



Research and
Development Center

北上资金波动，私募仓位探底

——资金跟踪专题

2022年11月21日

证券研究报告

策略研究

策略专题

樊继拓 策略首席分析师

执业编号: S1500521060001

联系电话: +86 13585643916

邮箱: fanjituo@cindasc.com

张颖锐 策略研究助理

联系电话: +86 18817655507

邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

北上资金波动，私募仓位探底

2022年11月21日

核心结论:

- **截至今年11月15日，年初以来A股资金呈现净流入，但仍弱于往年同期。**1) 据我们的不完全统计，年初以来A股资金净流入3711亿元，占自由流通市值的比例为0.9%，弱于过去三年，但明显好于2018年熊市期。2) 分项目来看，相较过去三年，今年公募基金份额增幅下降、私募基金股票仓位降至历史低位、互联互通渠道转为净流出等因素是主要的拖累项目。银证转账在熊市期不降反升是结构性亮点，显示居民入市热情不减，不过这对资金整体格局的影响有限。
- **10月资金延续净流出，北上资金是主要拖累项目。**1) 10月资金净流入占流通市值的比例为-0.55%，较9月略有回升。过去12个月累计净流入占自由流通市值的比例下降至-2.32%，在低位继续下探。2) 从细分项目来看，10月资金格局小幅转好主要受股权融资规模下降、产业资本减持规模下降的影响，多个资金流入项目依然疲弱。北上资金月度净流出幅度达到历史次高，叠加南下资金净流入港股，互联互通渠道有接近1250亿元流出A股市场。
- **融资余额在10月环比持平，同期股市低位震荡。**1) 今年10月融资余额较上月环比减少8亿元，前值为671亿元，降幅明显缩小。2) 10月以来，股市震荡收跌，而同期融资余额的波动幅度很窄，这导致融资余额占流通市值的比例在10月震荡回升。整体上看，在股市表现疲弱的情况下，杠杆资金虽然未有回升，但离场迹象并不明显。
- **公募份额连续五个月回升，私募基金股票仓位探底。**1) 10月偏股型公募基金份额继续增加，较9月环比增加341亿份。公募基金份额已实现连续五个月正增长。2) 私募基金管理规模9月规模与8月齐平，股票仓位连续四个月下降，10月股票仓位已低于今年4月，创年内最低点。
- **北上资金大幅波动，全月净流出达历史次高。**10月北上资金净流出573.00亿元，净流出幅度为历史次高，仅次于2020年3月。其中10月24日单日净流出179.12亿元，为互联互通开通以来最大的单日净流出金额。不过进入11月之后，北上资金转为净流入，11月上半月净流入341.56亿元。
- **上市公司回购规模创历史新高，净减持规模环比大降。**1) 10月的回购金额接近400亿元，相较9月环比增加近80亿元，创历史月度新高。2) 10月产业资本净减持金额不足55亿元，较上月427亿元的规模大幅下降。
- **风险因素：部分数据的公布存在时滞；部分项目的估计与实际情况有偏差。**

目录

一、总览：年初以来的资金格局好于 2018 年	5
1.1 年度层面上，多个资金净流入项目放缓，对整体格局构成拖累	5
1.2 月度层面上，资金格局依然偏弱，北上资金是主要拖累项	6
1.3 A 股资金流入及流出分项的关键变化汇总	7
二、10 月新增开户数降至过去七年来较低水平	8
三、融资余额在 10 月环比持平，同期股市低位震荡	9
四、公募份额继续回升，北上资金持续净流出	10
4.1 偏股型公募基金份额连续五个月回升	10
4.2 北上资金在 10 月持续净流出	11
4.3 保险机构持有股票的市值已超过去年底水平	12
4.4 私募基金管理规模变动不大，股票仓位处于历史极低水平	12
4.5 信托机构投向股票市场资金规模小幅上升，企业年金净流入幅度增加	13
五、上市公司 10 月回购规模继续维持高位	14
5.1 上市公司回购金额在 10 月继续维持高位	14
5.2 净减持规模在 10 月环比下降，预计全年净减持压力小于过去两年	14
5.3 上市公司分红率被动上升，处于 2015 年以来较高水平	15
六、年初以来股权融资的月均规模低于去年	16
风险因素	16

表目录

表 1: A 股资金净流入年度数据跟踪	5
表 2: A 股资金净流入月度数据跟踪	6
表 3: A 股资金流入及流出分项的关键变化汇总	7

图目录

图 1: 历年资金净流入额占自由流通市值的比例	5
图 2: 如不考虑私募基金变动，年初以来的资金净流入水平和 2019 年接近	5
图 3: 过去 12 月累计净流入占流通市值的比例仍在走低	6
图 4: 新增开户数在今年 10 月环比小幅下降	8
图 5: 今年 10 月的新增开户数处于 2015 年以来低位水平	8
图 6: 2019 年以来证券公司交易结算资金与股市同步上涨	8
图 7: 交易结算资金余额环比变化与全 A 季度涨跌幅的对比	8
图 8: 年初至今融资余额呈现净流出	9
图 9: 今年 10 月融资余额环比持平	9
图 10: 10 月股市震荡收跌，而融资余额则几乎无波动	9
图 11: 融资余额占流通市值的比例在 10 月中旬明显回升	9
图 12: 今年偏股型公募基金的份额增长弱于过去两年	10
图 13: 偏股型公募基金份额在 10 月环比升高	10
图 14: ETF 基金份额年度变化（单位：亿份）	10
图 15: ETF 基金份额在 10 月环比上升（单位：亿份）	10
图 16: 年初以来北上资金净流入，但小于南下资金	11
图 17: 陆股通-港股通（累计买入净额）持续低位波动	11
图 18: 陆股通资金在 10 月大幅净流出	11
图 19: 北上资金 10 月大幅弱于南下资金	11
图 20: 保险机构持有股票的市值在 7 月之后震荡下降	12
图 21: 我们估计保险资金今年的净流入规模已超过 2018 年	12
图 22: 私募基金管理规模 9 月与 8 月持平	12
图 23: 私募基金仓位低于历史中位值水平	12
图 24: 2022 年第二季度信托机构投向股票市场的规模上升	13
图 25: 2022 年信托产品资金净流入弱于去年	13
图 26: 2022 年上半年，企业年金实际运作规模增速放缓	13
图 27: 企业年金运作规模下降，拖累资金净流入股市的情况	13
图 28: 上市公司大规模回购或成常态	14
图 29: 今年 10 月的上市公司回购金额继续维持高位	14
图 30: 年初以来上市公司减持压力低于过去两年	14
图 31: 今年 10 月的上市公司减持规模较上月有所下降	14
图 32: 年度分红金额平稳增加	15

图 33: 上市公司分红率在 2021 年 6 月之后持续上升	15
图 34: 年初以来的月均股权融资规模低于 2021 年同期	16
图 35: 年初以来的股权融资规模主要由增发和 IPO 贡献	16
图 36: 历年交易费用及印花税	16

一、总览：年初以来的资金格局好于 2018 年

1.1 年度层面上，多个资金净流入项目放缓，对整体格局构成拖累

据不完全统计，截至今年 11 月 15 日，A 股净流入 3711 亿元。A 股资金净流入额与自由流通市值的比例为 0.9%，低于过去三年，却好于 2018 年熊市期。

年初以来资金净流入的放缓主要受到多个资金流入项的拖累。1) 公募基金份额增幅下降。过去两年是公募基金发行大年，每年的份额增量均在 10000 亿份以上。但今年以来，公募基金份额仅增长了 4117 亿份。2) 私募基金份额变动不大，但股票仓位在今年大幅波动。10 月股票仓位已低于今年 4 月，创年内新低。3) 互联互通渠道转为净流出。年初至今北上资金累计净流入 290.68 亿元，弱于过去 5 年水平；同时南下资金净流入港股近 3147.77 亿元。年初至今互联互通渠道上的资金净流出 A 股 2857.08 亿元。

