

流动性估值跟踪： 以史为鉴，基金发行遇冷后市场表现如何？

浙商策略团队

王杨 S1230520080004

陈昊 CFA FRM S1230520030001

2021年2月24日

总体情况

- **宏观流动性:** 1.上周逆回购回笼2500亿, MLF净投放1000亿; 2. 市场利率方面, DR007和R007分别上升至2.09%和2.15%; 3. 十年期国债收益率上升至2.80%; 4. 美元兑人民币下降6.34; 5. 理财产品预期收益率(3个月) 维持在1.92%。
- **A股市场资金面和情绪面:** 1.上周A股成交额和换手率均下降; 2. 两融余额小幅维持在1.72万亿; 3. 北上资金净流出24亿元; 4. 上周A股小幅净减持、回购规模下降, 本周限售解禁规模下降; 5. 风格来看, 上周中盘股、高PE、高价股、绩优股表现最好。
- **A股和全球估值:** 目前市盈率分位数(十年) 较低的行业有采掘(4%)、纺织服装(7.2%)、电子(7.8%)、纺织服装(5.8%)、房地产(10.4%), 市盈率分位数(十年) 较高的行业有休闲服务(88.9%)、公用事业(85.6%)、食品饮料(85.5%)、汽车(85.3%)、电气设备(77%)。

一、宏观流动性

指标	流动性评级 (共五星)	流动性变动
1.公开市场	★★	↗
2.外汇占款	★★★★★	↗
3.信用派生	★★★★★	↗
4.货币市场	★★★★★	↗
5.国债市场	★★★	↘
6.信用债	★★★★★	↘
7.理财市场	★★★★★	→
8.贷款市场	★★★	↗
9.外汇市场	★★★★★	↘

二、A股市场资金面和情绪面

指标	流动性评级 (共五星)	流动性变动
1.A股成交	★★★★★	↘
2.产业资本	★★★★★	↗
3.基金发行	★	↘
4.杠杆资金	★	↗
5.海外资金	★	↘
6.大宗交易	★★★	↗
7.股票质押	★	↗
8.风险偏好	★	→
9.股票供给	★★	↘

三、A股和全球估值

指标	估值评级 (共五星)	估值变动
1.上证指数	★★★	↘
2.深圳成指	★★★★★	↗
3.创业板指	★★★★★	↗
4.标普500	★★★★★	↘
5.道琼斯工业指数	★★★★★	↘
6.纳斯达克指数	★★★★★	↘
7.恒生指数	★★★	↘
8.日经225	★★	↗
9.英国富时100	★★★	↘

注: 流动性星级评分是客观根据最近两年数据的分位数, 如一星表示小于20%, 五星表示大于80%
 估值星级评级客观根据最近十年数据的分位数(周度更新), 如一星表示小于20%, 五星表示大于80%

