

股市微观流动性动向观察

分析师	林莎	联系方式: 010-66554151	执业证书编号: S1480521050001
研究助理	孙滢	联系方式: 010-66555181	执业证书编号: S1480121040003

2023年3月24日

■ 一、股市微观流动性观测体系

低频+高频

■ 二、股市微观流动性的五大规律

- 1、降准后的资金流入变化
- 2、北向流入、流出的影响因素
- 3、“聪明钱”的预测准确率
- 4、公募主导下的市场风格
- 5、“回本”带来的赎回压力

■ 三、当前内外资表现

■ 1) 2月以来整体回落

- 2) 下阶段：2月以来资金流入放缓原因是对基本面复苏存疑，宽松政策提振下基本面预期有望改善，后续可关注3月PMI、社融发布。外资流入态势较为确定。一是年初天量受到2022Q3大幅流出影响，回补结束后放缓。二是加息预期抬升并未阻止外资流入

■ 风险提示：宏观经济超预期波动，疫情演变超预期，货币政策不及预期

低频+高频（标红）观测指标

图表：股票市场资金流入主体

股票投资者类别：一级		股票投资者类别：二级		股票投资者类别：三级		数据指标
自然人投资者	-	-	-	-	-	客户交易结算资金余额
一般法人	-	-	-	-	-	重要股东增持净值
				公募基金投资		偏股型公募基金市值
	公募基金			基金管理公司及其子公司私募资管计划		按投资类型分私募资管产品存续情况： 权益类规模
				ETF基金		ETF净申购
	私募基金			私募基金		私募基金存续情况统计表-基金规模（亿元）*19.15%
				券商自营		自营权益类证券及证券衍生品
	证券公司			证券公司及其子公司私募资产管理计划		按投资类型分私募资管产品存续情况： 权益类规模
专业机构				基金管理公司管理的社保基金、基本养老金、企业年金和职业年金		资产管理业务统计数据：各类资产管理业务只数及规模：养老金资产规模*假设占比
	社保基金、养老金、企业年金			社保基金、基本养老金、企业年金和职业年金直接投资		-
				信托公司		资金信托-按投向划分：证券市场（股票）
				信托资金		
				保险公司自营		保监会-保险业经营情况表：资金运用余额-股票和证券投资基金余额
	保险资金			保险公司资管		保险资管规模*10%
				银行理财		理财产品资金余额*理财产品投资资产占比：权益类资产
	银行理财			北向资金陆股通		北向资金成交净买入
外资机构						融资余额
杠杆资金						

全页资料来源：机构官网、东兴证券研究所

高频指标

图表：股市流入资金高频指标

		整体规模	风格	行业	个股
北向资金	配置盘	√	√	√	√
	交易盘	√	√	√	√
	两融	√	√	√	√
	股票型ETF	√	√		
	公募基金		测算仓位+新发偏股型公募基金份额		

图表：二级市场成交高频指标

	整体规模	风格	行业	个股
成交规模	√	√	√	
成交集中度			√	√
换手率	√	√	√	

全页资料来源：机构官网、东兴证券研究所

股市微观流动性的五大规律之一

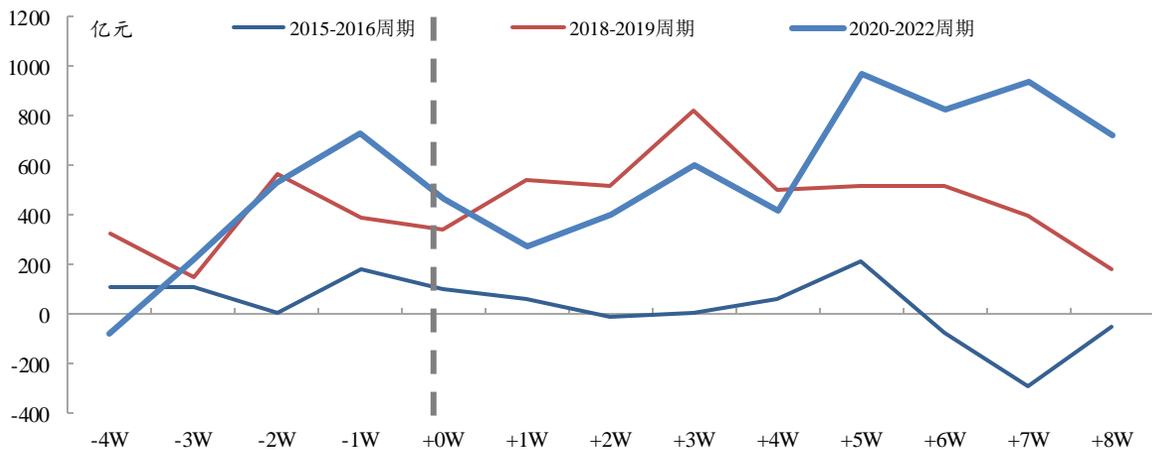
降准后内外资流入放大

1. 对应降准落地时点，2010年以来降准宣布时点共计21次，以周度频率进行统计降准后内外资流入整体趋于放大
2. 2015年以来的降准时点后，北向、两融自降准后流入放大，持续时间约为1个月。

