

从机构超额看本轮底部反弹

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

本文回溯了机构重仓超额与市场底的关系

摘要：

观点：从历史经验来看，熊市中景气度策略缺少超额收益，底部特征更多的是由资金驱动。同时，最近几轮市场底，机构重仓股超额收益回暖一般是底部确认的辅助信号。逻辑上，机构重仓股超额回暖，一方面代表机构增量资金流入，另一方面反映市场行为从题材概念博弈转向长期优质赛道布局，故机构的超额反弹确认有指引意义。但本轮阶段底，我们发现机构超额暂时没有突出的超额，目前底部确认仍有瑕疵。但结合近期基本面消息，一是美债利率回落，二是消费行业先后提价，三是 ycc 之后，热钱存在从日股流向 A 股的可能，故不排除机构超额回暖的概率，短期在上述利好下，顺势持有成长方向，并观察超额变化伺机调整仓位。

操作建议：半仓持有中证 1000 及科创

风险点：1) 10 年美债利率上行



权益及期权策略

研究员：
姜沁
021-60812986
jiangqin@citicsf.com
从业资格号 F3005640
投资咨询号 Z0012407

康遵禹
010-58135952
kangzunyu@citicsf.com
从业资格号 F03090802
投资咨询号 Z0016853

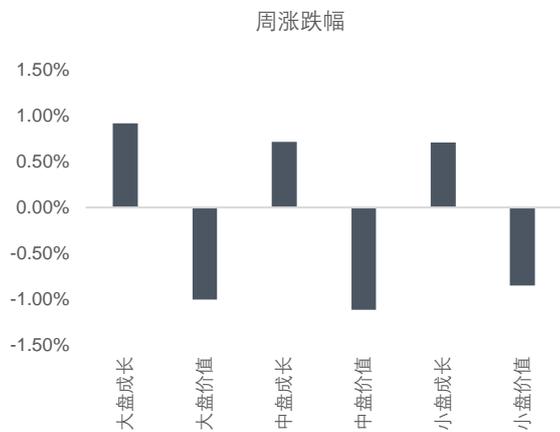
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

一、股指：关注机构超额收益能否反弹

（一）一周回顾：反复中上行

本周权益市场反复中上行，其中微盘股、创业板指领涨，红利指数领跌。盘面有两条交易线索，其一，美债利率快速下行，一方面美联储加息预期降温，另一方面，美国 Q4 减少发债计划，这令全球风险资产呈现修复之势，本周恒生科技>恒生指数>沪深 300，其二，成长风格强于价值风格，显示资金配置行为转向进攻。当前，上证综指受阻于 3043-3057 缺口，市场对于反弹行情仍有分歧，本周周报我们再论底部特征。

图表 1： 市场风格



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 2： 市场风格



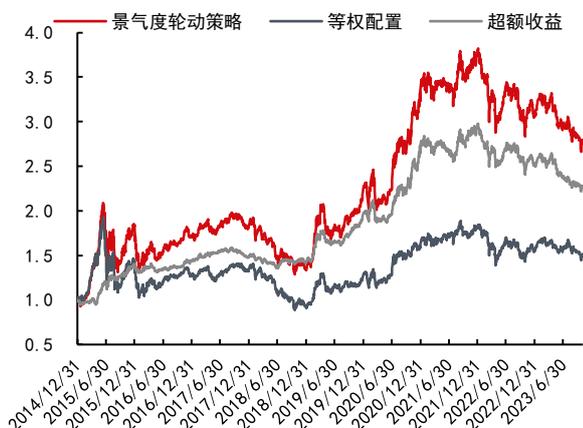
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）从机构超额收益看市场底部形成

