

2022年11月01日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

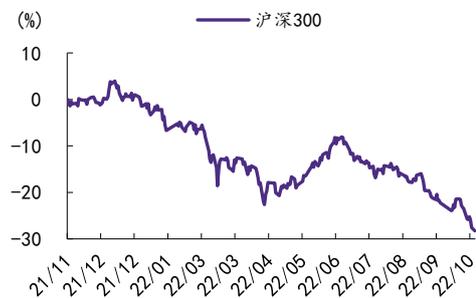
ERP 接近 4 月顶点，A 股性价比凸显

—情绪与流动性跟踪

投资要点

分析师：谭倩 S1050521120005
tanqian@cfsc.com.cn
分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn
联系人：杨芹芹 S1050121110002
yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《资金内喜外忧，科创 50 逆势吸筹》2022-10-24
- 2、《静待 W 型反转，关注国家安全与科技自立自强》2022-10-23
- 3、《市场情绪边际修复，ETF 增配大盘风格》2022-10-17

情绪总览

本周（10.24-10.28）市场跌破关键点位，恐慌情绪占据主导。市场震荡走低，上证指数向下突破接近前低，50 隐波大幅拉升，市场恐慌情绪升温；资金层面，外资净流出边际放缓，杠杆资金顺势流出，ETF 逆势吸收候场资金。

市场情绪

本周市场交投活跃度大幅提升，成交出现放量，但更多的是恐慌情绪放大了成交额；全 A 股权风险溢价再度回弹，A 股配置性价比走高。

资金情绪

本期资金情绪依旧谨慎，两融资金顺势流出，外资延续出逃，但 ETF 净流入规模强势反弹，吸纳恐慌情绪下的候场资金。

资金行业选择

本期内外资共同流出食品饮料、医药生物、非银金融等行业，但仍有较大分歧，主要集中在银行、有色金属和电子等板块，候场资金延续买入科创 50，加仓中盘股。

风险提示

经济加速下行，政策不及预期，疫情超预期反复

正文目录

1、 情绪总览：恐慌升温，市场性价比突显.....	3
2、 市场情绪：恐慌情绪放大市场成交量.....	3
2.1、 交投活跃度：成交连续三周上行，活跃度提高.....	3
2.2、 恐慌：指数跌破 3000 点，国内恐慌情绪严重.....	4
2.3、 股权风险溢价：再度回升，A 股配置性价比走高.....	5
3、 资金情绪：内资回暖中断，外资延续悲观.....	5
3.1、 内资：融资客顺势卖出，杠杆交易加剧震荡.....	5
3.2、 外资：美联储加息临近，汇率持续影响外资.....	7
4、 资金行业选择：内资偏内需，外资选景气.....	8
4.1、 内外资选择：成长和消费依然是分歧的焦点.....	8
4.2、 候场资金行业选择：科创 50 延续火热，中盘股逆势吸筹.....	9
5、 风险提示.....	9

图表目录

图表 1：交易情绪总览：恐慌情绪改善，融资情绪回升.....	3
图表 2：日均成交额和换手率大幅上涨.....	4
图表 3：50 隐波大幅上升，恐慌情绪严重.....	4
图表 4：VIX 指数保持下行趋势.....	4
图表 5：全 A 股权风险溢价小幅下降，但配置性价比仍处高位.....	5
图表 6：融资净买入额大幅增长.....	6
图表 7：融资交易占比保持上升.....	6
图表 8：偏股型基金新发规模震荡走低.....	6
图表 9：偏股型基金可用现金宽幅下降.....	6
图表 10：ETF 规模强势反弹.....	7
图表 11：北上资金保持净流出.....	7
图表 12：内外资分歧与共识.....	8
图表 13：ETF 行业选择：增配周期和金融，流出消费和成长.....	9

1、情绪总览：恐慌升温，市场性价比突显

本周（10.24-10.28）市场跌破关键点位，恐慌情绪占据主导。市场震荡走低，上证指数向下突破接近前低，50 隐波大幅拉升，市场恐慌情绪升温；资金层面，外资净流出边际放缓，杠杆资金顺势流出，ETF 逆势吸收候场资金。