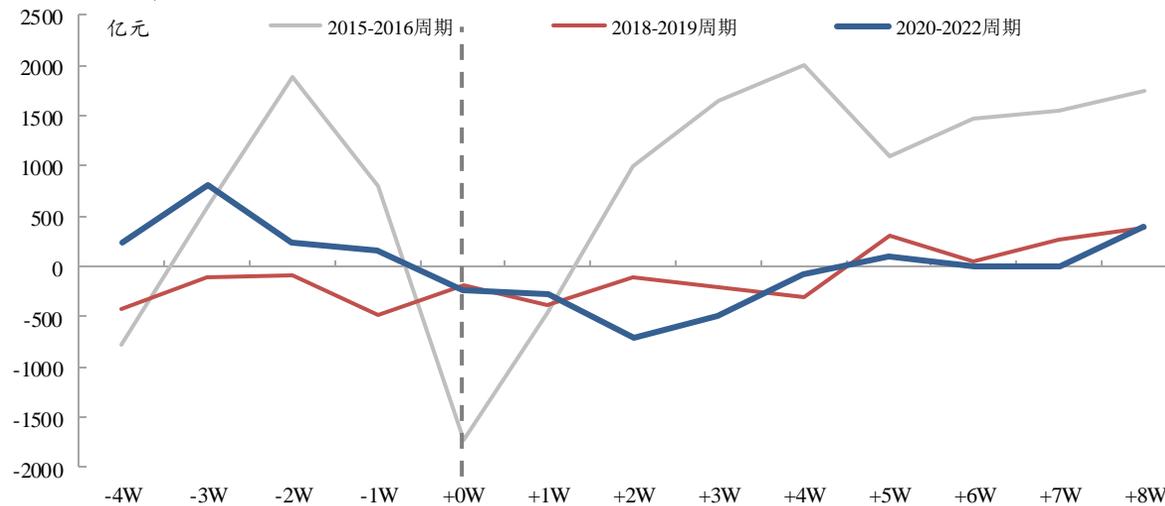
1. 2010年以来的“降准宣布时点”

降准落地日	降准宣布日	降准落地日	降准宣布日
2011年12月05日，全面降准0.5个百分点	2011-11-30，中国人民银行决定下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点	2019年1月15日，全面降准（1月15日和2019-01-04，中国人民银行决定于2019年1月下旬月15日分别降准0.5个百分点）	2018-12-29，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率0.5个百分点
2012年2月24日，全面降准0.5个百分点	2012-02-18，中国人民银行决定下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点	2019年9月16日，降准0.5个百分点	2019-09-06，中国人民银行决定于2019年9月16日下调金融机构存款准备金率
2012年5月18日，全面降准0.5个百分点	2012-05-12，中国人民银行决定下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点	2020年1月6日，全面降准0.5个百分点	2020-01-01，中国人民银行决定于2020年1月6日下调金融机构存款准备金率
2015年2月5日，全面降准0.5个百分点	2015-02-04，中国人民银行决定 普降金融机构存款准备金率 并有针对性地实施定向降准措施	2020年3月16日，普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点	2020-03-13，中国人民银行决定于2020年3月16日定向降准
2015年4月20日，全面降准1个百分点	2015-04-19，中国人民银行决定 继续普降存款类金融机构存款准备金率	2020年4月15日、5月15日，对中小型企业定向降准1个百分点	2020-04-03，中国人民银行决定于2020年4月对中小型企业定向降准，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率
2015年9月6日，全面降准0.5个百分点	2015-08-25，中国人民银行决定下调存款类金融机构存款准备金率并降低存款准备金率	2021年7月15日，全面降准0.5个百分点	2021-07-09，中国人民银行决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点
2015年10月24日，全面降准0.5个百分点	2015-10-23，中国人民银行决定下调存款类金融机构存款准备金率并降低存款准备金率	2021年12月15日，全面降准0.5个百分点	2021-12-15，央行正式发布公告称下调金融机构存款准备金率0.5个百分点
2016年3月1日，全面降准0.5个百分点	2016-02-29，中国人民银行决定下调存款准备金率	2022年4月25日，下调金融机构存款准备金率0.25个百分点	2022-04-15，央行公告称，决定于2022年4月25日，下调金融机构存款准备金率0.25个百分点
2018年4月25日，全面降准1个百分点	2018-04-17，中国人民银行决定下调部分金融机构存款准备金率以置换中期借贷便利	2022年12月5日，降低金融机构存款准备金率0.25个百分点	2022-11-25，央行决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点
2018年7月5日，全面降准1个百分点	2018-06-24，中国人民银行决定通过定向降准支持市场化法治化“债转股”和小微企业融资	2023年3月27日，降低金融机构存款准备金率0.25个百分点	2023-03-17，央行决定于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点
2018年10月15日，全面降准1个百分点	2018-10-07，中国人民银行决定下调部分金融机构存款准备金率置换中期借贷便利		

