



策略专题

公募北向乏力，私募两融接力

——A股七大资金主体面面观

证券分析师

吴开达
资格编号：S0120521010001
邮箱：wukd@tebon.com.cn

研究助理

孙希民
邮箱：sunxm3@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **公募基金：23年1-2月新发基金份额仍低。23年2月新成立公募偏股型基金份额328亿份，较1月新发182亿份增加146亿份，23年1-2月新发基金份额总数510亿份，较22年1-2月份的1249亿份仍未起势。**分结构来看，被动型偏股新发份额2月环比回升至116亿，但仍低于主动型偏股新发份额121亿，主动型相对被动型占主导地位。23年1月存量偏股份额大幅净赎回1419亿份，总份额下降1237亿份。相比于22年12月大幅净申购，23年1月出现几乎同等份额的净赎回，存量份额净变化+新成立份额自2018年以来仅次于2018年1月，存量净赎回份额自2018年以来达到罕见1000亿份以上。
- **私募证券基金：2月仓位持续高位。**23年2月私募仓位表现稳健，与一月水平基本持平。根据华润信托阳光私募股票多头指数成分平均仓位来看，2月环比下行0.34pcts至70.89%，超过2010年以来中位水平，同时高于2022年全年。
- **北向资金：2月净流入大幅下降。**北向资金2月大幅净流入93亿元，相比1月呈现断崖式下降。在北向资金1月净买入金额创历史新高的1413亿元后，2月净买入金额大幅下降，不足1月的十分之一。**增配行业而言**，23Q1以来，北向增配领先行业有非银、有色、计算机，减配行业有医药、家电、煤炭。2023年3月21日，我们测算非银行业在23Q1获北向主动增配+0.45pcts，有色+0.31pcts，计算机+0.08pcts。医药配比下降0.46pcts。增配前7行业的绝对持有市值除食品饮料外均不高，绝对配比方面仍是食品饮料、电力设备、医药领先。
- **两融资金：继续回暖。**2月两融净流入+392亿元，参与度由前值7.70%回升至8.19%。2月末两融余额为1.58万亿，占流通A股市值比例升至2.21%。其中融资余额1.49万亿，融券余额升至935亿，融资余额持续升高，年前内资参与度保持低位。2022年全年融资余额出清2675亿元，结合当前经济及市场环境的改善，我们认为杠杆资金在年后接力外资的空间很足。
- **保险资金：1月仓位环比上升，突破2013年来中位数。**保险资金23年1月权益仓位上升至13.36%，突破历史中位水平，突破2022年全年高点水平。保险资金权益规模23年1月净变化+2298亿元，环比变化+7.22%，而万得全A指数月涨跌幅为7.38%，保险权益规模表现与整体市场节奏一致。
- **银行理财：产品净增量上行。**23年2月理财产品发行数量为3110只，表现平稳，发行-到期数量985只，为2021年3月以来新高。2022年至今来看，资管新规落地后，理财产品进入平稳向好发展趋势，月度发行-到期数量波动较过往显著减小且基本为正。
- **产业资本：2月净减持水平回落。**2月产业资本交易日均净减持规模为-14.61亿，较12月的-18.28亿有所好转。2月整体净减持规模为-292亿元，交易日均同样回落，市场上涨偏温和，减持需求未出现放大。交易日均减持规模对比22年6月的-28.53亿元较优，但也同样达不到22年10月的-6.05亿元的水平。**解禁方面**，当前23年3月，整体解禁水平在3000亿元左右，4月将走低至2700亿水平，解禁水平为年内次低点，仅高于11月的2100亿水平。分行业来看当前至年底的解禁情况，电子、医药生物解禁压力仍大，近5000亿水平。

- **3 主体资金流指标：2015 年底以来 69%分位。截止 2023 年 3 月 22 日，3 主体资金流指标值为 0.14，位于 2015 年底以来的 69%分位。近期微降主要由于北向资金流转弱，且融资余额也仅在春节后短期强势，但回落较快。当前水平来看，尚未达到 0.5 的过热水平。**
- **风险提示：**公开数据存在滞后，资本市场政策出现超预期变化，国际形势出现超预期恶化。

内容目录

1. 公募基金：23 年 1-2 月新发基金份额仍低	5
2. 私募证券基金：2 月仓位持续高位	7
3. 北向资金：2 月净流入大幅下降	9
4. 两融资金：持续回暖	10
5. 保险资金：1 月仓位环比上升，突破 2013 年来中位数	12
6. 银行理财：产品净增量持续上行	13
7. 产业资本：2 月净减持水平小幅回落	14
8. 3 主体资金流指标：2015 年底以来 69%分位	16
9. 风险提示	17

图表目录

图 1: 各大资金主体关键指标月度表现	5
图 2: 23 年 2 月新发 328 亿份, 较 1 月新发 182 亿份显著增加	5
图 3: 2 月被动产品新发环比回升, 主动型仍占主导地位	6
图 4: 23 年 1 月存量偏股大幅净赎回	6
图 5: 各类型型基金估算仓位小范围内波动 (%)	7
图 6: 2 月私募证券基金规模小幅回升, 股票型新发数量稳健	7
图 7: 2 月私募仓位持续高位, 仍然在 70% 以上	8
图 8: 2 月私募证券基金管理人小幅增加	8
图 9: 2 月北向净买入额断崖式下降	9
图 10: 23Q1 至今, 北向大幅净流入食品饮料、电力设备, 逆势净流入银行	9
图 11: 北向 23Q1 对非银、有色、计算机增配	10
图 12: 2 月两融余额占比小幅上升	10
图 13: 2 月两融持续回暖	11
图 14: 两融 23Q1 显著净流入电力设备、计算机	11
图 15: 两融余额行业分布, 计算机、电子、通信占比上升, 医药下降显著	12
图 16: 23 年 2 月保险资金仓位环比上升, 突破 2013 年来中位数	12
图 17: 保险资金权益规模 23 年 1 月走高	12
图 18: 2 月理财产品新发 3110 只表现平稳, 发行-到期数量几乎翻倍	13
图 19: 2 月基础资产包含股票的理财产品数量占比回升至 8% 以上	13
图 20: 产业资本 2 月净减持水平回落	14
图 21: 23Q1 以来银行净增持水平已超 22Q4, 医药净减持领先全行业	14
图 22: 4 月解禁市值是年内次低点	15
图 23: 当前至年底, 电子、医药生物解禁压力仍大	16
图 24: 3 主体资金流指标当前位于 2015 年底以来的 69% 分位	16

图 1：各大资金主体关键指标月度表现

资金主体关键指标月度表现	2021 月均	2022 月均	2022 年					2023 年	
			8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月
公募偏股型基金：									
新成立份额（亿份）	1809	391	428	420	192	258	323	182	328
总份额净变化（亿份）	1423	335	21	804	642	99	1793	-1237	
私募证券基金：									
股票型新成立产品数量（只）	2680	2254	2803	2489	1777	2626	2456	2218	2196
股票多头策略产品估算仓位（%）	74	62	59	58	55	60	63	71	
规模净变化（亿元）	1965	-469	33	-68	-4130	-35	21	522	210
北向资金：									
净流入额（亿元）	360	75	127	-112	-573	601	350	1413	93
两融资金：									
净流入额（亿元）	205	-229	-265	-658	-96	296	-195	123	392
交易额占全 A 比例（%）	8.92	7.27	7.17	6.48	7.02	7.84	7.48	7.70	8
保险资金：									
权益仓位（%）	12.63	12.40	12.53	12.11	11.84	12.84	12.71	13.36	
权益规模净变化（亿元）	-26	194	492	-951	-656	2786	-11	2298	
银行理财：									
发行产品数量（只）	4321	2726	2816	2813	2043	2695	3083	2488	3110
新发基础资产包含股票数量占比（%）	5.52	8.81	8.50	9.02	9.82	9.27	8.50	7.77	9
半年/年末权益类资产占比（%）	3.27								
半年/年末公募基金资产占比（%）	4.00								
产业资本：									
增持规模（亿元）	92	87	75	69	72	82	48	88	46
减持规模（亿元）	-550	-434	-347	-554	-165	-560	-541	-381	-334
净减持规模（亿元）	-458	-347	-272	-485	-93	-478	-494	-293	-288

