

# 公募基金对上游和成长的加减仓更具前瞻性

——公募基金行为研究系列报告之一

证券分析师：

黄子函 A0230520110001

傅静涛 A0230516110001 王胜：A0230511060001

研究支持：韦春泽

联系人：黄子函 [huangzh2@swsresearch.com](mailto:huangzh2@swsresearch.com)

2022.11.1



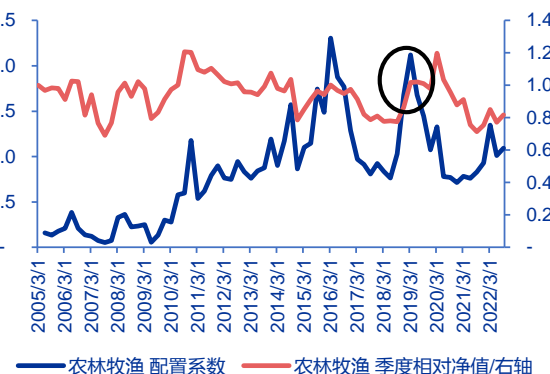
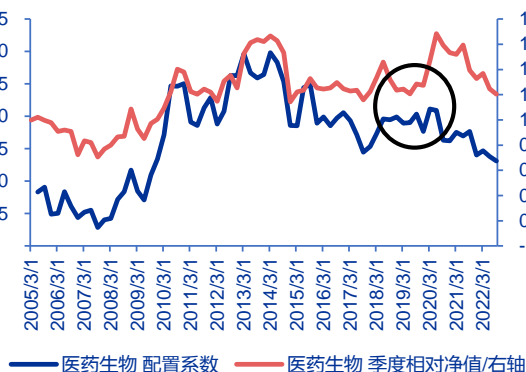
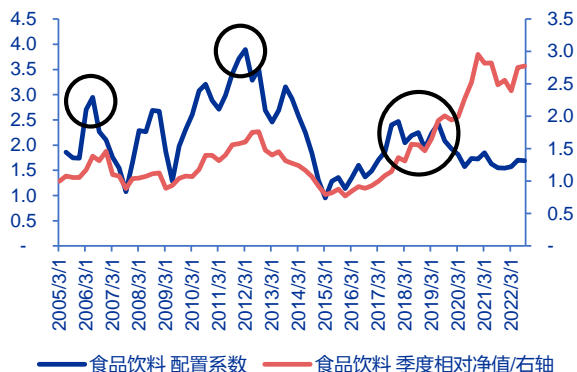
申万宏源研究  
SWS RESEARCH

## 结论：重视基金在周期和TMT行业的布局信号

- **公募基金的相对加减仓到底是否有领先含义？**本期我们针对申万一二级行业做了回溯，有以下结论：
- 1) **消费**：基金**底部**加仓与行业相对净值的底部大部分时候是**重合**的，在行业接近见顶阶段，配置系数往往已经到了很高位置，食品饮料、医药、家电等行业都有**提前减仓或维持仓位不变**的习惯。
- 2) **先进制造和TMT**：基金大部分时间同向操作；相比其他行业更能**勇敢逆势加仓**布局，如2015H2军工、2017-2018电力设备、2010-2012传媒。有可能需要忍受较长跑输阶段，最后“一鸣惊人”。
- 3) **上游周期：左侧布局**，钢铁、煤炭、有色、石化等行业，我们都看到了基金领先一个甚至多个季度加仓和减仓的特征。
- 4) **金融和稳定**：行业**底部**做**左侧**交易的情况比较多，**顶部成功提前减仓的情况比较少**。和周期行业行为有差异的可能原因：周期行业有更加明确的量价信号提供线索，而金融和稳定行业的配置还与政策驱动/防御属性等因素的考虑有关。
- 我们用量化手段测算了基金配置系数与行业相对净值的关系，发现对于**钢铁、石油石化、交运、环保、公用事业、社会服务、TMT**行业，基金有更加明显的持仓领先净值效果。这意味着在周期和TMT行业，要更加重视基金对于成长产业趋势的发掘，以及重视左侧布局偏好投资者的行为指向意义。
- **对应到22Q3基金的行为，钢铁、石油石化行业在持仓配置系数已经比较高的情况下出现了减仓，电子行业则连续三个季度减仓，对于相对净值来说不是好的信号；计算机、公用事业在配置系数分位数较低的情况下出现加仓，是更加积极的信号。**