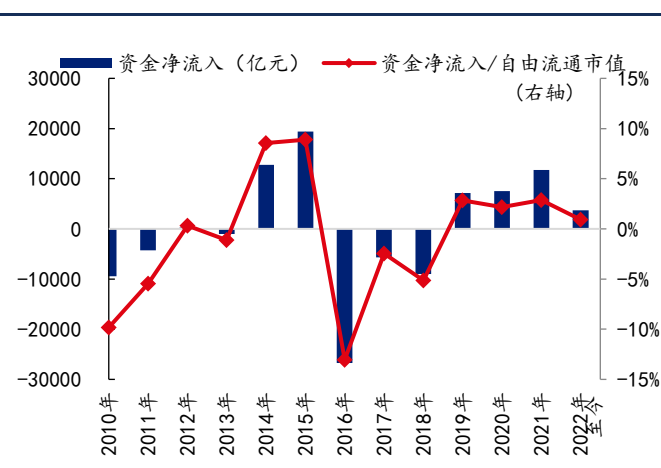
但微观资金面也存在结构性亮点。1) 以保险为代表的配置型资金的净流入扩大，但对总量的影响尚有限。经我们估算，年初以来保险公司资金有超过 6000 亿元净流入股市，净流入规模已超过 2018 年全年的水平。2) 截至今年 6 月，银证转账净流入 2300 亿元，显示个人投资者入市热情并未衰减，这在历史熊市上较为罕见。

表 1: A 股资金净流入年度数据跟踪

股市资金流入流出跟踪 (亿元, 年度)											
	2022年预测	2022年至今	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
资金流入项	26550	24078	38957	33765	28079	5428	13737	-2771	42283	24532	5924
1. 银证转账	2300	2300	2400	3600	3621	-1221	-3800	-6200	8600	6443	-567
2. 融资金额	-2500	-2692	2300	4765	2565	-2726	860	-2356	1540	6737	2578
3. 公募基金	4750	4117	10038	12991	2752	2817	-831	854	-2111	-2048	-2305
4. 私募基金	7000	6807	12079	3947	1056	-234	-2402	2400	4000	4000	0
5. 银行理财	200	130	-745	-351	-2250	774	947	963	1810	621	0
6. 券商资管	0	—	—	395	200	-1230	1749	179	0	0	0
7. 信托产品	200	174	1391	314	-251	-4840	3870	-4847	5583	2489	1045
8. 保险资金	6500	6383	-3051	2078	858	5380	-601	2907	5671	-1697	0
9. 社保基金	—	—	—	588	786	25	362	257	756	588	271
10. 企业年金	100	62	196	223	159	98	89	75	93	81	67
11. 外资净流入	-3500	-2919	531	-3877	1300	2271	-945	-1505	-831	582	0
12. 公司回购	2500	2365	2021	806	961	248	61	101	38	93	80
13. 公司分红	15000	14924	13130	11450	10172	9434	8004	6639	6178	5848	5209
资金流出项	23400	20367	27189	26239	20966	14406	19439	23982	22898	11757	6942
1. IPO	6000	5331	5427	4806	2532	1378	2301	1496	1574	657	0
2. 增发	6500	5616	9083	8345	6897	7535	12679	16471	11989	6336	3590
3. 配股	700	567	493	513	134	228	163	299	42	125	476
4. 优先股	0	0	0	187	2550	1350	200	1643	2008	1030	0
5. 可转债	3000	2470	2744	2475	2478	1073	603	227	94	311	551
6. 可交换	450	401	432	460	831	542	1222	567	56	3	
7. 产业资本净减持	3500	3139	5603	6224	3481	775	325	960	1950	1450	1095
8. 交易费用&印花税	3250	2843	3408	3228	2062	1525	1946	2320	5241	1792	1227
资金净流入(亿元)	3150	3711	11768	7526	7113	-8977	-5702	-26752	19385	12775	-1018
自由流通市值(亿元)	452395	400987	411269	348685	250369	174613	230803	205115	218037	149544	91435
资金净流入/自由流通市值	0.7%	0.9%	2.9%	2.2%	2.8%	-5.1%	-2.5%	-13.0%	8.9%	8.5%	-1.1%

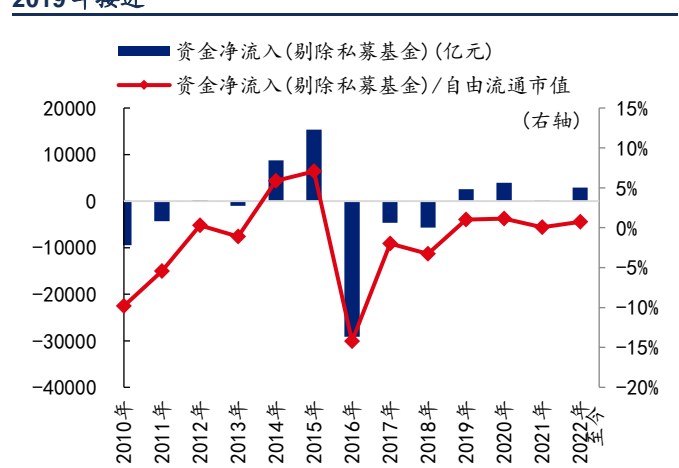
资料来源：万得，信达证券研发中心，截至 2022/11/15

图 1: 历年资金净流入额占自由流通市值的比例



资料来源：万得，信达证券研发中心，截至 2022/11/15

图 2: 如不考虑私募基金变动，年初以来的资金净流入水平和 2019 年接近



资料来源：万得，信达证券研发中心，截至 2022/11/15

1.2 月度层面上，资金格局依然偏弱，北上资金是主要拖累项

截至今年 10 月，A 股月度资金净流入占自由流通市值的比例为-0.55%，较 9 月的-0.65%略有回升。相较历史同期，10 月的资金净流入低于过去两年同期。2021 年、2020 年 10 月单月资金净流入占自由流通市值的比例分别为-0.05%、-0.11%。过去 12 个月累计净流入占自由流通市值的比例截至 10 月底的数据为-2.32%，较 9 月继续下降。

从分项上来看，10 月资金格局小幅转好主要受股权融资规模下降、产业资本减持规模下降的影响，多个资金流入项目依然疲弱。1) 资金流出项目中，股权融资规模由 9 月的 1530 亿元下降至 10 月的 1019 亿元。产业资本减持规模由 9 月的 427 亿元下降至 53 亿元，均较 9 月明显好转。2) 但资金流入项目依然疲弱，主要的拖累项目是北上资金。北上资金净流出 573 亿元，净流入幅度为历史次高，叠加南下资金净流入港股 676 亿元，互联互通渠道有 1249 亿元流出 A 股市场，相较 9 月 424 亿元的净流出幅度明显扩大。公司回购、公募基金份额增幅与 9 月基本持平。融资余额降幅收窄，由 9 月的-671 亿元收窄至-8 亿元。