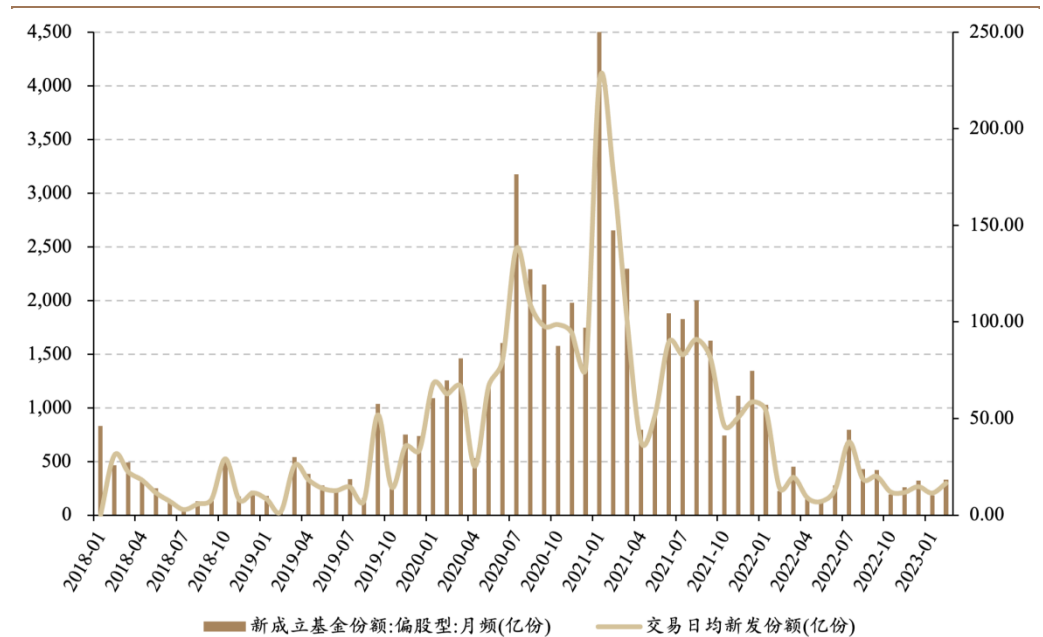
资料来源：Wind，德邦研究所，报告数据均截至 2023/3/21

注：私募、理财产品新发存在滞后更新现象

1. 公募基金：23 年 1-2 月新发基金份额仍低

23 年 2 月新成立公募偏股型基金份额 328 亿份，较 1 月新发 182 亿份增加 146 亿份，23 年 1-2 月新发基金份额总数 510 亿份，较 22 年 1-2 月份的 1249 亿份仍未起势。新发水平滞后于市场变化，市场于 22 年 10 月见底后，2022/10/31-2023/1/31 万得全 A 涨幅不到 15%，而对比去年 4-7 月超 20% 反弹后，新发水平迎来一小波脉冲，当前反弹力度尚不足以刺激市场、推动新发。

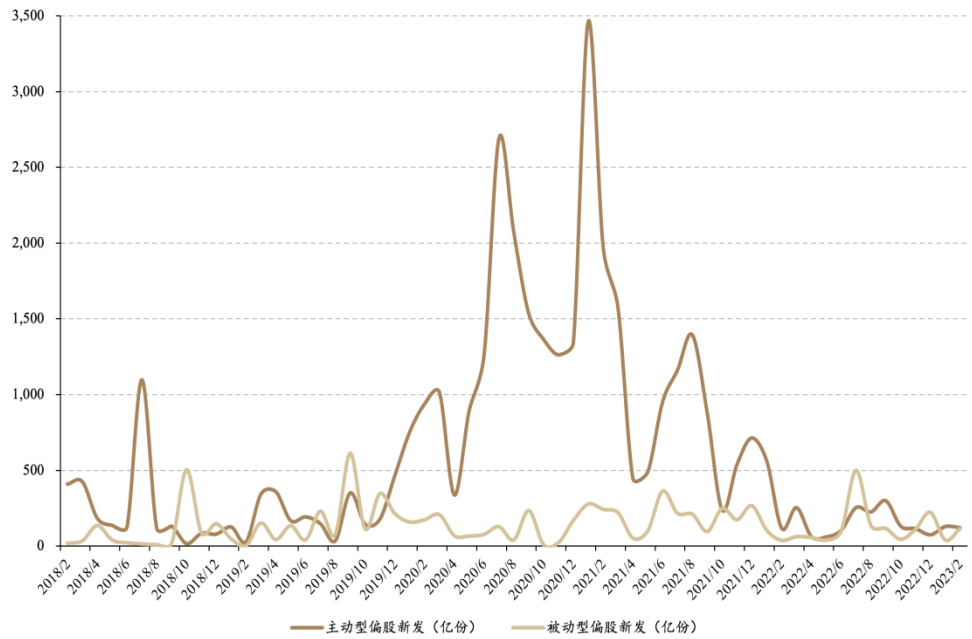
图 2：23 年 2 月新发 328 亿份，较 1 月新发 182 亿份显著增加



资料来源：Wind，德邦研究所；右轴为日均新发份额

分结构来看，被动型偏股新发份额 2 月环比回升至 116 亿，但仍低于主动型偏股新发份额 121 亿，主动型相对被动型占主导地位。

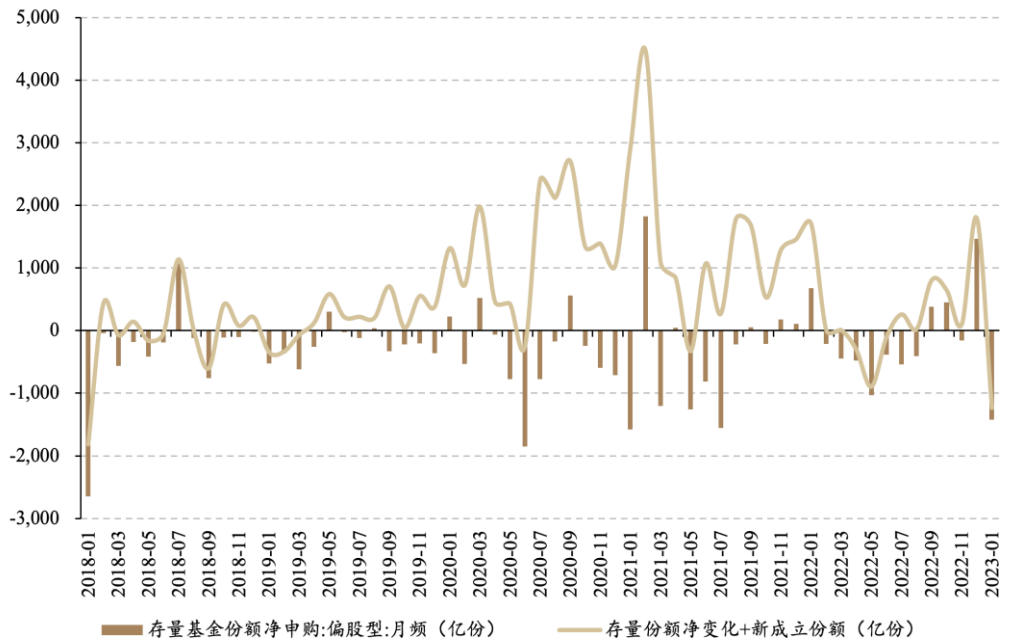
图 3：2 月被动产品新发环比回升，主动型仍占主导地位



资料来源：Wind，德邦研究所

23 年 1 月存量偏股份额大幅净赎回 1419 亿份，总份额下降 1237 亿份。相比于 22 年 12 月大幅净申购，23 年 1 月出现几乎同等份额的净赎，这种急剧的变化体现了基民的预期在 1 月或已得到相当程度的逆转，存量份额净变化+新成立份额自 2018 年以来仅次于 2018 年 1 月，存量净赎回份额自 2018 年以来达到罕见 1000 亿份以上。

