



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

- 1.《本轮疫情带来多少消费损失?》，2022.3.21
- 2.《实体流动性仍需货币政策放松——量化经济指数周报-20220320》，2022.3.20
- 3.《破解房地产企业信用融资困境》，2022.3.18
- 4.《3月 FOMC: 经济下修难改加息路径——FedNote#4》，2022.3.17
- 5.《3.7%的地产投资是怎么实现的?——2022 年 1-2 月经济数据点评》，2022.3.16

从资金行为观察市场筑底

——以外资、理财、公募基金变化理解市场

投资要点:

- **外资配置盘资金流出可能具有长期性:** 本轮外资的净流出与之前相比最重要的变化在于长线配置资金在不计代价的抛售, 究其根本原因, 还是在于俄乌之间的冲突逐渐演变成全球的主要经济体的政治角力, 对于海外投资者来说更值得担忧的是全球政治格局的变化, 海外大规模的主权基金、养老机构等长线资金撤出中国、亚洲市场, 这种出于长期世界格局变化的担忧源自于战时但不绝于战时, 无论俄乌战争以何种方式结束, 资金的信心变化在战后极长的一段时间内仍将有可能持续, 这种变化在很长一段时间内都将对海外长线资金的流入造成压力。
- **内资的信心不足导致负反馈加剧:** 市场缺乏信心的情况下, 资金的短期行为会无视长期逻辑, 以避免为主要目的, 这是市场持续下跌的最重要的原因之一。 市场在经济下行压力增大和政策效果的数据验证之中仍然犹豫不前, 信心的极度缺乏导致市场表现与政策的决心和可持续性相悖。 当前, 风险溢价仍是影响 A 股市场最大的不确定因素之一, 战争演变成全球政治格局分化短期内无法结束, 内资不免会受到外围市场应对主权风险过程中产生的附带伤害。悲观预期完全落地或者被完全计价后, 情绪面的压制或才能充分释放, 在此之前, 即便市场已经迎来反弹, 整体的风险偏好仍然处于低位。
- **银行理财产品、固收+的赎回不会给权益市场带来过大的风险:** 全部理财产品直接投向权益市场的比例不超过 2 万亿, 市场比较担心的权益类和混合类产品只有 7.66% 的风险敞口, 不管与公募机构还是北上资金比, 量级都较小。 银行理财的固收类产品中有大量现金类产品和纯固收产品有较好的避险属性, 理财产品的发行与申购反而在一定程度上会抵消产品赎回的压力。固收+产品赎回压力相对大, 但回报小于-2% 的部分持股总市值共计约为 2797.6 亿元, 从市场整体来看, 这部分持股的资金量级对于权益市场整体资金的波动影响并不大。
- **市场已经进入磨底期:** 市场主要指数成交热度均快速下滑, 从估值角度来看, 当前市场主要指数估值均处于历史 50% 分位以下, 其中上证处于历史估值分位 24%, 万得全 A 处于历史估值分位 35.7%, 均属于历史较低水平。具体行业来看, 相对上周反弹, 本周各行业的换手率均有大幅下降, 估值水平来看, 大部分行业估值历史分位已处于较低水平。
- **积极因素的变化:** 政策稳定、疫情防控、俄乌缓和、中美缓和等多重因素下, 市场发生积极变化, 但反弹并非反转, 国内来看, 当前最重要的是经济数据和金融数据反映的需求何时能有所好转, “稳增长” 政策仍然需要继续发力, 才能迎来新一轮信用周期和盈利周期的开启。 海外来看, 短期冲击引发的风险偏好制约暂告一段落, 影响最大的时期可能已经过去。 但反弹之后不宜期待增量资金快速进场、市场快速上行, 市场的变化可能仍然需要以时间去验证, 预期完全稳定后, 正向的反馈螺旋才能真正形成。
- **磨底期选择高胜率行业:** 短期反弹发力期, 重点在于“信心恢复”与“错杀”两个领域, “信心恢复”包括政策发力潜在有支持的领域, 包括基建、地产稳需求相关产业链(银行、建材、建筑等)和受益于疫情防控逐渐放松的餐饮、旅游等困境反转板块, “错杀”包括自下而上选择近期调整较多但景气度仍然处于高位的制造成长板块, 包括新能源汽车、新能源及科技硬件半导体等; 中期仍然建议选择通胀主题和景气周期独立于经济周期的板块, 如上游资源品和猪周期。
- **风险提示:** 疫情超预期变化, 政策落地节奏不及预期, 海外收紧节奏加速, 俄乌冲突加剧, 中美关系超预期变化