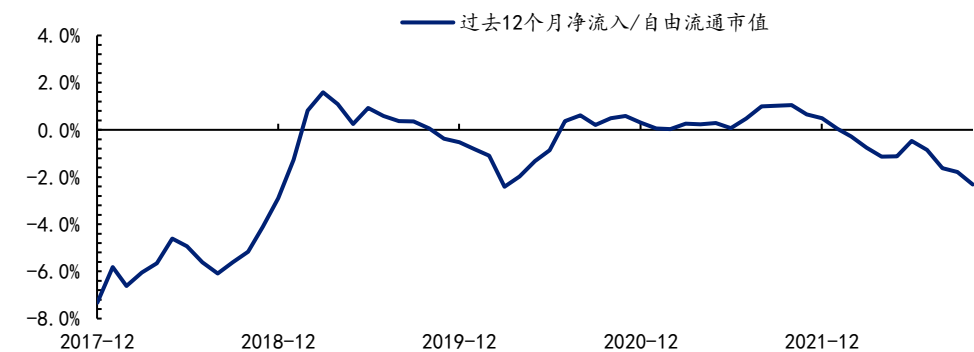
表 2: A 股资金净流入月度数据跟踪

股市资金流入流出跟踪 (亿元, 月度)												
	2022年10月	2022年9月	2022年8月	2022年7月	2022年6月	2022年5月	2022年4月	2022年3月	2022年2月	2022年1月	2021年12月	2021年11月
资金流入项	-342	206	1684	6738	6410	2080	160	(364)	844	408	969	1488
1. 银证转账	0	0	0	0	383	383	383	383	383	383	-133	-133
1.1 银证转账	—	—	—	—	383	383	383	383	383	383	-133	-133
1.2 新增开户 (万户)	143	181	214	197	235	210	215	396	243	234	242	233
2. 融资余额	-8	-671	-170	180	652	108	-1469	-504	109	-918	-119	271
3. 公募基金 (股票型+偏股混合型)												
3.1 公募基金份额 (基金业协会口径)	341	345	354	386	139	-51	756	449	278	1033	508	725
3.1.1 公募基金份额 (基金业协会口径)	—	804	21	256	-106	-898	-311	6	7	1708	1457	1290
3.1.1.1 ETF 基金份额	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
3.2 偏股型公募基金资金流动												
4. 外资净流入	-1249	-424	55	-228	273	-230	-24	-848	3	-190	482	224
5. 公司回购	398	318	340	393	208	92	69	138	71	97	198	275
6. 公司分红	175	639	1105	6007	4754	1778	445	18	0	2	34	126
资金流出项	1479	2416	2912	2808	1562	1023	2169	1964	1264	2825	3851	3738
1. IPO	281	632	726	385	377	109	834	500	206	1092	862	385
2. 增发	438	700	1091	1240	141	163	420	474	254	477	1252	1996
3. 配股	—	101	—	—	—	127	83	7	224	25	200	—
4. 优先股	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
5. 可转债	267	64	168	201	73	216	376	274	80	566	172	161
6. 可交换	33	32	22	21	110	24	125	8	—	10	107	40
7. 产业资本净减持	53	427	209	326	564	159	98	403	284	389	935	841
8. 交易费用&印花税	407	460	695	634	297	224	232	299	215	265	323	315
8.1.1 交易费用 (估算)	254	306	463	423	464	319	335	467	301	401	517	500
8.1.2 交易费用 (证券业协会口径)	—	—	—	—	65	65	65	65	65	65	65	65
8.1 印花税	153	153	232	211	232	160	168	234	151	201	259	250
资金净流入	-1821	-2210	-1228	3930	4848	1057	-2009	-2328	-420	-2417	-2882	-2250
资金净流入 (剔除公司分红)	-1997	-2849	-2333	-2077	93	-721	-2453	-2346	-420	-2419	-2916	-2376
自由流通市值	333778	341426	367131	375368	384978	350614	329832	362089	390347	377537	411269	403048
资金净流入/自由流通市值	-0.55%	-0.65%	-0.33%	1.05%	1.26%	0.30%	-0.61%	-0.64%	-0.11%	-0.64%	-0.70%	-0.56%
过去12个月净流入/自由流通市值	-2.32%	-1.78%	-1.63%	-0.85%	-0.47%	-1.12%	-1.13%	-0.76%	-0.28%	0.05%	0.49%	0.66%

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

数据说明: (1) 社保基金、券商资管等资金流入项限于原始数据频率而无法做月度跟踪, 故本章节所统计的月度资金累计净流入额小于 1.1 章节。
 (2) 灰色底细分项为参与计算的项目, 白色底项目为辅助参考列。

图 3: 过去 12 个月累计净流入占流通市值的比例仍在走低



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.3 A 股资金流入及流出分项的关键变化汇总

表 3: A 股资金流入及流出分项的关键变化汇总

分类	项目明细	本月相较上月的变化	年初至今相较往年的变化
个人投资者	银证转账	2022年6月证券公司客户交易结算资金余额达到21300亿元, 较2021年12月 增加 2300亿元。	证券公司客户交易结算资金余额在2021年下半年以来保持了上升趋势。
	上交所:A股账户新增开户数	今年10月上交所新增开户数为143.39万户, 较9月 小幅下降 37.15万户。历年10月新增开户数存在较为明显的季节性, 相较9月环比下降。 今年10月的新增开户数处于过去七年来的偏低水平 , 仅好于2018年和2019年, 低于2015年、2016年、2017年、2020年、2021年。	年初以来, 上交所累计开户数已达2268.54万户, 处于2015年以来的中等水平 。高于2017年-2019年, 低于2020年-2021年、2015年-2016年。
	融资余额	今年10月融资余额继续下降, 降幅明显缩小 , 10月较9月环比减少7.63亿元(前值为-671.35亿元)。截至11月15日, 融资余额较10月底大幅 回升 208.79亿元。	8-10月融资余额的下降冲减了今年5-7月融资余额的回升。今年年初以来, 融资余额 累计减少 了2691.58亿元, 融资余额的净流出幅度仅好于2018年。而在今年之前, 融资余额已实现连续三年的正增长。
	融资余额占自由流通市值的比例	进入10月之后, 股市在月中回落, 流通市值出现明显下降, 而同期融资余额波动幅度并不明显, 导致融资余额占流通市值的比例在10月中旬后出现 明显回升 。整体上看, 10月杠杆资金有入场的迹象。	融资余额占流通市值的比例有所回升, 处于 2020年下半年以来的中等水平 。
机构投资者	公募基金份额	10月偏股型公募基金份额较9月 环比增加 341.19亿份, 公募基金份额已实现 连续五个月的正增长 。10月的增幅弱于2021年和2020年同期, 好于2019年同期。	截至今年11月15日, 偏股型公募基金(普通股票型+偏股混合型)份额 较去年末增加 4117.27亿份。如按月份折算为全年, 预计2022年偏股型公募基金份额有望增加4705亿份, 预计今年的份额增幅低于2020年、2021年的水平 , 但好于2018年、2019年的水平。
	ETF基金份额	10月股票型ETF份额 环比增加 243.28亿份, 相较9月有小幅下降。	年初至10月底, 股票型ETF基金份额 较去年末增加 1899.12亿份, 这一份额增量已 高于去年全年的水平 。
	私募基金	私募基金管理规模在4月出现比较明显的下降, 9月规模与8月齐平 。	截至今年9月, 私募基金管理规模为59766.43亿元, 较去年底下 了1480.95亿元。
	私募基金股票仓位	私募基金股票仓位在10月 环比小幅下降 , 由9月底的57.50%下降至55.06%。	私募基金仓位在今年经历大幅波动, 截至10月底, 私募基金仓位 低于2015年以来的中位值水平 。
	保险资金	保险公司资金运用余额中投向股票的资金在9月下降至29709.70亿元, 相较8月环比下降 951.30亿元。	截至今年9月, 相较于去年底, 保险机构持有股票的市值增加了204.43亿元, 涨幅为0.71%; 而同期万得全A指数下跌20.94%。据此推算年初至今保险公司资金有6382.82亿元净流入股市, 目前的 净流入规模已超过2018年全年的水平 。
	外资净流入	10月北上资金 净流出 573.00亿元。	年度层面上, 北上资金年初以来的净流入290.68亿元, 但 净流入幅度仍小于历史上多数年份 , 仅好于2015。
	陆股通资金与港股通资金差值	10月北上资金净流入A股-南下资金净流入港股的差值为-1249.04亿元。 互联互通净流出较9月进一步扩大 。	年初以来, 互联互通渠道资金整体 净流出 A股2857.08亿元。
	企业年金	---	截至2022年6月, 全国企业年金实际运作金额达到27316.96亿元, 较去年同期增长12.91%。相比于2022年一季度, 2022年二季度全国企业年金环比增加1253.01亿元, 据此推算, 全国企业年金在2022年全年净流入123.95亿元。
	信托产品	---	截至2022年6月, 信托机构投向股票市场的规模较2021年底减少了515.20亿元, 下降幅度为7.12%, 同期万得全A指数跌幅为9.53%。假设信托机构2022年第一季度的投资收益率与万得全A跌幅相同, 则意味着信托机构投向股票市场的资金较2021年底增加了173.98亿元。如果按照月份折算为全年, 预测2022年信托产品资金净流入值为347.97亿元, 低于2021年水平 。
	上市公司及股东行为	公司回购金额	从月度数据来看, 上市公司10月的回购金额较上月出现 小幅上升 。10月的回购金额达到398.02亿元, 相较9月的318.12亿元环比上升79.90亿元, 显著高于历史同期水平。
公司分红		---	全A分红率(过去12个月分红金额/自由流通市值)自今年以来整体回升, 截至今年10月分红率为4.52%, 处于2015年以来较高水平 。
产业资本净减持		今年10月产业资本净减持52.68亿元, 较9月减持426.77亿元 出现下降 。	从年度层面上来, 截至11月15日, 年初以来产业资本共计减持3138.74亿元。如将年初以来的净减持规模按月份折算为年度数据, 预计今年全年产业资本净减持金额为3587.13亿元, 略高于2019年的规模, 但仍 明显低于2020和2021年 。
	股权融资	今年10月的股权融资规模为1019.40亿元, 相较9月的1530.02亿元 继续下降 。	截至11月15日, 年初以来股权融资规模合计14385.04亿元。如按月份折算为全年, 预计今年股权融资规模为16440.05亿元, 高于2018年和2019年水平, 略低于2020年、2021年的水平。
	交易费用与印花税	---	截至今年11月15日, 以成交额估计的交易费用达到1093.47亿元。截至今年9月末, 交易印花税达到1740.61亿元。如按月份折算成全年, 预计今年全年的交易费用为3632.98亿元, 略低于2021年全年的水平, 高于2020年全年的水平。