图 4：23 年 1 月存量偏股大幅净赎回

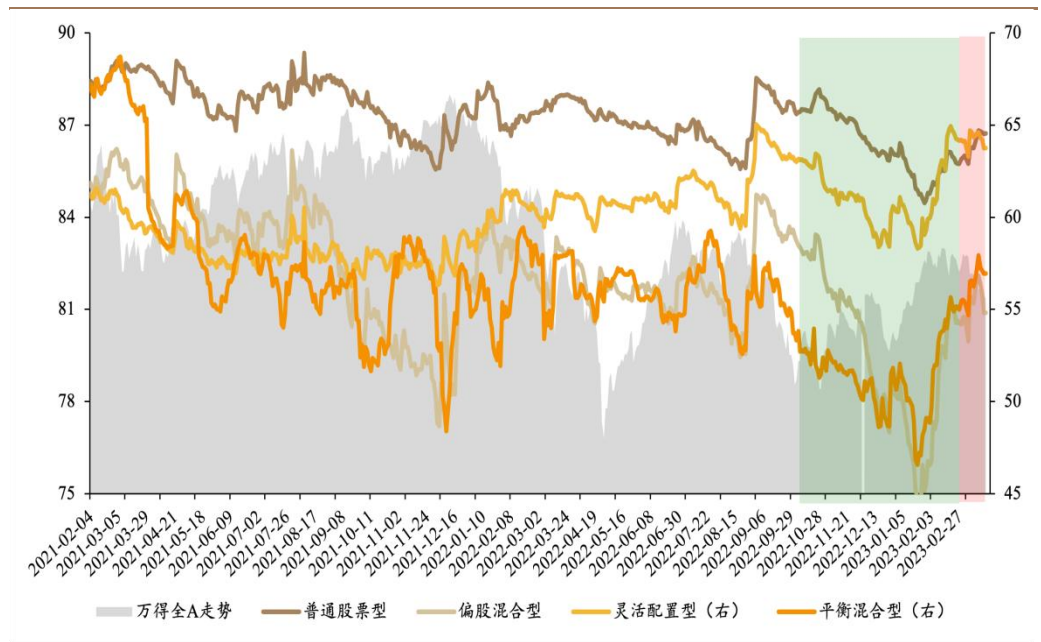


资料来源：Wind，德邦研究所

各类型公募估算仓位小范围内波动。当前估算仓位自 2021 年分位来看，普通股票型、偏股混合型、灵活配置型、平衡混合型分别为 27%、25%、94%、62%，

灵活配置型基金估算仓位已接近最高水平。

图 5：各类型基金估算仓位小范围内波动（%）

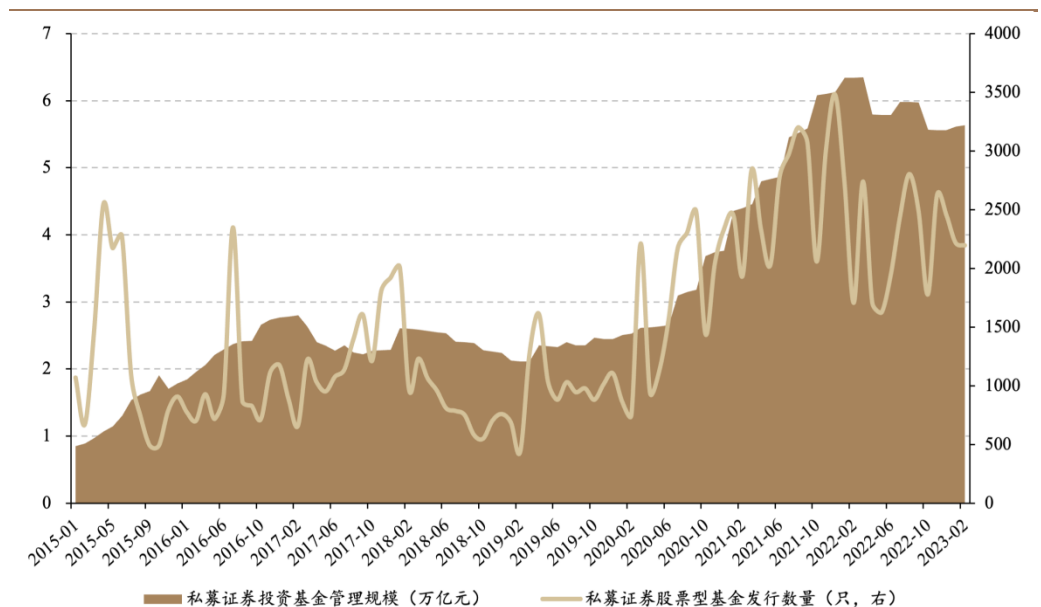


资料来源：Wind，德邦研究所

2. 私募证券基金：2月仓位持续高位

私募证券基金规模2月回升至5.64万亿，股票型产品新发数量表现稳健。从股票型产品的新发情况来看，2月新发数量为2196只，与1月新发数量基本持平。

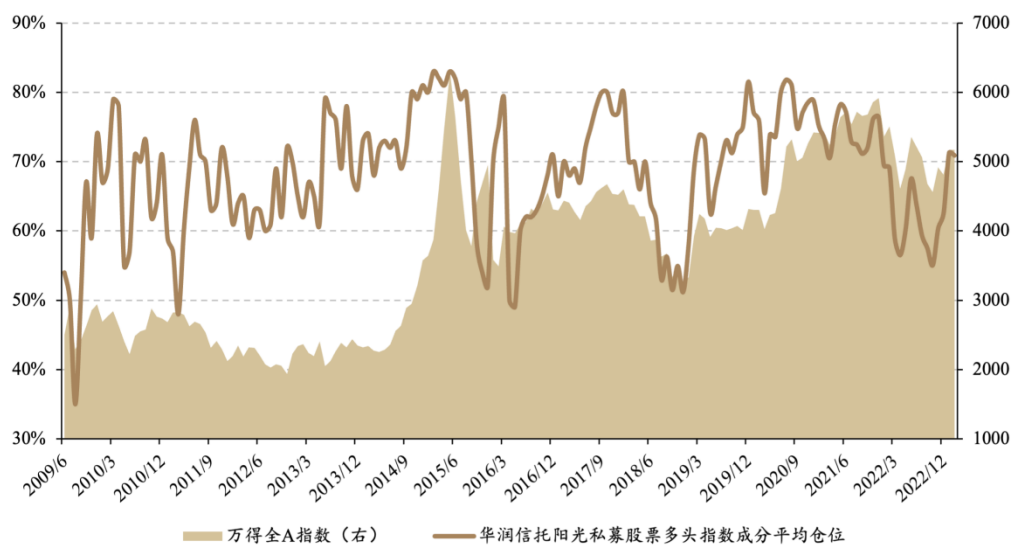
图 6：2月私募证券基金规模小幅回升，股票型新发数量稳健



资料来源：Wind，德邦研究所，最新月份新发由于登记滞后可能存在一定低估

2月私募仓位表现稳健，与一月水平基本持平。根据华润信托阳光私募股票多头指数成分平均仓位来看，2月环比下行0.34pcts至70.89%，超过2010年以来中位水平，同时高于2022年全年。

