

春季躁动之后配什么？基于市场资金流向的分析

核心要点：

2019 年以来，内外利好因素共振之下，股市一扫 2018 年阴霾，强势反弹。截止 3 月 11 日，上证综指、深证成指、中小板指、创业板指本月涨跌幅分别为 21.38%、34.04%、34.33%、38.17%。行业方面，计算机、农林牧渔、电子、通信、非银金融涨幅最大，分别为 51.52%、50.14%、45.40%、40.49%、36.66%。本轮上涨行情主要是由估值修复、宽信用、及预期改善导致的风险偏好提升驱动。**目前股市估值已明显修复，但各行业估值均低于去年年初水平，仍具备投资价值。**站在当前时点，我们的一个问题是，春季躁动之后市场会如何演绎？投资者该如何配置？

从资金面看，近期**产业资本**持续减持，表明其对企业经营基本面的预期较为负面，而产业资本在股市占比约 60%。根据往年市场周期数据，产业资本入场是牛市开始的信号之一，然而目前此信号并未出现。未来发展主要看基本面能否支撑，目前看这一条件并不具备，近期公布的 PPI、社融等数据均不及预期。**私募基金**等趋势投资者，其仓位已经接近历史高位，继续加仓的空间较小。**外资**，历史上一直受到全球风险偏好影响，近期美股开始高位回调，势必影响外资流入，同时大族激光、美的集团等个别股票还发生外资持股比例到达上限的情况，所以未来外资流入存疑。存在最大不确定性的就是**个人投资者**，在产业资本减持，外资流入存疑，基金等主要趋势投资者加仓空间有限的条件下，个人投资资金是决定未来行情的重要推手，目前看还没有明显迹象表明个人投资者大规模入场。

通过存量资金和流动资金的分析，我们认为后续增量资金有限。**虽然目前市场较为活跃，投资者情绪乐观，但在估值带动快速上涨之后，我们需要冷静看待未来 A 股的走势，而不是盲目地跟从市场趋势。**如果经济数据好转，机构投资者将会转换仓位，那么**周期股**必然收益，因前期估值修复有限及涨幅较小。如果经济数据表现一般，那么主流热点仍将在**科技+券商**板块上，以券商为主的金融股将是配置重点，因科创板推行，投行业务可能会给券商带来超额收益；同时成长性股票因受国家对科技创新的重视、受经济周期影响较小、科创板上市等特点及影响有较为稳定的上涨趋势，其中在科技板块中机构投资者占比低，边际增量资金定价权大的行业主要有**计算机、电子、传媒、通信、轻工制造、和农林牧渔。**