2. 降准后北向流入



3. 降准后两融流入



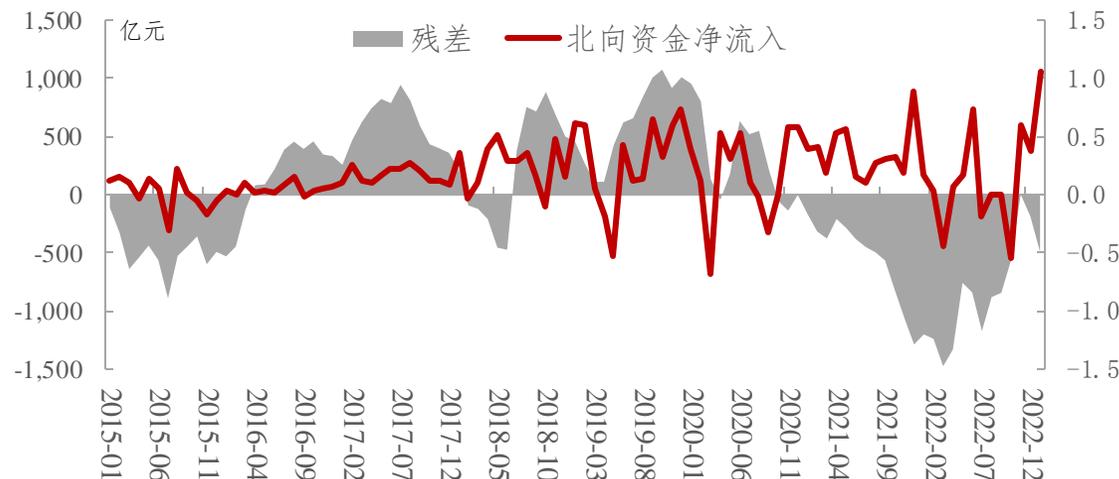
全页资料来源：iFinD、东兴证券研究所

股市微观流动性的五大规律之二

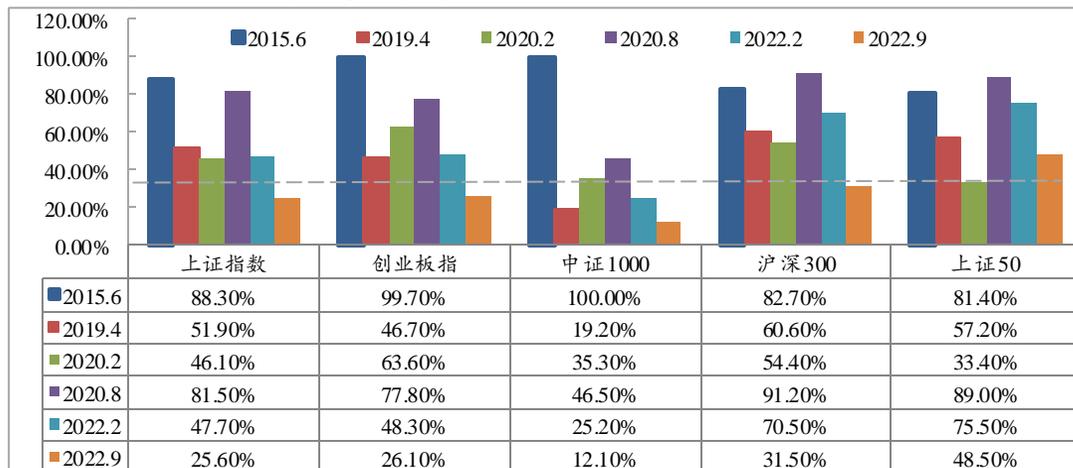
北向流入受国内影响更大，估值高位、前期大涨是导致北向流出因素之一

1. 汇率角度来看，人民币币值影响更大。假设人民币对美元指数存在线性关系，则回归方程残差即为非美元波动带来的人民币汇率变动，残差与北向资金同向波动较强。
2. 估值高位、前期大涨是导致北向流出因素之一。2014年至今，北向资金有6次月度资金流出规模超过300亿元的大幅流出（2015/7、2019/5、2020/3、2020/9、2022/3、2022/10）。上述时点前1个月，主要指数的10年估值分位数水平均处于相对高位（均超过50%）。2015/6、2019/4、2020/2和2020/8估值分位数达到高点前2个月内都经历过较大幅度的上涨。