内容目录

1. 今年以来资金流出的结构变化	4
1.1. 俄乌冲突后，北向资金的流出发生了结构性的变化	4
1.1.1. 北向资金配置盘	7
1.2. 理财产品破净不会给权益市场带来过大的风险	8
1.3. 基金份额和净值均缩水	10
1.3.1. 股基和混合型基金回撤较大	10
1.3.2. “固收+”产品存在赎回风险，但对权益市场整体影响较小	10
2. 内外资金大量净流出原因	13
2.1. 外资不计代价的抛售背后深层的原因	13
2.2. 内资面临的压力	14
2.2.1. 对经济复苏的不确定性引起的信心缺乏	14
2.2.2. 海外格局变化下的风险偏好降低	15
3. 政策稳定信心后，市场的预期何时转向？	16
3.1. 关键因素的变化	16
3.2. 市场在底部区域震荡	16
3.2.1. 估值水平和成交均处于历史较低位置	16
3.2.2. 三因素模型下长期变化需要继续观察	19
盈利预期：经济数据是关键	19
风险溢价：市场情绪有待恢复	19
3.2.3. 市场进入磨底期，关注磨底期的高胜率行业	19
4. 风险提示	20

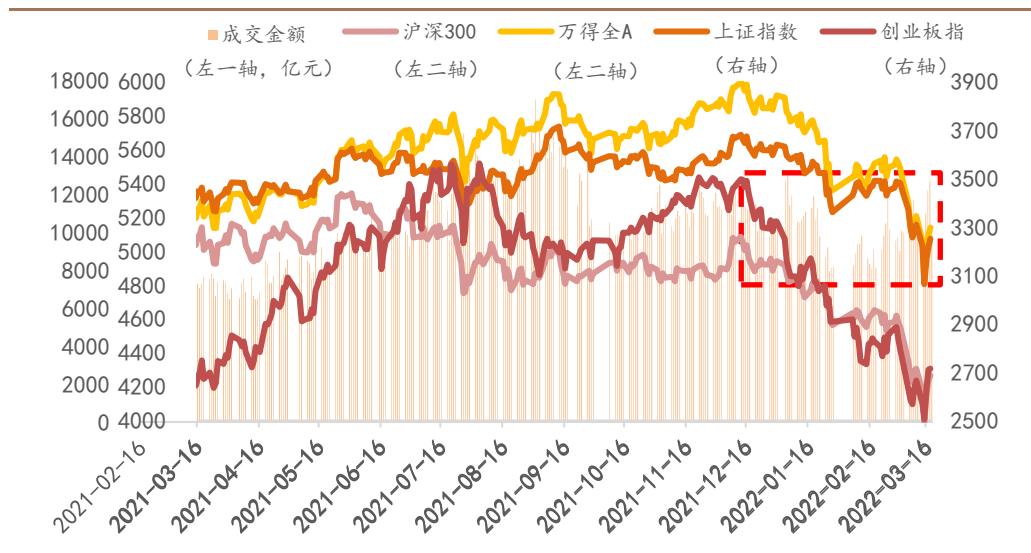
图表目录

图 1: 自今年初调整以来, 市场成交额整体较 2021 年均值有所下滑	4
图 2: 陆股通持股市值自 2021 年 10 月以来持续下滑	5
图 3: 今年以来, 3 月以来北向资金持续净流出	5
图 4: 配置盘在 3 月开始有流出迹象 (%)	5
图 5: 3 月 7 日至 3 月 15 日北向资金大幅净流出 (亿元)	5
图 6: 配置盘占比在 3 月 4 日至 3 月 11 日当周快速下滑, 且仍然继续下降	7
图 7: 新能源和大部分传统行业占比明显提升, 但新能源行业持有市值有下降 (亿元)	7
图 8: 3 月的恐慌中配置盘的传统行业持有市值也开始下滑 (亿元)	8
图 9: 银行理财产品的投向构成 (截至 2021 年 12 月 31 日)	9
图 10: 净值型理财产品占比已达 92.97%	9
图 11: 银行理财产品仍以固收类为主	9
图 12: 银行理财产品大多具有封闭期限	9
图 13: 2022 年基金份额净值逐级下滑, 新发行份额降至冰点 (亿份)	10
图 14: “固收+”产品数量回报分布	11
图 15: “固收+”产品规模回报分布	11
图 16: 估算回报小于-2%的“固收+”基金的行业分布	11
图 17: 3 月 16 日后交易盘资金继续流入, 而配置盘则持续流出 (亿元)	13
图 18: 投资各项数据均超预期	14
图 19: 消费同比逐渐恢复	14
图 20: 2022 年 2 月居民中长期贷款首次出现负值	14
图 21: 资金热度趋势持续下降至历史底部位置附近 (截至 2022 年 3 月 22 日)	17
图 22: 行业换手率均有所下滑 (截至 2022 年 3 月 22 日)	17
图 23: 各风格相对估值中位数的偏离程度	18
图 24: 仍有部分行业市盈率处于历史高位	18
表 1: 外资持股中陆股通占 90%	6
表 2: 北向资金持股市值 top30 市值及持股比例变化	6
表 3: 短债纯债、中长债纯债、纯债债基指数收益参考	12
表 4: 主要指数历史估值分位比较 (截至 2022 年 3 月 22 日)	18

1. 今年以来资金流出的结构变化

2021 年 A 股全年成交额突破 2015 年的史上最高年度总成交额，创历史新高，在 2022 年初，A 股市场延续高成交，但市场走势却未创出新高，反而逐级向下。随后，在悲观情绪预期下，市场持续下行，成交也开始逐渐惨淡。A 股市场从单日两市成交额连续处于 1 万亿之上的水平逐渐下滑至低点 7963 亿。