分析师

洪亮 策略分析师

✉: hongliang@chinastock.com.cn

☎: (8610) 66568750

执业证书编号: S0130511010005

特此鸣谢

唐德危

✉: tangsiwei_yj@chinastock.com.cn

☎: (86) 66568477

李卓睿

✉: lizhuorui_yj@chinastock.com.cn

☎: 18618268559

近期报告

20190311 银河证券 策略专题：
中美股市对比系列之一：科创板
对标纳斯达克

20190310 银河证券 A 股股票池
及策略周报：逐渐恢复冷静，重
视长期趋势

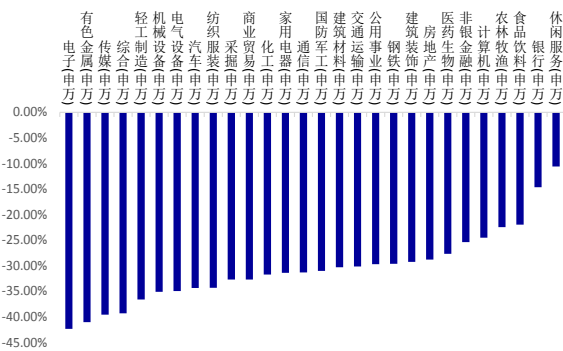
20190307 银河证券 A 股策略点
评：科创板规则落地，补资本市
场短板

20190307 银河证券 A 股策略点
评：增值税税率下调影响简析

一、春季躁动历史回顾：

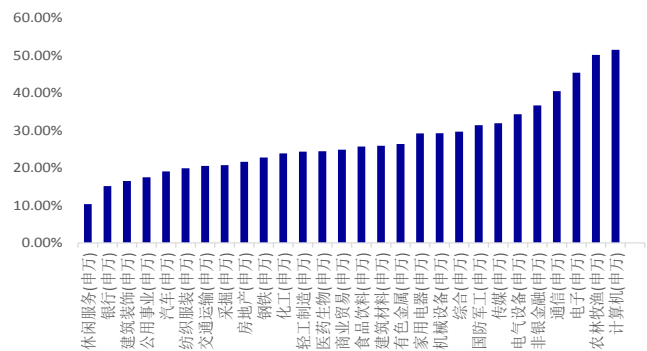
2019 年以来，内外利好因素共振之下，股市一扫 2018 年阴霾，强势反弹。截止 3 月 11 日，上证综指、深证成指、中小板指、创业板指本月涨跌幅分别为 21.38%、34.04%、34.33%、38.17%。行业方面，计算机、农林牧渔、电子、通信、非银金融涨幅最大，分别为 51.52%、50.14%、45.40%、40.49%、36.66%。涨幅超过沪深 300 的行业还包括电气设备、传媒、国防军工、综合、机械设备、家用电器、有色金属、建筑材料、食品饮料、商务贸易、医药生物、轻工制造（按涨幅从高到低排序）。我们在《银河证券 A 股策略点评：年初以来市场复盘及未来推演》中提过，本轮上涨行情主要是由于估值修复、宽信用、及预期改善导致的风险偏好提升。目前股市估值已明显修复，但各行业估值均低于去年年初水平，仍具备投资价值。站在当前时点，我们的一个问题是，春季躁动之后市场会如何演绎？投资者该如何配置？

图 1：2018 年各行业涨跌幅情况



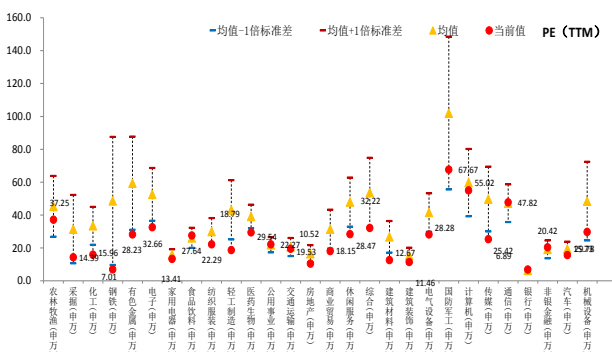
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：截止 3 月 11 日，2019 年各行业涨跌幅情况



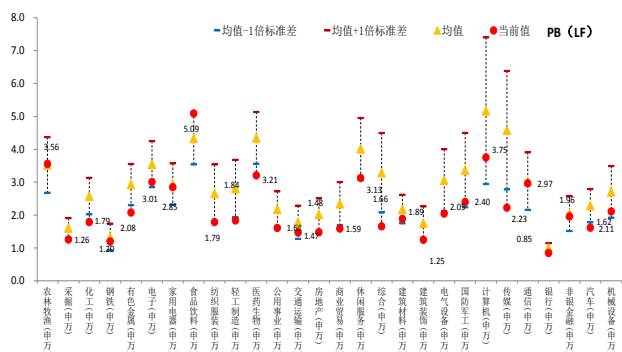
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：各行业市盈率（TTM）对比



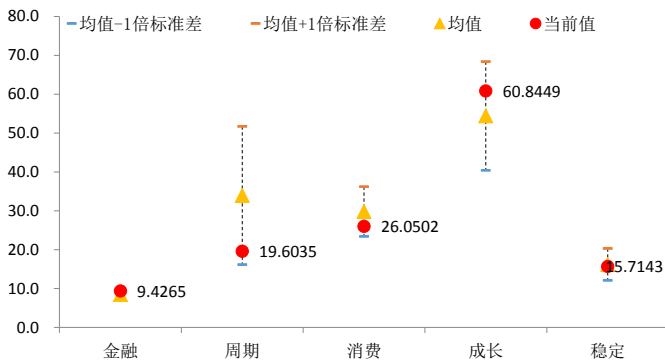
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：各行业市净率（LF）对比



