

策略研究

若机构交易行为变化，市场影响几何？

——资金面系列报告之一

要点

近期市场回暖，机构交易有望逐步正常化

市场回暖背景下，机构交易行为可能会发生变化。在前期市场波动的过程中，机构交易行为可能受到了一定影响。考虑到市场近期回暖明显，机构交易行为在未来某个时间点或许会发生变化，并恢复至以前。

历史上，或许也有过类似的机构交易变化情况。从历史情况来看，机构或许也曾有过类似的交易变化，这对于本轮市场行情有一定参考意义。其中，2018年全年、2022年2季度的情景，可能与23Q4至今的情况类似。而如果当前机构交易行为再次发生变化，情况可能会类似2019Q1及2022Q3。

若机构交易行为变化，对市场整体影响不大

历史相似时期，机构交易行为变化后市场往往表现不错。参考机构交易行为恢复正常时的2019Q1及2022Q3这两个时期，公募基金股票仓位基本上没有发生明显的下移，市场对公募基金的赎回规模也普遍不大，市场整体的表现尚可，2019Q1上证指数涨幅甚至达到了23.9%。

目前机构资金中的“中短期筹码”获利有限，减仓动力偏弱。截至3月15日，股票型基金及保险资金中的中短期筹码的整体浮盈约为-2.7%及4.9%。当前来看，主要机构资金中的中短期筹码获利幅度有限，短期内可能不会出现大幅减仓。

当前来看，若机构交易行为变化，市场影响预计将不大。一方面，公募基金近期的赎回压力并不大，难以对市场有较大冲击。另一方面，当前政策频频发力，经济稳中向好，市场整体趋势有望上行。

机构交易行为可能变化下，如何分析对各行业加减仓意愿？

一些指标与机构的加减仓行为有较强关联，通过构建打分表，可对机构交易正常时期的行业加减仓行为做出预测。这些指标整体可分为两类，一类是与行业关注度相关的指标，主要包括行业研报数量、行业机构调研次数、北上资金行业流入情况；另一类是机构对于各行业的逆向操作意愿情况。

历史来看，打分表在机构交易行为变化时准确率会下降，但是在恢复正常时的预测准确率均较高。理论上，打分表在正常时期对于加减仓的预测准确率应该会较高，而当机构交易行为变化时，预测准确率应该会变低。从历史上的两轮机构交易行为变化情况来看，情况确实如此。

当前各行业的加减仓倾向如何？

结合打分表，以及机构持仓比例的大小，我们可以对机构各行业的加减仓倾向做出排序。打分表会对每一个行业的加减仓做出预测，在这其中，历史预测准确率越高，该行业被加仓或减仓的可能性就会越大。而如果历史预测准确率相同，则可将机构的持仓情况纳入考量。

加仓概率较高的行业：建筑装饰、轻工制造、家用电器、农林牧渔、非银金融、建筑材料及环保。**加仓概率一般的行业：**银行、食品饮料、计算机、公用事业、房地产、石油石化、社会服务、纺织服饰。**减仓概率较高的行业：**基础化工、汽车、机械设备、有色金属、电力设备及电子。**减仓概率一般的行业：**美容护理、钢铁、商贸零售、煤炭、交通运输、通信、医药生物、传媒及国防军工。