图表 1：交易情绪总览：恐慌情绪改善，融资情绪回升

	情绪指标	变动方向	变动原因
市场情绪	交投活跃度	↑	成交额和换手率延续回升
	恐慌	↑	50 隐波大幅冲高
	股权风险溢价	↑	ERP 突破+1 σ
资金情绪	陆股通	↓	人民币贬值，外资流出
	公募基金	↓	新发大幅回暖
	ETF	↑	净流入扩大
	杠杆资金	↓	融资客顺势卖出

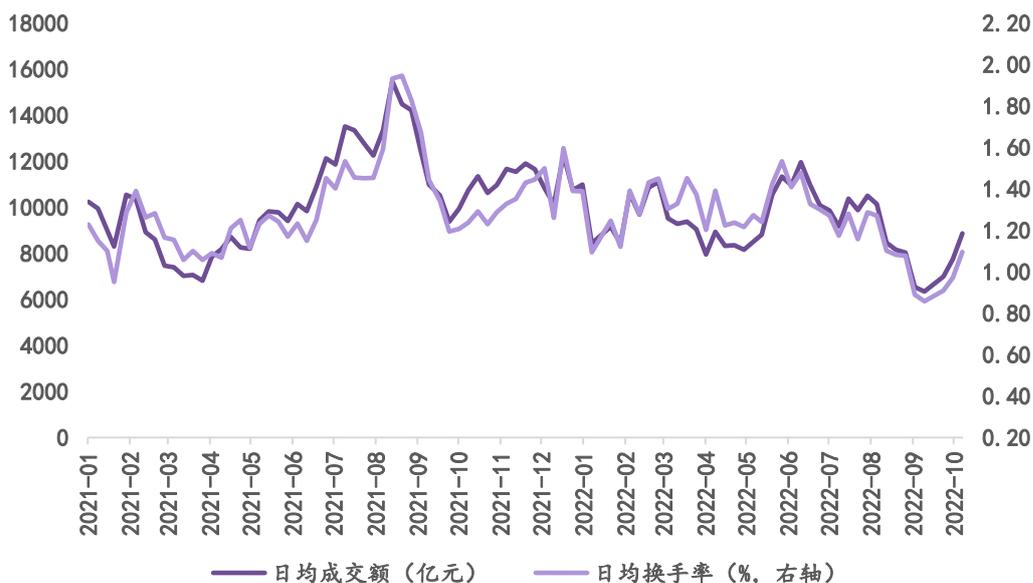
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2、市场情绪：恐慌情绪放大市场成交量

2.1、交投活跃度：成交连续三周上行，活跃度提高

本周市场交投活跃度大幅上涨，成交额已连续三周回升。本周日均成交额为 8869.73 亿元，环比增加 1123.52 亿元；日均换手率为 1.10%，环比增加 0.13 个百分点，恐慌情绪集中释放，日均成交额和日均换手率维持上涨。

图表 2：日均成交额和换手率大幅上涨

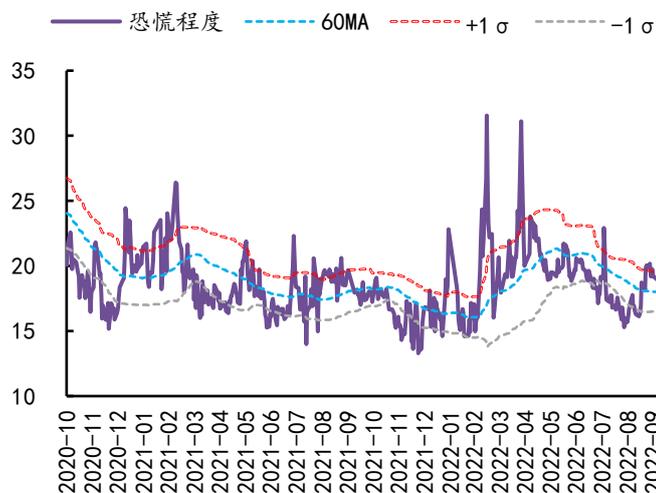


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2.2、恐慌：指数跌破 3000 点，国内恐慌情绪严重

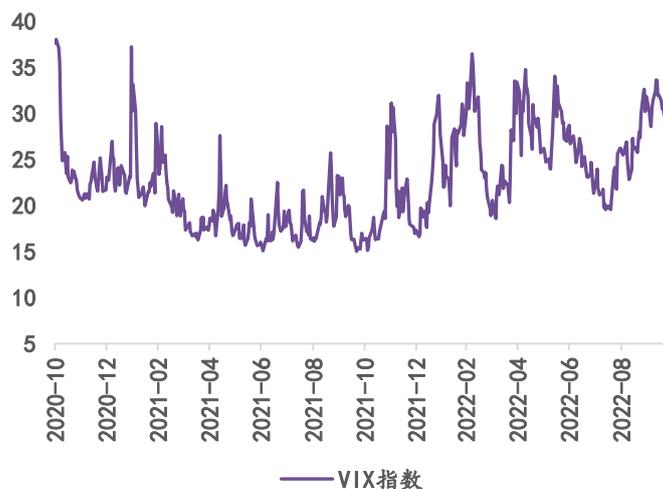
本周国内恐慌情绪严重，50 隐波对应的恐慌程度远高于一倍标准差。VIX 指数大幅下行，海外恐慌边际缓和。平均上证 50ETF 隐含波动率为 22.32，环比下上升 4.84，本周 A 股大盘明显走低，恐慌情绪大幅上升；截至本周五 VIX 指数为 29.69，环比下降 3.94，海外恐慌情绪保持下行趋势。

图表 3：50 隐波大幅上升，恐慌情绪严重



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 4：VIX 指数保持下行趋势

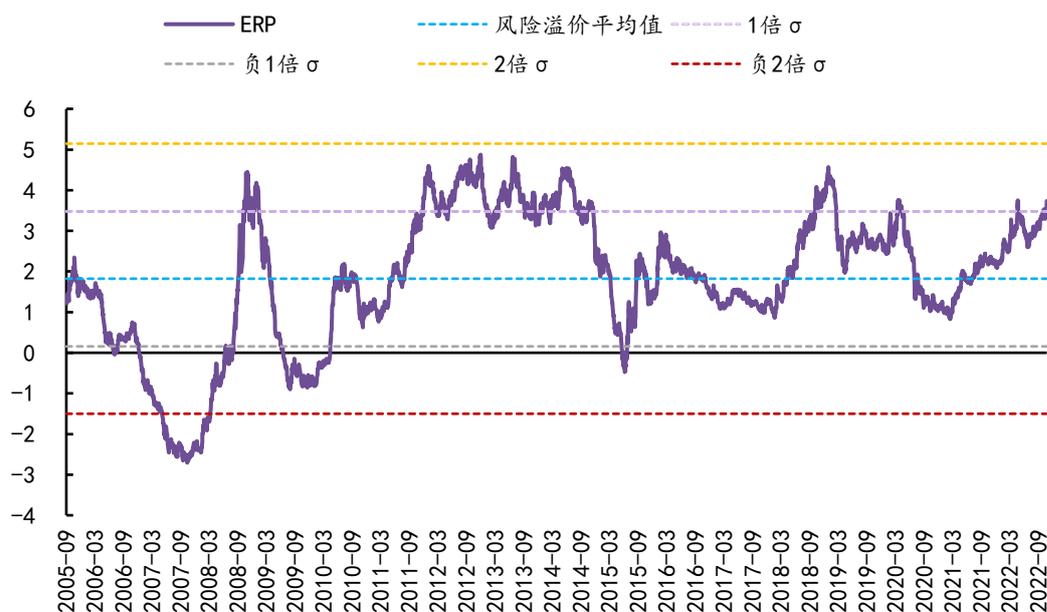


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2.3、股权风险溢价：再度回升，A股配置性价比走高

全A股权风险溢价回升并突破+1 σ 水平，A股配置性价比走高。全A ERP 达到 3.56，环比上升 0.22，股权风险溢价回弹，再次超过一倍标准差，接近4月顶部。

图表 5：全A股权风险溢价小幅下降，但配置性价比仍处高位



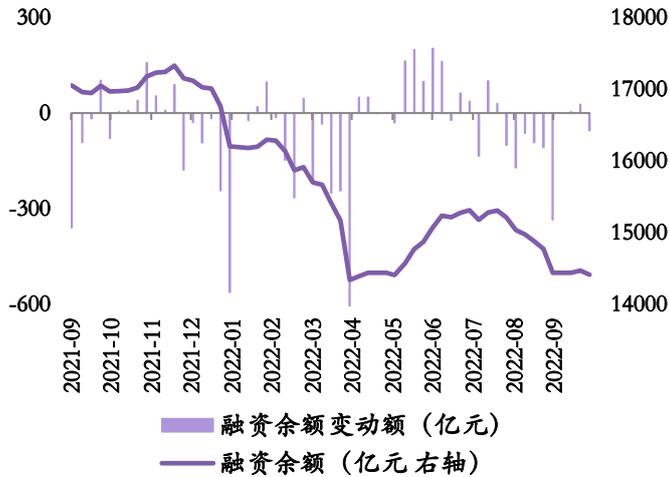
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

3、资金情绪：内资回暖中断，外资延续悲观

3.1、内资：融资客顺势卖出，杠杆交易加剧震荡

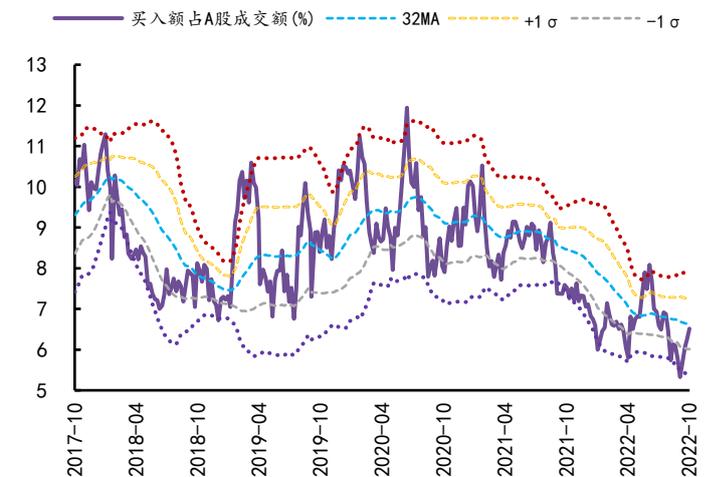
本期两融资金小幅流出，但融资交易占比仍在上升。具体来看，本期杠杆资金净流出 55.34 亿元，环比净流出 83.03 亿元。本周两融资金流入额大幅增长。本周买入额占 A 股成交额 6.66%，环比上升 0.40%，买入额占比保持上升。杠杆资金流出的同时，融资交易占比提升，这一现象表明融资客助推了市场下行。

图表 6: 融资客净卖出



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 7: 融资交易占比上升, 加剧市场下行压力

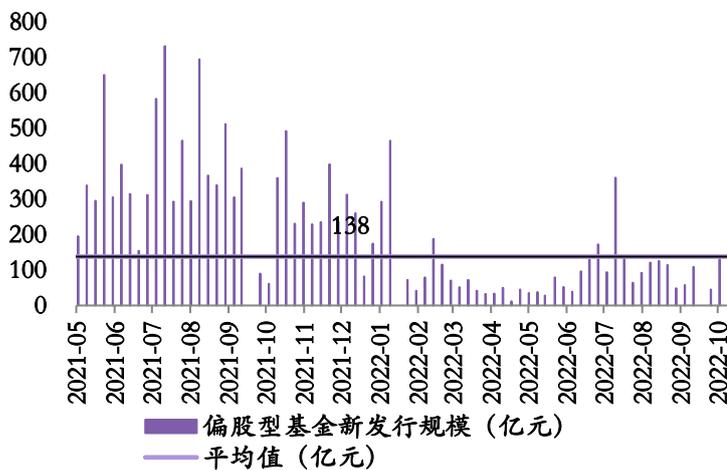


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

本周基金新发规模震荡走低。具体来看, 本周偏股型基金发行 27.87 亿元, 环比下降 102.4 亿元, 新发基金依旧低迷。

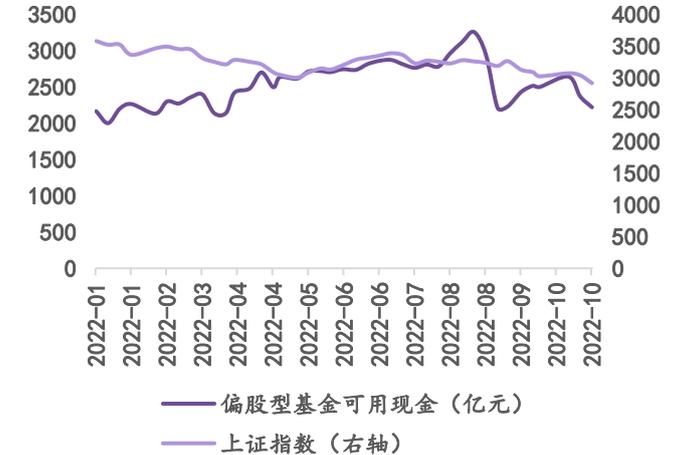
偏股型基金可用现金下降。具体来看, 本周偏股型基金可用现金 2219.04 亿元, 环比下降 150.28 亿元。

图表 8: 偏股型基金新发规模震荡走低



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

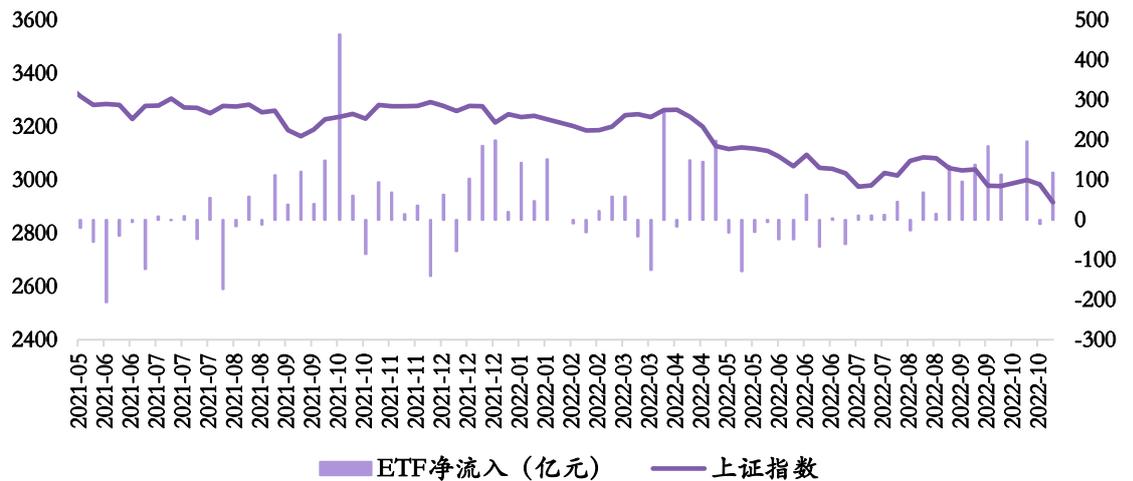
图表 9: 偏股型基金可用现金宽幅下降



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

ETF 资金净流入规模强势反弹。具体来看, 本期 ETF 资金净流入 118.38 亿元, 环比增加 128.84 亿元。近三周 ETF 资金净流入产生大幅震荡, 候场资金避险情绪再次升温。

图表 10: ETF 规模强势反弹

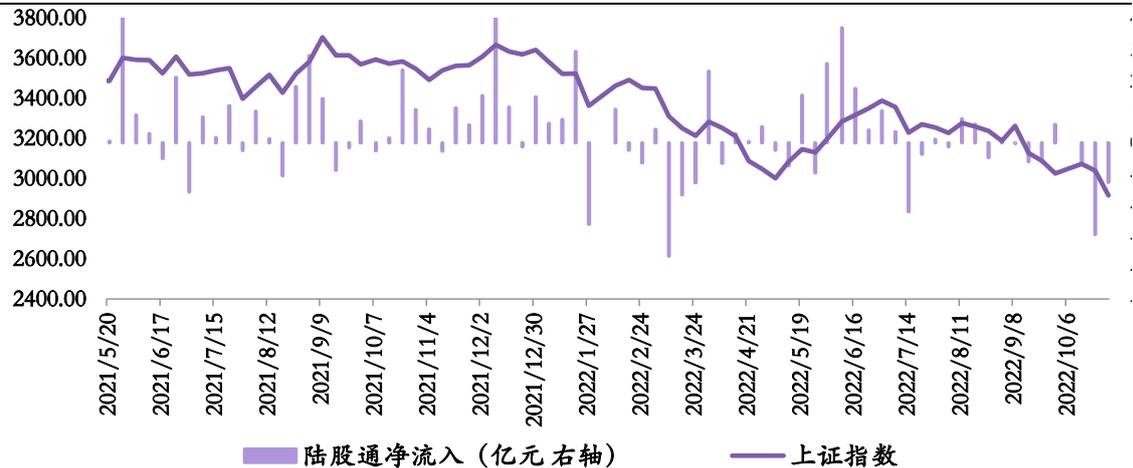


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

3.2、外资：美联储加息临近，汇率持续影响外资

本周北上资金流出额大幅减少，但整体仍处于较高水平。具体来看，本周北上资金净流出 127.06 亿元，环比净流入 166.23 亿元。截止至本周五，人民币汇率再次回升至 7.2 以上，汇率扰动再起，北上资金保持大幅净流出。

图表 11: 北上资金保持净流出



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

4、资金行业选择：内资偏内需，外资选景气

4.1、内外资选择：成长和消费依然是分歧的焦点

本期内外资共同流出了食品饮料、医药生物、非银金融等行业，而二者分歧主要集中在银行、有色金属和电子等板块。

共同看空-食品饮料、医药生物、非银金融：本期内外资持续流出医药生物板块，食品饮料和非银金融也遭共同看空，表现为外资继续减仓，而内资由流入转为流出。

分歧较大-银行、有色金属和电子：本期外资风格变化明显，有色金属和电子行业由卖出转为大幅买入，内资反而大幅净流出，银行在外资表现为连续四周净流出，而内资在本期由流出转为小幅净流入。

图表 12：内外资分歧与共识

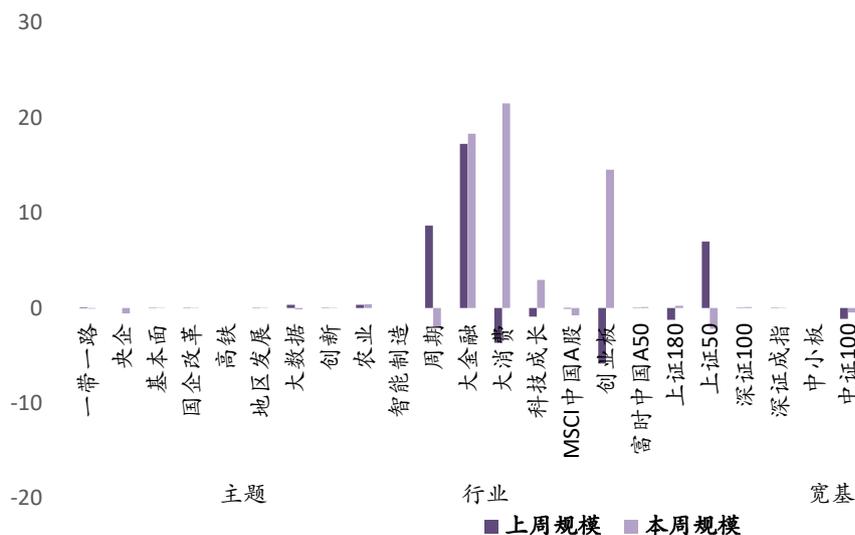
	两融余额行业配置					迷你图	北上资金行业配置					迷你图
	10.24-10.29	10.17-10.21	10.10-10.14	9.26-9.30	10.24-10.29		10.17-10.21	10.10-10.14	9.26-9.30			
银行	1.76	-0.68	5.55	2.75		有色金属	20.82	-15.91	10.70	-11.38		
美容护理	-0.17	0.65	0.08	-0.77		电子	19.72	-6.15	-0.49	9.89		
综合	-0.39	-0.02	-0.06	-0.27		煤炭	14.33	9.01	-4.70	2.11		
家用电器	-0.42	3.29	-0.51	-2.17		房地产	12.33	-0.73	-7.08	-7.83		
纺织服饰	-0.72	0.65	0.94	-0.04		石油石化	5.45	-6.29	2.93	7.04		
社会服务	-1.25	0.60	0.28	-1.47		国防军工	3.81	0.10	3.70	10.86		
食品饮料	-1.43	12.13	9.42	-14.80		商贸零售	3.75	-11.94	0.87	1.39		
环保	-1.72	1.24	-0.75	-0.90		建筑材料	2.51	-9.05	-9.17	1.63		
通信	-1.79	0.35	-1.64	-5.91		社会服务	1.21	-0.67	-0.16	1.21		
建筑装饰	-1.84	-1.54	-0.23	-2.52		环保	1.14	-1.39	2.00	-0.54		
商贸零售	-2.00	2.23	-2.79	-1.35		公用事业	1.01	2.45	-0.45	-0.71		
轻工制造	-2.30	0.27	-0.7	-1.49		建筑装饰	0.79	1.59	-0.91	-3.26		
公用事业	-2.35	0.32	-2.14	-0.74		综合	-0.07	0.04	0.11	0.02		
石油石化	-2.42	-2.61	-0.2	-2.06		美容护理	-0.44	2.87	-1.41	1.99		
传媒	-2.42	-1.13	-1.42	-6.70		交通运输	-0.53	1.19	-5.04	7.64		
钢铁	-2.87	0.29	-1.61	-2.63		纺织服装	-0.67	-1.05	0.61	0.87		
交通运输	-4.66	0.51	-1.09	-5.73		通信	-0.73	7.61	7.83	3.68		
煤炭	-5.98	-7.40	7.95	-3.95		轻工制造	-2.11	-0.82	0.65	3.15		
建筑材料	-6.16	1.56	1.56	-1.39		机械设备	-2.86	-7.54	7.23	-5.88		
房地产	-6.68	3.31	-1.85	-3.27		汽车	-4.27	-8.95	-14.14	-3.96		
国防军工	-6.82	-1.35	-2.98	-5.08		基础化工	-4.77	-7.39	-5.14	10.07		
计算机	-7.83	-6.89	-2.3	1.54		钢铁	-6.41	-1.51	3.68	1.09		
汽车	-8.46	1.14	-0.09	-6.59		传媒	-6.87	-5.75	9.61	6.11		
农林牧渔	-8.51	0.96	-1.49	-3.42		电力设备	-8.58	-43.69	-7.27	-35.74		
机械设备	-15.40	-2.06	-4.72	-5.23		计算机	-8.66	8.12	8.85	-6.03		
基础化工	-16.09	1.76	1.6	-10.00		农林牧渔	-9.35	-6.11	3.52	-1.83		
非银金融	-19.49	7.13	-4.76	-8.19		家用电器	-10.91	-18.72	-4.07	-5.53		
医药生物	-20.59	-5.93	-3.48	-20.84		医药生物	-15.20	-5.86	15.21	38.52		
有色金属	-23.03	4.55	-1.54	-13.64		非银金融	-16.73	-34.01	-0.77	-7.15		
电子	-25.66	-4.32	-6.03	-10.81		银行	-26.96	-26.61	-11.36	-16.75		
电力设备	-39.20	11.90	11.4	-18.96		食品饮料	-82.88	-99.14	-63.58	60.87		

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

4.2、候场资金行业选择：科创 50 延续火热，中盘股逆势吸筹

ETF 资金持续增配中盘股，行业方面主要流入大金融大消费。具体来看，本期 ETF 净流入 118.38 亿元，较上期大幅增加。行业和宽基 ETF 都大量流入，其中宽基 ETF 是本期的流入主体，共计 78.05 亿元，集中流入中证 500、沪深 300 和科创 50。主题 ETF 少量净流出，流出量为 0.46 亿元。

图表 13：ETF 行业选择：增配周期和金融，流出消费和成长



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

5、风险提示

经济加速下行，政策不及预期，疫情超预期反复

■ 宏观策略组介绍

谭倩: 11 年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹: 经济学硕士，7 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠: 会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所。

李刘魁: 金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所。

周灏: 金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

张帆: 金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%

3

回避

< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。