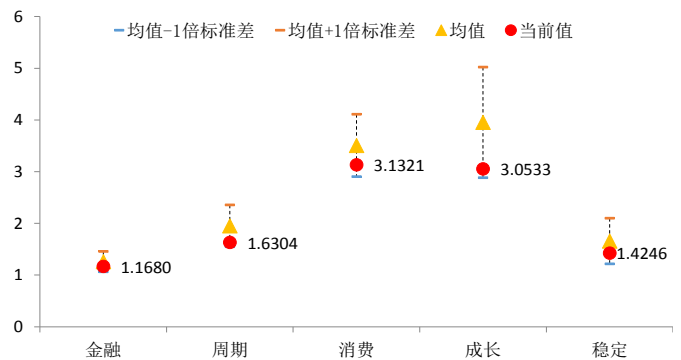
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5: 各风格市盈率对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 各风格市净率对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我们先比较一下历史上, 春节躁动之后市场会如何演绎。我们对 08 年至 18 年的申万一级行业年度涨幅数据进行拆分, 2 月-3 月为一个区间, 4 月-12 月为另一个区间, 比较两个区间内的领涨行业, 看有什么规律, 结果如下表:

表一: 08 年至 18 年春季躁动和后续领涨行业对比:

2008				2014			
序号	行业	涨跌幅	4月决断领涨	序号	行业	涨跌幅	4月决断领涨
1	农林牧渔	-7.44	电气设备 -27.06	1	房地产	6.17	非银金融 153.32
2	房地产	-8.84	建筑装饰 -27.70	2	综合	5.42	建筑装饰 101.13
3	纺织服装	-9.61	医药生物 -27.91	3	建筑材料	3.35	钢铁 89.78
4	银行	-10.88	公用事业 -38.06	4	化工	3.17	国防军工 70.67
5	休闲服务	-11.75	传媒 -38.72	5	汽车	3.06	交通运输 69.71
2009				2015			
序号	行业	涨跌幅	4月决断领涨	序号	行业	涨跌幅	4月决断领涨
1	有色金属	57.49	汽车 99.23	1	计算机	51.30	轻工制造 30.99
2	汽车	42.93	采掘 86.66	2	建筑装饰	37.15	纺织服装 28.88
3	综合	39.42	家用电器 85.44	3	传媒	36.07	综合 27.96
4	房地产	38.56	食品饮料 74.39	4	纺织服装	33.65	休闲服务 25.65
5	电子	35.15	商业贸易 60.86	5	轻工制造	33.21	农林牧渔 21.52
2010				2016			
序号	行业	涨跌幅	4月决断领涨	序号	行业	涨跌幅	4月决断领涨
1	综合	15.60	有色金属 34.66	1	有色金属	22.16	建筑装饰 18.50
2	电子	13.89	机械设备 28.09	2	农林牧渔	17.13	建筑材料 17.71
3	纺织服装	11.51	食品饮料 25.99	3	纺织服装	16.79	食品饮料 16.80
4	家用电器	10.00	电子 23.21	4	建筑材料	16.76	家用电器 15.56
5	休闲服务	9.90	医药生物 23.11	5	汽车	16.04	化工 11.77
2011				2017			
序号	行业	涨跌幅	4月决断领涨	序号	行业	涨跌幅	4月决断领涨
1	建筑材料	21.70	食品饮料 -8.06	1	家用电器	11.64	食品饮料 40.44
2	家用电器	16.92	银行 -12.36	2	食品饮料	8.46	家用电器 25.70
3	有色金属	15.18	传媒 -17.65	3	建筑装饰	7.17	非银金融 18.31
4	纺织服装	13.43	休闲服务 -24.20	4	电子	6.62	钢铁 12.89
5	综合	12.39	公用事业 -24.76	5	建筑材料	5.69	有色金属 10.08
2012				2018			
序号	行业	涨跌幅	4月决断领涨	序号	行业	涨跌幅	4月决断领涨
1	食品饮料	8.26	房地产 18.39	1	计算机	15.55	银行 -12.85
2	休闲服务	8.13	非银金融 15.64	2	医药生物	7.36	休闲服务 -15.96
3	房地产	7.83	建筑装饰 15.31	3	电子	4.36	食品饮料 -16.00
4	家用电器	7.57	医药生物 11.91	4	通信	2.92	农林牧渔 -16.23
5	纺织服装	6.14	银行 10.81	5	国防军工	2.43	非银金融 -18.63
2013							
序号	行业	涨跌幅	4月决断领涨				
1	电子	10.23	传媒 80.79				
2	医药生物	9.79	计算机 46.23				
3	计算机	7.90	家用电器 27.65				
4	公用事业	5.89	电气设备 23.91				
5	传媒	5.78	电子 22.94				