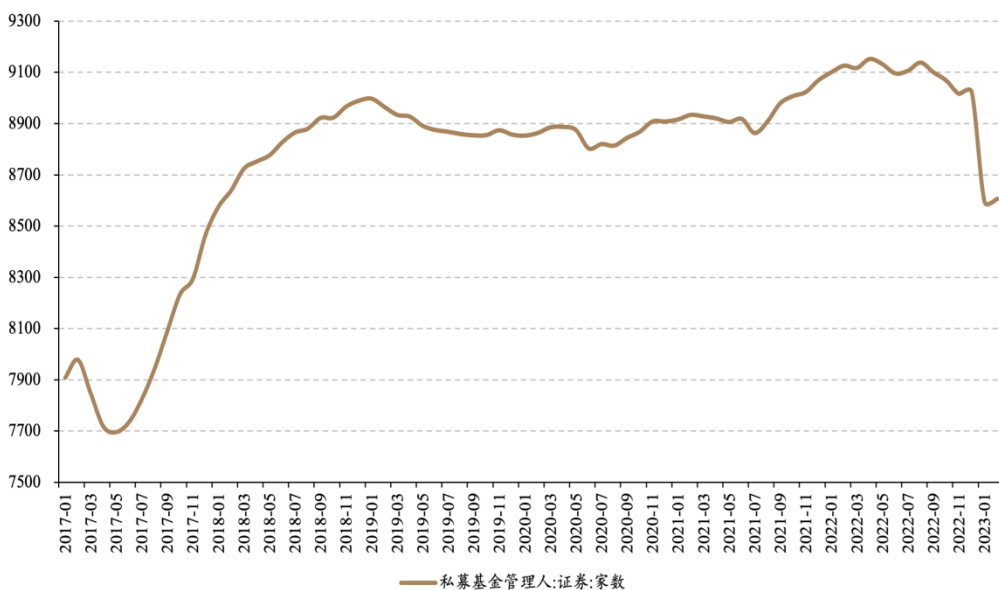
图7：2月私募仓位持续高位，仍然在70%以上



资料来源：Wind，德邦研究所

私募行业1月管理人大幅出清之后，2月管理人有小幅上升。开年第一个月，私募基金管理人便注销1565家，其中证券基金管理人注销449家，存量来到8595家，回到2018年初水平。2023年2月证券基金管理人新增11家，存量来到8606家，仍处于2018年初水平，在大幅出清之后，并没有明显的上涨趋势，主要由于22年12月30日《私募投资基金登记备案办法(征求意见稿)》及多个配套指引的发布，私募管理人、产品门槛进一步提高。

图8：2月私募证券基金管理人小幅增加

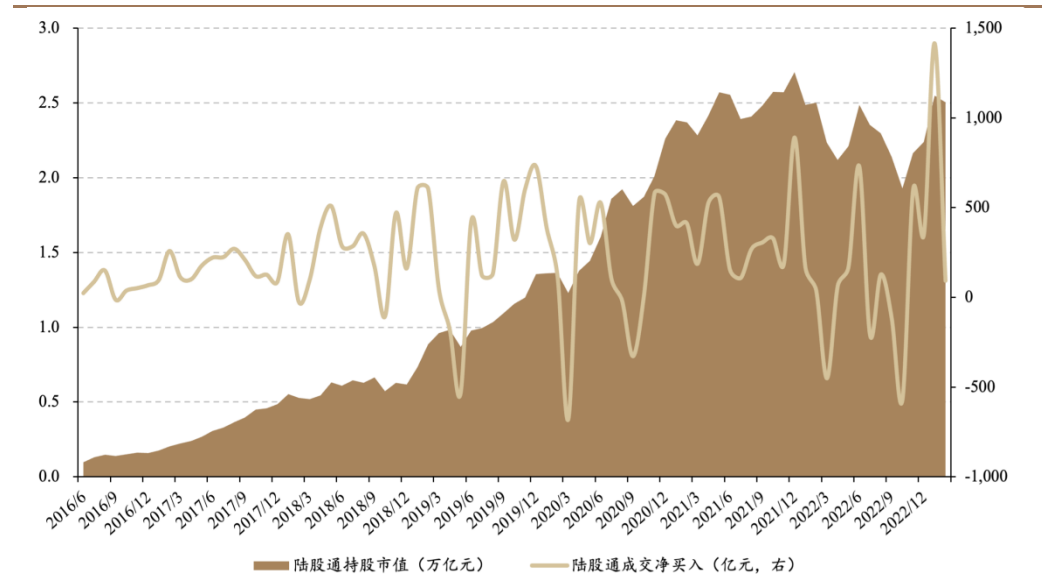


资料来源：Wind，德邦研究所

3. 北向资金：2月净流入大幅下降

北向资金2月大幅净流入93亿元，相比1月呈现断崖式下降。在22年11月国内疫情防控逐步放开、经济复苏预期及确定性大幅上升，叠加美国长端利率出现下行趋势后，北向资金大举买入，1月净买入金额为历史新高的1413亿元，在经历三个月持续升温之后，2月净买入金额大幅下降，不足1月的十分之一。回顾2017-2022期间6年，23年2月北向净买入金额在历史数据的平均水平之下。

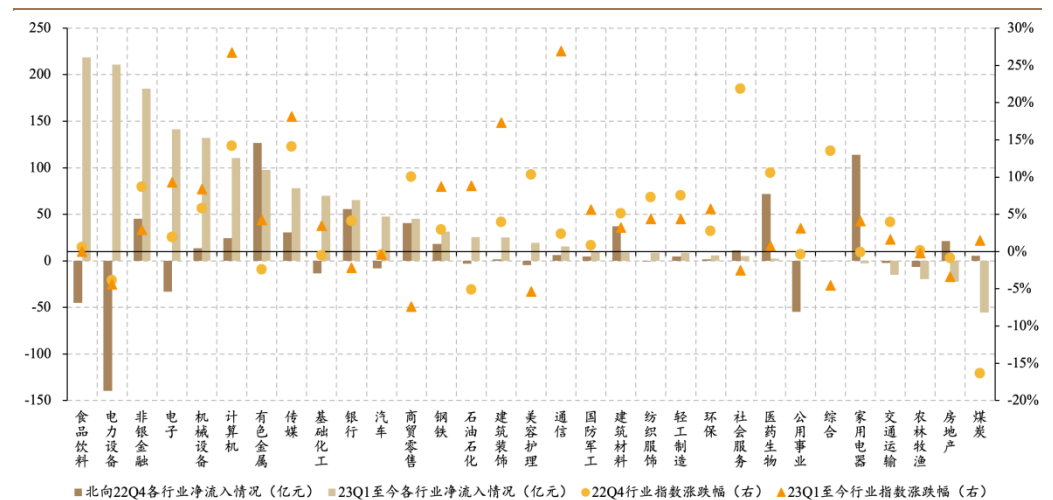
图9：2月北向净买入额断崖式下降



资料来源：Wind，德邦研究所

23Q1来看，北向对于餐饮、电力设备均有超200亿净流入，银行、商贸零售逆势流入。23Q1北向依然保持对市场的指引作用。净流出行业包括煤炭、房地产、农林牧渔等。

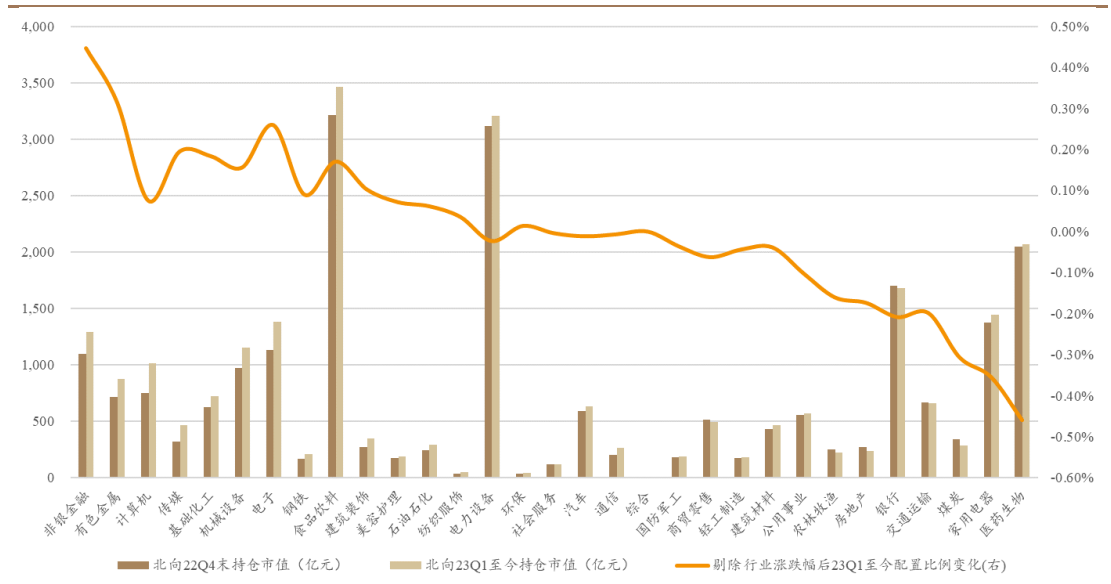
图10：23Q1至今，北向大幅净流入餐饮、电力设备，逆势净流入银行



资料来源：Wind，德邦研究所测算

23Q1 来看，北向增配领先行业有非银、有色、计算机，减配行业有医药、家电、煤炭。2023 年 3 月 21 日，我们测算非银行业在 23Q1 获北向主动增配+0.45pcts，有色+0.31pcts，计算机+0.08pcts。医药配比下降 0.46pcts。增配前 7 行业的绝对持有市值除食品饮料外不高，绝对配比方面仍是食饮、电力设备、医药领先。

图 11：北向 23Q1 对非银、有色、计算机增配

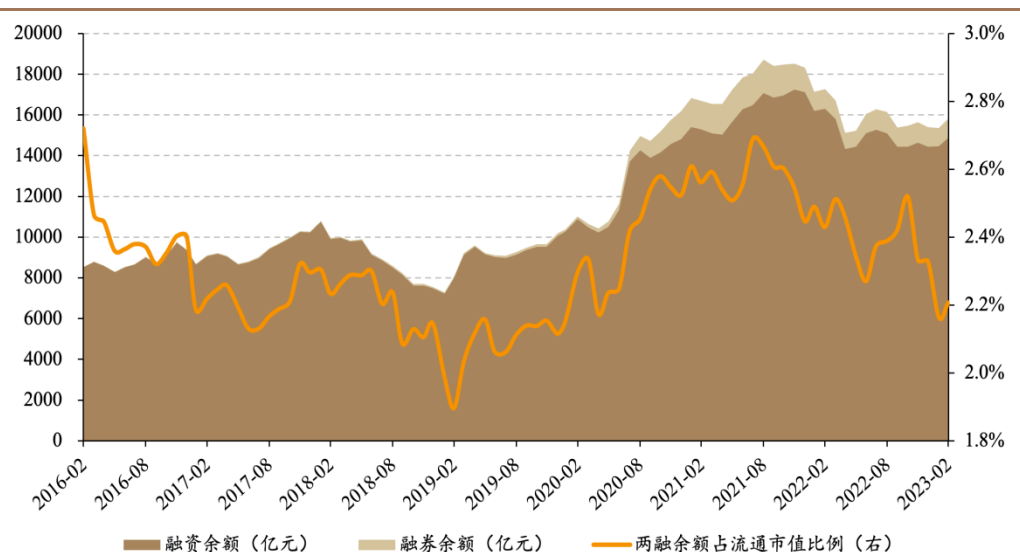


资料来源：Wind，德邦研究所测算

4. 两融资金：持续回暖

2 月末两融余额为 1.58 万亿，占流通 A 股市值比例升至 2.21%。其中融资余额 1.49 万亿，融券余额升至 935 亿，融资余额持续升高，年前内资参与度保持低位。2022 年全年融资余额出清 2675 亿元，结合当前经济及市场环境的改善，我们认为杠杆资金在年后接力外资的空间很足。

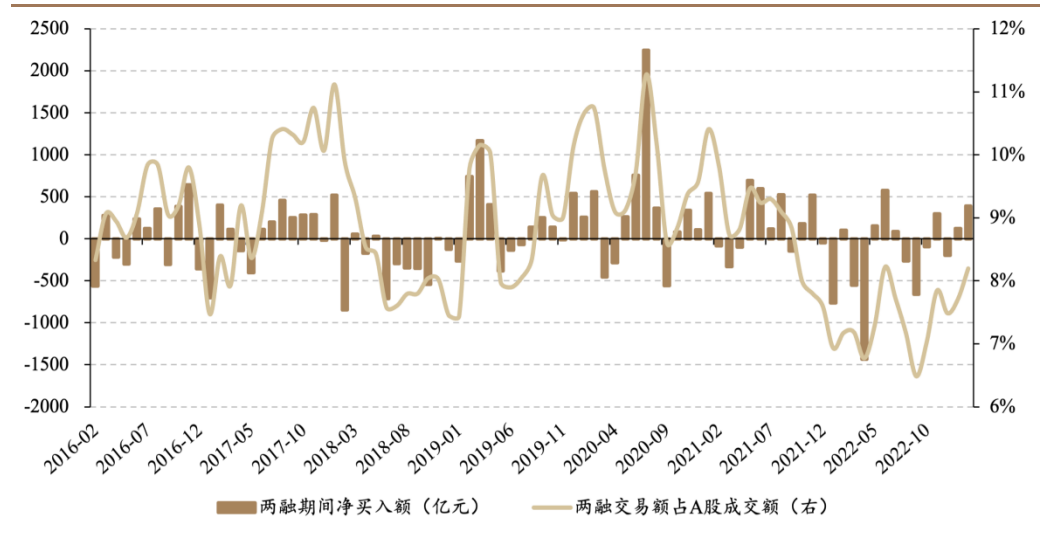
图 12：2 月两融余额占比小幅上升



资料来源：Wind，德邦研究所

2月两融净流入+392亿元，参与度由前值7.70%回升至8.19%。两融交易情绪在春节前连续回落后，节后迎来显著持续回暖。2022年全年两融参与度在7%-8%区间震荡，水平基本上是2016年以来新低，而2023年有望触底逐步回升。

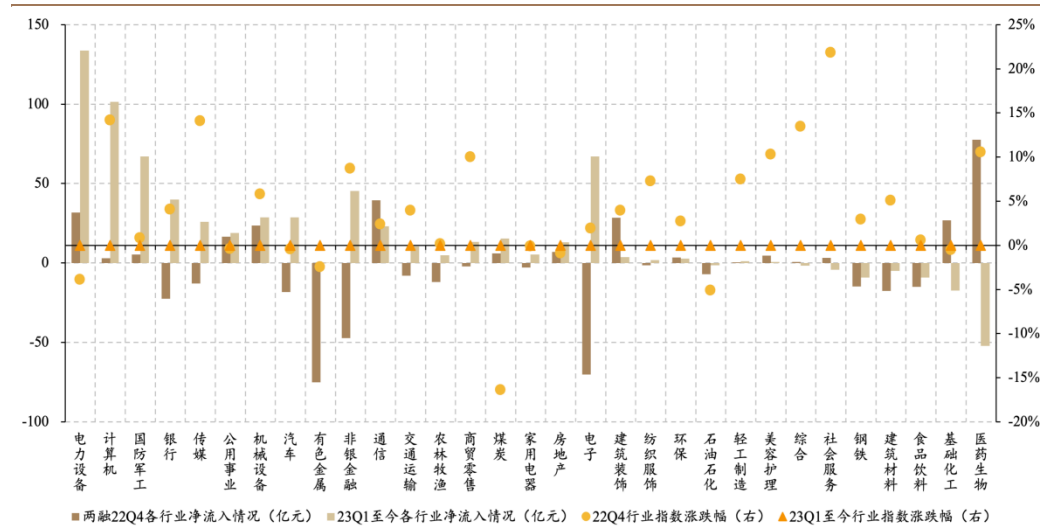
图 13：2月两融持续回暖



资料来源：Wind，德邦研究所

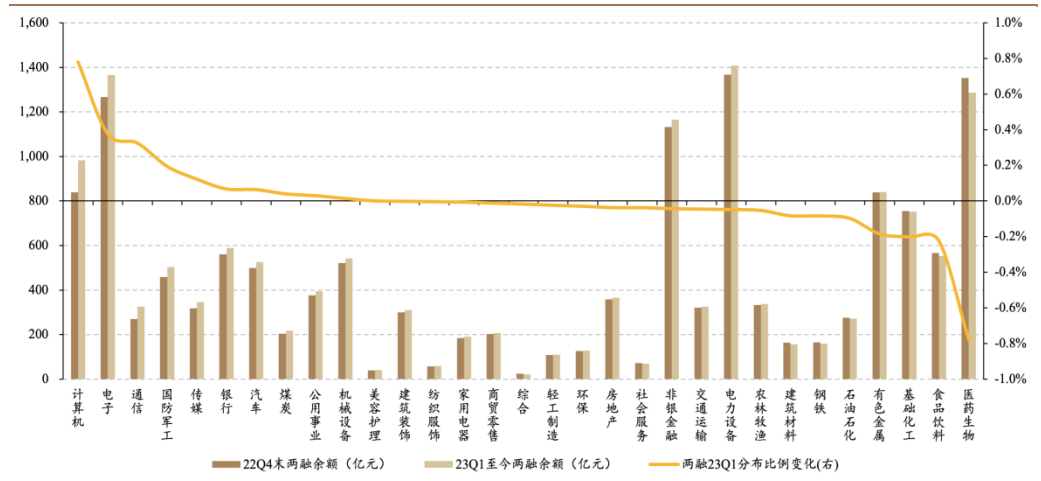
23Q1以来，两融资金显著净流入电力设备、计算机，医药生物净流出领先。两融资金在22Q4领先净流入医药，而来到23Q1后面面临抛压。23Q1涨幅领先行业杠杆资金参与度都较为领先，内资在年后参与市场更为积极。

图 14：两融 23Q1 显著净流入电力设备、计算机



资料来源：Wind，德邦研究所

图 15: 两融余额行业分布, 计算机、电子、通信占比上升, 医药下降显著

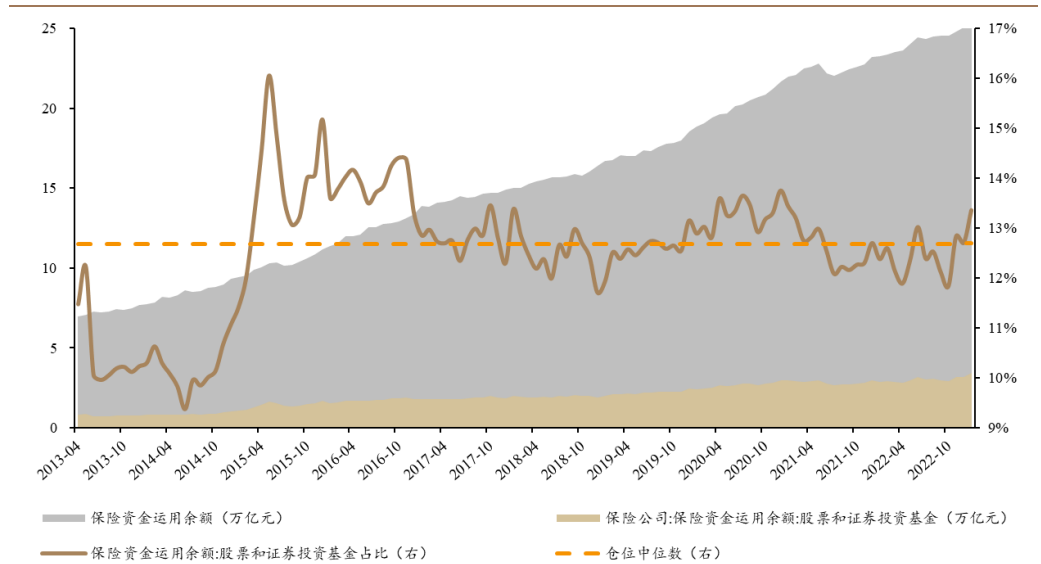


资料来源: Wind, 德邦研究所

5. 保险资金: 1月仓位环比上升, 突破2013年来中位数

保险资金 23 年 1 月权益仓位上升至 13.36%，突破历史中位水平。继 22 年 11 月保险资金权益仓位环比强势上行后，12 月仓位小幅回落至历史中位水平；23 年 1 月保险资金权益仓位则突破 2022 年全年高点水平。

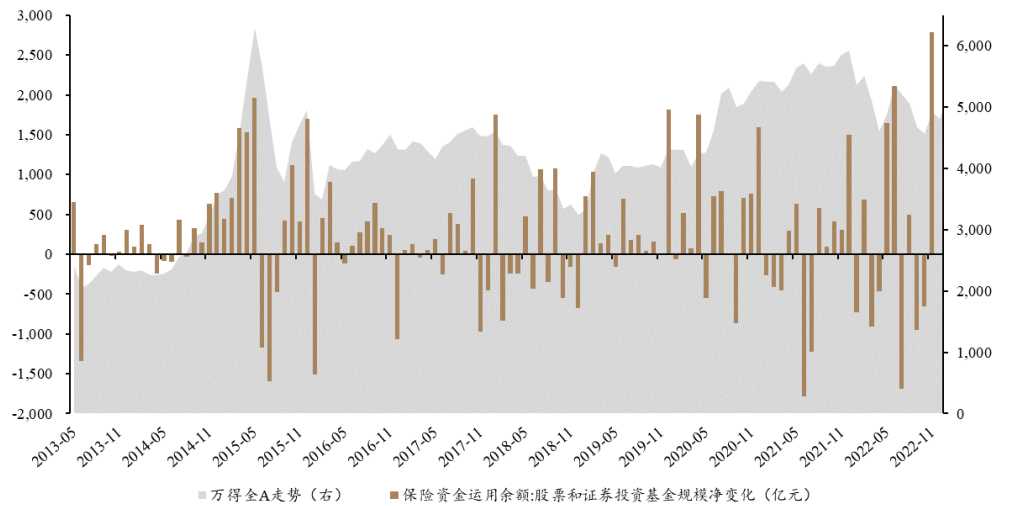
图 16: 23 年 2 月保险资金仓位环比上升, 突破 2013 年来中位数



资料来源: Wind, 德邦研究所

保险资金权益规模 23 年 1 月净变化+2298 亿元, 环比变化+7.22%，而万得全 A 指数月涨跌幅为 7.38%，保险权益规模表现与整体市场节奏一致。

图 17: 保险资金权益规模 23 年 1 月走高

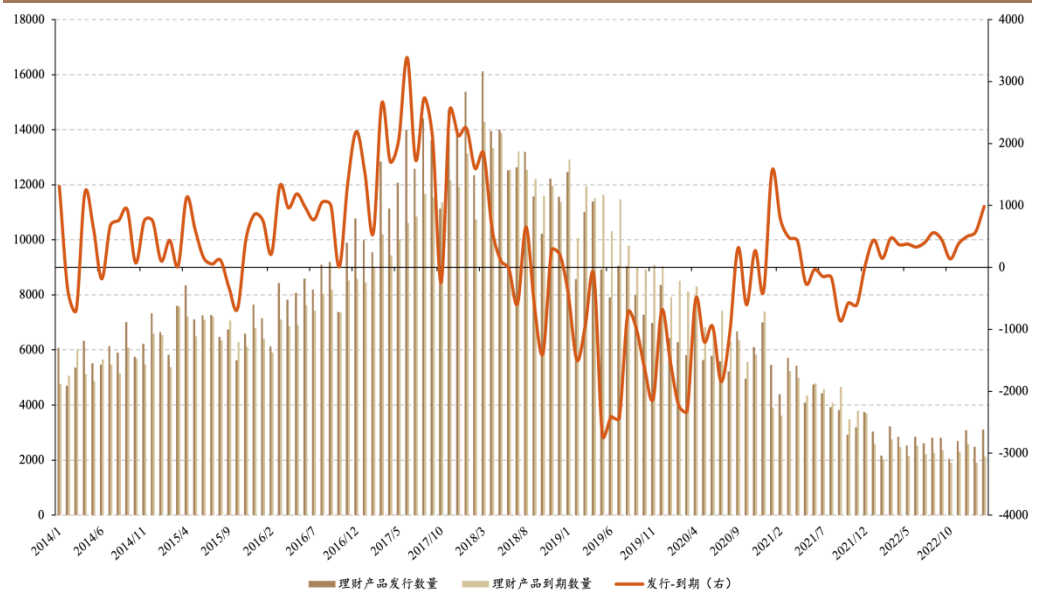


资料来源：Wind，德邦研究所

6. 银行理财：产品净增量持续上行

以收益起始日来看，23年2月理财产品发行数量为3110只，表现平稳，发行-到期数量985只，为2021年3月以来新高。2022年至今来看，资管新规落地后，理财产品进入平稳向好发展趋势，月度发行-到期数量波动较过往显著减小且基本为正。

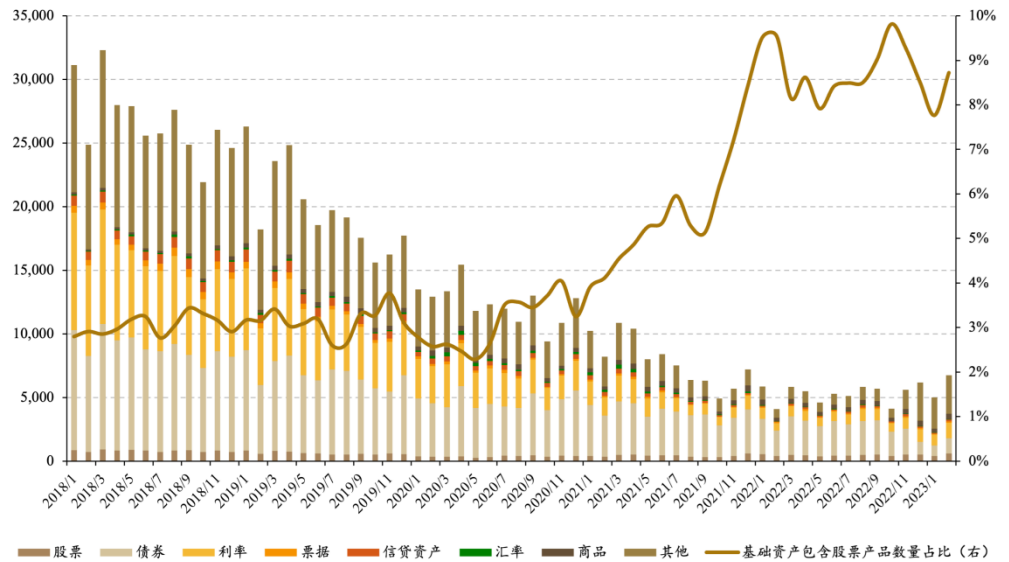
图 18：2月理财产品新发3110只表现平稳，发行-到期数量几乎翻倍



资料来源：Wind，德邦研究所

2月理财新发结构权益占比为8.72%，回升至8%以上。整体权益占比趋势依然维持在8%-10%区间波动。

图 19：2月基础资产包含股票的理财产品数量占比回升至8%以上



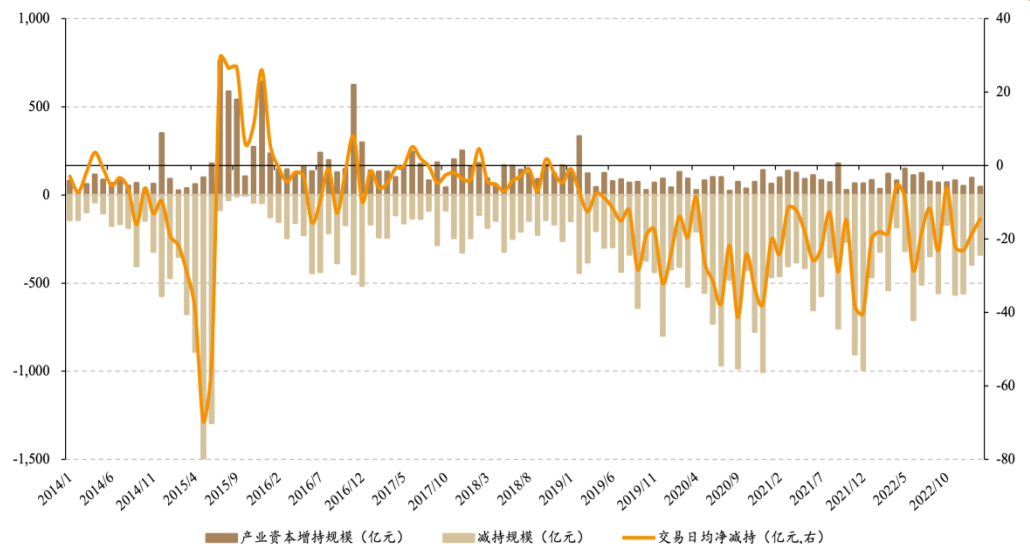
资料来源：Wind，德邦研究所

注：单个产品可能包含多个基础资产，故此处的合计值可能大于该时间段内实际发行产品数量(只)

7. 产业资本：2月净减持水平小幅回落

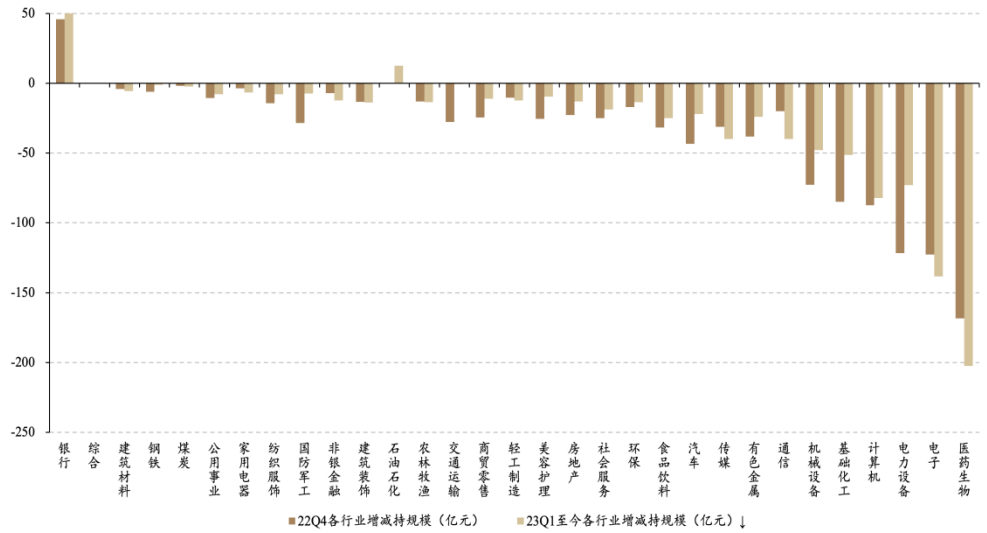
2月产业资本交易日均净减持规模为-14.61亿，较12月的-18.28亿有所好转。2月整体净减持规模为-292亿元，交易日均同样回落，市场上涨偏温和，减持需求未出现放大。交易日均减持规模对比22年6月的-28.53亿元较优，但也同样达不到22年10月的-6.05亿元的水平。

图 20：产业资本 2 月净减持水平回落



资料来源：Wind，德邦研究所

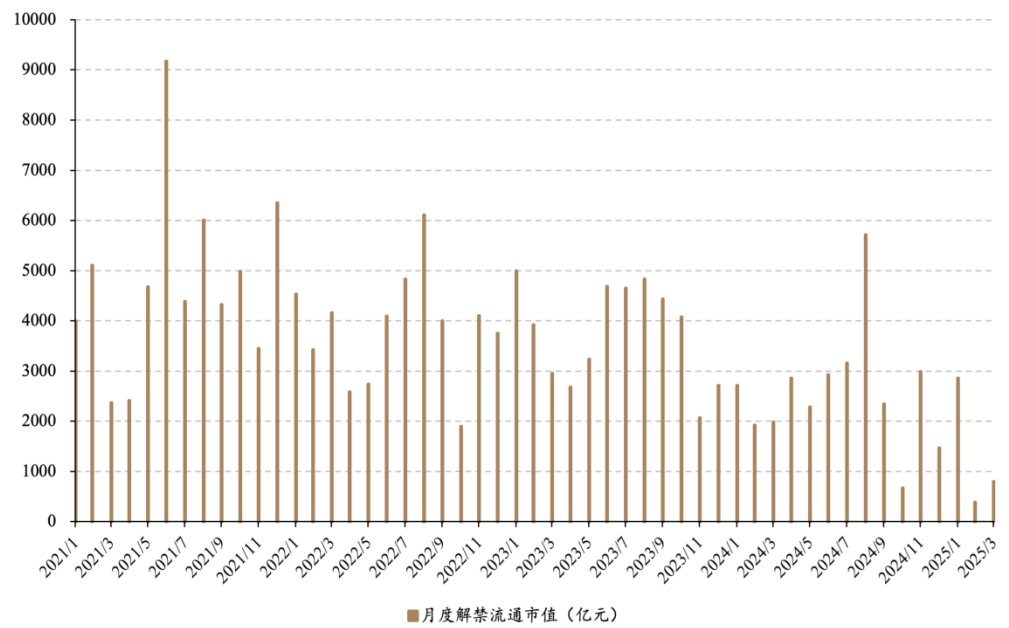
图 21：23Q1 以来银行净增持水平已超 22Q4，医药净减持领先全行业



资料来源: Wind, 德邦研究所

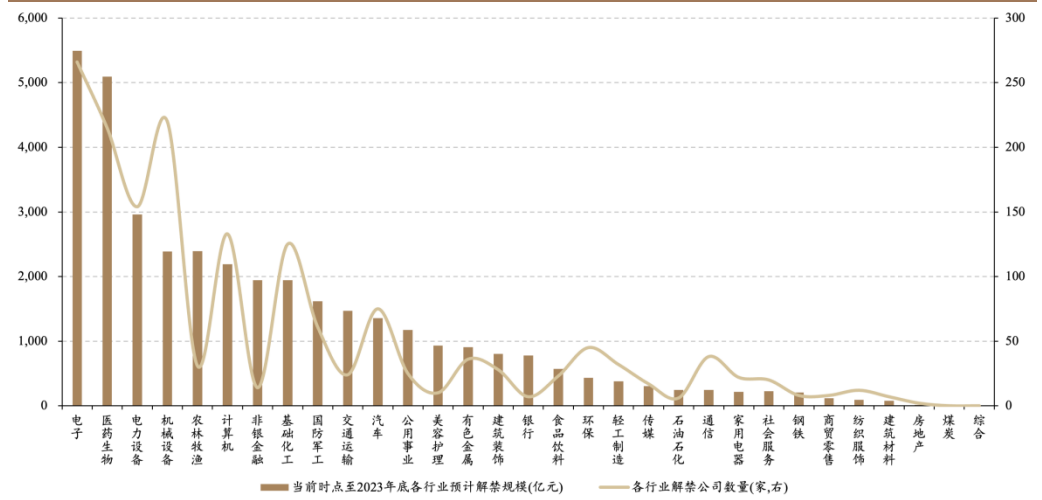
当前 23 年 3 月整体解禁水平在 3000 亿元左右, 4 月将走低至 2700 亿水平, 解禁水平为年内次低点, 仅高于 11 月的 2100 亿水平。分行业来看当前至年底的解禁情况, 电子、医药生物解禁压力仍大, 近 5000 亿水平。

图 22: 4 月解禁市值是年内次低点



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 23: 当前至年底, 电子、医药生物解禁压力仍大



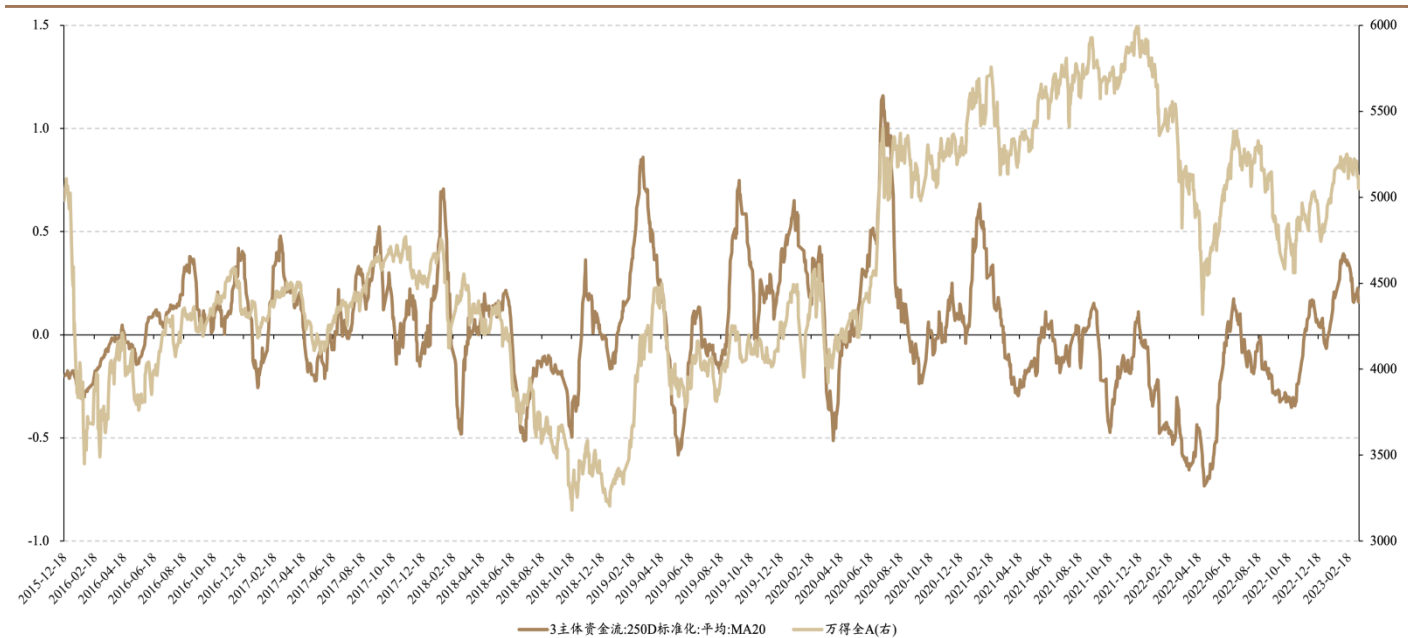
资料来源: Wind, 德邦研究所

8.3 主体资金流指标: 2015 年底以来 69%分位

为了更加高频的跟踪衡量当前市场资金活跃度, 我们选取 3 大主体分别进行标准化后 3 者平均, 最后进行平滑处理得到 3 主体资金流指标。可以看出历史上资金流指标上行时, 市场走势往往同步或滞后上行, 而资金流指标不断下行恶化时, 市场也将迎来回落。

截止 2023 年 3 月 21 日, 3 主体资金流指标值为 0.14, 位于 2015 年底以来的 69%分位。近期微降主要由于北向资金流转弱, 且融资余额也仅在春节后短期强势, 但回落较快。当前水平来看, 尚未达到 0.5 的过热水平。

图 24: 3 主体资金流指标当前位于 2015 年底以来的 69%分位



资料来源: Wind, 德邦研究所

9. 风险提示

公开数据存在滞后，资本市场政策出现超预期变化，国际形势出现超预期恶化。

信息披露

分析师与研究助理简介

吴开达，德邦证券研究所副所长、总量大组长、首席策略分析师（兼 REITs、新股研究），复旦大学、上海财经大学金融专硕导师。曾任国泰君安策略联席首席，拥有超过 10 年资本市场投资及研究经历，同时具备一级市场、二级市场买方投资及二级市场卖方研究经验。践行“自由无用、策略知行”，主要研究市场微观结构。吴开达策略知行团队成员大多具有买方工作经验，细分为：大势研判、行业比较、公司研究、微观流动性、新股研究五个领域，落地组合策略+增强策略，较传统卖方策略更具买方思维、更重知行。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。