目录

■ 本期关注

■ 宏观流动性

■ A股市场资金面和情绪面

■ A股市场估值

■ 全球市场估值

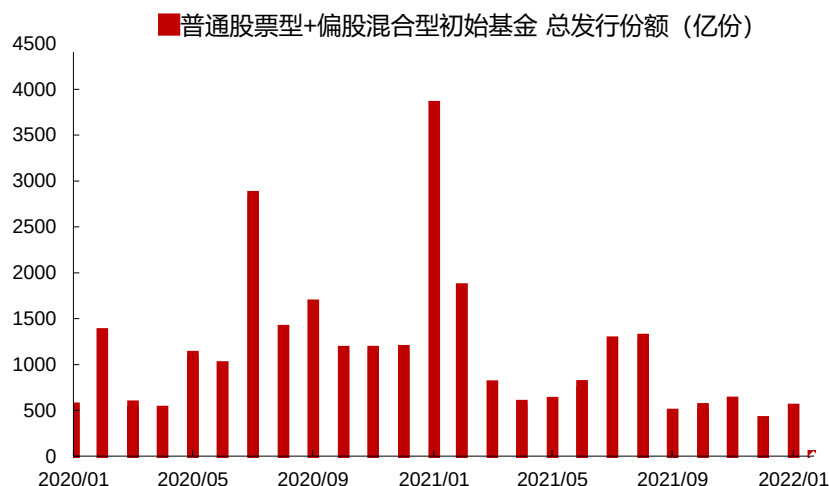
■ 风险提示

本期关注

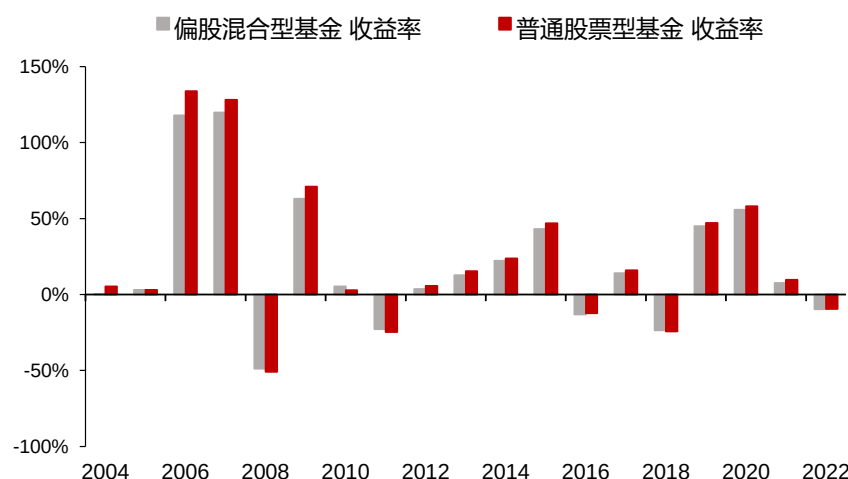
1. 前言：偏股型基金收益率下降，年初发行遇冷

- **偏股型基金收益率下降。**（1）2021年普通股票型和偏股混合型基金收益率分别为9.6%和7.7%，较2019年、2020年（收益率近50%）出现下滑；（2）年初以来，市场出现回调，在此背景下普通股票型和偏股混合型基金收益率由正转负，截止2月22号跌幅分别达9.5%和9.6%，对年初基金申购形成明显压制。
- **年初偏股型基金发行遇冷。**截止2月20日，共计106只偏股型基金发行认购，发行份额仅达518.5亿份，较上年同期减少近90%。

图：基金发行遇冷



图：历史普通股票型+偏股混合型基金收益



2. 复盘：偏股型基金发行遇冷后的市场表现

- **近年基金发行遇冷表现出持续时间短、发行规模仍可观的特点。**（1）偏股型基金发行从2020年开始大幅增长。2012年至2019年期间偏股型基金月均发行份额不足100亿，但自2020年起偏股型发行规模出现大幅增长，2020年在8个月内实现发行申购规模超1000亿份，2021年1月发行份额更是创历史新高，达3812.9份；（2）**基金发行遇冷持续时间在早些年和近两年明显分化。**早些年中基金遇冷持续时间往往较长，例如在2012.2-2014.9、2015.7-2017.9期间基金发行持续低迷；（3）**近三年基金发行遇冷时，发行份额仍高于历史。**2019年以来，偏股型基金在2019.5-2019.6、2019.9、2020.3-2020.4、2020.10、2021.2-2021.4、2021.9期间内发行遇冷，但区间发行份额均值仍有近540亿，远超历史水平。
- **偏股型基金发行遇冷并不意味着市场的绝对走弱。**（1）基金发行遇冷前市场多表现不佳。在2019年至2021年期间共发生6次基金发行遇冷，在前5次中，万得全A在遇冷前一周内出现下跌；（2）**发行减少亦不代表市场没有上涨机会。**在2019.9、2020.10两次发行遇冷中，万得全A在遇冷期间实现了0.77%和1.05%的上涨，且在遇冷持续1-2月后，基金发行份额和市场往往会出现同步回暖，可见发行减少与遇冷后市场下跌无绝对关系；（3）**近两年发行量和市场走势间相关性出现走弱。**从相关系数来看，2012年以来，发行量和万得全A走势间相关性高达0.52，但近两年两者间相关性下滑至不足0.05。