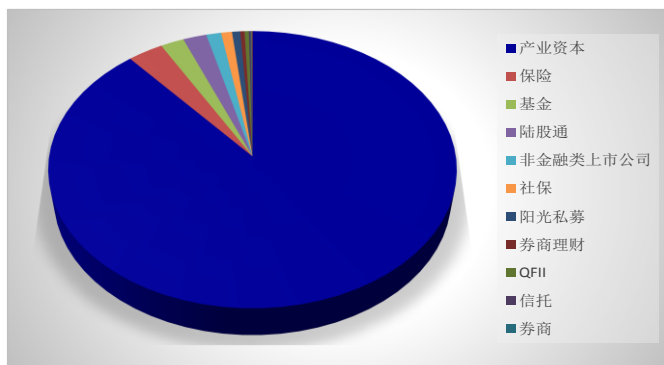
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

可以发现，春季躁动和后续全年领涨的行业重叠很少。所以，错过春季躁动并不可怕。重要的是，找出春季躁动之后市场的配置逻辑，即行业轮动是如何发生的。不论是关注经济数据还是市场情绪或趋势，市场短期走势主要是受资金驱动，所以我们将市场资金结构和流动的角度进行分析和判断。

二、资金存量结构分析：

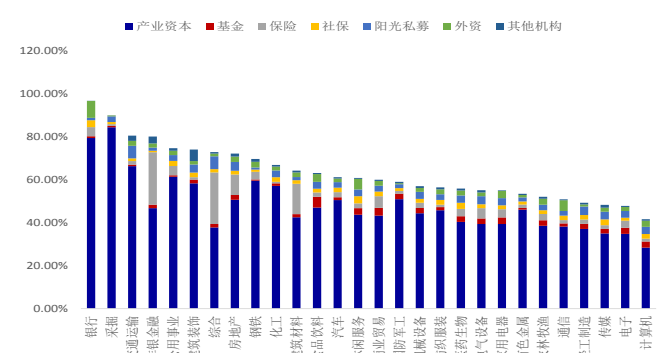
我们按照不同的投资特点将投资者主要分为产业资本（一般法人）、个人投资者、保险、外资（QFII+陆股通）、基金、非金融类上市公司、阳光私募、社保、其他机构投资者（券商、银行）。其中一般法人持股比例约为 60%，个人投资者约为 18%，保险、外资、基金持股比例均在 5% 左右，其余机构持股比例较小。在各版块，机构持股比例占比如下：

图 7：不同类型机构投资者占比（前十大流通股口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：不同类型机构投资者持仓行业分布