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

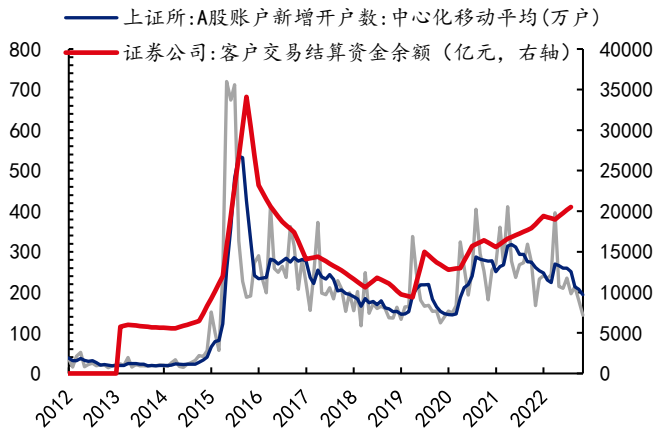
数据说明: 红色表示资金流入项的金额增多, 或资金流出项的金额减少, 也就是资金净流入环比增加。绿色反之, 黄色表示持平。

二、10月新增开户数降至过去七年来较低水平

新增开户数方面,今年10月上交所新增开户数为143.39万户,较9月小幅下降37.15万户。历年10月新增开户数存在较为明显的季节性下降,主要源于存在十一假期、交易日较少。但即使考虑到季节性因素,今年10月的新增开户数也偏弱,其处于过去七年来的较低水平,仅好于2018年和2019年。

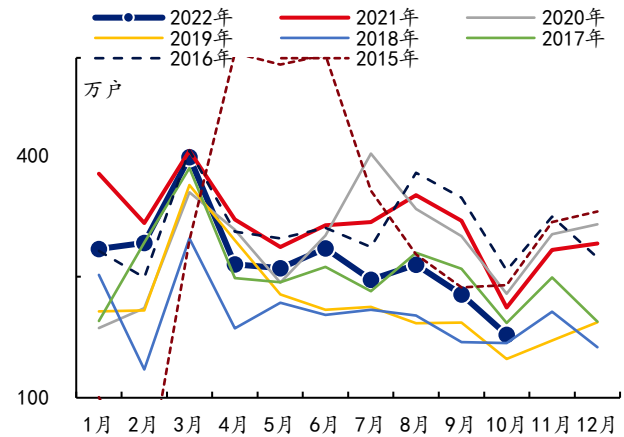
年初以来,上证所累计开户数已达到2268.54万户,处于2015年以来的中等水平。高于2017年-2019年,低于2020年-2021年、2015年-2016年。

图 4: 新增开户数在今年10月环比小幅下降



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

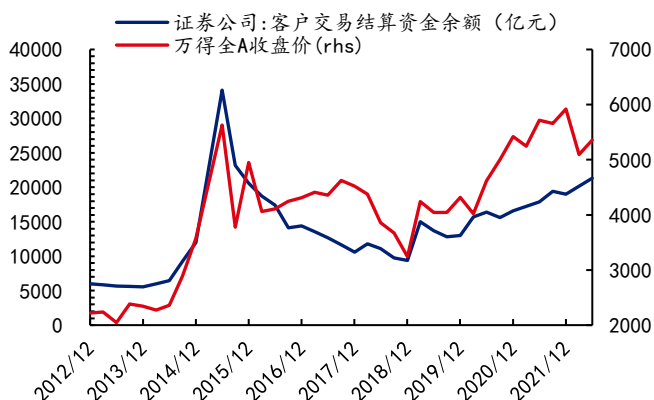
图 5: 今年10月的新增开户数处于2015年以来低位水平



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

银证转账方面,2022年6月证券公司客户交易结算资金余额达到21300亿元,较2021年12月增加2300亿元,保持2022年以来交易结算资金余额的上升趋势。1) 拉长时间区间来看,2019年以来交易结算资金的上涨斜率低于股票指数的上涨斜率,这与2014年-2015年牛市期间的情况有所不同,可能与2019年之后个人投资者购买基金的偏好增加有关。2) 值得注意的是,2022年以来上证所新增开户数和银证转账资金的变动趋势出现了明显差异。证券公司客户交易结算资金余额在2022年以来一直保持上升趋势,而新增开户数则在2021年下半年之后持续下降。这或许反映个人投资者开户情况较为饱和,证券公司客户交易结算资金余额更能反映个人投资者的入市情绪。对比历次熊市来看,证券公司客户交易结算资金余额的持续走高是比较罕见的。

图 6: 2019年以来证券公司交易结算资金与股市同步上涨



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 7: 交易结算资金余额环比变化与全A季度涨跌幅的对比



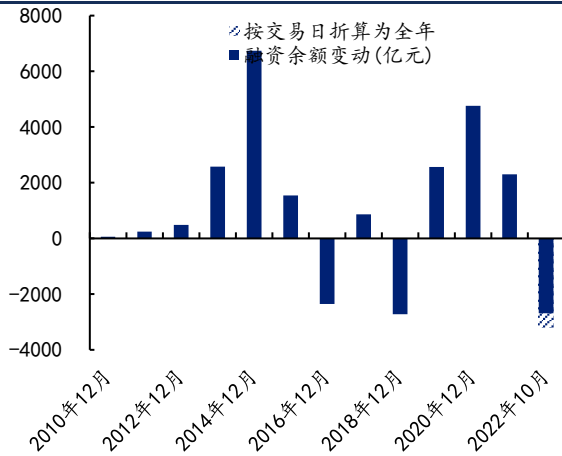
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、融资余额在 10 月环比持平，同期股市低位震荡

融资余额方面，今年 10 月融资余额环比持平，10 月较 9 月仅减少 7.63 亿元（前值为-671.35 亿元）。截至 11 月 15 日，融资余额较 10 月底大幅回升 208.79 亿元。

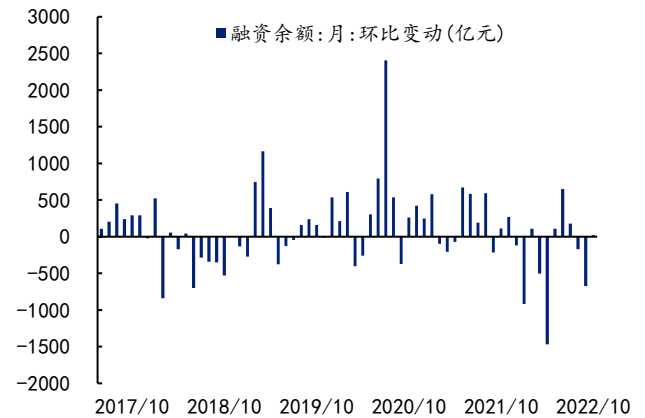
8-10 月融资余额的下降冲减了今年 5-7 月融资余额的回升。今年年初以来，融资余额累计减少了 2691.58 亿元。如按交易日折算，预计全年融资余额净流出幅度为 3189.08 亿元，净流出幅度或超过 2016 年、2018 年全年。在今年之前，融资余额已实现连续三年的正增长。

图 8：年初至今融资余额呈现净流出



资料来源：万得，信达证券研发中心

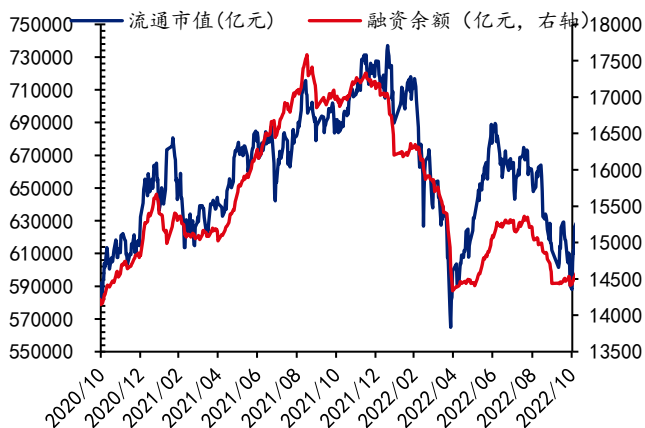
图 9：今年 10 月融资余额环比持平



资料来源：万得，信达证券研发中心

融资余额占流通市值的比例有所回升，处于 2020 年下半年以来的中等水平。结合股市表现来看，今年 4 月底至 6 月底股市出现大幅反弹，而与此同时融资余额的回升则比较缓慢，导致融资余额占流通市值的比例呈现下降。进入 10 月之后，股市在低位波动，全月收跌 3.5%，最大回撤幅度为 7.25%。而同期融资余额的波动幅度则更窄，这导致融资余额占流通市值的比例在 10 月震荡回升。整体上看，在股市表现疲弱的情况下，杠杆资金虽然未有回升，但离场迹象并不明显。