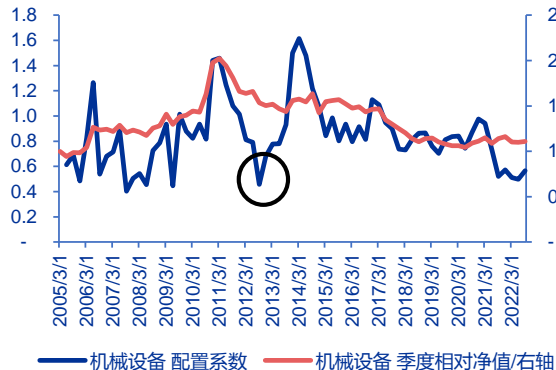
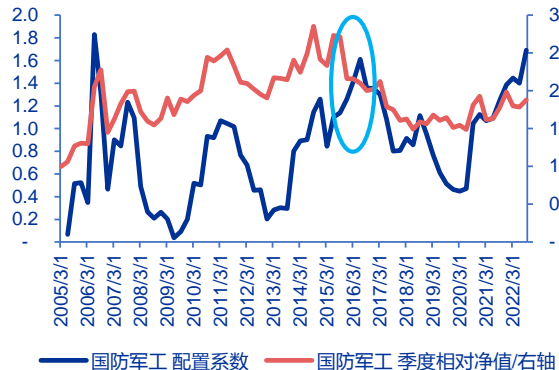
# 消费行业：基金加减仓与历史相对净值变化基本同步

- 一般用【配置系数】（基金持股占比/行业在A股中的流通市值占比，1代表标配）变化来代表剔除股价涨跌之后基金真实的加减仓行为，直接用【行业股价除以万得全A】代表相对净值。
- 对于主要的消费行业，我们发现：1）基金的底部加仓与行业相对净值的底部大部分时候是重合的，有时略滞后(蓝色圈)，说明基金布局消费产业趋势大多比较及时；2）在行业接近见顶阶段，配置系数往往已经到了很高位置，食品饮料、医药、家电等行业都有提前减仓或维持仓位不变的习惯(黑色圈)。