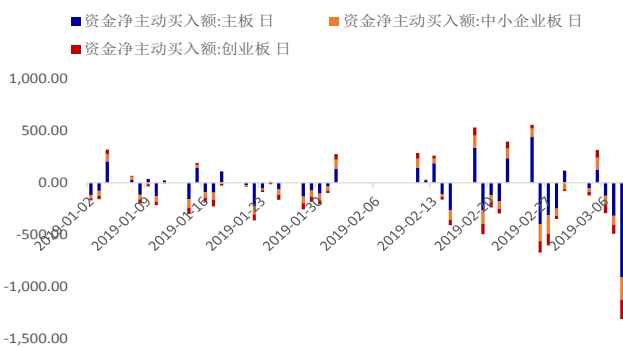
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

基于以上数据，我们发现各方投资者的在不同板块的持仓比重不同。由于投资者对市场的判断、投资策略、及风险偏好的不一致，各方间的博弈才使得市场处于波动状态，所以了解各方投资者的特点和偏好对于预期市场未来走势尤为重要。其中产业资本这类投资者对企业经营情况更为熟悉，对股价的判断更多的是基于基本面数据，属于长期且理性的价值投资者。然而，个人投资者相对来说属于扰乱理性市场的投资者，由于个人投资者缺乏对市场专业的判断，所以其对股价的预期更容易受情绪驱动，而不是关注宏观经济或企业经营的基本面数据，所以个人投资者会更偏好政策推动的行业或者短期内热点行业和个股，属于短期且非理性的投资者。陆股通、QFII 等属于外资投资者，对市场有相对专业的策略和判断，属于价值投资者，偏好流动性强、业绩稳定、ROE 高的企业，对经济基本面有合理的预期，对市场有理性的判断，但是中国资本市场在外资的投资比重中占比不高，因对国内市场熟悉度不够，外资倾向于价低则进价高则出的投资方式，属于中短期且理性的投资者。公募私募基金公司、券商资管、银行等机构投资者属于中长期且理性的投资者，基于专业知识对市场估值有一定判断，机构投资者不仅关注基本面数据，同时关注资金面和趋势面，对市场非理性逻辑有预期和自己的理解，了解情绪和风险偏好的驱动，在市场中有一定的定价权。保险、社保等资金属于长期且理性的投资者，此类投资者更注重长期稳定的收益，不受短期波动影响，偏好波动性较小且回报稳定的行业。

三、资金流量分析：

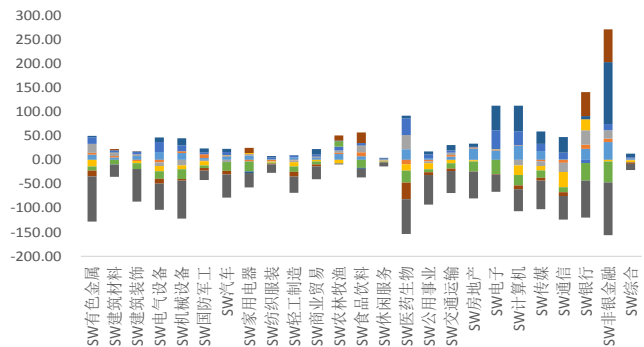
从图 9-图 12 可以看出，年初以来，资金流动明显分为两个阶段：第一个阶段，1 月 4 号至 2 月 1 号，期间各行业均有资金流入，生物医药、计算机、电子、银行、非银获得资金流入较多，同时周期板块的化工、有色、电气设备、机械设备也获得一定程度的资金流入，表明市场对经济悲观预期有所修复；第二个阶段，2 月 11 号-3 月 8 号，资金流入集中在非银、计算机、通信、传媒、电子行业。其余行业资金流入较少或有资金流出。表明随着经济数据的好转和其他利好因素的刺激，投资者风险偏好逐步增加。

图 9：各板块资金流入情况



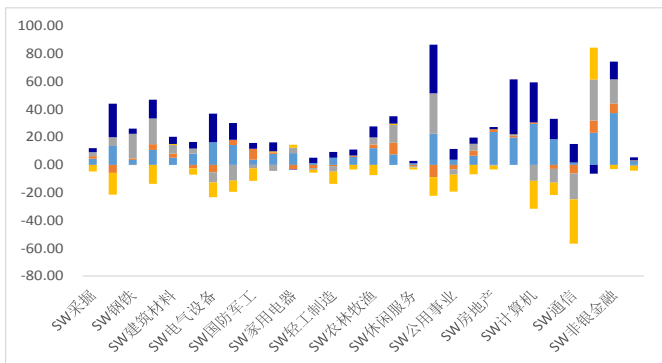
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：各行业资金流入情况