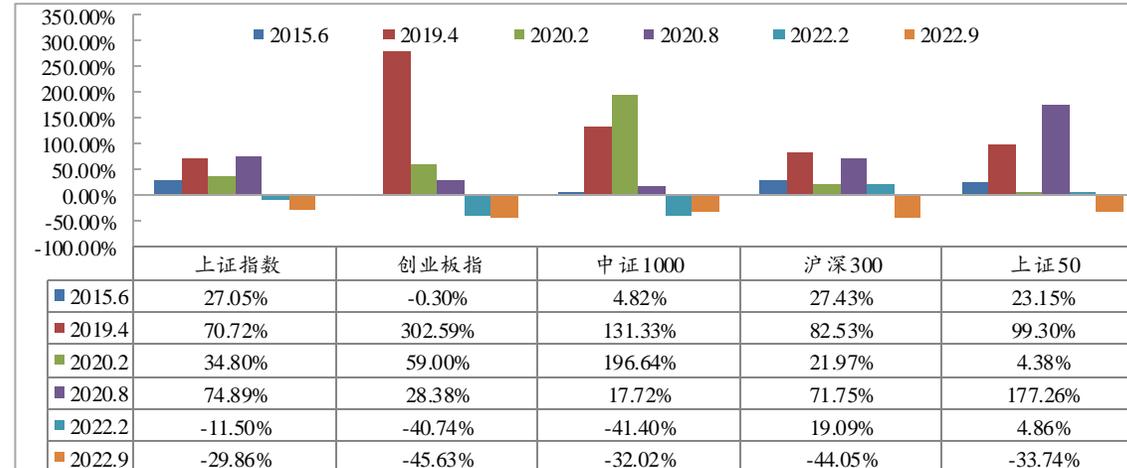
1. 相较美元指数，人民币币值更能解释北向波动



2. 北向大幅流出前的分位数表现



3. 北向大幅流出前的指数涨幅表现

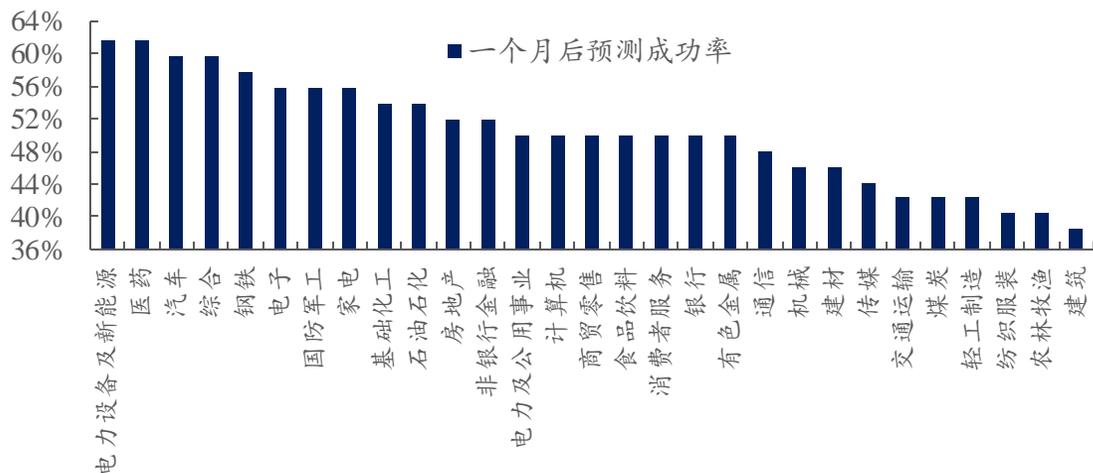


全页资料来源：iFinD、东兴证券研究所

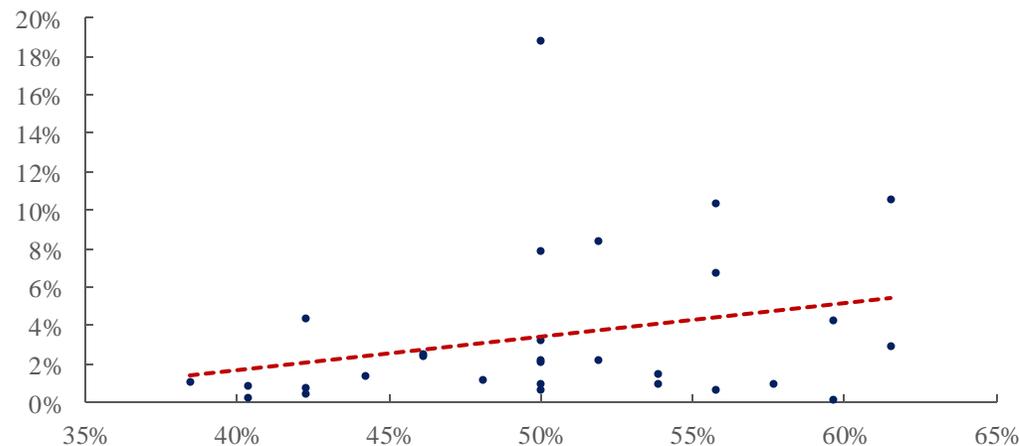
北向资金对一个月后行业的预测准确率最高

1. 北向资金对一个月后行业的预测准确率最高，不同行业的一个月后预测准确率中有19个行业不低于50%， 占有所有行业的65.52%。其中电新和医药行业预测准确率超过60%，汽车、综合、钢铁、电子、国防军工和家电行业预测准确率超过55%。
2. 各个行业的持仓比例与预测准确率呈现正相关关系，即持仓比例越高，一个月后的预测准确性通常来说就会更高。