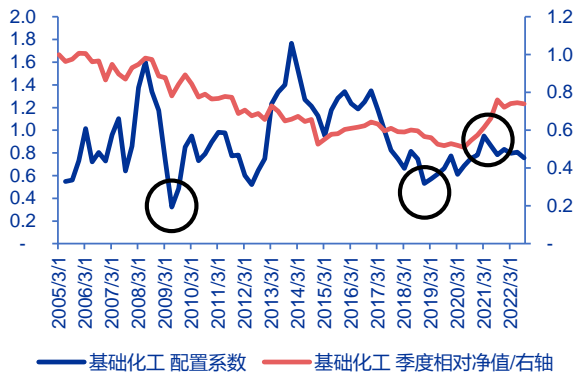
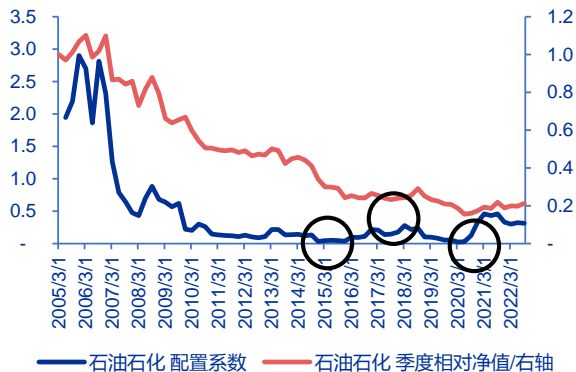
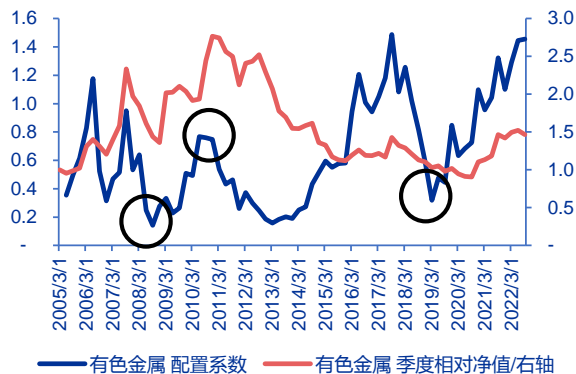
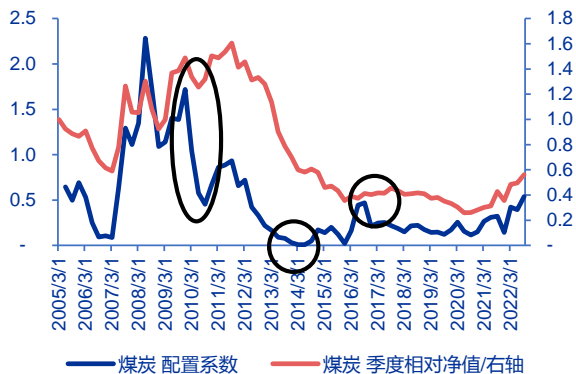
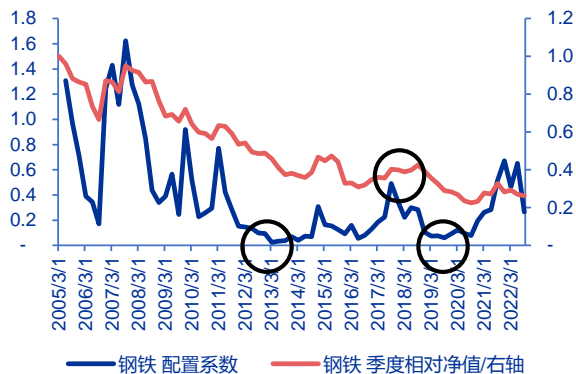
# 先进制造和TMT行业：少数时间领先布局，跑输时很能“扛”

- 基金在军工、机械、电力设备、TMT行业的加减仓大多也倾向于与行业相对净值同步，少数时候能够领先底部加仓或者顶部减仓(黑色圈)。
- 在这些成长行业，基金相比其他行业更倾向于勇敢逆势加仓布局，例如2015H2的军工、2017-2018的电力设备、2010-2012的传媒(蓝色圈)。有可能需要忍受比较长的跑输阶段，最后“一鸣惊人”。



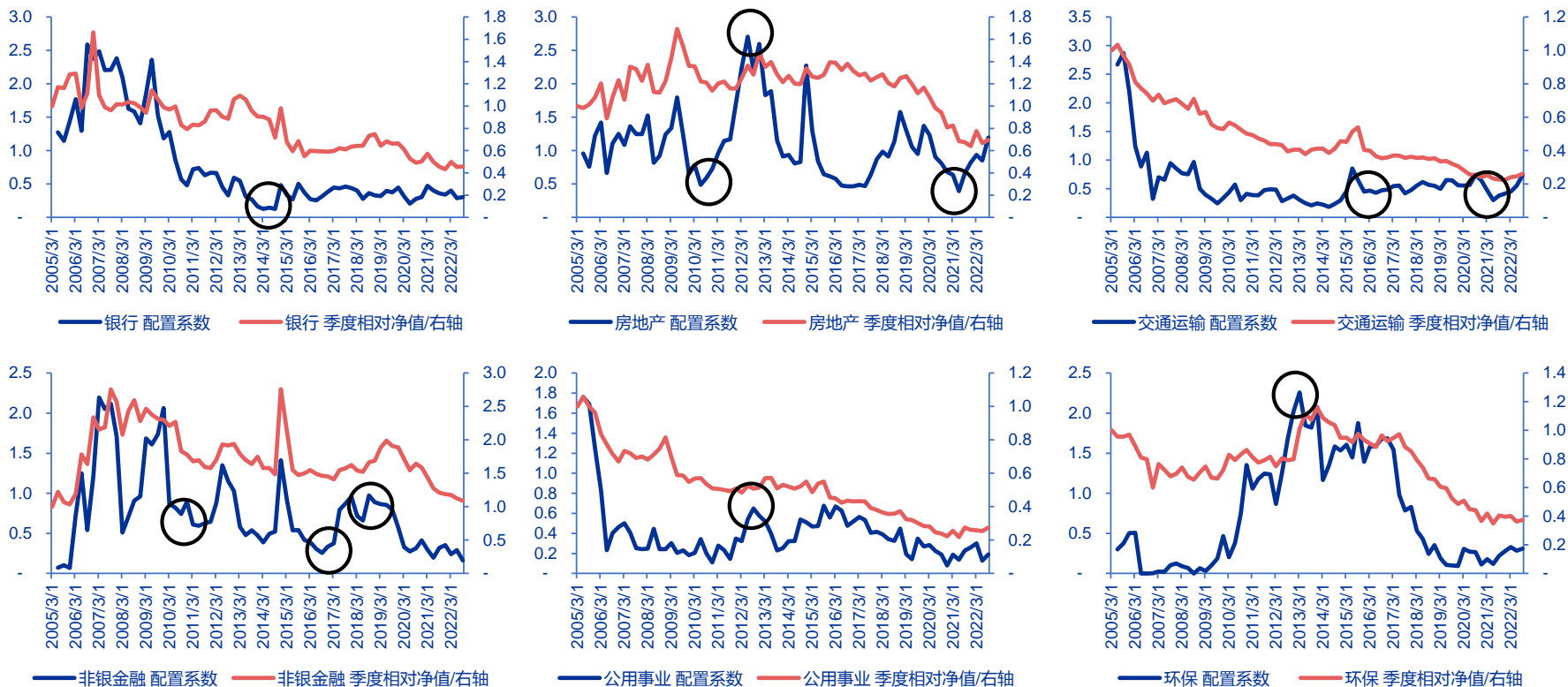
# 上游周期行业：高/低点提前布局的特征比较明显

- 钢铁、煤炭、有色、石化等行业，我们都看到了基金领先一个甚至多个季度加仓和减仓的特征。



# 金融和稳定行业：在底部倾向于左侧择时

- 2005年至今，基金对于金融和稳定行业整体趋势呈现减配；从择时时间点来看，在行业底部做左侧交易的情况比较多，顶部成功提前减仓的情况比较少。
- 和周期行业行为有差异的可能原因：周期行业有更加明确的量价信号提供线索，而金融和稳定行业的配置还与政策驱动/防御属性等因素的考虑有关。





# 总结：公募基金在周期/TMT行业具有更强的领先布局能力

- 我们用量化手段测算了基金配置系数与行业相对净值的关系(相关系数, 右侧表格), 发现对于钢铁、石油石化、交运、环保、公用事业、社会服务、TMT行业, 基金有更加明显的持仓领先净值效果(标黄, 要求相关系数大于0.5)。
- 这意味着在周期和TMT行业, 要更加重视基金对于成长产业趋势的发掘, 以及重视左侧布局偏好投资者的行为指向意义。