风险分析：预测方式失效；机构交易行为大幅变化；基金出现大量赎回。

作者

分析师：张宇生

执业证书编号：S0930521030001

021-52523806

zhangys@ebsecn.com

联系人：王国兴

021-52523868

wangguoxing@ebsecn.com

联系人：张卓然

021-52523418

zhangzhuoran@ebsecn.com

图目录

图 1: 1 月底花旗经济意外指数开始回升	5
图 2: 1 月信贷迎来“开门红”	5
图 3: 当前市场持续演绎修复行情	5
图 4: 上交所对宁波灵均实施暂停交易措施	6
图 5: 机构交易行为可能发生过变化的时间段	7
图 6: 公募交易行为恢复正常后赎回规模相对有限	9
图 7: 偏股型基金交易恢复后仓位并未下行	9
图 8: 市场走势与经济基本面相关度高	9
图 9: 23 年 7 月以来加仓的保险资金当前整体收益率约为 4.9%	10
图 10: 23 年 7 月以来加仓的股票型基金当前整体收益率约为-3%	10
图 11: 近期基金赎回压力并不高	11
图 12: 研报数量变化与机构行业的加减仓存在一定联系	13
图 13: 证券公司调研数变化与机构行业的加减仓存在相关性	13
图 14: 北向资金加减仓行为与机构的加减仓行为也存在一定相关性	13
图 15: 公募机构通常倾向于逆向操作	14
图 16: 以建筑建材行业为例, 机构逆向操作明显	14
图 17: 公募基金的规模普遍较大, 半数基金规模超过 1 亿元	14
图 18: 预测机构行业加减仓思路	15
图 19: 机构行业加减仓预测准确率情况	15
图 20: 行业加减仓打分表下预测准确率情况	16
图 21: 两次机构交易恢复正常时, 预测与实际加减仓情况对比	17
图 22: 2019Q1 加仓食品饮料, 减仓房地产	18
图 23: 2022Q3 加仓国防军工, 减仓非银金融	18
图 24: 两次加减仓行为对比	18
图 25: 2019Q1 倾向加仓机构重仓板块, 22Q3 则相反	19
图 26: 机构持股集中度的变化与国内经济存在一定关联	19
图 27: 行业关注度视角下, 公募机构各行业加减仓预测	20
图 28: 机构高抛低吸倾向视角下, 各行业加减仓行为预测	21
图 29: 各行业加减仓倾向预测	22

表目录

表 1: 近期政策积极发力	4
---------------------	---

1、近期市场回暖，机构交易有望逐步正常化

1.1、多重利好作用下，近期市场回暖明显

政策端，各类稳增长政策及活跃资本市场政策在持续发力。政策积极发力是近期市场企稳回升的核心动力之一。货币政策方面，央行1月25日宣布降准、2月20日下调了5年期以上LPR利率；活跃资本市场方面，托底资金多次入场带动市场上行，同时加强业务监管力度，严防破坏市场秩序的违法违规行为；地产方面，各类稳需求、保供政策也在积极出台。

国内经济整体也处在持续复苏的进程中，经济预期也有明显好转。今年以来，我国经济复苏的迹象较为明显。从春节期间的数据来看，居民出行消费热情较高，电影票房也再创新高。经济数据方面，1月信贷数据迎来“开门红”、2月CPI同比与环比均超出市场预期。此外，花旗中国经济意外指数也在持续回升，并在2月开始转正。

表 1：近期政策积极发力

	政策或事件	相关内容
货币政策	LPR 调降	2月20日，央行授权全国银行间同业拆借中心公布LPR报价利率，5年期以上LPR为3.95%，较前值下行25个基点。
	央行降准和定向降息	1月25日，中国人民银行宣布，自2024年2月5日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)；自2024年1月25日起，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点。
资本市场政策或事件	证监会继续强化DMA等场外衍生品业务监管	2月28日，证监会新闻发言人就私募基金DMA业务有关情况答记者问，证监会表示，下一步将对DMA等场外衍生品业务继续强化监管、完善制度，指导行业控制好业务规模和杠杆，严厉打击违法违规行为，维护市场平稳运行。
	证监会召开资本市场法治建设座谈会	2月27日，证监会党委书记、主席吴清主持召开资本市场法治建设座谈会，就完善资本市场基础制度、加强法治保障听取意见建议，他强调，证监会将认真研究吸收与会代表提出的意见建议，与有关方面一道共同推动加大法制供给、提升执法效能、强化司法保障，更好发挥法治在资本市场高质量发展中的固根本、稳预期、利长远作用。
	汇金扩大ETF增持范围	2月6日，中央汇金投资有限责任公司公告称，充分认可当前A股市场配置价值，已于近日扩大交易型开放式指数基金(ETF)增持范围，并将持续加大增持力度、扩大增持规模，坚决维护资本市场平稳运行。
	证监会进一步加强融券业务监管，全面暂停限售股出借	1月28日证监会发布消息，进一步加强融券业务监管。一是全面暂停限售股出借；二是将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制。
地产政策或事件	住房城乡建设部发布关于做好住房发展规划和年度计划编制工作的通知	2月27日，住房城乡建设部发布关于做好住房发展规划和年度计划编制工作的通知，通知指出，各地要科学编制规划，认真组织实施，根据人口变化确定住房需求，根据住房需求科学安排土地供应、引导配置金融资源，实现以人定房，以房定地、以房定钱，促进房地产市场供需平衡、结构合理，防止市场大起大落。
	北上广深放松楼市限购	从1月27日至2月7日，北京、上海、广州、深圳均出台放松住房限购的楼市新政。2月7日，深圳取消落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求；2月6日，北京调整限购政策，放宽了通州区的住房“双限购”；1月30日，上海宣布自1月31日起，放松单身限购；1月27日，广州放开建筑面积120平方米以上住房限购。