图 1：自今年初调整以来，市场成交额整体较 2021 年均值有所下滑



资料来源：wind，德邦研究所

1.1. 俄乌冲突后，北向资金的流出生了结构性的变化

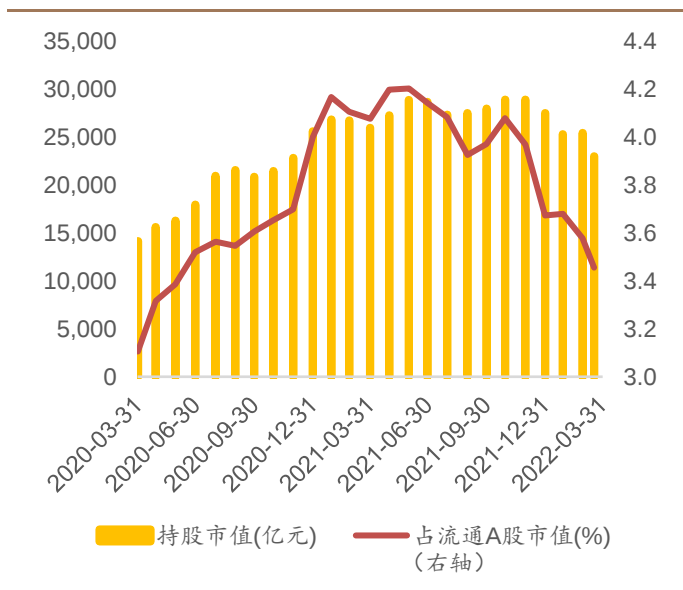
外资持有 A 股的渠道一般包括陆股通、QFII/RQFII、外资私募，占 A 股流通市值约 4%，陆股通作为其中最重要的渠道，占所有外资持股约 90%（以 2022 年 3 月 18 日持股市值计算），因此，我们以陆股通资金即北向资金作为判断外资流入/流出的主要标准。今年以来，A 股市场在多重因素影响下持续调整。然而在 1 月市场调整期间，北向资金大幅净买入 168 亿元，2 月市场震荡期，北向资金也保持平稳，小幅流入 40 亿元。进入 3 月份，俄乌局势升级，尤其是欧美开始制裁俄罗斯之后，北向资金开始快速流出。截至 3 月 18 日，2022 年以来北向资金合计流出约 300.31 亿元，即 3 月至今，北向资金开始快速净流出。尤其在 3 月 7 日至 3 月 15 日期间，北向资金连续 7 个交易日呈现出大幅净流出的状态，合计流出 667.52 亿元。直到 3 月 16 日，国务院金融委召开专题会议，市场的恐慌情绪得以平复之后，北向资金才开始减少净流出，3 月 17 日、18 日连续两个交易日北向资金恢复净流入。年初至今，陆股通的持股市值整体减少了约 4500 亿，而 3 月单月（截至 3 月 18 日）的持股市值净减少就已经超过 2450 亿，即半个月左右时间之内，持股市值流失占年初至今一半以上的比例。