A. 景气度非底部需重点关注的因素

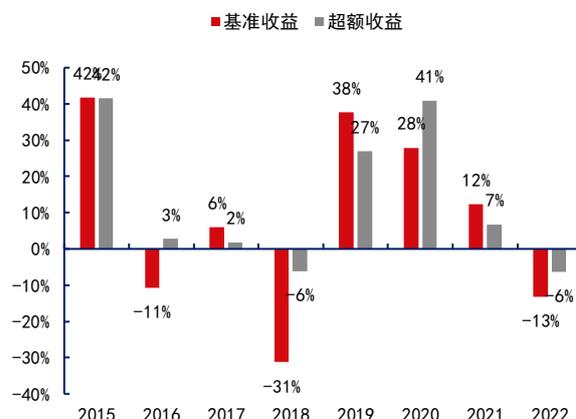
首先，我们想讨论底部环境的重点关注因素。在行业景气度跟踪中，我们回溯了景气度轮动策略，策略核心思想是构建 30 个二级行业景气度指标，每月月末选择景气度上行幅度最快的行业进行等权配置，回溯数据显示，这一轮动策略相较于配置中证 800 以及行业等权配置均有超额收益。与此同时，我们关注到另一个现象，上述景气度轮动策略具有适配环境，统计历年轮动策略相较于等权配置策略的超额收益，在风险偏好下行的 2018 年、2022 年，超额收益均为负，显示在底部区域，景气度非行情的关键变量，资金流动反而是更需考量的因素。

图表 3：景气度轮动策略表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 4：景气度轮动策略历年表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

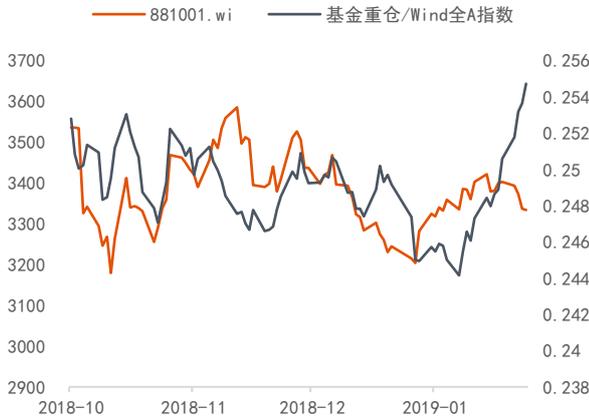
B. 资金流向中，可关注机构重仓股的超额收益

而在资金轮动指标中，我们发现机构重仓股的超额收益具有一定指引性。下图分别回溯了 2018 年 12 月、2020 年 3 月、2022 年 4 月、2022 年 10 月市场底部前后基金重仓股相对于 Wind 全 A 指数的超额收益。历史经验规律显示，机构重仓股相较于大盘指数具有超额收益，是全面反弹正式启动的一大标志。如 2018 年 10 月，政策底出现，此后 Wind 全 A 指数一度大幅反弹，但在此期间，基金重仓股并无超额收益，此后 Wind 全 A 指数再度回落，直至 2018 年 12 月双底出现。而唯一一次例外发生在 2022 年 10 月，当时底部确认之后，机构重仓股并无超额收益，这与当时的驱动逻辑有关，此轮反弹的核心背景是防疫政策松动，故次轮具有超额收益的方向多集中在疫情受损领域，故具有特殊性。

而之所以关注机构重仓股的超额收益，逻辑上有两种解释。解释一，机构重仓股表征机构资金流向，若机构重仓股迎来超额收益行情，则代表机构熊市减仓结束，反之，若机构重仓股无超额收益，则代表机构资金未大量流入，市场仍是存量博弈环境，对应于二次下探可能。解释二，机构重仓股从历史经验来看，具有高 ROE 特征，即市场常说的长坡厚雪赛道，若机构重仓股出现超额收益，则代表资金结束题材概念炒作，并开始关注长期优质赛道机会，这是偏好回归的标志性信号。

而回到本轮市场，若以 10 月 23 日作为阶段性底部，我们发现机构重仓股并没有出现明显超额收益，从这一角度出发，或暗示本轮反弹的基础尚不牢靠。

图表 5： 2018 年 12 月市场底基金重仓股超额收益



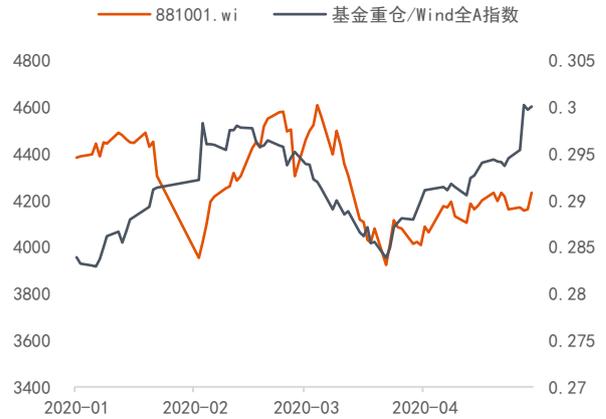
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7： 2020 年 4 月/10 月市场底基金重仓股超额收益



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 6： 2020 年 3 月市场底基金重仓股超额收益



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 8： 本轮基金重仓股超额收益



资料来源：Wind 中信期货研究所

C. 机构重仓股超额收益反弹的契机正在酝酿

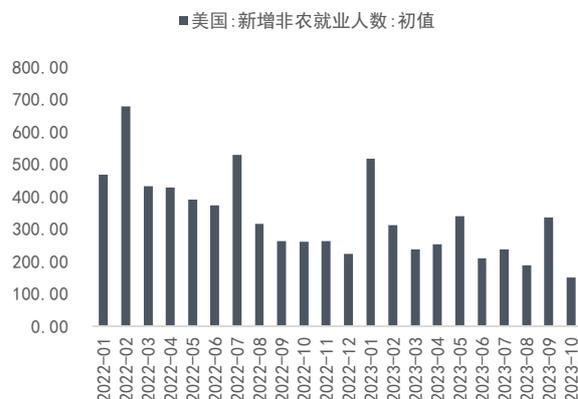
然而近期市场出现了机构超额收益回暖的信号。其一，从历史经验来看，机构超额收益的一大扰动因素与 10 年美债密切相关，周五非农降温强化美联储加息结束，10 年美债利率快速跳水，其二，近期食品行业集中提价，按过往经验来看，有助于消费超额收益反弹，其三，近期由于日本 ycc 政策，市场开始出现热钱从日股流入 A 股的预期，边际利好重仓股超额反弹。

图表 9： 基金重仓股超额收益与 10 年美债



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 10： 非农新增就业



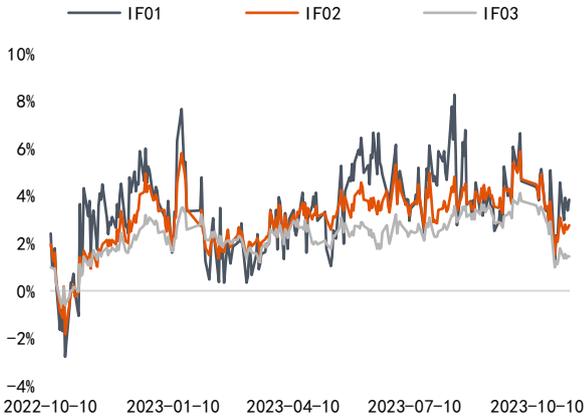
资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）小结：顺势并观察机构超额变化

从历史经验来看，熊市中景气度策略缺少超额收益，底部特征更多的是由资金驱动。同时，最近几轮市场底，机构重仓股超额收益回暖一般是底部确认的辅助信号。逻辑上，机构重仓股超额回暖，一方面代表机构增量资金流入，另一方面反映市场行为从题材概念博弈转向长期优质赛道布局，故机构的超额反弹确认有指引意义。但本轮阶段底，我们发现机构超额暂时没有突出的超额，目前底部确认仍有瑕疵。但结合近期基本面消息，一是美债利率回落，二是消费行业先后提价，三是 ycc 之后，热钱存在从日股流向 A 股的可能，故不排除机构超额回暖的概率，短期在上述利好下，顺势持有成长方向，并观察超额变化伺机调整仓位。

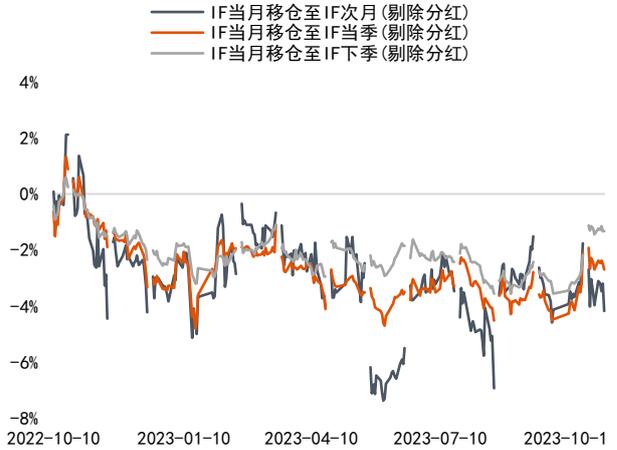
二、股指期货数据跟踪

图表 11：IF 当季年化折溢价率（剔除分红）



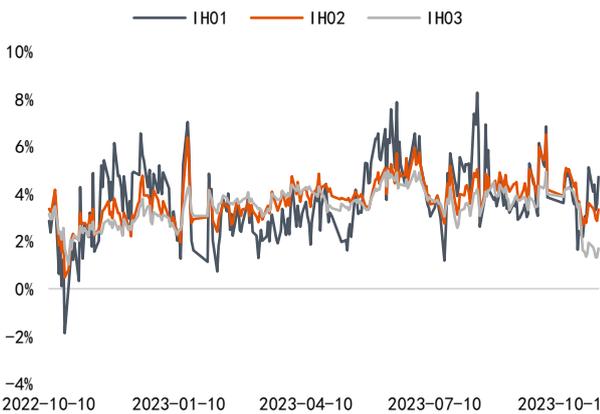
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12：IF 当月空头移仓至远月成本（剔除分红）



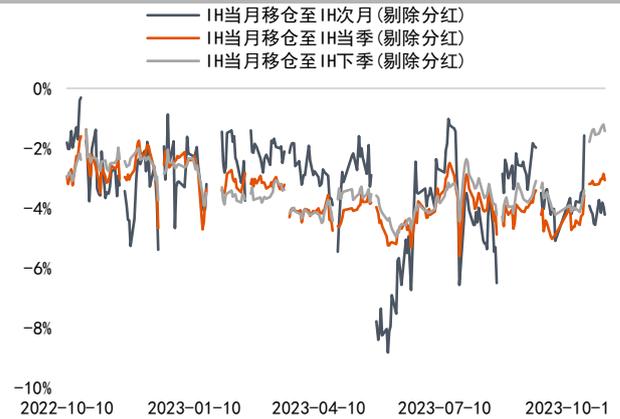
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 13：IH 当季年化折溢价率（剔除分红）



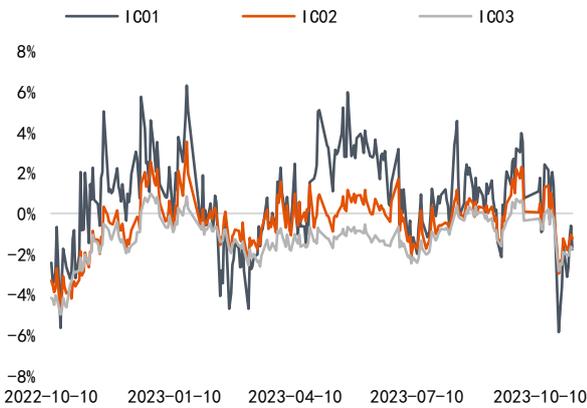
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 14：IH 当月空头移仓至远月成本（剔除分红）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 15：IC 当季年化折溢价率（剔除分红）



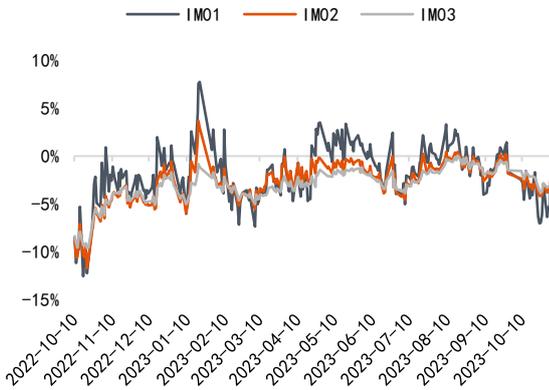
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 16：IC 当月空头移仓至远月成本（剔除分红）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 17：IM 当季年化折溢价率（剔除分红）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 18：IM 当月空头移仓至远月成本（剔除分红）

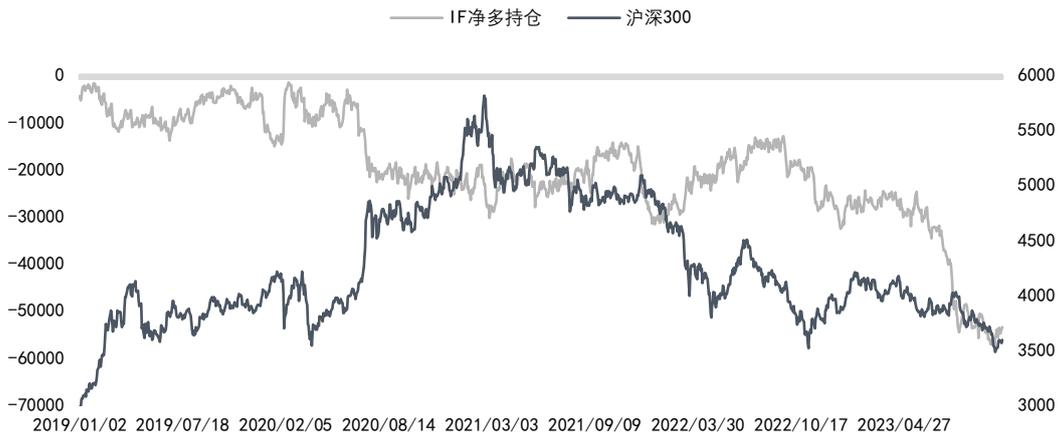


资料来源：Wind 中信期货研究所

注 1：年化折溢价率=（期货-指数）/指数*360/期货距离交割日时间

注 2：年化移仓成本=（期货近月-期货远月）/指数*360/期货交割日距离时间

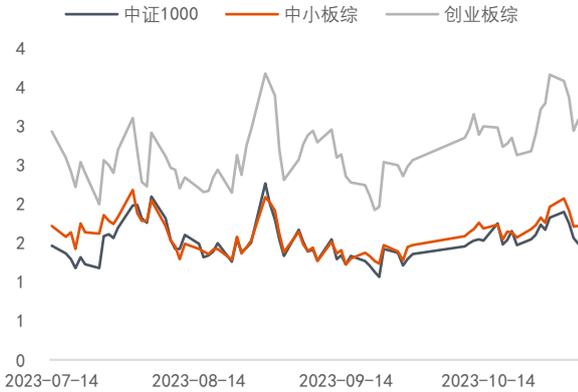
图表 19：前 20 大席位净多持仓



资料来源：Wind 中信期货研究所

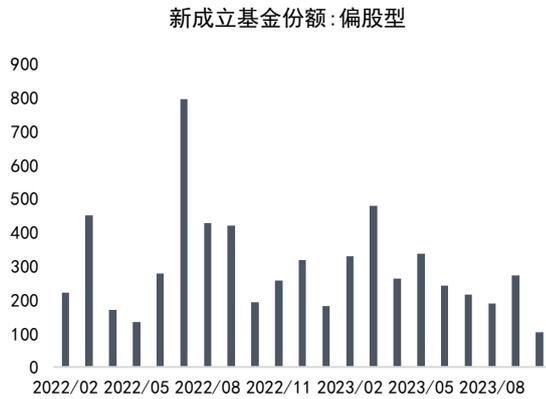
三、股市微观流动性跟踪

图表 20：换手率



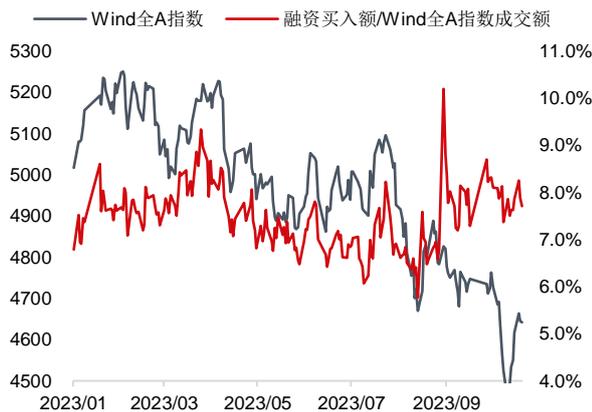
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 22：新成立偏股型基金



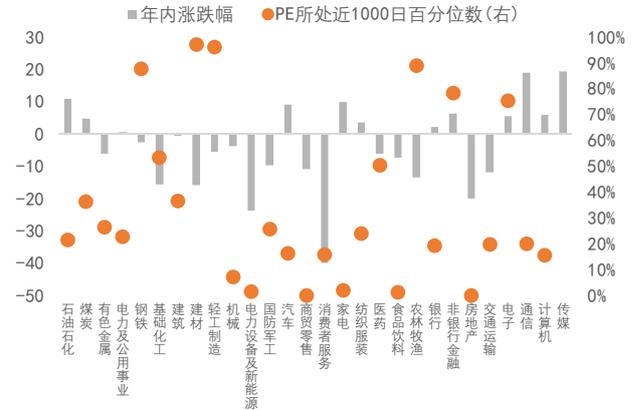
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 24：融资买入额/Wind 全 A 指数成交额



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 21：PE 所处近 1000 天百分位数



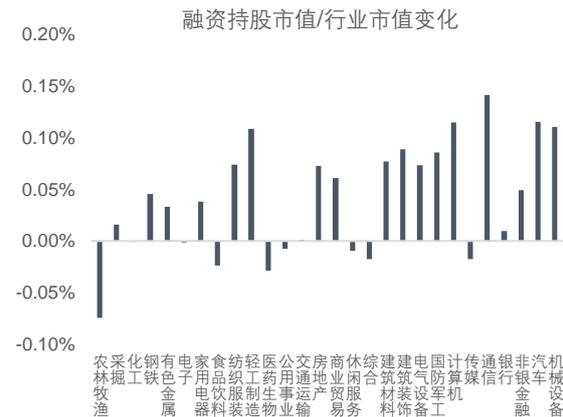
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 23：基金净流入规模



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 25：融资持股市值/行业市值周环比变化



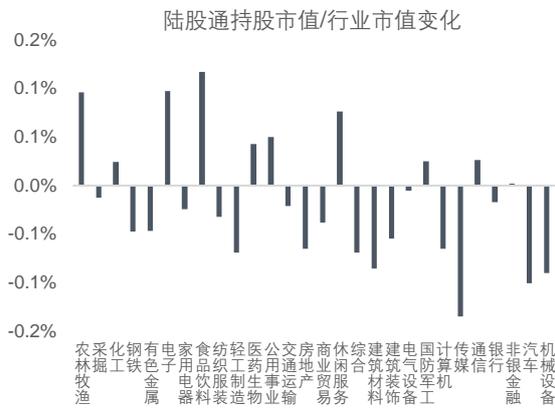
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 26：陆股通周度净流入规模



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 27：陆股通持股市值/行业市值环比变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826