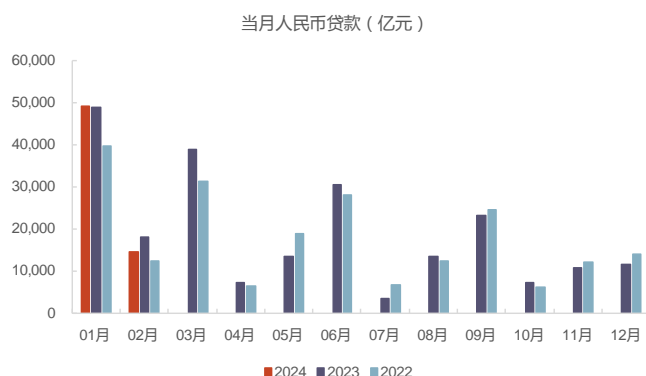
资料来源：证监会官网、新华网、人民网、光明网等，光大证券研究所整理

图 1：1 月底花旗经济意外指数开始回升



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：数据截至 2024/3/12

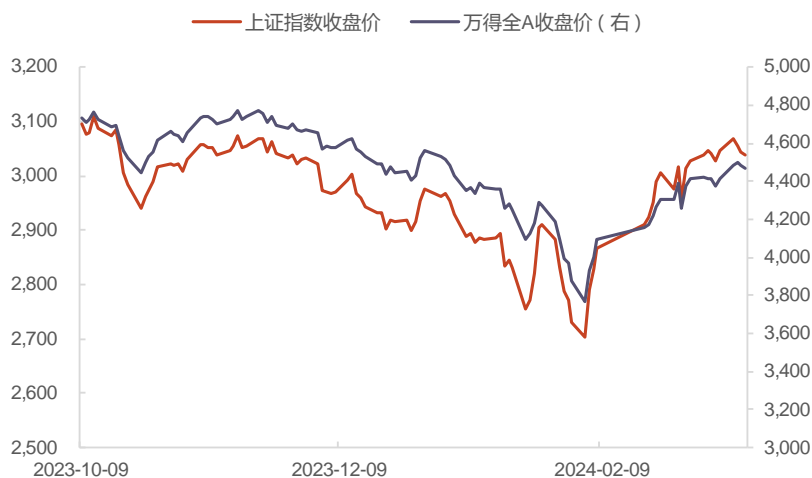
图 2：1 月信贷迎来“开门红”



资料来源：Wind，光大证券研究所

多重利好因素推动下，市场从前期的低点迅速修复至 3000 点以上。随着政策积极发力，以及微观流动性压力的缓解，市场情绪 2 月以来出现了显著回升，2 月 6 日至 3 月 14 日，上证指数、万得全 A 指数期间分别上涨 8.9%、13.5%，截至 3 月 14 日，上证指数收于 3038 点，与去年 11 月初以来的局部高点接近。

图 3：当前市场持续演绎修复行情



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：数据截至 2024/3/14

1.2、市场回暖背景下，机构交易行为可能也会发生变化

在前期市场波动的过程中，机构交易行为可能受到了一定影响。去年四季度到今年春节前的两周，雪球敲入、DMA 策略等事件使得市场恐慌情绪有一定程度抬升，市场也经历了较大的波动，这使得市场监管的力度有所加大。例如，2 月 20 日，上交所与深交所分别发布公告称，在交易监控中发现宁波灵均于 2 月 19 日开盘后短时间内大量卖出沪市股票与深市股票合计 25.67 亿元，导致 A 股大幅跳水，给予宁波灵均限制交易 3 天并公开谴责的处罚。而在市场波动加大的过程中，机构的交易行为可能也受到了一定的影响。