一级行业	基金持仓 领先3季度	基金持仓 领先2季度	基金持仓 领先1季度	同步	基金持仓 滞后1季度	基金持仓 滞后2季度	基金持仓 滞后3季度
钢铁	74%	75%	75%	74%	63%	55%	50%
煤炭	67%	64%	65%	67%	57%	48%	39%
有色金属	-33%	-30%	-29%	-32%	-45%	-53%	-61%
石油石化	82%	80%	81%	80%	75%	71%	68%
基础化工	-14%	-10%	-5%	0%	0%	-4%	-5%
建筑材料	40%	50%	62%	68%	51%	32%	18%
交通运输	61%	66%	69%	68%	62%	55%	45%
建筑装饰	24%	30%	34%	38%	31%	30%	25%
电力设备	28%	35%	44%	45%	31%	18%	11%
机械设备	33%	42%	49%	61%	49%	40%	32%
国防军工	0%	7%	28%	39%	24%	18%	19%
环保	73%	73%	71%	70%	64%	62%	56%
公用事业	51%	59%	63%	59%	51%	38%	25%
农林牧渔	3%	7%	11%	19%	3%	-9%	-15%
食品饮料	-1%	1%	3%	3%	-1%	-8%	-13%
医药生物	75%	78%	82%	84%	75%	66%	61%
商贸零售	32%	35%	39%	41%	35%	31%	28%
社会服务	53%	52%	50%	51%	48%	48%	46%
汽车	60%	69%	78%	86%	84%	82%	76%
家用电器	21%	18%	16%	12%	3%	-5%	-11%
纺织服饰	16%	21%	28%	31%	28%	28%	27%
轻工制造	-12%	-5%	1%	8%	10%	12%	17%
美容护理	71%	78%	84%	86%	80%	73%	64%
电子	54%	51%	48%	48%	41%	35%	29%
计算机	69%	65%	60%	55%	43%	35%	28%
传媒	23%	29%	34%	44%	38%	31%	27%
通信	50%	53%	63%	58%	43%	36%	24%
房地产	29%	30%	30%	36%	13%	2%	-5%
银行	63%	61%	69%	71%	66%	65%	68%
非银金融	59%	68%	72%	78%	58%	41%	30%
综合	62%	63%	66%	68%	65%	60%	54%

# 22Q3：基金持仓释放钢铁、石油石化、电子调整信号，公用事业、计算机有机会

- 对应到22Q3基金的行为，钢铁、石油石化行业在持仓配置系数已经比较高的情况下出现了减仓，电子行业则连续三个季度减仓，对于相对净值来说不是好的信号；
- 计算机、公用事业在配置系数分位数较低的情况下出现加仓，是更加积极的信号。

- 另外，基金对于煤炭和有色行业的持仓分位数比较高、对机械设备和医药生物的持仓分位数比较低，在周期验证有压力、挖掘产业趋势机会的阶段，基金持仓给出的信号也值得重视。

一级行业	22Q3配置系数变化	22Q2配置系数变化	22Q1配置系数变化	当前历史分位数	含义(注：反转逻辑基于分位数，会稍弱)
钢铁	-39%	19%	-21%	70%	悲观
煤炭	14%	-3%	28%	84%	悲观(反转)
有色金属	1%	16%	19%	98%	悲观(反转)
石油石化	-1%	2%	-3%	88%	悲观
基础化工	-5%	1%	-3%	30%	
建筑材料	-35%	-3%	4%	10%	
交通运输	19%	10%	4%	96%	-
建筑装饰	0%	-7%	5%	30%	
电力设备	-3%	2%	20%	96%	乐观(反转)
机械设备	7%	-1%	-6%	8%	
国防军工	29%	-4%	6%	100%	
环保	2%	-4%	5%	30%	-
公用事业	6%	-17%	4%	16%	乐观
农林牧渔	8%	-33%	42%	64%	
食品饮料	-1%	13%	3%	28%	
医药生物	-7%	-9%	7%	0%	乐观(反转)
商贸零售	7%	24%	-8%	46%	
社会服务	-17%	15%	-20%	46%	-
汽车	8%	18%	-8%	56%	
家用电器	16%	-7%	3%	14%	
纺织服装	-6%	-8%	1%	12%	
轻工制造	-17%	9%	9%	34%	
美容护理	27%	67%	24%	56%	
电子	0%	-28%	-4%	36%	悲观
计算机	11%	-17%	-14%	2%	乐观
传媒	-16%	-18%	-11%	4%	
通信	8%	-3%	29%	48%	-
房地产	34%	-9%	12%	74%	
银行	1%	-11%	6%	24%	
非银金融	-13%	5%	-12%	0%	
综合	5%	-1%	1%	50%	

注：标黄公募基金配置系数领先相对收益的行业；

最后一列的指向判断分为两类，1) 单纯的持仓反转逻辑(历史上景气趋势行业具有更强的反转效果)；2) 公募有领先布局效果、且配置系数分位数处于极限状态的行业



## 二级行业：基金持仓在电力、装修装饰、IT服务给出积极信号

- 从二级行业的统计来看，公募持仓配置系数较低、领先布局能力强、且三季度加仓的行业主要有电力、装修装饰、IT服务；反之，特钢、炼化贸易还有相对收益的压力；
- 化药、医药商业、白电等行业虽然持仓分位数较低，但是历史上基金行为与市场更倾向于同步，或者并没有显著关联。

基金在各行业配置系数变化与相对收益的相关系数 2005-2022(标黄领先效果较好的行业)

二级行业	基金持仓 领先3季度	基金持仓 领先2季度	基金持仓 领先1季度	同步	基金持仓 滞后1季度	基金持仓 滞后2季度	基金持仓 滞后3季度	22Q3配置 系数变化	22Q2配置 系数变化	22Q1配置 系数变化	当前历史 分位数	含义(注：反转 逻辑基于分位 数，会稍弱)
特钢Ⅱ	58%	53%	45%	38%	12%	-9%	-26%	-73%	87%	82%	87%	悲观
金属新材料	-9%	-3%	4%	5%	-3%	1%	10%	-4%	50%	0%	92%	悲观(反转)
炼化及贸易	79%	76%	78%	77%	71%	66%	66%	-3%	-1%	-3%	84%	悲观
装修装饰Ⅱ	81%	83%	81%	82%	70%	64%	56%	5%	2%	-3%	10%	乐观
自动化设备	36%	38%	41%	47%	42%	35%	29%	5%	24%	-6%	6%	乐观(反转)
电力	56%	64%	68%	65%	55%	40%	24%	6%	18%	5%	14%	乐观
化学制药	45%	46%	48%	50%	40%	32%	26%	24%	13%	6%	10%	乐观(反转)
医药商业	54%	59%	66%	71%	64%	58%	57%	23%	12%	17%	14%	乐观(反转)
一般零售	46%	52%	61%	67%	64%	58%	54%	1%	-2%	4%	12%	乐观(反转)
酒店餐饮	-52%	-55%	-56%	-56%	-60%	-63%	-64%	47%	42%	16%	96%	悲观(反转)
商用车	66%	73%	77%	84%	82%	82%	78%	3%	3%	40%	4%	乐观(反转)
白色家电	-7%	-8%	-9%	-11%	-16%	-21%	-25%	4%	20%	11%	6%	乐观(反转)
照明设备Ⅱ	16%	35%	51%	58%	54%	42%	37%	1%	0%	0%	7%	乐观(反转)
服装家纺	24%	30%	37%	39%	36%	35%	33%	2%	11%	11%	18%	乐观(反转)
IT服务Ⅱ	74.3%	74.0%	73%	70%	58%	50%	40%	1%	10%	2%	18%	乐观
影视院线	72%	72%	76%	78%	63%	49%	48%	5%	-1%	14%	18%	乐观(反转)

## 信息披露

### 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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东A组	陈陶	021-33388362	chentao1@swyhsc.com
华东B组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swyhsc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swyhsc.com

### A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。



# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

傅静涛  
fujt@swsresearch.com

王胜  
wangsheng@swsresearch.com

黄子函  
huangzh2@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号