图：过去十年偏股型基金的发行情况与A股表现



数据来源：Wind资讯，浙商证券研究所，基金发行遇冷期为发行规模从高点到低点的时间

表：基金发行遇冷前后市场表现

遇冷期间	遇冷前一周内 万得全A涨跌	遇冷期间 万得全A涨跌	遇冷后一个月内 万得全A涨跌
2019.5-2019.6	-5.41%	-3.22%	-0.11%
2019.9	-0.47%	0.77%	0.82%
2020.3-2020.4	-4.75%	-1.64%	0.58%
2020.10	-1.90%	1.05%	3.98%
2021.2-2021.4	-4.53%	-1.00%	5.14%
2021.9	0.56%	-1.03%	0.34%

3. 历史复盘：偏股型基金发行遇冷后的风格转换

- 基金发行遇冷前/后1月市场出现估值、风格切换。
- 1) 在2019年以来的5次基金发行遇冷中，遇冷前后市场估值出现明显切换。例如在第一次发行遇冷（2019.5-2019.6）下，在遇冷前一个月低估值指数以3.0%的涨幅占优，遇冷后一个月低估值指数跑输高估值指数0.8%，在第四/五次遇冷下亦呈现出由中/低估值向高估值切换的情况；
- 2) 从发行遇冷前/后一个月内各行业的表现来看，遇冷前后占优行业重叠度较低，整体仅27%。例如在第二次遇冷（2019.9）和第三次遇冷（2020.3-2020.4）前后风格上明显由科技转向消费、金融，在第四次遇冷（2021.2-2021.4）前后风格上明显由消费、周期转向成长。

表：基金发行遇冷前/后高低估值指数表现 %

阶段		高市盈率指数	中市盈率指数	低市盈率指数
2019.5-	遇冷前一个月	-3.7	0.7	3.0
2019.6	遇冷后一个月	-0.1	-1.4	-0.9
2019.9	遇冷前一个月	1.4	3.6	-4.5
	遇冷后一个月	1.3	1.0	1.8
2020.3-	遇冷前一个月	7.5	0.2	-4.1
2020.4	遇冷后一个月	2.1	2.9	-3.0
2020.1	遇冷前一个月	7.0	7.4	6.2
	遇冷后一个月	7.5	0.2	-4.1
2021.2-	遇冷前一个月	1.5	3.8	1.1
2021.4	遇冷后一个月	9.6	3.2	1.3
2021.9	遇冷前一个月	-3.9	3.3	5.5
	遇冷后一个月	5.3	-0.5	-3.9

表：基金发行遇冷前/后涨幅前五行业情况

		涨幅前5行业					重合度
阶段		1	2	3	4	5	
2019.5-2019.6	遇冷前一个月	食品饮料	农林牧渔	家用电器	煤炭	银行	40%
	遇冷后一个月	农林牧渔	电子	国防军工	社会服务	家用电器	
2019.9	遇冷前一个月	食品饮料	医药生物	国防军工	电子	计算机	20%
	遇冷后一个月	农林牧渔	家用电器	医药生物	银行	美容护理	
2020.3-2020.4	遇冷前一个月	通信	计算机	农林牧渔	建筑材料	电子	0%
	遇冷后一个月	美容护理	食品饮料	商贸零售	社会服务	轻工制造	
2020.1	遇冷前一个月	有色金属	建筑材料	传媒	家用电器	电子	40%
	遇冷后一个月	通信	计算机	农林牧渔	建筑材料	电子	
2021.2-2021.4	遇冷前一个月	石油石化	基础化工	银行	电力设备	美容护理	20%
	遇冷后一个月	国防军工	食品饮料	有色金属	计算机	电力设备	
2021.9	遇冷前一个月	煤炭	有色金属	钢铁	国防军工	基础化工	20%
	遇冷后一个月	电力设备	汽车	美容护理	国防军工	银行	

数据来源：Wind资讯，浙商证券研究所

宏观流动性

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37865