图 10：10 月股市震荡收跌，而融资余额则几乎无波动



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：融资余额占流通市值的比例在 10 月中旬明显回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

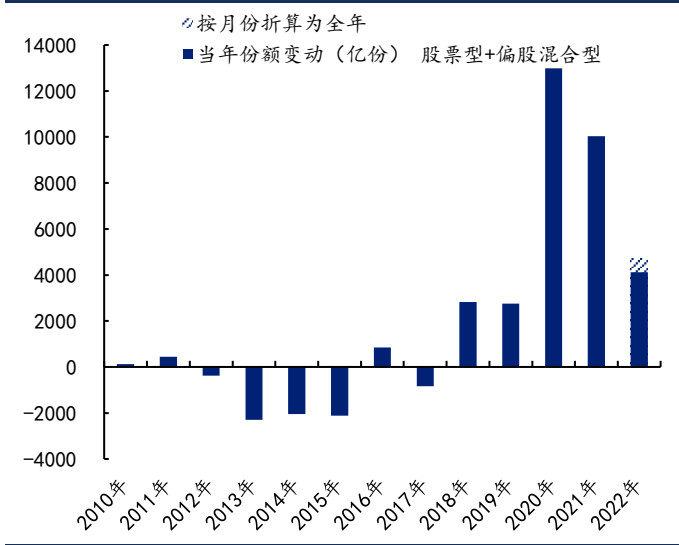
四、公募份额继续回升，北上资金持续净流出

4.1 偏股型公募基金份额连续五个月回升

截至今年 11 月 15 日，偏股型公募基金（普通股票型+偏股混合型）份额较去年末增加 4117.27 亿份。如按月份折算为全年，预计今年偏股型公募基金份额有望增加 4705 亿份，预计今年的份额增幅低于 2020 年、2021 年的水平，但好于 2018 年、2019 年的水平。

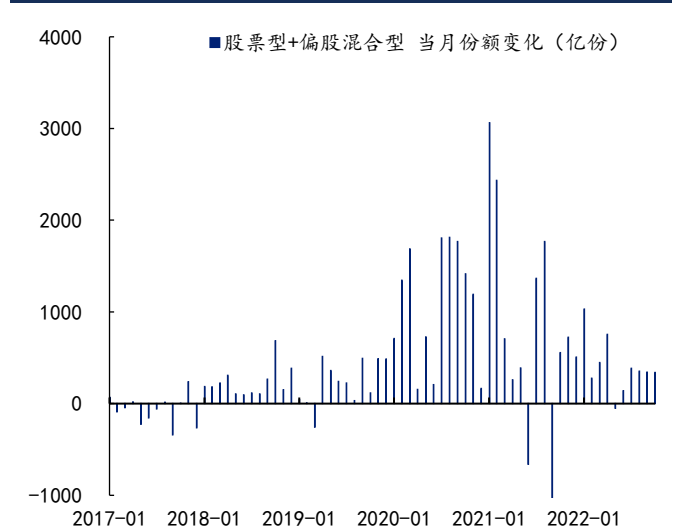
从月度数据来看，10 月偏股型公募基金份额较 9 月环比增加 341.19 亿份，是连续第五个月环比增加。

图 12：今年偏股型公募基金的份额增长弱于过去两年



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：偏股型公募基金份额在 10 月环比升高

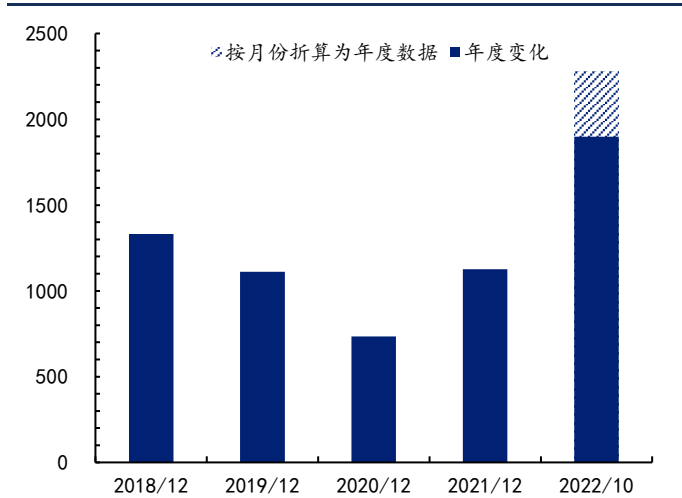


资料来源：万得，信达证券研发中心

年初至 10 月底，股票型 ETF 基金份额较去年末增加 1899.12 亿份，这一份额增量已高于去年全年的水平。

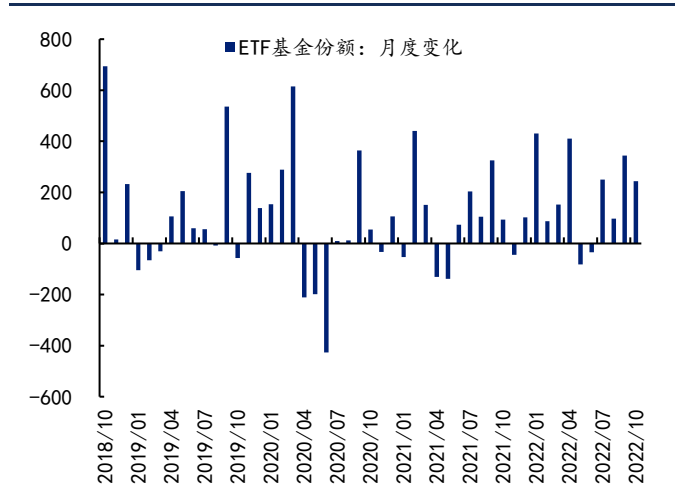
从月度数据来看，10 月股票型 ETF 份额环比增加 243.28 亿份，增幅较 9 月小幅下降。

图 14：ETF 基金份额年度变化（单位：亿份）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15：ETF 基金份额在 10 月环比上升（单位：亿份）

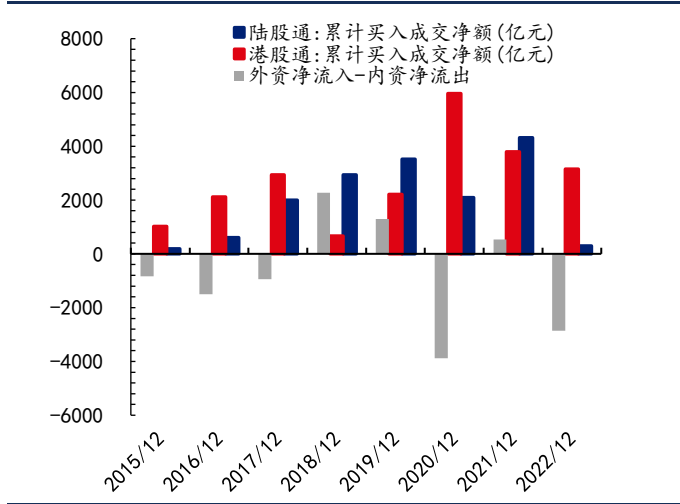


资料来源：万得，信达证券研发中心

4.2 北上资金在 10 月持续净流出

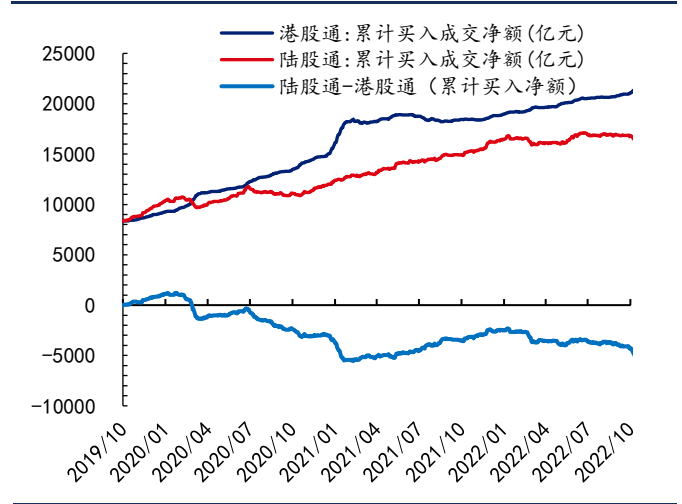
年度层面上，北上资金年初以来的净流入 290.68 亿元，但净流入幅度仍小于历史上多数年份，仅好于 2015。南下资金年初以来净流入港股 3147.77 亿元。互联互通渠道资金整体净流出 A 股 2857.08 亿元。