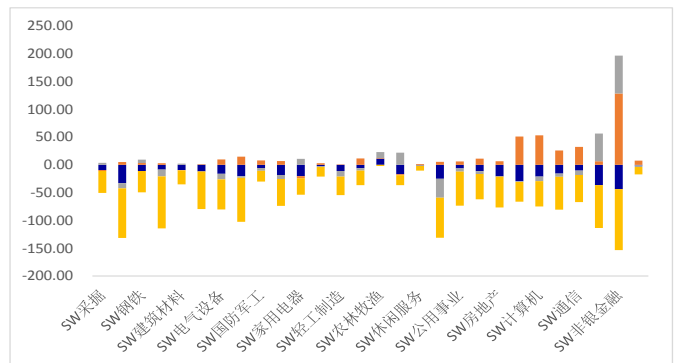
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：1 月 4 号-2 月 1 号各行业资金流入情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12：2 月 11 号-3 月 8 号各行业资金流入情况

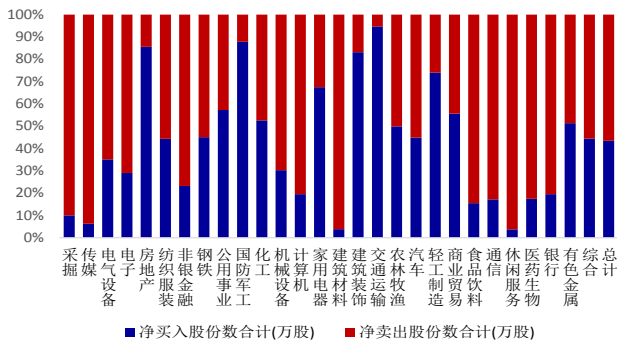


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

虽然目前市场较为活跃，投资者情绪乐观，但在估值带动快速上涨之后，我们需要冷静看待未来 A 股的走势，而不是盲目地跟从市场趋势。在市场快速上涨时，持股比例最高的产业资本持续减持，表明其对企业经营基本面的预期较为负面，而产业资本在股市占比约 60%，拥有较多的定价权。采掘、建筑材料、传媒、电子、计算机、通信、食品饮料、医疗、休闲服务行业中产业资本减持比例高于 80%。根据往年市场周期数据，产业资本入场是牛市开始的信号之一，然而目前此信号并未出现。我们认为未来发展主要看基本面能否支撑，目前看这一条件并不具备，近期公布的 PPI、社融等数据均不及预期。同时，持股比例较高的保险资金风格更为保守，在此轮行情中，追加资金入市的可能性不高。私募基金等趋势投资者，其仓位已经接近历史高位，继续加仓的空间较小。外资，历史上一直受到全球风险偏好影响，近期美股开始高位回调，势必影响外资流入，同时大族激光、美的集团等个别股票还发生外资持股比例到达

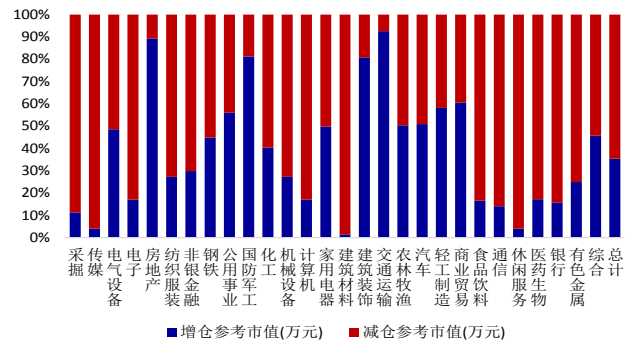
上限的情况,所以未来外资流入存疑。存在最大不确定性的就是个人投资者,在产业资本减持,外资流入存疑,基金等主要趋势投资者加仓空间有限的条件下,个人投资资金是决定未来行情的重要推手,目前看还没有明显迹象表明个人投资者大规模入场。综上存量资金和流动资金的分析,我们需对未来资金面情况保持谨慎乐观,虽没有明显回调的趋势,但增量资金有限,若没有基本面数据支撑,将难以维持估值推动的单边上漲行情。