1. 北向资金对1个月后各行业的预测准确率



2. 持仓比例与预测准确率关系



全页资料来源：iFinD、港交所、东兴证券研究所

股市微观流动性的五大规律之四

预计2023年公、私募主导市场

收益率边际抬升、前期估值低位吸引公、私募资金进入，公、私募重新成为重要增量资金，预计2023年公募流入近万亿。

图表：A股流动性增量及增速中性测算

单位：亿元	2020年增量	2021年增量	2022年增量	2023年增量E	2020年增速	2021年增速	2022年增速	2023年增速E	
散户	3,600	2,400	3,800	3,420	-0.58%	-33.33%	58.33%	-10.00%	
杠杆	4,765	2,300	-1,269	1,171	85.76%	-51.73%	-155.18%	-192.25%	
境外	2,089	4,322	1,925	2,214	-40.60%	106.85%	-55.46%	15.02%	
机构	公募基金	16,123	11,152	6,512	9,669	383.49%	-30.83%	-41.61%	48.48%
	私募基金	5,120	8,497	2,172	4,851	353.71%	65.97%	-74.44%	123.34%
	理财	-5,407	-2,801	1,096	1,375	29.56%	48.21%	139.14%	25.48%
	保险	5,457	-317	1,154	4,734	6.06%	-105.81%	464.04%	310.20%
合计	31,747	25,554	15,390	27,434	164.73%	-19.51%	-39.78%	78.26%	

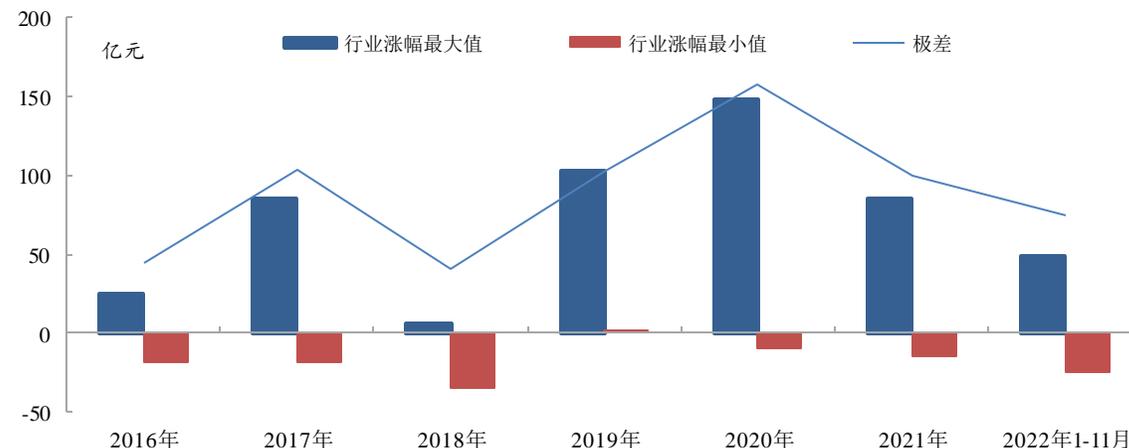
全页资料来源：iFinD、私募排排网、东兴证券研究所

股市微观流动性的五大规律之四

公、私募主导下的市场特点

- 公募基金主导年份。**2015年以来，2017、2019、2020年公募基金均为增量最大的机构资金。
- 特点1：抱团加剧。**2017、2019、2020年行业涨幅“最大-最小值”分别为103、102、158个百分点，明显超出其他年份。2017、2019、2020年公募大幅加仓行业与当年涨幅居前行业一致。
- 特点2：偏好大市值公司。**公募价值投资理念决定其更加偏好业绩稳定公司。2017、2019、2020年基金重仓股中的大市值个股相对收益率明显更高。