图 16: 年初以来北上资金净流入，但小于南下资金



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 17: 陆股通-港股通（累计买入净额）持续低位波动



资料来源：万得，信达证券研发中心

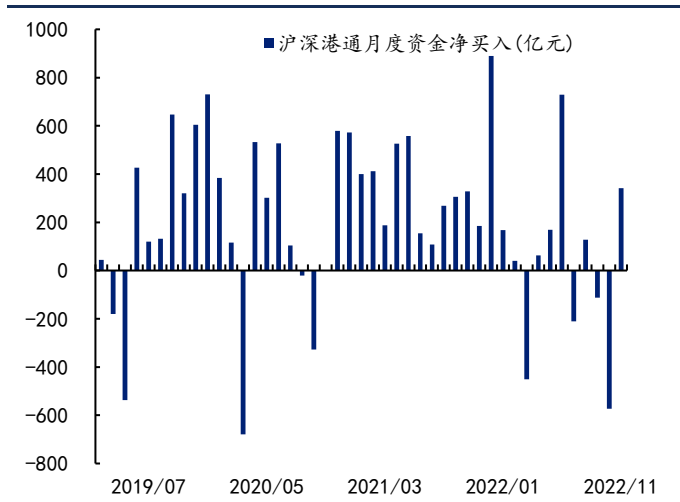
从月度数据来看，

10 月北上资金净流出 573.00 亿元，净流出幅度为历史次高，仅次于 2020 年 3 月。其中 10 月 24 日单日净流出 179.12 亿元，为互联互通开通以来最大的单日净流出金额。进入 11 月之后，北上资金转为净流入，11 月上半月净流入 341.56 亿元。

10 月南下资金净流入港股 676.04 亿元；11 月上半月继续净流入，幅度为 336.81 亿元。

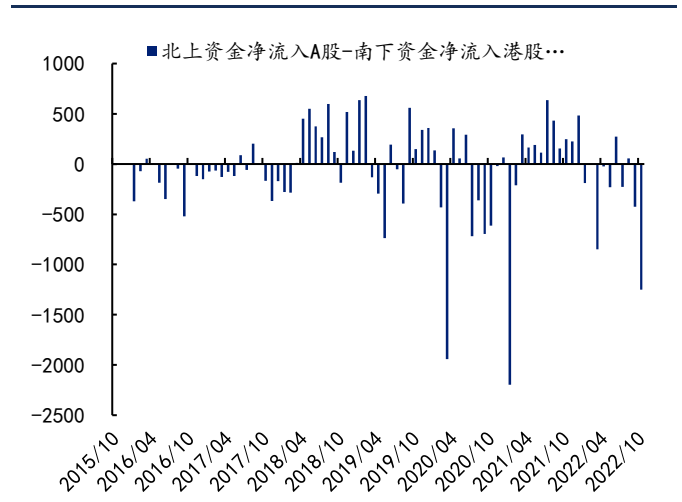
10 月北上资金净流入 A 股-南下资金净流入港股的差值为 -1249.04 亿元，互联互通在 10 月的净流出较 9 月进一步扩大，净流出幅度为 2021 年 1 月以来的最高水平。

图 18: 陆股通资金在 10 月大幅净流出



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19: 北上资金 10 月大幅弱于南下资金



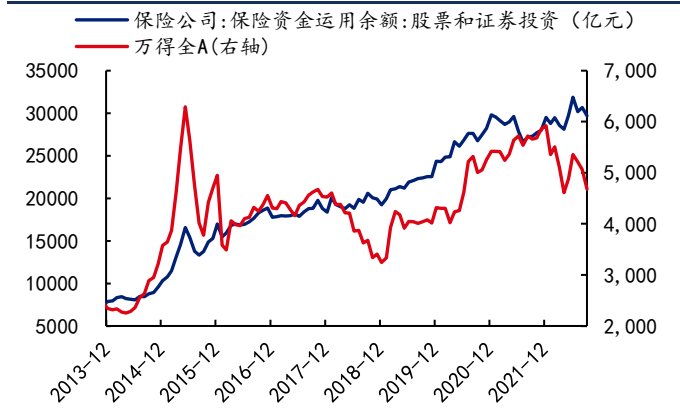
资料来源：万得，信达证券研发中心

4.3 保险机构持有股票的市值已超过去年底水平

从年度数据来看，截至今年9月，保险公司资金运用余额中投向股票的资金为29709.70亿元。相较去年底，保险机构持有股票的市值增加了204.43亿元，涨幅为0.71%；而同期万得全A指数下跌20.94%。据此推算年初至今保险公司资金有6382.82亿元净流入股市，目前的净流入规模已超过2018年全年的水平。

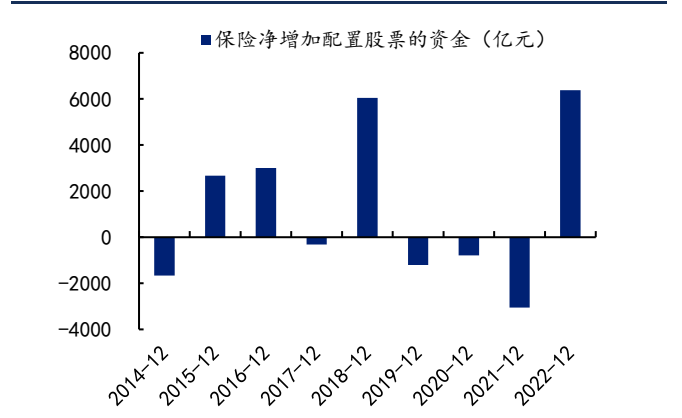
从月度数据看，保险公司资金运用余额中投向股票的资金在9月下降至29709.70亿元，相较8月环比减少951.30亿元。

图 20: 保险机构持有股票的市值在7月之后震荡下降



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21: 我们估计保险资金今年的净流入规模已超过 2018 年



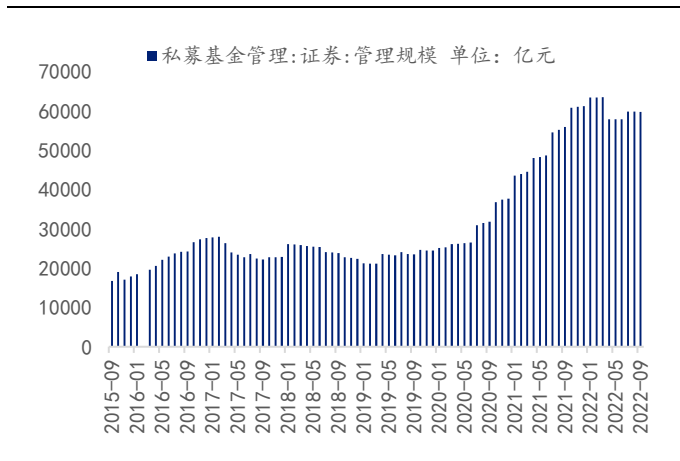
资料来源：万得，信达证券研发中心

4.4 私募基金管理规模变动不大，股票仓位处于历史极低水平

管理规模方面，截至今年9月，私募基金管理规模为59766.43亿元，相较去年底下降了1480.95亿元。其中私募基金管理规模在4月出现比较明显的下降，9月规模与8月齐平。假设偏股型私募基金规模占比稳定(2018年末为股票型基金25%，混合型基金34%)，预计偏股型私募基金规模相较去年底减少了888.57亿元。

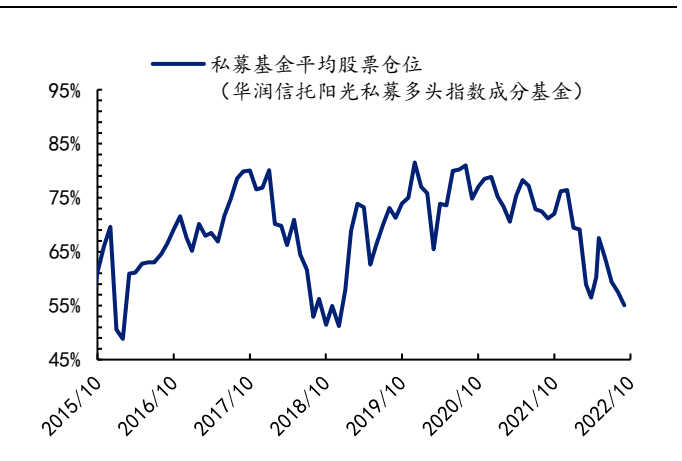
股票仓位方面，私募基金股票仓位在10月继续下降，创年内新低。华润信托阳光私募多头指数成分基金的股票仓位在今年经历大幅波动，1-4月大幅下降，5-6月快速回升，7-10月再次回落。截至10月，私募基金仓位由上月的57.50%下降至55.06%，创年内新低。历史上类似情况均处于熊市末期，如2018Q4、2016年初。