图 13: 产业资本增减持情况



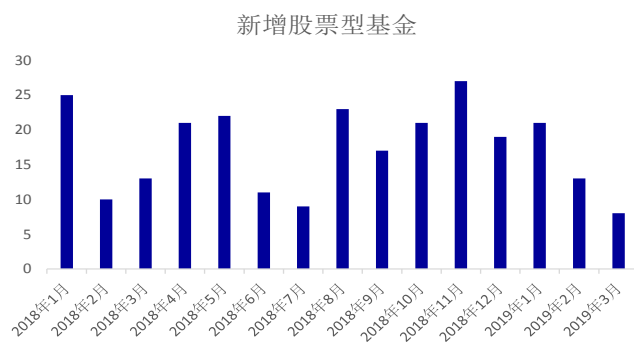
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 产业资本增减持情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 新成立基金情况



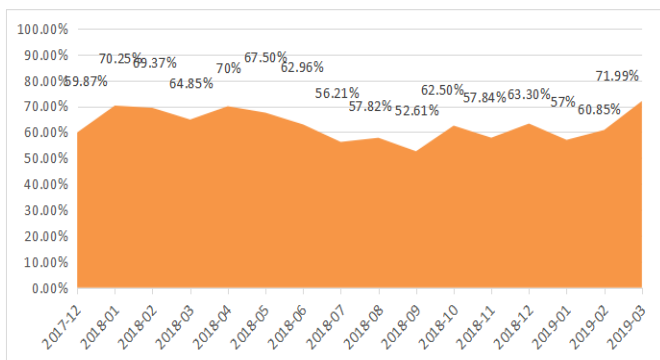
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 散户入场情况



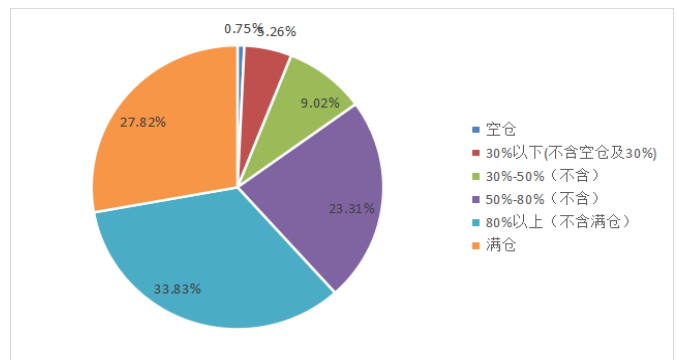
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 私募基金仓位情况



资料来源: 融智评级研究中心

图 18: 私募基金仓位分布



资料来源: 融智评级研究中心

整体来看，对未来市场的走势，我们认为如果接下来公布的经济数据好于预期，市场大概率继续走高，由于增量资金有限，机构投资者将会转换仓位，**周期性**股票表现可能会较为突出，因前期估值修复有限及涨幅较小。如果经济数据表现一般，那么就需要个人投资者入场接力，主流热点仍将在**科技+券商**板块上：以券商为主的金融股将是配置重点，因科创板推行，投行业务可能会给券商带来超额收益；同时成长性股票因受国家对科技创新的重视、受经济周期影响较小、科创板上市等特点及影响有较为稳定的上涨趋势，其中科技板块中机构投资者占比低，边际增量资金定价权大的行业主要有**计算机、电子、传媒、通信、轻工制造、农林牧渔**（详见图 8），值得关注。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

洪亮，策略证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn