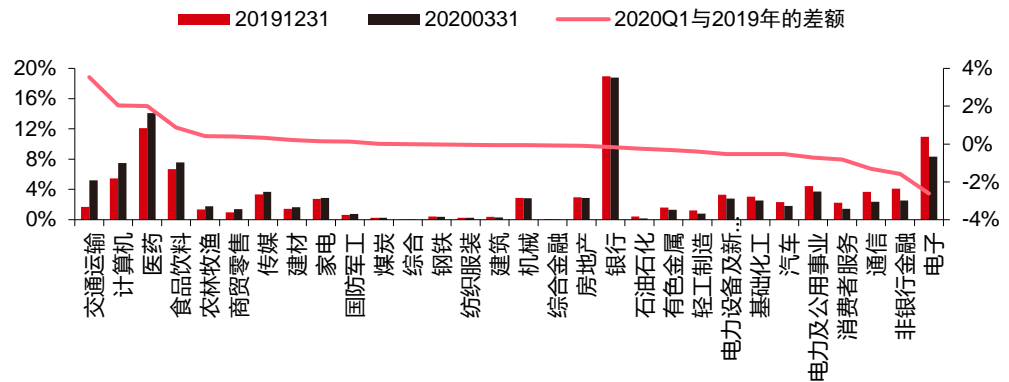
(4) **周期板块依旧低配。**有色金属、煤炭、钢铁、石油石化、基础化工近两年仓位较低，其中石油石化 2020Q1 为 0.2%，基础化工与其他周期行业相比仓位较高，基础化工 2018 至 2020Q1 平均持仓 2.9%。

图 19：机构视角的持仓量占行业持有市值的比例（主动管理型基金，2018-2019）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：机构视角的持仓量占行业持有市值的比例（主动管理型基金，2019-2020Q1）



资料来源：Wind，中信证券研究部

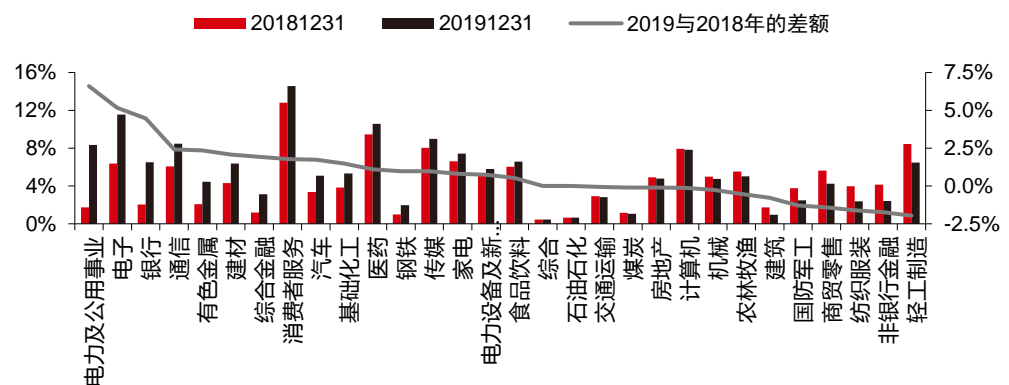
从行业角度来看，根据 2018 年到 2020Q1 年公募基金占行业比重的数据分析，公募基金占有所有行业的比重于 2019 年达到最大，占比较高的分别是消费与科技板块，其中，医药、电子、消费者服务占比较高。

（1）消费板块公募基金占比较高，主要表现在医药、消费者服务领域。医药板块 2019 年行业占比为 10.6%，比上一年度增加了 1.1PCT；消费者服务占比则在 2019 年达到 14.6%，成为当年公募基金在所有行业里占比最高的领域，但是综合公募基金的持仓比例看，发现公募基金对于消费者服务的偏爱并不是很大。

（2）科技板块占比规模不断提高。2018 年到 2019 年期间，公募基金在科技板块的整体占比逐步提升，其中，电子由 2018 年的 6.4% 上升至 2019 年的 11.5%；通信上调了 2.4PCT，2019 年的行业占比达到 8.5%；传媒则于 2019 年达到 9.0%，2020Q1 呈现下降，占比为 7.4%。

（3）公募基金持仓最多的金融板块，其行业占比却非最大。例如，公募基金持仓最大的银行，其 2019 年的行业占比只有 6.5%，而当年银行的持仓量为 19.0%，说明公募基金在银行领域的影响力并不大。

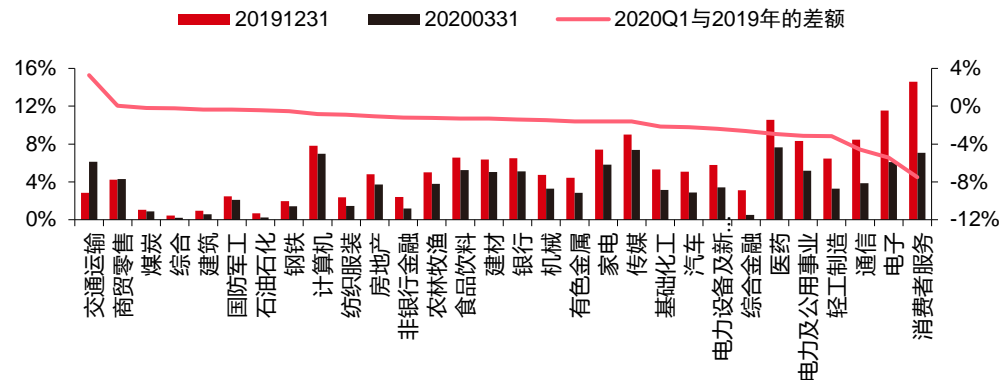
图 21：行业视角的持仓量占机构持有市值的比例（主动管理型基金，2018-2019）



资料来源：Wind，中信证券研究部



图 22：行业视角的持仓量占机构持有市值的比例（主动管理型基金，2019-2020Q1）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 保险、社保：资金来源稳定，偏好长期价值投资

保险类资金主要来源于客户端各类保费的收入，资金流持续而稳定。具体到 A 股市场中的保险投资人：（1）保险集团、保险公司法人主体为主的偏产业资本属性的保险资金；（2）各类保险公司的特定保险产品，其中具体有普通险、分红险、万能险、财险、年金等。不同险种根据对应的流动性、收益性以及安全性，会有不同的战略资产配置方案，如：寿险资金久期较长，保费现金流的进出也更可控，预测性更强，因此，其资产管理的配置原则更注重安全性，对流动性要求较低。

表 14：保险类资金投资行为模式分类

类型	产品
产业资本模式保险资金	产业资本性质、战略投资性质的保险资金
寿险等传统普通保险产品	注重长期回报
分红保险产品	负债稳定程度中等，注重分红、市盈率
万能保险产品	负债期限片段，注重产品存续内的回报
委托保险资管计划	通道类、或是委托类投资

资料来源：Wind，中信证券研究部

社保基金主要用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充和调剂，是社会保障的储备基金。其资金久期较长，规模较大，考核期长，投资风格以长期价值投资为主，银行与医药板块的大盘蓝筹股为其长期重点配置方向。近年非银金融也备受社保基金的青睐，配比大幅上升。

### 持股风格：配置行业稳定，偏好银行地产

从近十年持股市值看，保险资金“选股”风格一向稳定，对行业配置的依赖程度较大，银行、房地产依旧是重点配置的领域，电力及公用事业逐渐受到青睐。保险资金侧重于以银行为代表的高股息、低估值龙头股票配置，在单只股票的持股比例上出现集中化的倾向，整体“低估值+成长”的策略较为稳定。具体来说：

(1) 从多年来险资对于各行业的配置来看，银行一直是持股占比最高的行业，占比从2013年80.4%下滑到2016年46.8%的最低点后，又逐年上升至目前的60.8%，除2016年外，配比一直超过半数；非银行金融恰恰相反，占比从2013年的2.4%逐年上升至2016年顶峰10.8%，随后持续下降至1.3%；

(2) 房地产作为保险资金配置的另一个重点，从2013年起，在保险持股中的占比就不断攀升，从3.1%一直上升到2018年的14.4%，2019年占比有所下降，至10.4%，今年略有反弹，至11.6%；

(3) 其余各行业中，电力及公用事业近年逐渐受到青睐，在投资中的占比从2018年的1.7%上涨至2020Q1的4.3%，其余没有明显的超配或低配，时间序列稳定。

表 15：行业视角的持仓量占机构持有市值的比例（保险公司，2013-2020Q1）

行业	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/3/31
交通运输	1.5%	0.7%	1.5%	1.8%	1.5%	1.4%	1.6%	1.6%
传媒	0.4%	0.6%	0.7%	1.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
农林牧渔	0.7%	1.0%	1.2%	1.1%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%
医药	1.6%	1.9%	3.7%	3.8%	3.6%	2.2%	1.9%	2.3%
商贸零售	0.4%	0.3%	0.8%	1.0%	0.7%	0.8%	0.4%	0.4%
国防军工	0.2%	0.2%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%
基础化工	0.5%	0.2%	0.8%	1.0%	0.9%	2.6%	0.4%	0.6%
家电	0.3%	0.7%	0.8%	1.2%	1.4%	1.5%	0.6%	1.0%
建材	0.1%	0.0%	0.9%	1.3%	1.1%	0.7%	0.9%	0.8%
建筑	1.0%	0.2%	0.6%	3.0%	1.0%	0.4%	0.4%	2.6%
房地产	3.1%	5.3%	6.0%	10.6%	12.6%	14.4%	10.4%	11.6%
有色金属	0.3%	0.5%	0.5%	1.0%	0.4%	0.3%	0.6%	0.9%
机械	0.9%	0.5%	1.1%	1.2%	0.8%	0.4%	0.6%	0.8%
汽车	0.6%	0.5%	0.9%	1.5%	1.9%	0.6%	0.9%	0.7%
消费者服务	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
煤炭	0.4%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.6%	0.5%
电力及公用事业	0.8%	0.4%	1.0%	1.7%	1.1%	1.7%	4.2%	4.3%
电新	0.6%	0.6%	2.3%	2.3%	2.2%	1.9%	2.5%	1.8%
电子	0.8%	0.8%	1.0%	1.7%	2.2%	0.8%	1.2%	0.6%
石油石化	0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.7%
纺织服装	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%
综合	0.1%	0.1%	0.3%	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
综合金融	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
计算机	0.4%	0.2%	1.3%	1.2%	0.8%	0.9%	1.1%	1.4%
轻工制造	0.2%	0.2%	0.3%	0.6%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%
通信	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	0.4%	0.3%	2.0%	1.1%
钢铁	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.9%	0.6%	0.5%
食品饮料	1.4%	1.2%	1.6%	2.2%	2.7%	2.2%	2.1%	1.8%
非银行金融	2.4%	3.9%	7.3%	10.8%	8.8%	2.4%	3.3%	1.3%
银行	80.4%	79.0%	63.5%	46.8%	52.3%	61.0%	61.5%	60.8%

资料来源：Wind，中信证券研究部

从保险资金的持股占各板块的投资比例来看，总量上呈逐年下降的趋势；以各机构在行业中的占比来看，险资在银行、房地产中的持股占比最大：

（1）总量上，保险公司在各类投资者的总投资占比呈逐年下降的趋势。2012 年保险公司在七类投资者中占比达到最高 5%，之后持续下降，目前占比达最低点，为 1.2%。

（2）从各板块的险资持股占比来看，近年房地产行业与银行中的险资占比最大，且波动不大较稳定，电力及公用事业。房地产行业中的保险资金的占比逐年上升，2018 年达到 4.9%，之后下降到 4.3%，近两年建筑行业中的险资占比也提高了 1.2PCT 至 1.4%；银行中的占比较为平稳，2013-2015 年间，险资在银行中的占比到达高峰，约 7.3%，2016 年下降到 4.2%后保持平稳；并且近两年，险资的持股占电力及公用事业领域的比重加强，占比 1.7%。

表 16：机构视角的持仓量占机构持有市值的比例（保险公司，2013-2020Q1）

行业	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/3/31
交通运输	0.8%	0.4%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
传媒	0.3%	0.6%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
农林牧渔	1.0%	1.7%	1.3%	0.9%	0.7%	0.6%	0.4%	0.4%
医药	0.5%	0.8%	1.1%	0.9%	0.8%	0.5%	0.5%	0.3%
商贸零售	0.4%	0.3%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.4%	0.4%
国防军工	0.2%	0.2%	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%
基础化工	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	1.0%	0.2%	0.2%
家电	0.3%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	1.0%	0.3%	0.5%
建材	0.1%	0.0%	1.3%	1.5%	1.2%	0.8%	0.7%	0.6%
建筑	0.7%	0.1%	0.3%	1.1%	0.4%	0.2%	1.5%	1.4%
房地产	1.5%	2.6%	2.8%	3.1%	4.0%	4.9%	4.2%	4.3%
有色金属	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.6%
机械	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
汽车	0.4%	0.3%	0.5%	0.7%	0.7%	0.3%	0.4%	0.3%
消费者服务	0.3%	0.4%	0.7%	1.1%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%
煤炭	0.3%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.5%	0.5%
电力及公用事业	0.4%	0.2%	0.4%	0.6%	0.4%	0.6%	1.8%	1.7%
电新	0.4%	0.4%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%
电子	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.3%	0.2%	0.1%
石油石化	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%
纺织服装	1.0%	1.0%	0.5%	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
综合	0.2%	0.2%	0.7%	1.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
综合金融	0.1%	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	0.0%	0.0%	0.4%
计算机	0.3%	0.2%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%
轻工制造	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%
通信	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.3%	0.2%	0.8%	0.5%
钢铁	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.8%	0.5%	0.5%
银行	7.3%	7.4%	7.2%	4.2%	4.2%	4.3%	4.6%	4.6%
非银行金融	0.6%	0.7%	1.5%	1.9%	1.3%	0.4%	0.3%	0.2%
食品饮料	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.6%	0.4%	0.3%

资料来源：Wind，中信证券研究部

总量上，社保基金整体仓位逐年提升；从社保基金的各行业配置上来看，投资风格稳健，持仓集中度上升，金融与医药板块为持股比例最高的行业。

(1) 不同时期，社保配置的重点有所不同，近五年持仓中银行占比维持最高：2013年，医药是社保基金重点持有的行业，持有占总资金的 11%；2014 年，建筑成为主要持有行业，占比 12%；从 2015 年开始到现在，社保基金对于银行的持股比例一直是最高，配比由 15.5%逐年上升 2019 年的 32.3%，2020 第一季度略有下降 3.4PCT 至 28.9%，但仍处于核心地位；

(2) 2019 年，非银金融成为社保持股的核心行业，而医药行业的偏好有所下降。过去一年，非银金融巨额增幅 28.1PCT 至 30.2%；医药行业在 2019 年前，也是社保基金持续配置较多的行业，而去年偏好有所下降，投资比例减少了 9.1PCT，至 5.6%。

表 17：行业视角的持仓量占机构持有市值的比例（社保基金，2013-2020Q1）

行业	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/3/31
交通运输	4.2%	4.3%	3.3%	2.6%	3.4%	3.5%	1.1%	0.7%
传媒	4.4%	5.3%	7.6%	5.8%	4.5%	2.9%	1.7%	1.8%
农林牧渔	1.8%	2.0%	3.8%	1.5%	1.8%	1.8%	0.4%	0.8%
医药	11.1%	7.6%	8.0%	10.4%	11.5%	14.7%	5.6%	7.0%
商贸零售	2.6%	1.6%	1.5%	1.0%	2.0%	2.3%	1.2%	1.7%
国防军工	2.9%	0.8%	1.6%	1.1%	0.4%	0.6%	0.3%	0.4%
基础化工	4.4%	2.6%	3.8%	3.9%	4.8%	5.4%	3.2%	3.6%
家电	4.1%	2.4%	0.9%	2.2%	5.2%	2.2%	0.7%	1.4%
建材	1.5%	1.1%	0.7%	1.2%	1.5%	1.4%	1.0%	1.0%
建筑	6.3%	12.1%	1.6%	2.6%	2.7%	2.5%	0.4%	0.3%
房地产	4.4%	6.1%	7.2%	6.3%	5.8%	2.9%	0.8%	0.7%
有色金属	1.3%	1.0%	2.3%	2.3%	4.0%	1.8%	0.8%	0.6%
机械	5.7%	4.8%	4.9%	3.5%	3.5%	3.4%	2.0%	2.3%
汽车	3.9%	4.1%	2.3%	3.1%	2.7%	2.5%	1.0%	1.1%
消费者服务	0.6%	0.9%	1.1%	1.1%	1.2%	2.6%	1.1%	1.4%
煤炭	3.5%	3.6%	0.4%	0.5%	0.8%	0.6%	0.2%	0.2%
电力及公用事业	3.0%	5.1%	4.0%	4.0%	3.0%	1.9%	0.7%	1.2%
电新	3.9%	3.2%	7.2%	4.4%	3.2%	3.2%	1.7%	1.3%
电子	6.2%	3.1%	2.9%	4.2%	3.6%	3.3%	4.7%	4.4%
石油石化	3.9%	3.4%	0.4%	0.5%	0.7%	1.7%	0.4%	0.1%
纺织服装	1.5%	2.7%	1.7%	2.3%	1.4%	1.3%	0.4%	0.4%
综合	0.2%	0.4%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%
综合金融	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%
计算机	5.5%	5.3%	7.2%	4.8%	2.4%	2.8%	2.0%	3.4%
轻工制造	0.9%	0.5%	1.5%	2.0%	2.2%	1.4%	0.5%	0.5%
通信	1.5%	1.2%	2.5%	2.7%	3.7%	3.2%	1.8%	1.6%
钢铁	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.3%	0.5%	0.8%	0.9%
银行	3.8%	5.3%	15.5%	19.2%	19.6%	22.4%	32.3%	28.9%
非银行金融	1.8%	2.7%	1.7%	1.8%	1.3%	2.1%	30.2%	27.6%
食品饮料	4.8%	6.5%	3.5%	3.9%	2.4%	4.9%	3.0%	4.5%

资料来源：Wind，中信证券研究部

社保基金整体资金量不大，占整个 A 股上市公司持仓比例呈逐年上升的趋势。近年社保基金对非银金融与银行的影响力有所加强：

（1）总量上来看，社保基金整体仓位较小，但呈上升趋势。从上市公司披露的十大（流通）股东的数据来看，2019 年社保基金达 7611 亿元，在各类投资者中的投资占比从去年 0.6% 上升至 1.2%，合力不大。

（2）从各行业中社保基金的持仓占比角度来看：社保基金在非银与银行的持股占比提高。2019 年，社保基金在非银行业中的持仓占比上涨了 3.4PCT，达到 3.5%；银行中的持仓占比上升了 1.5PCT，达到 2.2%。而对于建筑的影响力自 2014 年达到 1.8% 后，都维持在 0.4% 左右的较低水平。

表 18：机构视角的持仓量占机构持有市值的比例（社保基金，2013-2020Q1）

行业	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/3/31
交通运输	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.2%
传媒	0.9%	1.4%	1.1%	0.9%	0.8%	0.7%	0.9%	0.9%
农林牧渔	0.7%	1.0%	1.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.3%	0.4%
医药	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.4%	1.0%	1.0%
商贸零售	0.7%	0.5%	0.5%	0.3%	0.7%	0.9%	1.0%	1.3%
国防军工	0.9%	0.2%	0.5%	0.4%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
基础化工	0.7%	0.5%	0.7%	0.6%	0.7%	1.0%	1.1%	1.1%
家电	1.2%	1.0%	0.4%	0.8%	1.3%	0.7%	0.4%	0.7%
建材	0.6%	0.6%	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%
建筑	1.2%	1.8%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%
房地产	0.6%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.5%	0.3%	0.2%
有色金属	0.2%	0.2%	0.7%	0.6%	0.8%	0.5%	0.4%	0.4%
机械	0.8%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%
汽车	0.6%	0.7%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
消费者服务	0.6%	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%	2.0%	1.3%	1.7%
煤炭	0.7%	0.9%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
电力及公用事业	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%
电新	0.6%	0.6%	1.1%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.4%
电子	1.0%	0.6%	0.5%	0.7%	0.4%	0.5%	1.0%	0.8%
石油石化	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%
纺织服装	0.9%	1.8%	1.0%	1.2%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%
综合	0.1%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
综合金融	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.6%	0.1%	0.8%	0.3%
计算机	1.1%	1.1%	1.0%	0.7%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%
轻工制造	0.5%	0.4%	0.8%	1.0%	1.0%	0.8%	0.5%	0.5%
通信	0.5%	0.4%	0.9%	0.8%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%
钢铁	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.8%	0.9%
银行	0.1%	0.1%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	2.2%	2.0%
非银行金融	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	3.5%	3.4%
食品饮料	0.7%	1.4%	0.8%	0.7%	0.3%	0.6%	0.6%	0.8%

资料来源：Wind，中信证券研究部



## 2018-2020Q1 突出变化：持续偏好金融，一季度青睐消费

2019 年险资投资范围依然稳定，持仓的各行业中银行、地产占比最大，对消费偏好下降；2019 年末至 2020 年第一季度，险资重回消费、建筑板块。

(1) 险资对于银行和地产持有比例最高，2019 年房地产占比小幅下降后有所回复。作为重点配置的行业，2019 年银行（60.8%）在险资中占比最大，有 0.54PCT 的微幅上升；而房地产的持有率由 14.4%下调至 10.4%，虽有明显下降，但整体占比仍不可忽视，远超除银行外其他行业；2020 年一季度，房地产经历去年的占比下降后，回调 1.2PCT 至 11.56%。

(2) 2019 年险资对消费板块多个行业持仓占比下降，2020 第一季度有所反弹：家电下降 0.88PCT 至 0.7%，商贸零售下降 0.43PCT 至 0.41%，医药下降 0.3PCT 至 1.9%。基础化工的配比也由 2.62%下调了 2.2PCT 至 0.42%；而在今年第一季度，消费板块某些行业占比有所回复：保险资金对医药的配比由 1.9%上调至 2.3%，家电的配比由 0.7%上调至 1%；

(3) 2019 年其他板块中险资持股比例增高的行业较分散，主要是公用事业、通信行业；2020 年一季度，科技板块与非银的占比有所下降。主要有：电力及公用事业上调 2.5PCT 至 4.2%，通信行业上调 1.8PCT 至 2%，非银也由 2.4%上调至 3.3%，有 0.9PCT 的增长；而在 2020 年第一季度，险资看淡非银金融，下降了 1.9PCT 至 1.3%，持有占比下降相对较明显的还有通信、电新、电子，分别下降了 0.9PCT、0.5PCT、0.4PCT。

(4) 2020 年第一季度，建筑继 2016 年以来重归险资的偏好范围，上调了 2.2PCT 至 2.6%。

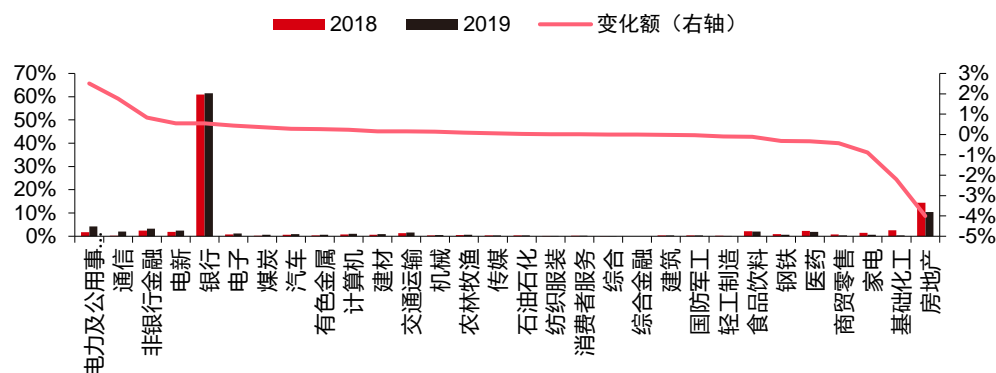
从险资的持股占各行业的比重来看，保险资金的持股在房地产（4.2%）与银行（4.6%）行业中占比最大。具体变化来说：

(1) 2019 年中险资份额下降的行业较多，主要集中于消费行业；占比提升的行业主要是能源和公用事业。相比 2018 年，2019 年在电力及公用事业（1.4%）、通信（0.8%）、煤炭行业（0.5%）占比有所提升，增幅分别为 0.78PCT、0.68PCT 与 0.26PCT；家电、商贸零售、医药等消费行业中险资的占比均有小幅下降。

(2) 2020 年一季度，房地产行业与建筑行业中险资占比回升。房地产中的占比经历去年下降 2PCT 至 3%后，在一季度回升 1.3PCT 至 4.2%；建筑行业中险资占比上升了 1.2PCT 至 1.4%；险资的持股在银行中的占比也从 3.7%增加至 4.7%。

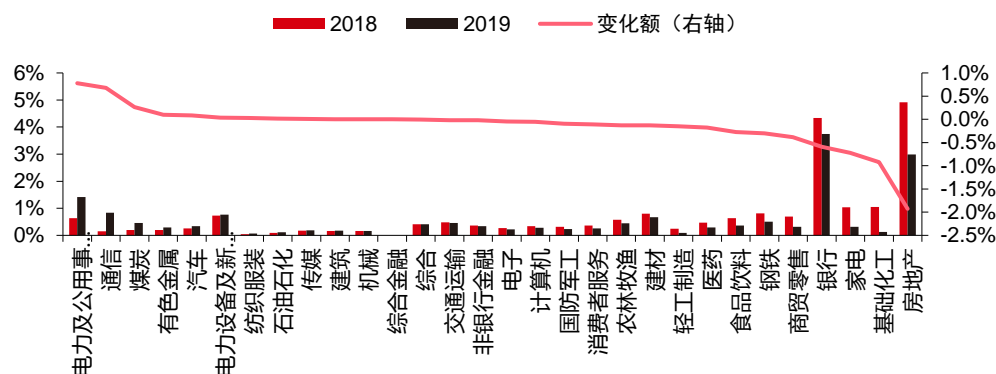


图 23：行业占比视角持仓比例变化（保险公司，2018-2019）



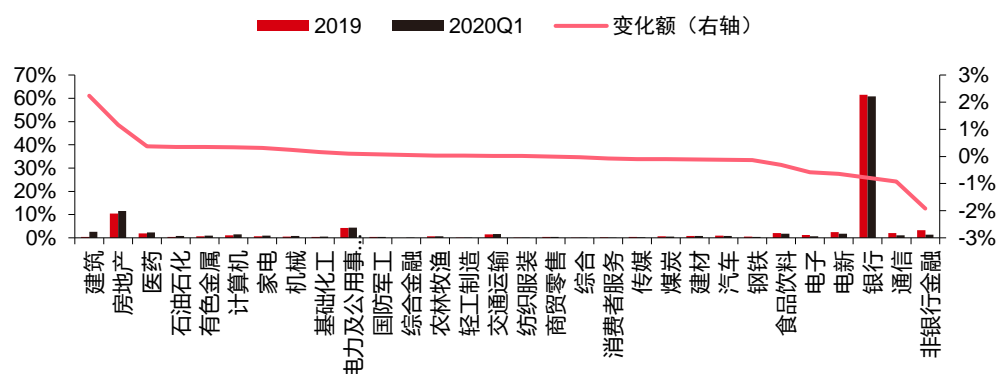
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：机构占比视角持仓比例变化（保险公司，2018-2019）



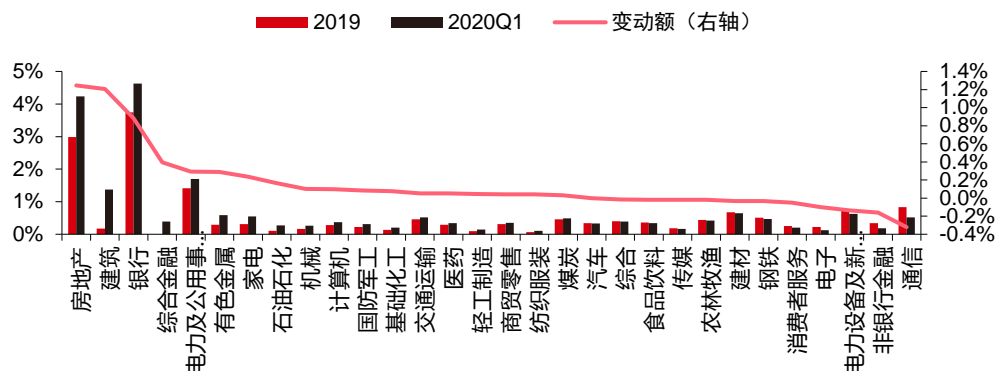
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 25：行业占比视角持仓比例变化（保险公司，2019-2020Q1）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 26：机构占比视角持仓比例变化（保险公司，2019-2020Q1）



资料来源：Wind，中信证券研究部

与 2018 年相比，2019 年社保基金持续对于银行、非银的持股比例最高，资金由医药等多个行业流入非银行金融；而 2019 年末至 2020 年第一季度，社保基金的偏好由金融转向消费板块。具体来说：

（1）2019 年社保对银行以及非银行金融的持仓比例提高。银行从 22.4% 上涨至 32.3%，非银行金融有 28.1PCT 的巨额增幅，从 2.1% 上升至 30.2%，占比仅次于银行；2020 年第一季度，银行、非银依旧是占比前二的行业，但银行由去年底 32.3% 降至 28.9%，降幅为 3.4PCT；非银由 30.2% 降至 27.6%，降幅为 2.6PCT；

（2）医药一直是除银行与非银外持股最多的行业，而 2019 年社保基金对于它的持股占比有所下降。对医药近一年的持股占比一直排在第三位，而 2019 年，从 14.7% 下降至 5.6%，降幅明显。其余大多数行业持股占比都有 1-2PCT 的下降，如：交通运输降低 2.4PCT 至 1.1%，基础化工降低 2.2PCT 至 3.2% 等，行业较为分散。

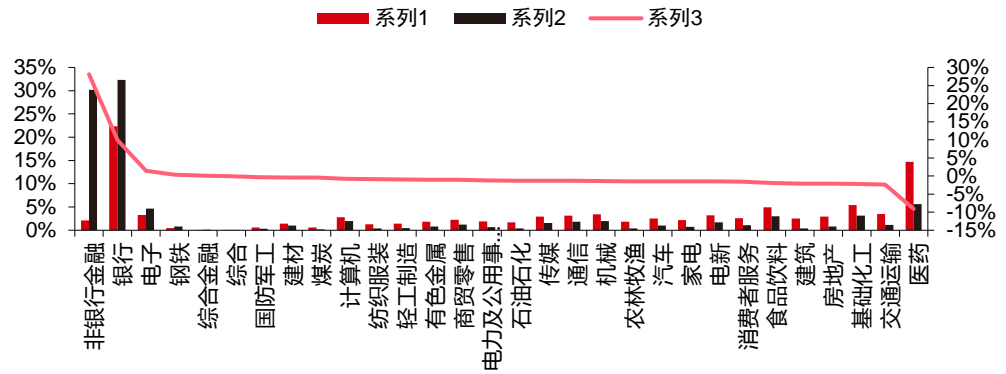
（3）2019 年，社保基金对电子较为偏好，2020 年第一季度，偏好转向消费板块。2019 年，电子是社保基金偏好的行业，占比上升了 1.4PCT 至 4.67%；2020 年第一季度，社保基金还对消费板块多个行业提高了配置占比：食品饮料增加 1.5PCT 至 4.5%，医药增加 1.4PCT 至 7%，家电也上涨了 0.7PCT 至 1.5%。计算机的配比也上升至 3.4%，增幅 1.4PCT。

从各行业中社保基金的投资占比来看，整体占比较小，社保基金在银行（2.2%）与非银（3.5%）中的占比持续最大。

（1）2019 年，社保基金的持股在金融行业中的比例提高。在非银行金融中的份额由 0.14% 提升至 3.5%，涨幅 3.3PCT，在银行与综合金融领域也分别有 1.5PCT 与 0.8PCT 的增加。而在消费者服务中的占比下降了 0.7PCT 至 1.34%。

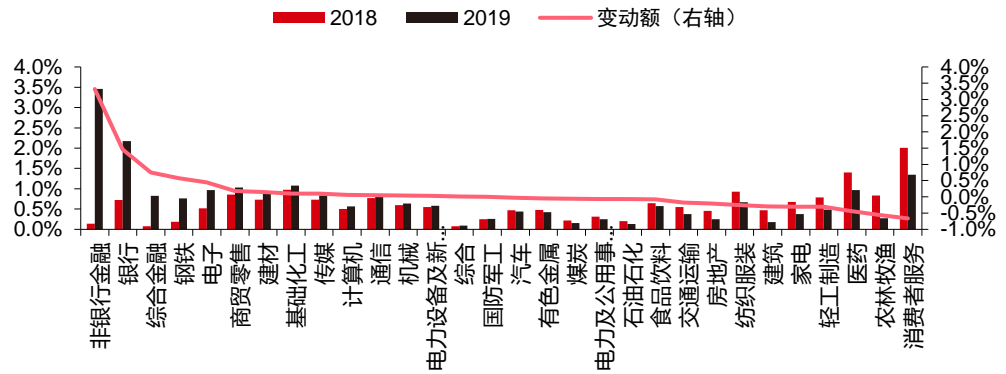
（2）2020 年第一季度，社保基金的持股在消费板块中比例提高。家电投资中社保基金占比上涨了 0.4PCT 至 0.75%，商贸零售中上涨 0.3PCT 至 1.3%。而综合金融中的占比下降了 0.6PCT 至 0.3%。

图 27：行业占比视角持仓比例变化（社保基金，2018-2019）



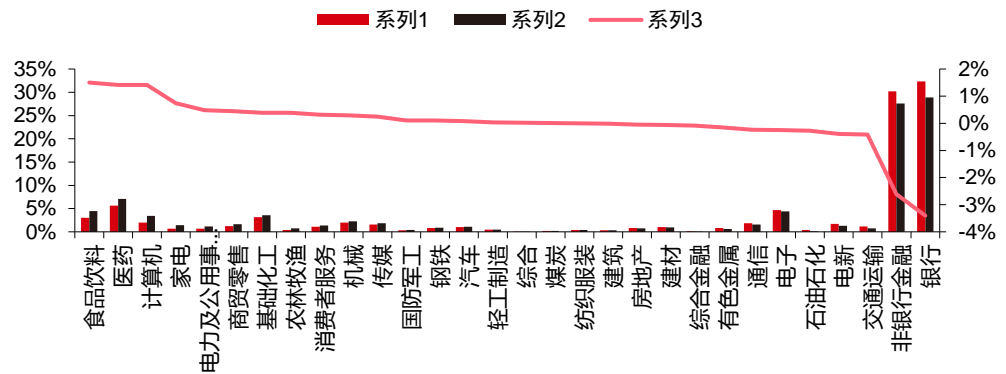
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 28：机构占比视角持仓比例变化（社保基金，2018-2019）



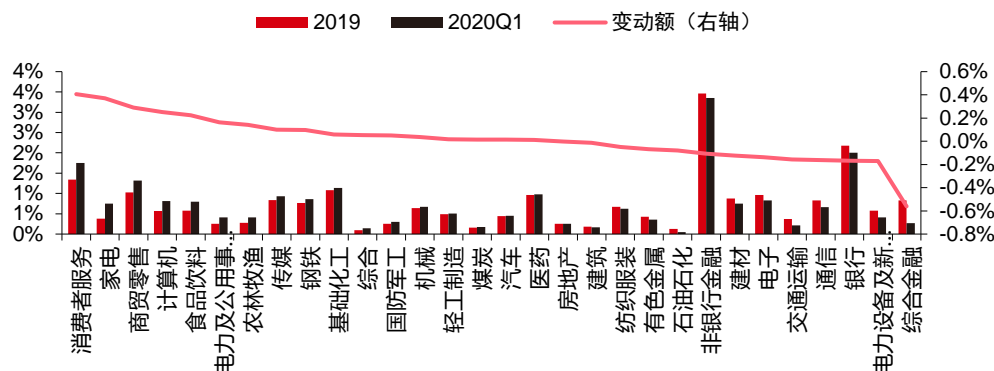
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 29：行业占比视角持仓比例变化（社保基金，2019-2020Q1）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：机构占比视角持仓比例变化（社保基金，2019-2020Q1）



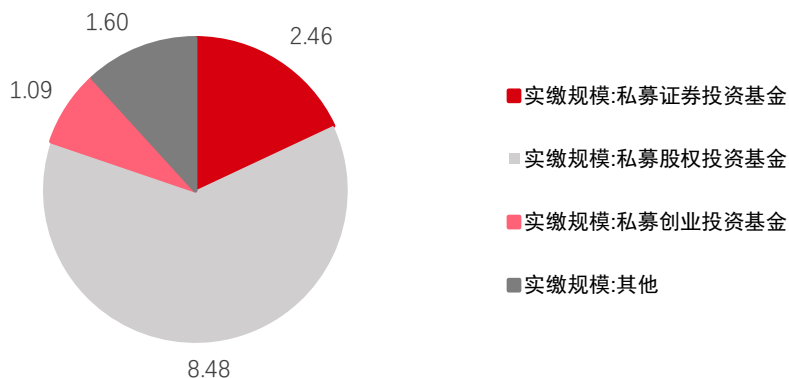
资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 私募、游资：重医药、汽车，消费与科技热度增加

私募基金是以大众传播以外的非公开方式向特定投资者募集资金并以证券为投资对象的证券投资基金。我们把这部分投资人分为三类：1.负债较稳定的长线投资者；2.接近于个人投资者对单一品种不具备定价能力的投资者；3.游资性质较强的超短线投资者。最后一类私募偏向游资性质。2020Q1 基金业协会数据，目前已经备案产品已经有 85071 余只，并且仍然以季均净增加 3300 余只速度增长，管理基金规模 14.3 万亿元，市场活跃，发行热度不减。

**私募投资风格稳定，偏好汽车、医药行业。**大多数私募基金规模较小，管理资金规模有限，还有一些私募基金规模较大，资金稳定更加接近长线投资人，但区别于社保、公募偏好投资于银行股，私募更青睐业绩稳定、成长性好的汽车与医药行业。

图 31：二级市场投资基金接近 2.5 万亿（单位：万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 持股风格：整体影响力下降，对医药、汽车偏好稳定

从近几年来看，私募基金偏好投资于医药、汽车、电子等行业。具体来说：

(1) 私募基金对于医药与汽车行业的持股比例近两年较高。医药一直受到私募基金青睐，2017 年配比下降到低点 8.8% 之后，连续上升至现在 11.6%，是目前占比最高的行业。汽车从 2017 年开始为私募所偏好，连续两年分别上涨 4.6PCT、3PCT 至 11.7% 的高点，之后持股稳定；

(2) 近两三年，私募基金对于科技板块和食品饮料的持股比例上升，而对于地产的持股比例下降。电子行业在 2015 年占比 11.1%，之后占比持续减至 2017 年的 5.6%，近两年有小幅回升；电新（7.6%）、食品饮料（7.3%）和计算机（7.1%）也是主要持股比例增加的行业，而房地产（4.1%）与基础化工（3.6%）持股占比持续下降。

从持股市值看，私募基金在机构投资者中占比总体较小，2017 年私募基金投资热度达到最高，在七类投资者中占比 1.6%。所以大多数行业里私募基金的持股占比也在 2017 年达到最高，之后逐年下降。目前，除纺织服装（1.7%）、汽车（1.4%）和传媒（1%）外，其他行业中私募基金的占比都在 1% 以下，变化不大。

表 19：机构视角的持仓量占机构持有市值的比例（阳光私募，2014-2020Q1）

行业	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/3/31
交通运输	0.1%	0.3%	0.6%	1.2%	0.6%	0.5%	0.4%
传媒	0.3%	0.2%	0.7%	2.4%	1.3%	0.6%	1.0%
农林牧渔	0.4%	0.5%	0.6%	1.4%	0.2%	0.3%	0.4%
医药	0.5%	0.6%	0.9%	1.3%	0.8%	0.6%	0.5%
商贸零售	0.5%	0.2%	0.8%	1.0%	0.6%	0.3%	0.2%
国防军工	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%
基础化工	0.7%	0.7%	0.8%	1.6%	1.1%	0.4%	0.4%
家电	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
建材	0.4%	0.5%	0.4%	1.0%	0.2%	0.3%	0.3%
建筑	0.2%	0.3%	0.3%	0.8%	0.5%	0.3%	0.3%
房地产	0.3%	0.3%	0.9%	1.7%	0.9%	0.5%	0.5%
有色金属	0.8%	0.3%	0.2%	0.7%	0.5%	0.6%	0.5%
机械	0.4%	0.4%	0.5%	1.4%	0.8%	0.4%	0.4%
汽车	0.3%	0.3%	0.6%	2.2%	1.9%	1.2%	1.4%
消费者服务	0.5%	0.5%	0.8%	0.9%	0.2%	0.2%	0.2%
煤炭	0.2%	0.1%	2.0%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%
电力及公用事业	0.2%	0.7%	0.6%	0.9%	0.4%	0.2%	0.3%
电新	0.6%	0.3%	0.5%	1.7%	1.2%	1.0%	0.8%
电子	0.5%	0.9%	1.5%	1.1%	1.1%	0.5%	0.4%
石油石化	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%
纺织服装	0.6%	0.5%	0.6%	2.3%	1.8%	1.7%	1.7%
综合	0.3%	0.2%	0.4%	0.7%	0.7%	0.3%	0.2%
综合金融	0.2%	0.3%	0.6%	0.8%	0.4%	0.1%	0.7%
计算机	0.4%	0.2%	0.6%	1.4%	0.5%	0.6%	0.6%
轻工制造	0.4%	0.7%	0.5%	1.9%	1.1%	0.7%	0.6%
通信	0.5%	0.5%	0.8%	1.3%	0.6%	0.2%	0.2%
钢铁	0.4%	0.0%	0.4%	0.8%	0.3%	0.1%	0.1%
银行	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/3/31
非银行金融	0.0%	0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%
食品饮料	0.5%	0.2%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 20：行业视角的持仓量占机构持有市值的比例（阳光私募，2014-2020Q1）

行业	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/3/31
交通运输	1.6%	3.4%	4.5%	5.7%	4.7%	4.4%	4.4%
传媒	2.3%	2.5%	5.5%	7.0%	5.8%	3.7%	5.9%
农林牧渔	1.7%	2.6%	1.9%	1.8%	0.6%	1.4%	2.2%
医药	9.8%	12.1%	11.7%	8.8%	9.2%	10.5%	11.6%
商贸零售	3.3%	1.3%	3.4%	1.9%	1.8%	1.2%	0.8%
国防军工	0.9%	1.0%	1.0%	0.8%	0.6%	0.7%	1.3%
基础化工	6.7%	7.8%	6.5%	6.0%	7.2%	4.1%	3.6%
家电	2.0%	1.8%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	0.4%
建材	1.8%	1.8%	1.0%	1.4%	0.5%	1.2%	1.0%
建筑	2.7%	3.1%	2.1%	3.0%	2.9%	2.2%	2.0%
房地产	5.6%	5.3%	7.7%	7.3%	7.0%	5.0%	4.1%
有色金属	8.2%	2.5%	1.1%	2.0%	2.2%	3.8%	2.6%
机械	5.3%	6.7%	4.5%	5.6%	5.2%	3.9%	4.1%
汽车	3.8%	3.3%	4.1%	8.7%	11.7%	8.8%	10.7%
消费者服务	0.8%	1.2%	1.0%	0.7%	0.3%	0.4%	0.5%
煤炭	1.5%	0.5%	7.0%	1.3%	1.0%	0.7%	0.7%
电力及公用事业	4.1%	9.0%	4.4%	3.6%	2.9%	1.7%	2.2%
电新	6.7%	4.7%	3.5%	6.5%	7.8%	9.8%	7.6%
电子	5.2%	11.1%	10.7%	5.6%	8.0%	7.3%	6.2%
石油石化	0.6%	0.8%	2.1%	2.4%	2.9%	2.3%	1.9%
纺织服装	2.2%	1.9%	1.2%	2.3%	2.9%	3.2%	3.2%
综合	0.8%	0.5%	0.8%	0.5%	0.7%	0.3%	0.3%
综合金融	0.2%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.3%
计算机	3.6%	2.5%	4.5%	4.3%	3.3%	6.6%	7.1%
轻工制造	1.1%	2.5%	1.3%	2.6%	2.4%	2.1%	1.7%
通信	3.1%	2.9%	2.9%	2.7%	2.7%	1.2%	1.4%
钢铁	3.0%	0.2%	1.3%	1.4%	0.7%	0.5%	0.4%
银行	3.8%	0.0%	0.7%	0.2%	0.3%	1.0%	0.1%
非银行金融	1.8%	5.3%	1.3%	3.0%	1.0%	5.0%	4.2%
食品饮料	5.7%	1.4%	1.6%	2.1%	2.8%	5.8%	7.3%

资料来源：Wind，中信证券研究部

## 2018-2020Q1 突出变化：偏好消费及科技板块，金融有所回落

总量上，医药（11.6%）与汽车（10.7%）是私募基金重点配置的行业，对电子与新能源（7.6%）以及食品饮料（7.3%）的偏好次之。从持仓占比变动来看：

（1）私募基金对消费行业的持股比例增加。2019 年，对于食品饮料的持仓比例上升了 3PCT 至 5.8%，医药的比例上升了 1.3PCT 至 10.5%，农林牧渔的比例上升 0.8PCT



至 1.4%；2020 年第一季度，上述消费行业的持股占比继续提高，分别有 1.5PCT、1.1PCT 与 0.8PCT 的增幅。

**(2) 2019 年私募基金增加对金融板块的持仓比例，2020 年第一季度有所回落：**2019 年私募对于非银金融的持股比例由 1% 上升至 5%，增幅为 4PCT；银行的比例也有所提高，上升 0.7PCT 至 1%；而 2020 年第一季度，非银和银行的占比均有 0.8PCT 和 0.9PCT 的下降。

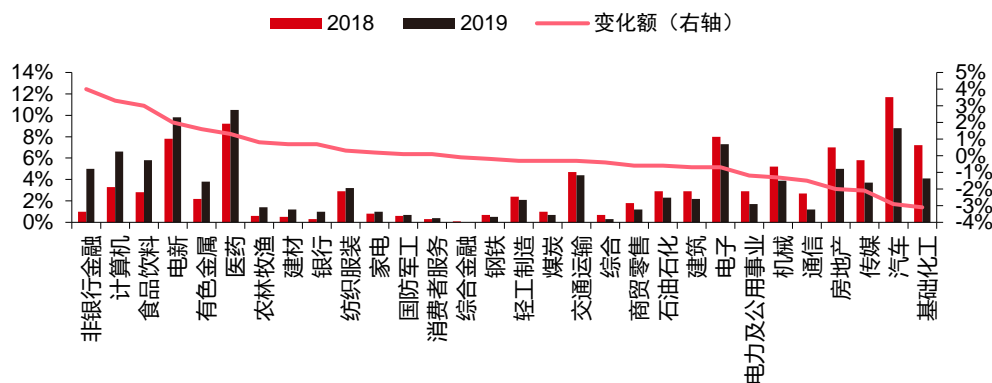
**(3) 私募基金对于科技板块的偏好上升：**2019 年，私募对于计算机的持股比例上升 3.3PCT 至 6.6%，2020 年一季度，又上升了 0.5PCT 至 7.1%；传媒行业的持股比例在 2019 年下降 2.1PCT 后又出现 2.2PCT 的回升，至 5.9%。

从行业的视角，近一年各行业中私募基金的持股在纺织服装（1.7%）与汽车（1.4%）行业中的占比最高。边际变动上看：

**(1) 近年私募基金的持股在金融板块中升高：**2019 年，非银金融中的占比上涨了 0.1PCT 至 0.2%，2020 年第一季度，综合金融中的占比提高了 0.6PCT。

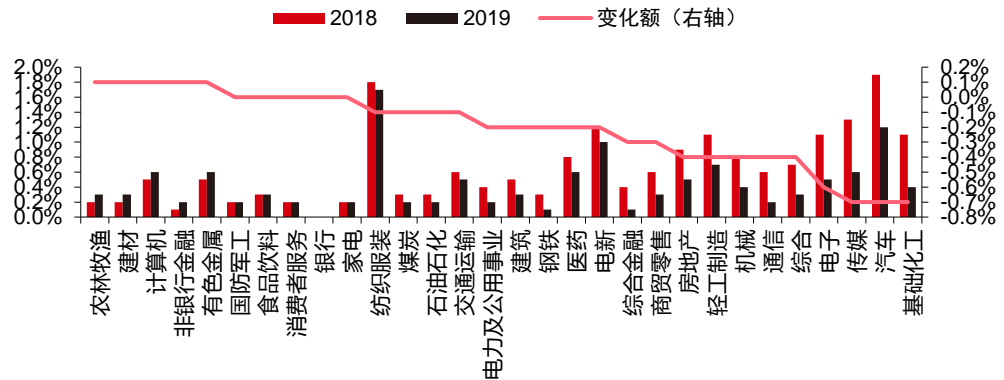
**(2) 消费板块中私募基金的占比略微上升：**农林牧渔中私募基金的占比连续两年有 0.1PCT 的上升，至 0.4%；食品饮料也有 0.1PCT 的上升；而私募基金虽然对于医药行业的持股比例有增加，但从医药行业来看，私募基金在其中的占比有 0.3PCT 的下降，至 0.5%。

图 32：行业占比视角持仓比例变化（阳光私募，2018-2019）



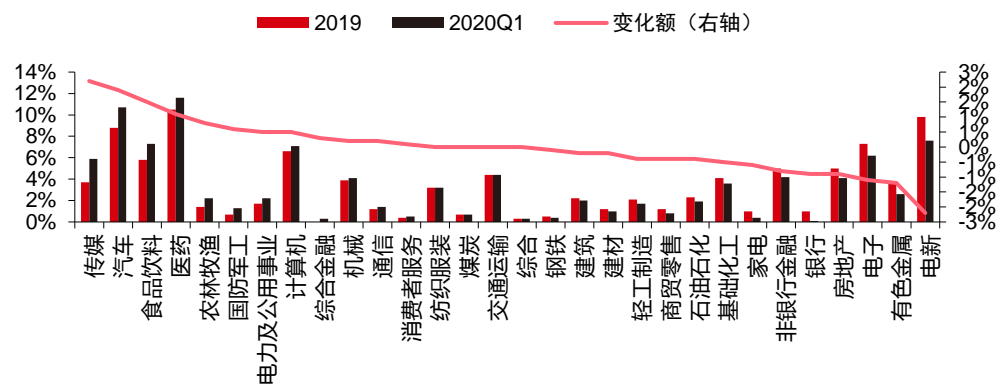
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 33：机构占比视角持仓比例变化（阳光私募，2018-2019）



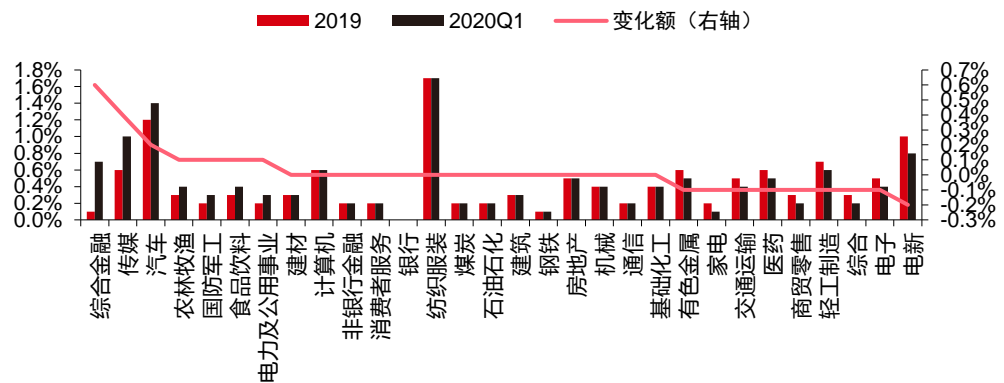
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 34：行业占比视角持仓比例变化（阳光私募，2019-2020Q1）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 35：机构占比视角持仓比例变化（阳光私募，2019-2020Q1）

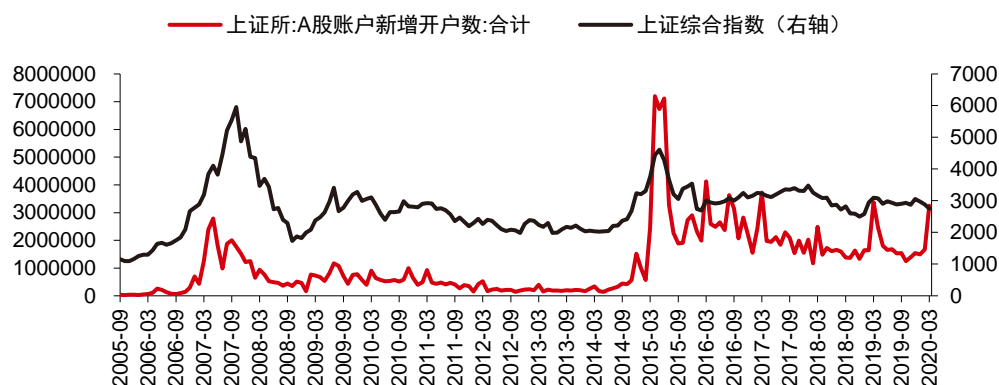


资料来源：Wind，中信证券研究部

## 个人投资者：青睐电子、消费，偏好较稳定

个人投资者是指以自然人身份从事股票买卖。2019 年个人投资者的理性程度进一步提升，短线交易行为有所减弱，但总体交易频繁，但行为金融的特征依旧明显。

图 36：个人投资者数量与 A 股价格



资料来源：Wind, 中信证券研究部

### 持股偏好：偏好消费蓝筹股，近年影响力稍有减弱

近年来，个人投资者持续偏好投资于金融、医药以及电子领域。越来越多个人投资者逐步形成了价值投资理念，投资偏好稳健，多配置于医药、电子行业的低估值蓝筹股。

从各行业中七类投资者的投资占比而言，个人投资者在七类投资者占比近十年都维持在 34% 左右，较稳定，近年占比略有下跌，2019 年下降至历史最低 32.9%，今年有所回复，至 35.6%。作为除产业资本外第二大力量，个人投资者占领了综合金融（50.3%）、通信（50.1%）、综合、基础化工（49%）、计算机（47.7%）、电子（46.7%）等领域几乎半数投资额。最近两年在基础化工、综合金融、电子和家电领域投资占比有所上升。

表 21：行业视角的持仓量占机构持有市值的比例（个人投资者，2018-2020Q1）

行业	2018	2019	2020Q1
交通运输	3.4%	3.1%	3.4%
传媒	2.5%	2.5%	2.3%
农林牧渔	1.7%	1.9%	2.3%
医药	6.4%	6.7%	8.1%
商贸零售	1.9%	1.5%	1.4%
国防军工	1.9%	1.9%	1.9%
基础化工	3.7%	4.7%	4.4%
家电	2.2%	2.1%	2.4%
建材	1.3%	1.3%	1.4%
建筑	2.9%	2.2%	2.1%
房地产	3.9%	3.5%	3.2%
有色金属	2.9%	2.6%	2.4%

行业	2018	2019	2020Q1
机械	4.0%	4.2%	4.3%
汽车	3.3%	2.8%	2.8%
消费者服务	0.6%	0.5%	0.5%
煤炭	1.0%	0.8%	0.7%
电力及公用事业	3.3%	2.7%	2.7%
电力设备及新能源	4.0%	3.7%	3.9%
电子	4.5%	6.9%	7.6%
石油石化	1.7%	1.4%	1.3%
纺织服装	0.8%	0.7%	0.7%
综合	0.7%	0.6%	0.5%
综合金融	0.2%	0.3%	0.2%
计算机	4.7%	5.6%	6.1%
轻工制造	1.1%	1.1%	1.2%
通信	3.7%	3.6%	3.6%
钢铁	1.5%	1.2%	1.1%
银行	14.6%	13.2%	12.1%
非银行金融	12.2%	12.3%	10.8%
食品饮料	3.4%	4.5%	4.6%

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 22：机构视角的持仓量占机构持有市值的比例（个人投资者，2018-2020Q1）

行业	2018	2019	2020Q1
交通运输	28.7%	30.2%	34.1%
传媒	34.2%	38.6%	38.4%
农林牧渔	41.0%	40.5%	40.5%
医药	33.4%	33.5%	36.8%
商贸零售	39.4%	36.3%	36.5%
国防军工	41.1%	43.4%	44.8%
基础化工	36.3%	47.2%	47.2%
家电	36.0%	32.4%	39.9%
建材	35.0%	31.7%	34.7%
建筑	29.8%	32.2%	33.8%
房地产	33.0%	32.4%	34.8%
有色金属	42.2%	41.6%	43.5%
机械	37.7%	39.9%	41.6%
汽车	34.1%	34.2%	36.7%
消费者服务	25.3%	17.7%	22.4%
煤炭	20.0%	20.0%	20.5%
电力及公用事业	29.8%	28.8%	31.9%
电新	36.9%	36.7%	40.5%
电子	38.6%	41.4%	46.7%
石油石化	10.8%	12.9%	14.3%
纺织服装	32.9%	34.3%	34.2%
综合	47.8%	47.2%	49.0%
综合金融	39.8%	47.1%	50.3%

行业	2018	2019	2020Q1
计算机	45.5%	46.2%	47.7%
轻工制造	33.0%	34.2%	38.8%
通信	49.7%	47.1%	50.1%
钢铁	33.1%	32.3%	33.9%
银行	25.6%	25.9%	27.6%
非银行金融	45.0%	41.3%	43.3%
食品饮料	24.3%	25.0%	26.9%

资料来源：Wind，中信证券研究部

## 2018-2020Q1 突出变化：青睐电子与消费行业，对金融偏好下降

与 2018 年相比，2019 年与 2020 年第一季度个人投资者重点配置于金融、医药以及电子领域，偏好稳定。边际变化上：

(1) 2019 年，个人投资者对于银行和非银金融的偏好稳定：配比分别维持在 13.2% 与 12.3% 的较高水平，其中银行占比下降了 1.44PCT；2020 年一季度热度稍减，银行的占比继续下跌 1.1PCT 至 12.1%，非银金融下跌了 1.5PCT 至 10.8%。

(2) 近一年，个人投资者对电子和医药的偏好提升：2019 年，个人投资者对于电子行业的持股比例增加了 2.4PCT，至 6.9%；医药行业也有小幅上涨，增加了 0.3PCT 至 6.7%，整体占比较高。2020 年第一季度，对于医药、电子行业的偏好持续增强，对医药的持仓占比增加了 1.38PCT 至 8.1%，电子增加 0.7PCT 至 7.6%；

(3) 其他占比不高的行业中，个人投资者对于基础化工的持股比例提升较明显，一年内上涨 1.1PCT 至 4.8%。

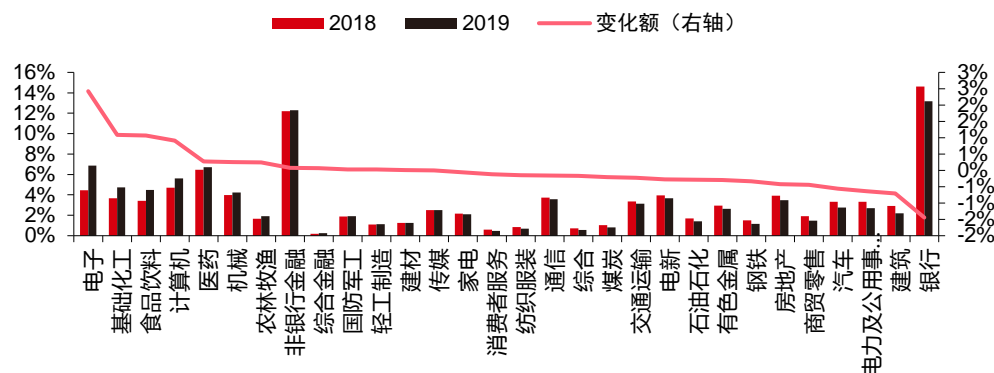
从行业视角来看，2019 年基础化工、综合、综合金融、通信行业中的个人投资者持股占比最大，都在 47% 以上；2020 年第一季度，综合金融（50.3%）与通信（50.1%）中个人投资者占比最大，都超过了半数。具体而言：

(1) 2019 年个人投资者在基础化工中的占比提升明显：基础化工中的占比提升 11PCT 至 47.2%。其余占比提升的行业较为分散：综合金融中的占比也增加了 7.4PCT 至 47.1%，增幅明显；此外，传媒中也上升至 38.6%，升幅 4.3PCT；

(2) 2019 年，个人投资者在多个行业占比下降，主要集中于消费、非银领域：消费者服务中其占比下降了 7.6PCT 至 17.7%，影响力减弱；家电、建材、商贸零售中的跌幅都在 3PCT 以上；非银行金融中下降了 3.7PCT 至 41.3%。

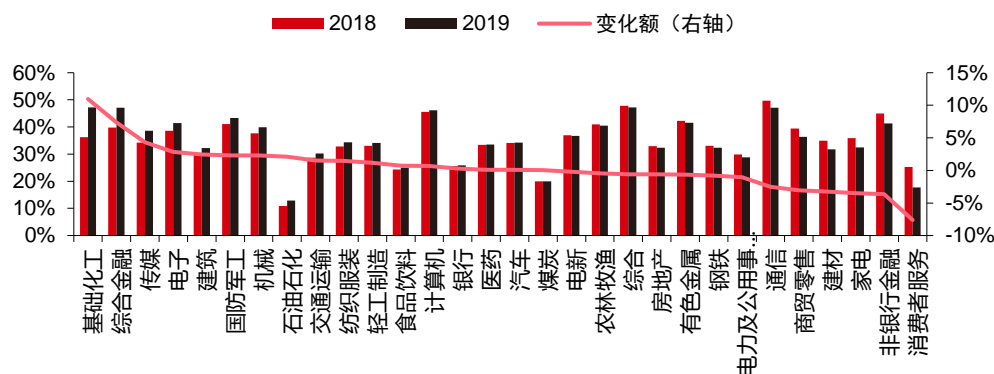
(3) 而 2020 年第一季度，大多数板块的个人投资者占比提升，主要为消费及电子领域：家电中个人投资者的增幅最大，上升 7.5PCT 至 40%；医药领域中上升 3.3PCT 至 36.8%；电子方面占比上升了 5.3PCT 至 46.8%；除此之外，个人投资者在消费者服务、轻工制造的占比提升也较明显。

图 37：行业占比视角持仓比例变化（个人投资者，2018-2019）



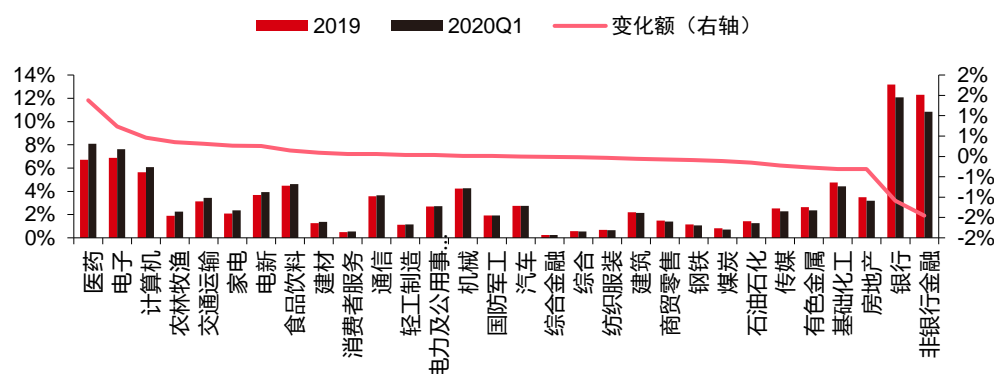
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 38：机构占比视角持仓比例变化（个人投资者，2018-2019）



资料来源：Wind，中信证券研究部

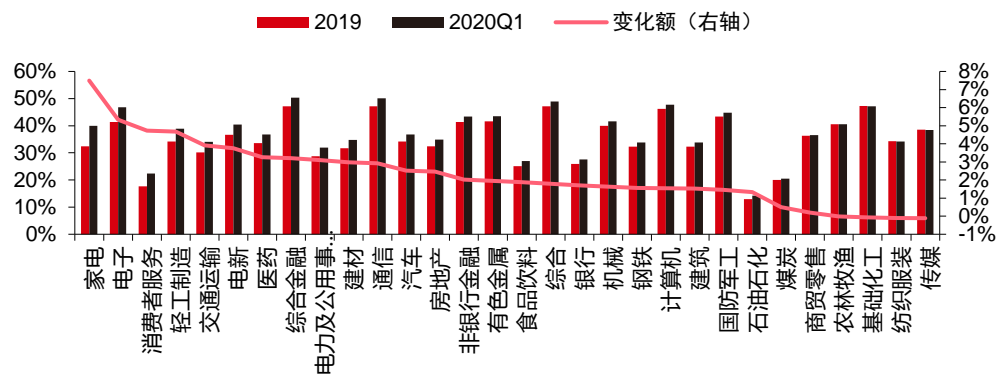
图 39：行业占比视角持仓比例变化（个人投资者，2019-2020Q1）



资料来源：Wind，中信证券研究部



图 40：机构占比视角持仓比例变化（个人投资者，2019-2020Q1）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 风险因素

十大股东外的产业资本的小部分，和社保，保险，私募，游资的一部分尚未统计进去。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。