从行业分布上看，这一轮外资流出下，大部分行业外资持股比例下降，但资源股龙头呈逆势买入之势。按外资持股占比的变动来看，3 月以来，大部分行业北向资金的持股比例都有所下降，下降比例最高的板块为休闲服务和家用电器，但电气设备、公用事业、有色金属、房地产、建筑装饰、采掘等“稳增长”相关和资源类行业的持股比例并未下降。个股来看，北向资金持股的 top30 下滑的部分占

据了北向资金总持股市值下滑的 45%，尽管北向资金持股的 top30（截至 3 月 18 日）大部分持股市值都在下滑，但 3 月单月的隆基股份、阳光电源和紫金矿业仍然获得了北向资金的净流入，且 top30 中有 1/3 的公司持股比例在上升。

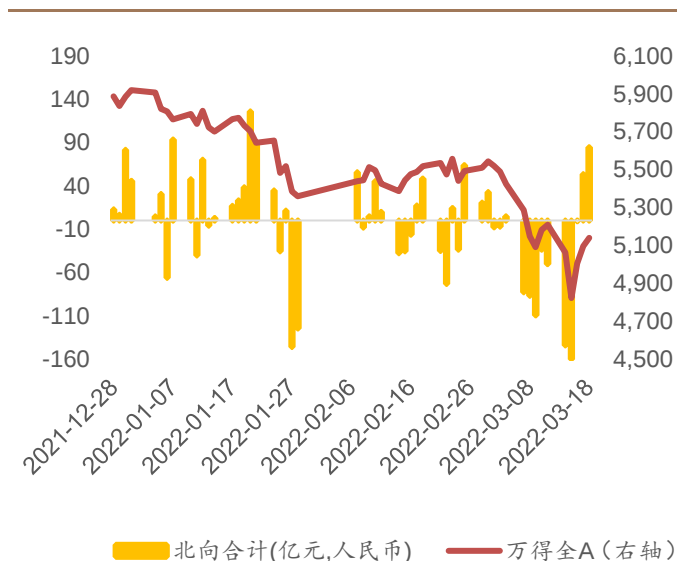
我们之前在《市场流动性短缺和分歧引发行业轮动》中对北上资金外资“配置盘”和“交易盘”进行过定义，外资行托管的北向资金，即配置盘，对 A 股权益以长期分批配置为主，占整体流入偏稳健，长期资金的流入引发市场的整体容量缓慢扩张。大部分由港资、内资和外资券商托管的交易盘资金则更加灵活，增加了北向资金频繁进出的波动性。**本轮净流出与之前相比最重要的变化在于长线配置资金也开始逐渐卖出，这引起了市场对于外资大规模撤出的普遍担忧。**因交易盘本身波动较大，我们本次具体就配置盘的流出规模、时间和方向进行阐述。

图 2：陆股通持股市值自 2021 年 10 月以来持续下滑



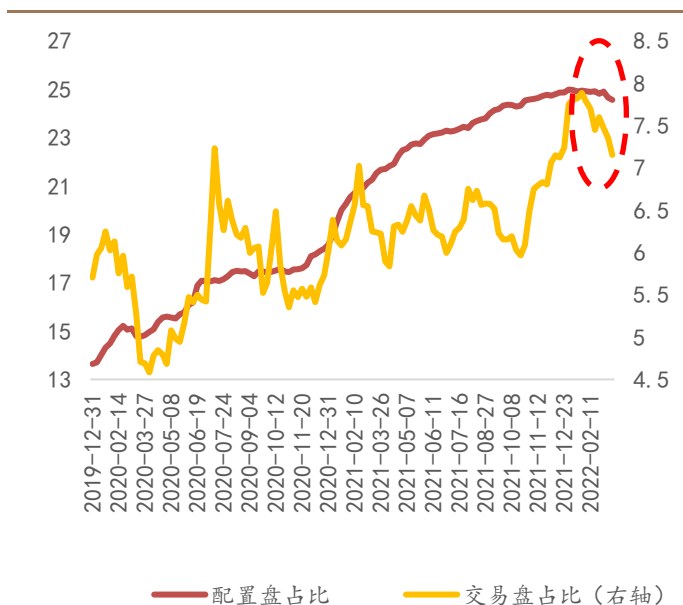
资料来源：wind，德邦研究所

图 3：今年以来，3 月以来北向资金持续净流出



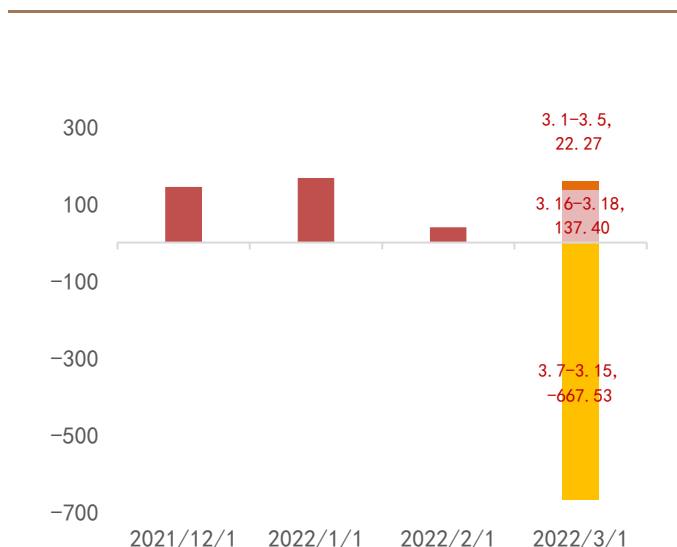
资料来源：wind，德邦研究所

图 4：配置盘在 3 月开始有流出迹象（%）



资料来源：wind，港交所，德邦研究所

图 5：3 月 7 日至 3 月 15 日北向资金大幅净流出（亿元）



资料来源：wind，德邦研究所

表 1：外资持股中陆股通占 90%

	陆股通（截至 2022.3.18）	QFII/RQFII（2021 年三季度）	外资私募（2021 年三季度）
持股总市值（亿元）	22912.50	2878.43	1.3093
持股总市值占流通 A 股	3.44%	0.39%	0.0002%

资料来源：wind，德邦研究所

表 2：北向资金持股市值 top30 市值及持股比例变化

股票代码	股票名称	2022.3.18 持股市值 (亿元)	2022.3.18 持股比例 (%)	距 2021.12.31 持有市值变化 (亿元)	距 2021.12.31 持股比例变化 (%)	距 2022.2.25 持有市值变化 (亿元)	距 2022.2.25 持股比例变化 (%)
600519.SH	贵州茅台	1,412.81	6.59	-425.67	-0.55	-144.62	-0.34
300750.SZ	宁德时代	896.38	8.61	-277.39	-1.18	-128.63	-0.81
601012.SH	隆基股份	540.75	12.38	-13.20	0.51	35.98	0.38
600036.SH	招商银行	779.59	8.19	40.44	0.83	-63.07	-0.02
000333.SZ	美的集团	686.55	17.05	-211.69	-0.77	-89.61	0.01
002142.SZ	宁波银行	139.81	6.22	-4.93	0.42	-14.54	0.01
600900.SH	长江电力	396.27	8.00	23.66	0.78	-11.79	0.26
600887.SH	伊利股份	363.21	16.12	-54.34	-0.78	-36.88	-0.86
000858.SZ	五粮液	349.74	5.37	-151.65	-0.43	-84.58	-0.52
601888.SH	中国中免	334.80	9.72	-122.14	-0.95	-70.25	-0.53
300760.SZ	迈瑞医疗	305.80	7.95	-112.11	-1.07	-29.11	-0.47
601318.SH	中国平安	295.62	5.69	-40.61	-0.46	-53.86	-0.66
300124.SZ	汇川技术	273.43	21.10	-33.00	1.11	-32.38	0.02
600406.SH	国电南瑞	269.25	15.83	-7.68	3.28	-18.01	1.09
603288.SH	海天味业	265.52	6.85	-30.00	0.17	-18.12	0.05
300274.SZ	阳光电源	262.64	19.76	26.08	4.96	24.52	1.82
000001.SZ	平安银行	236.17	8.28	-51.41	-0.71	-45.33	-0.93
600276.SH	恒瑞医药	212.87	8.90	-128.23	-1.65	-28.48	-0.54
000651.SZ	格力电器	190.97	10.08	-53.18	-1.15	-44.31	-0.82
300450.SZ	先导智能	217.03	24.65	-23.30	2.38	-20.33	0.32
300059.SZ	东方财富	194.60	8.10	-139.63	-2.45	-33.65	-1.83
601899.SH	紫金矿业	193.06	8.86	72.96	2.82	3.00	0.60
002812.SZ	恩捷股份	201.11	11.51	-42.57	-1.60	-62.86	-2.17
002475.SZ	立讯精密	195.09	7.90	-97.08	-0.53	-46.82	0.03
600309.SH	万华化学	186.35	16.14	-62.23	-1.15	-45.77	-1.06
603259.SH	药明康德	176.09	6.67	-44.67	-0.64	-3.52	-0.11
601166.SH	兴业银行	169.79	4.17	39.59	0.68	-10.76	0.00
603501.SH	韦尔股份	165.23	9.33	-68.45	-0.20	-25.20	-0.48
601009.SH	南京银行	25.08	2.92	3.31	0.06	-3.67	-0.55
600585.SH	海螺水泥	144.02	9.56	7.43	1.09	-5.50	0.29
合计				-1,981.69		-1,108.15	

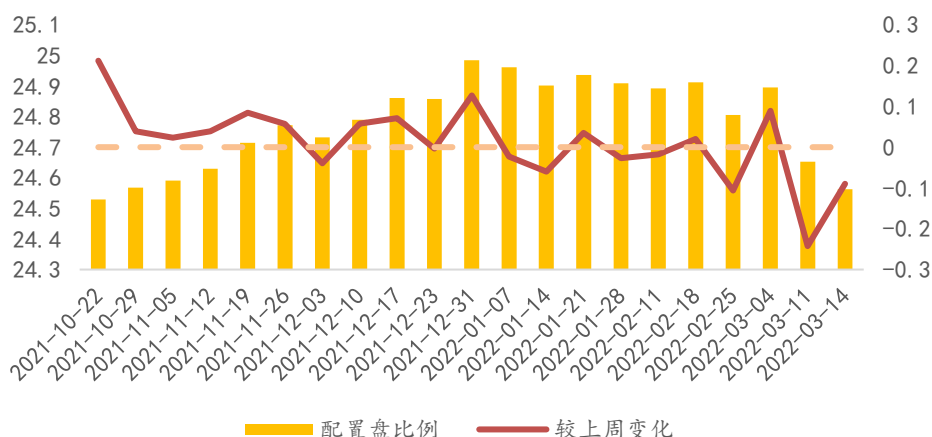
资料来源：wind，德邦研究所

1.1.1. 北向资金配置盘

配置盘持有 A 股市值约占陆股通 75% 左右，其中四大外资行（汇丰、渣打、大摩、花旗）占陆股通持股市值约 70%，长期以来，我们看到配置盘通过陆股通不断增加 A 股的筹码，在市场发生剧烈波动的时候，配置盘的资金流入或有减缓，而随后继续增持。本轮配置盘的占比高点在 2021 年末，直至 2 月初，即便市场有所下行，整体占比仍然维持在稳定的位置，但快速下滑从 3 月初开始，且快速下滑后整体占比仍然继续下降。年初至今，配置盘的整体规模减少了约 3600 亿，而 3 月单月（截至 3 月 18 日）配置盘的净流出超过 1964 亿。

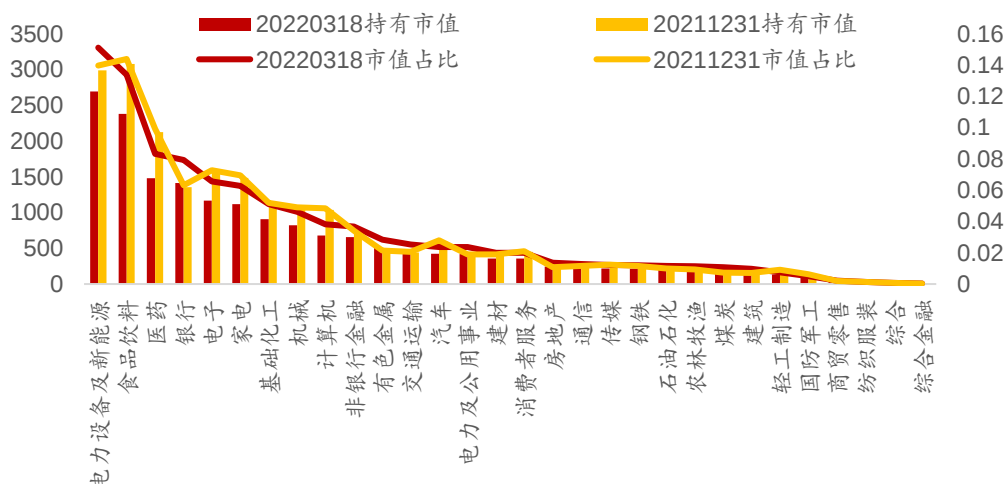
从行业上看，与 2021 年 12 月 31 日相比，配置盘资金对大部分行业的持股市值都有所下降，市值下降最多的为医药和食品饮料，这也是前期配置盘占比最大的两个部分；持股比例下降最多的是医药和计算机。与北向资金同步的是，“稳增长”相关和传统能源类行业的持股比例略有上行。继续拆解 3 月单月的配置盘资金的行业流向，我们发现，3 月非银、消费者服务、建材、基础化工和石油石化的整体资金净流出加剧了对 1-3 月资金的负向贡献，说明部分传统行业类在 3 月也经历了资金恐慌的踩踏。