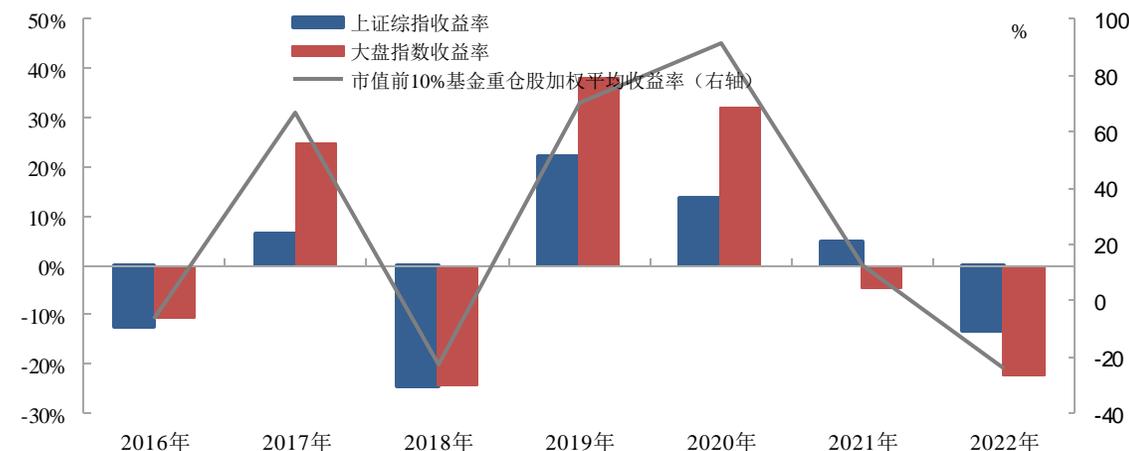
1. 2017、2019、2020年行业涨幅分化明显



2. 2017、2019、2020年公募大幅加仓行业与当年涨幅居前行业一致

当年涨幅前15行业	2017年公募重仓持仓环比变化	2017涨幅	当年涨幅前15行业	2019年公募重仓持仓环比变化	2019涨幅	当年涨幅前15行业	2020年公募重仓持仓环比变化	2020涨幅
食品饮料	8.36	85.27	电子	4.37	103.43	消费者服务	1.21	147.80
家电	3.20	68.93	食品饮料	3.02	94.02	电新	5.03	132.87
电子	2.33	56.68	农林牧渔	-0.51	85.24	国防军工	2.04	114.54
建材	0.72	42.89	建材	0.48	70.29	食品饮料	4.54	107.36
煤炭	-0.07	39.45	计算机	-0.95	65.74	汽车	0.02	105.64
钢铁	0.22	38.49	通信	0.44	64.20	医药	1.77	84.08
有色金属	0.35	37.67	家电	1.29	63.00	机械	0.77	70.17
通信	0.17	30.92	医药	0.37	52.39	电子	-0.41	59.35
银行	0.33	29.11	非银行金融	-1.05	52.06	基础化工	0.92	59.35
非银行金融	4.03	28.92	机械	-0.74	40.77	建材	-0.75	52.19
消费者服务	-0.33	23.24	消费者服务	0.18	40.15	有色金属	0.73	49.58
医药	-2.26	22.59	轻工制造	-0.60	37.30	家电	-1.49	46.67
交通运输	0.13	21.12	电新	-0.19	37.18	农林牧渔	-0.58	43.09
汽车	-1.32	18.21	基础化工	0.36	35.44	轻工制造	0.06	43.07
房地产	1.22	15.11	传媒	0.87	35.43	交通运输	-0.01	33.77

3. 偏好大市值公司

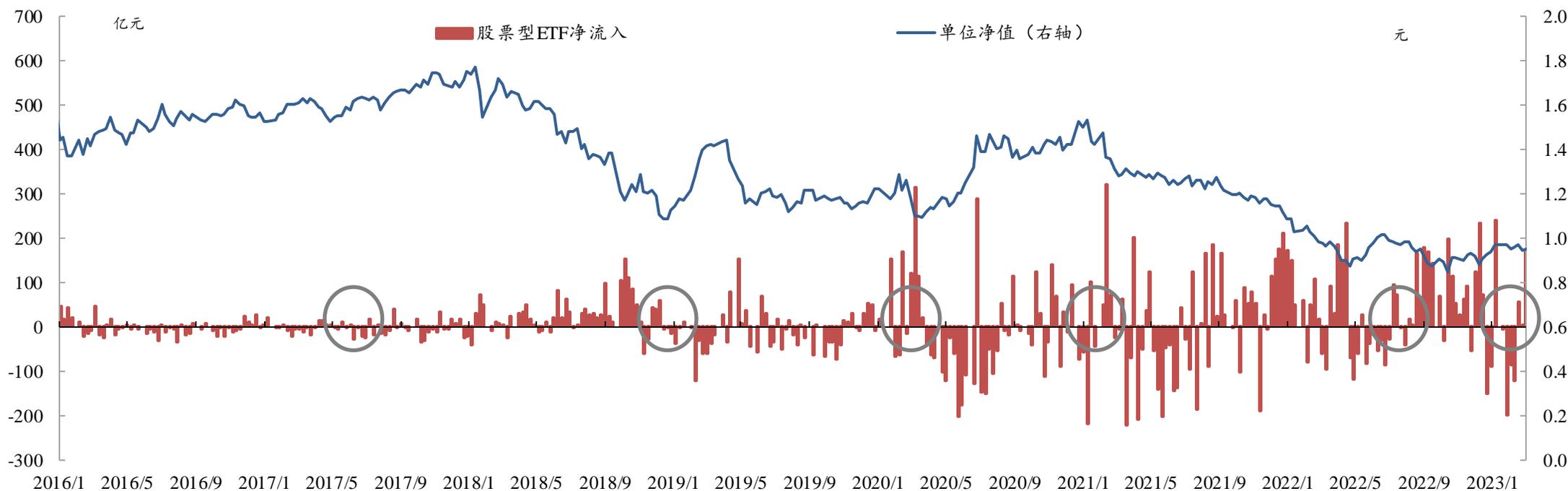


全页资料来源：iFinD、东兴证券研究所

基金净值大幅回撤后“回本”带来的赎回压力

2017年以来，共有4次市场大跌（自基金净值高点至低点跌幅超过10%），分别为2017/5/11、2019/1/3、2020/3/23、2021/4/12，在触底之后，当基金单位净值回暖约5%时，往往就会开始发生持续赎回，赎回开启的时间大约在基金净值触底后2-4周。

图表：净值回暖超5%后，ETF大幅流出



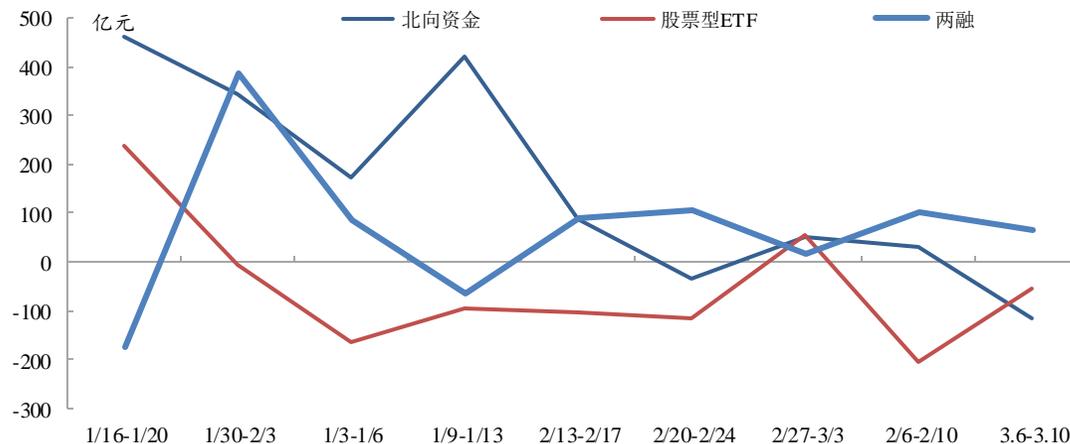
全页资料来源：iFinD、东兴证券研究所

年初以来股市微观流动性表现

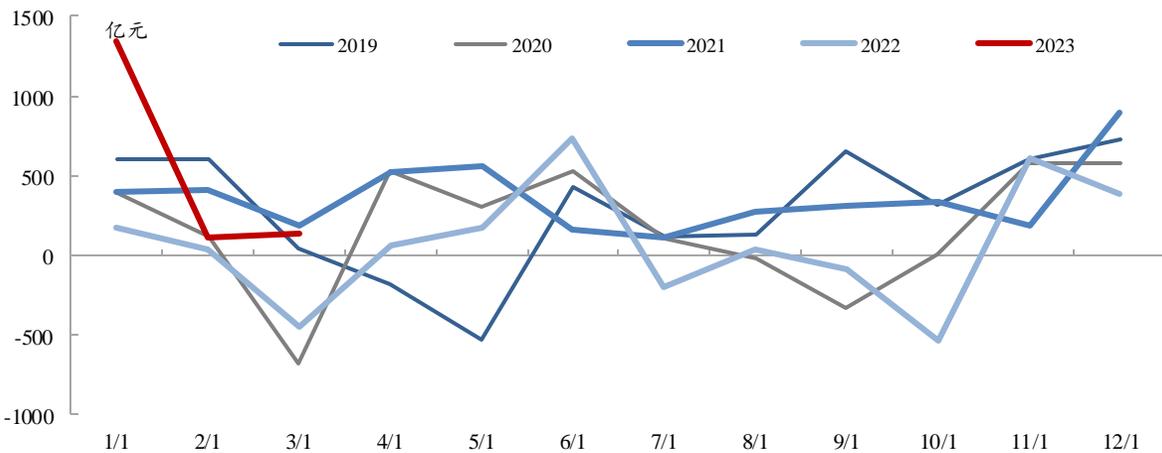
内外轮动——整体回落

- 年初：外强于内到内强于外。**开年外资大幅流入，1月流入规模超1400亿元，远超往年同期规模；2月初两融接棒北向成为最大贡献，1/30-2/3两融净流入385亿元。
- 2月以来：资金流入整体回落。**2月北向、两融分别流入105、251亿元，较前期流入规模明显减少。
- 股票型ETF整体流出。**股票型ETF仅在1/16-1/20流入短暂转正，其余区间均呈净流出态势
- 基金发行仍未现起色。**2023年1、2月偏股型基金发行份额增速分别为-78.98%、+21.36%，3月（截至3/24）份额增速为-54.41%。

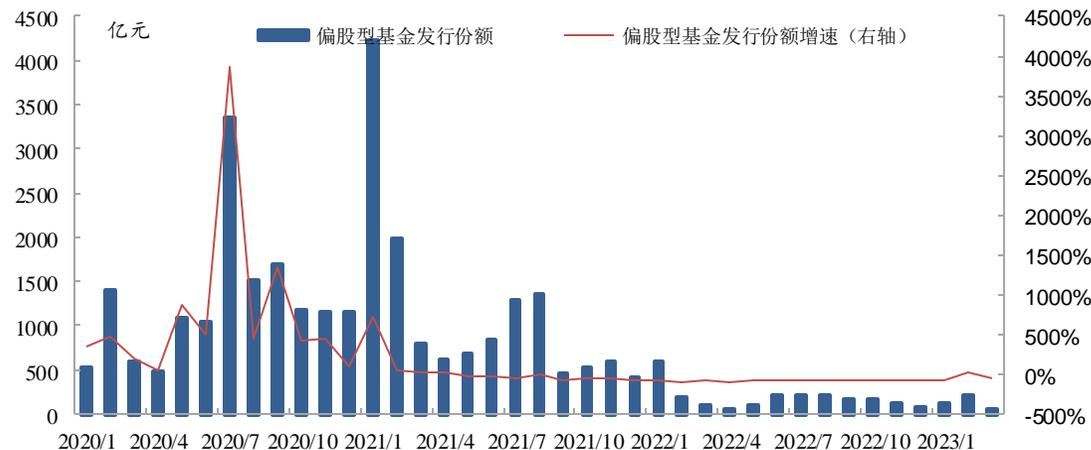
1. 年初至今主要资金流入一览



2. 历史北向同期表现



3. 公募基金发行份额

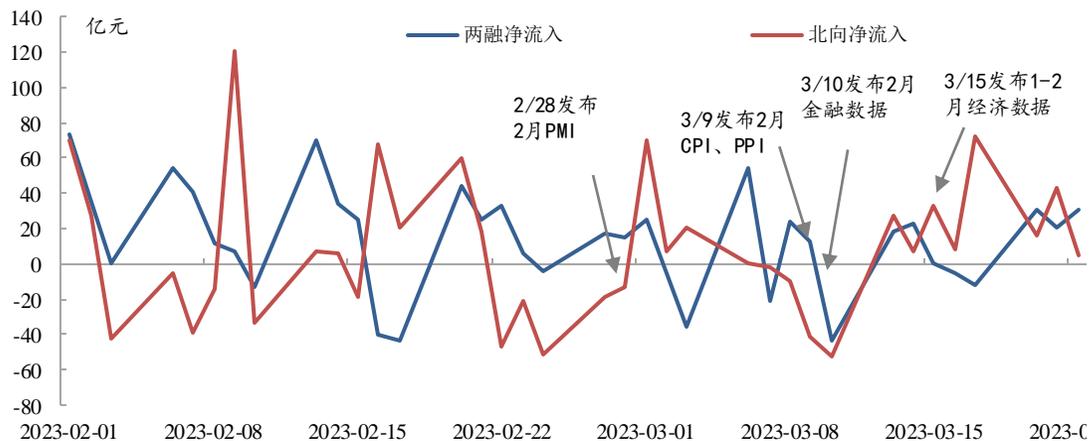


全页资料来源：iFinD、东兴证券研究所

降准提振下流入有望向好

1. 2月以来资金流入放缓原因是对基本面复苏存疑。2月CPI、1-2月经济数据发布后，两融流入均较前期缩小，2月社融数据发布时两融及北向均净流出，均达2月初以来流出峰值。
2. 2月经济数据虽偏弱，但降准表明监管部门态度，宽松政策提振下基本面预期有望改善，后续可关注3月PMI、社融发布。
3. 外资流入态势较为确定。一是年初天量受到2022Q3大幅流出影响，回补结束后放缓。对比历史区间上年7月-次年1月北向资金流入，2022/7-2023/1流入规模为1526.7亿元，与2020年可比区间持平，低于2019、2021年可比区间。二是加息预期抬升并未阻止外资流入，3月中旬至今，美联储加息预期已从不足50%升至73%，但上周（3/13-3/17）北向流入放大。

1. 金融经济数据发布时点资金变化



2. 历史上年7月-次年1月北向流入变化



全页资料来源：iFinD、东兴证券研究所

风险提示：宏观经济超预期波动，疫情演变超预期，货币政策不及预期。

分析师简介

分析师：林莎，S1480521050001

东兴证券研究所总量组组长、首席策略分析师。中央财经大学金融学硕士，曾就职于中信证券研究部策略组、兴业研究策略组，持续跟踪A股市场，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。2020年7月加入东兴证券研究所，组建策略研究团队。研究领域为A股策略研究，擅长大势研判和行业比较。

研究助理简介

研究助理：孙涤，S1480121040003

对外经济贸易大学金融硕士，曾就职于中债资信研究部，负责债券市场研究。2021年3月加入东兴证券研究所，侧重货币政策分析，市场流动性研判，利率走势分析，投资者行为研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

谢谢大家 欢迎交流