图 22: 私募基金管理规模9月与8月持平



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23: 私募基金仓位低于历史中位值水平

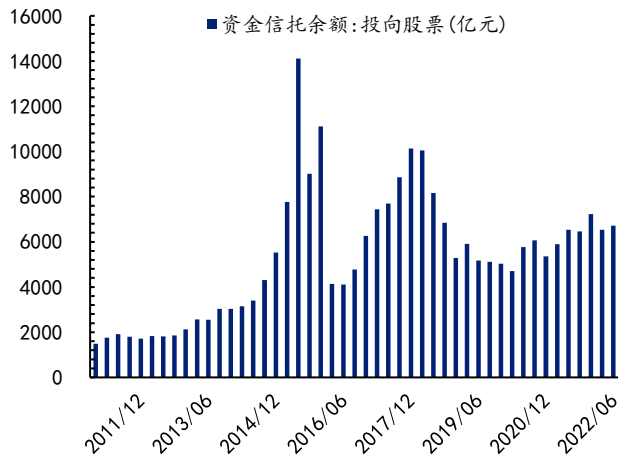


资料来源：《华润信托阳光私募股票多头指数月报》，信达证券研发中心

4.5 信托机构投向股票市场资金规模小幅上升，企业年金净流入幅度增加

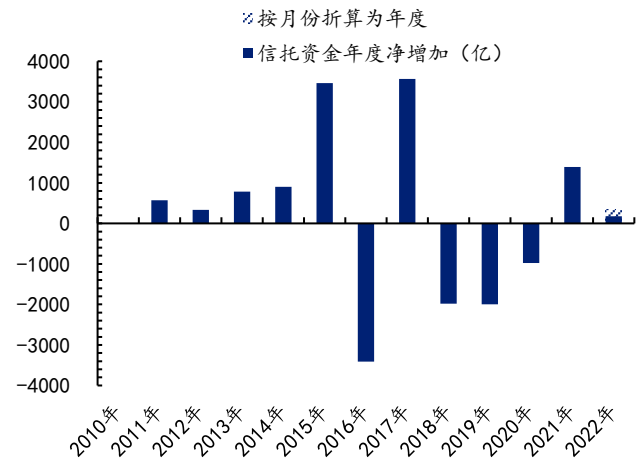
截至 2022 年 6 月，信托机构投向股票市场的规模较 2021 年底减少了 515.20 亿元，下降幅度为 7.12%，而同期万得全 A 指数跌幅为 9.53%。假设信托机构 2022 年第一季度的投资收益率与万得全 A 跌幅相同，则意味着信托机构投向股票市场的资金较 2021 年底增加了 173.98 亿元。如果按照月份折算为全年，预测 2022 年信托产品资金净流入值为 347.97 亿元，低于 2021 年水平。

图 24：2022 年第二季度信托机构投向股票市场的规模上升



资料来源：万得，信达证券研发中心

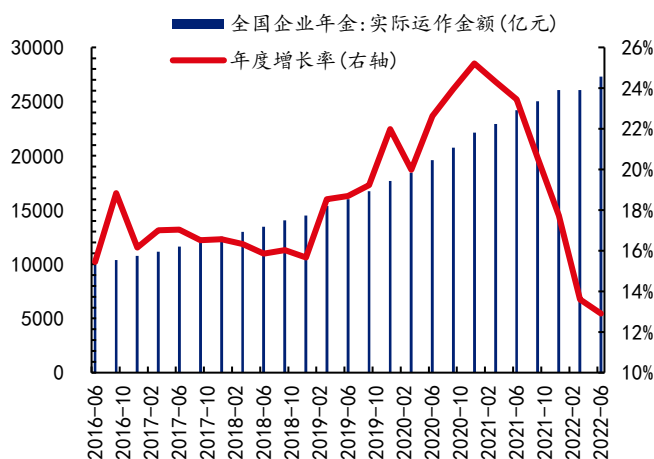
图 25：2022 年信托产品资金净流入弱于去年



资料来源：万得，信达证券研发中心

截至 2022 年 6 月，全国企业年金实际运作金额达到 27316.96 亿元，较去年同期增长 12.91%。相比于 2022 年一季度，2022 年二季度全国企业年金环比增加 1253.01 亿元，据此推算，全国企业年金在 2022 年全年净流入 123.95 亿元。

图 26：2022 年上半年，企业年金实际运作规模增速放缓



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 27：企业年金运作规模下降，拖累资金净流入股市的情况



资料来源：万得，信达证券研发中心

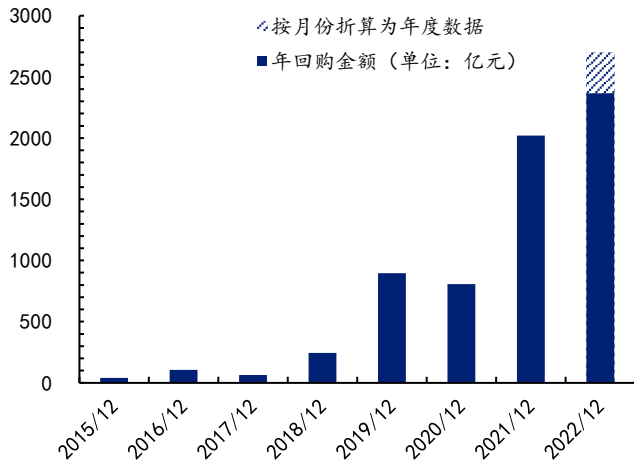
五、上市公司 10 月回购规模创历史新高

5.1 上市公司回购金额在 10 月继续维持高位

截至今年 11 月 15 日，上市公司回购金额达 2364.79 亿元。如按月份折算，预计今年全年上市公司回购金额有望达到 2702.61 亿元，有望继续创年度新高。

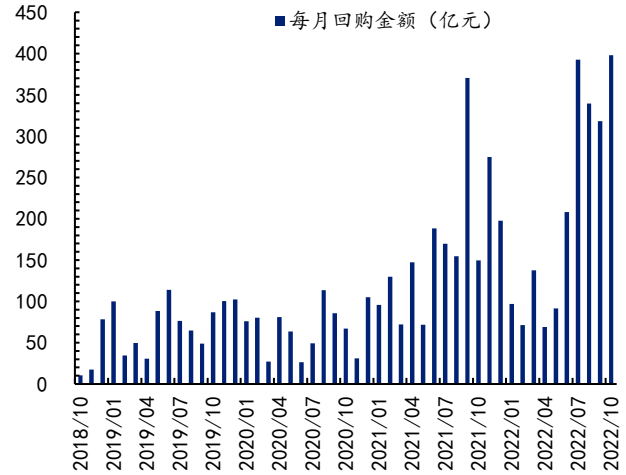
从月度数据来看，上市公司 10 月的回购金额较上月出现小幅上升。10 月的回购金额达到 398.02 亿元，相较 9 月的 318.12 亿元环比上升 79.90 亿元，创历史月度新高。11 月初至 15 日，上市公司回购金额已达到 241.87 亿元。

图 28：上市公司大规模回购或成常态



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 29：今年 10 月的上市公司回购金额继续维持高位



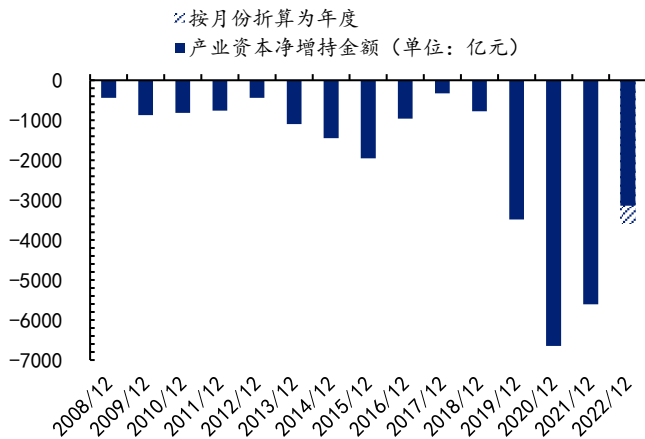
资料来源：万得，信达证券研发中心

5.2 净减持规模在 10 月环比大降，预计全年净减持压力小于过去两年

从月度层面上来看，今年 10 月产业资本净减持 52.68 亿元，较 9 月减持 426.77 亿元出现下降。

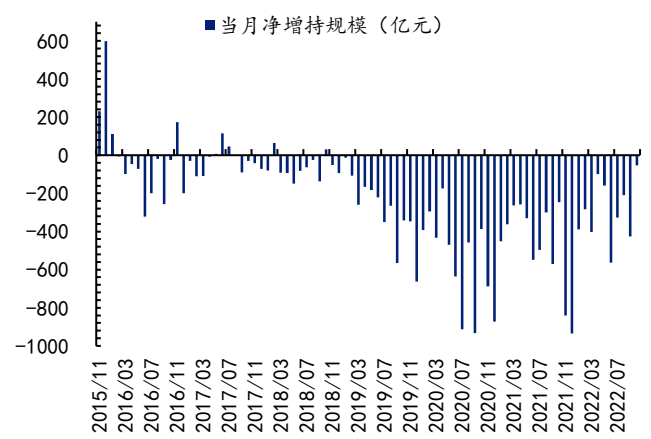
从年度层面上来，截至 11 月 15 日，年初以来产业资本共计减持 3138.74 亿元。如将年初以来的净减持规模按月份折算为年度数据，预计今年全年产业资本净减持金额为 3587.13 亿元，略高于 2019 年的规模，但仍明显低于 2020 和 2021 年。

图 30：年初以来上市公司减持压力低于过去两年



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31：今年 10 月的上市公司减持规模较上月有所下降



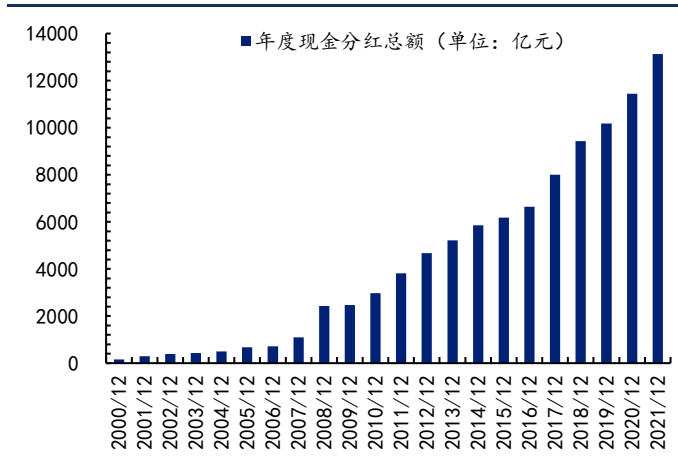
资料来源：万得，信达证券研发中心

5.3 上市公司分红率被动上升，处于 2015 年以来较高水平

截至今年 10 月底，上市公司分红金额为 14923.54 亿元。

由于上市公司分红金额存在明显的季节性，一般集中在第二、第三季度，我们更关注分红率。全 A 分红率（过去 12 个月分红金额/自由流通市值）自今年以来整体回升，截至今年 10 月分红率为 4.52%，处于 2015 年以来较高水平。从历史情况来看，上市公司年度分红金额的增幅较为平稳，分红率主要受 A 股自由流通市值变动的影响。亦即，股市上涨时，分红率大概率走低；股市下跌时，分红率被动走高。当前全 A 分红率已达到 2015 年以来较高水平。

图 32：年度分红金额平稳增加



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 33：上市公司分红率在 2021 年 6 月之后持续上升



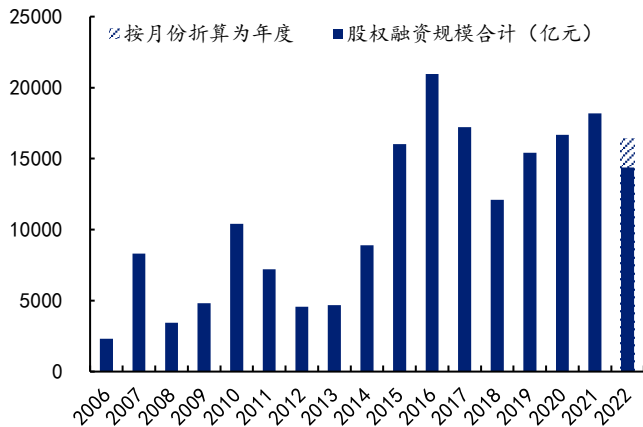
资料来源：万得，信达证券研发中心

六、年初以来股权融资的月均规模低于去年

今年10月的股权融资规模为1019.40亿元，相较9月的1530.02亿元继续下降。从历史数据来看，2019年、2020年、2021年月均股权融资规模分别为1285亿元、1398亿元、1514亿元。今年10月的股权融资规模低于往年均值。

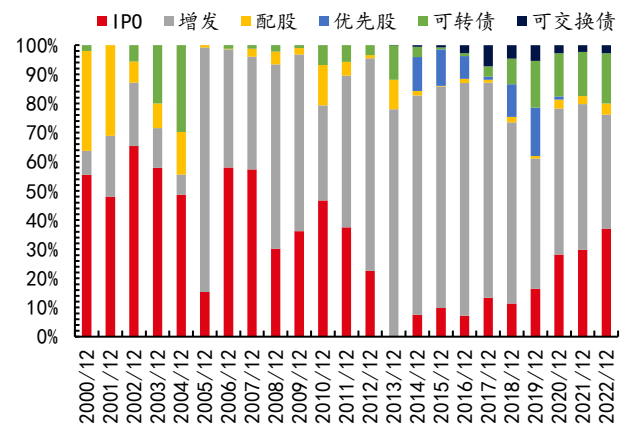
截至11月15日，年初以来的股权融资规模合计为14385.04亿元。如按月份折算为全年，预计今年股权融资规模为16440.05亿元，高于2018年和2019年的水平，略低于2020年、2021年的水平。

图 34：年初以来的月均股权融资规模低于 2021 年同期



资料来源：万得，信达证券研发中心

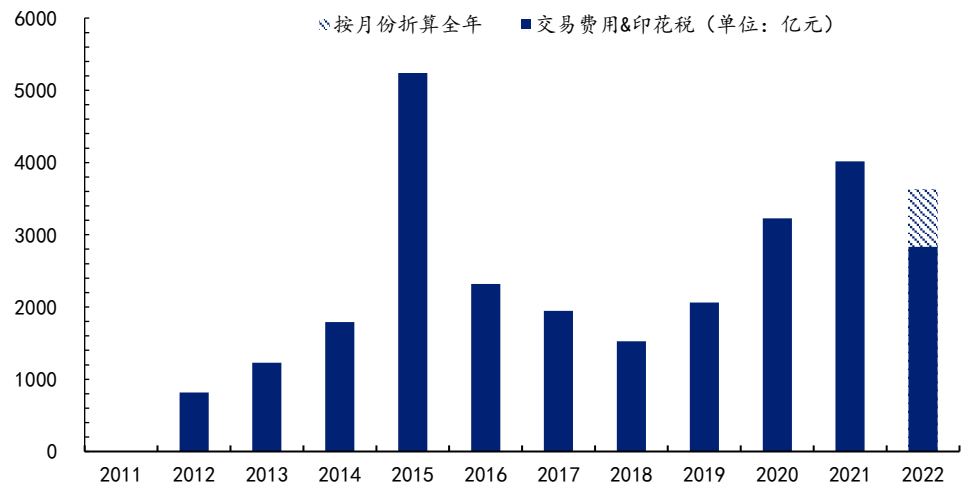
图 35：年初以来的股权融资规模主要由增发和 IPO 贡献



资料来源：万得，信达证券研发中心

截至今年11月15日，以成交额估计的交易费用达到1093.47亿元。截至今年9月末，交易印花税达到1740.61亿元。如按月份折算成全年，预计今年全年的交易费用为3632.98亿元，略低于2021年全年的水平，高于2020年全年的水平。

图 36：历年交易费用及印花税



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

部分数据的公布存在时滞；部分项目的估计与实际情况有偏差。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，9年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。2018-2021年代表观点：2018年6月《全面对比2011年熊市》，2019年3月《3月震荡，4月决断》，2019年8月《战略性看多A股》，2020年6月《增量资金已是趋势》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4年策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。