图 6：配置盘占比在 3 月 4 日至 3 月 11 日当周快速下滑，且仍然继续下降



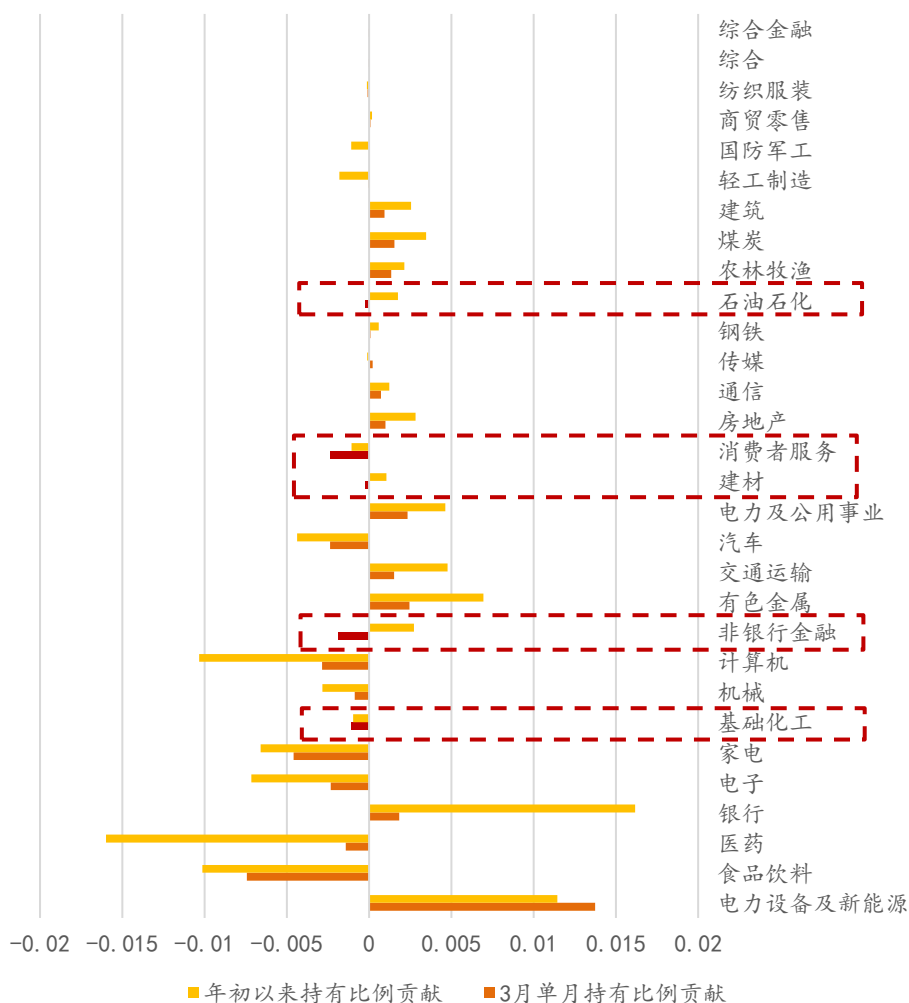
资料来源：wind，德邦研究所

图 7：新能源和大部分传统行业占比明显提升，但新能源行业持有市值有下降（亿元）



资料来源：wind，德邦研究所

图 8：3 月的恐慌中配置盘的传统行业持有市值也开始下滑（亿元）



资料来源：wind，德邦研究所

1.2. 理财产品破净不会给权益市场带来过大的风险

随着资管新规过渡期即将结束，理财产品全面净值化转型的情况下，资产价格的变化会直接通过理财净值的变化反映给投资者，由于购买银行理财的投资者相对风险偏好较低，净值持续下跌对投资者投资的购买意愿或产生一定的冲击。近期市场大幅调整，部分理财产品破净，市场普遍认为这可能导致理财产品大幅

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_39671