考虑到市场近期回暖明显，机构交易行为在未来某个时间点或许会发生变化。机构交易行为的变化并非为常态，当股票市场恢复正常波动时，机构交易行为也迟早会恢复正常。春节至今，政策端持续发力叠加经济数据的好转，股票市场情绪出现了明显的回暖，市场行情也明显得到修复。在预期向好的背景下，机构的交易行为或许将在某个时点发生变化，并恢复至以前。

图 4：上交所对宁波灵均实施暂停交易措施



上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

代码 / 简称 / 关键词

上交所对宁波灵均实施暂停交易措施并启动公开谴责程序

2024-02-20

2月19日，上交所在交易监控中发现，9:30:00至9:31:00，宁波灵均投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称宁波灵均）管理的多个产品大量卖出沪市股票合计11.95亿元，期间上证指数短时快速下挫。经查明，宁波灵均上述交易违反了《上海证券交易所交易规则》（以下简称《交易规则》）第7.2条第（六）项“通过计算机程序自动生成或者下达交易指令进行程序化交易，影响本所系统安全或者正常交易秩序”规定。

根据《交易规则》第7.8条和《上海证券交易所纪律处分和监管措施实施办法》的有关规定，上交所决定，从2024年2月20日起至2024年2月22日止对宁波灵均管理的相关产品连续实施暂停投资者账户交易的监管措施，即暂停相关产品账户在上述期间在上交所上市交易的所有股票交易，同时启动对宁波灵均予以公开谴责的纪律处分程序。

上交所将按照中国证监会部署要求，坚守监管主责主业，坚持以投资者为本，严管影响市场平稳运行、损害投资者合法权益的违法违规行为。同时，提醒投资者依法合规交易，共同维护市场正常交易秩序。

资料来源：上海证券交易所，光大证券研究所

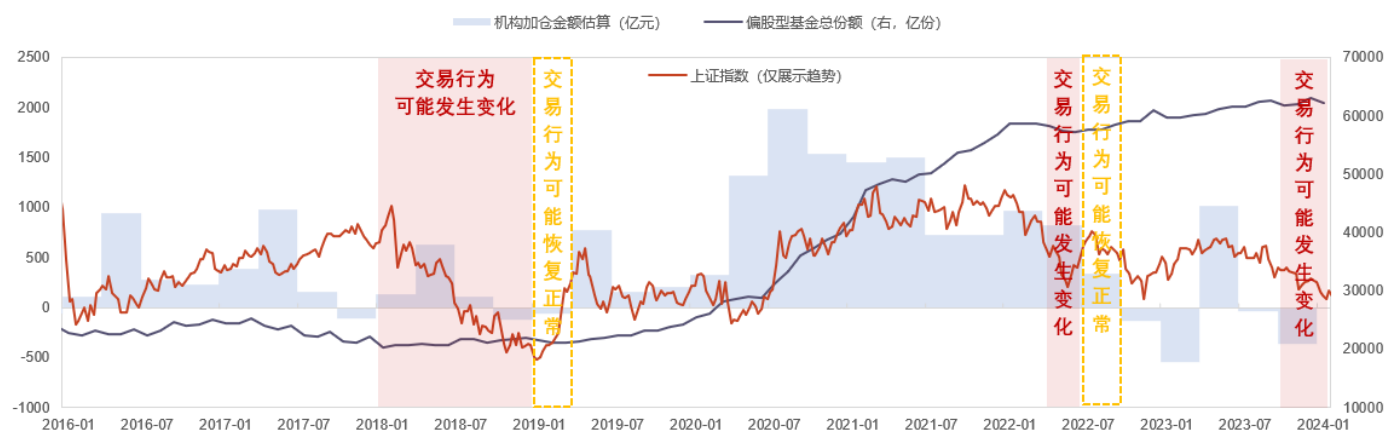
1.3、历史上，或许也有过类似的机构交易变化情况

从历史情况来看，机构或许也曾有过类似的交易变化，对于本轮市场行情有一定参考意义。机构交易行为的变化在历史上可能也曾出现过。如何找到这样类似的时期呢？对于该问题，我们认为可以结合市场走势、机构赎回压力、机构整体加减仓等数据进行分析，做出一定的判断。当市场走势较波动、机构面临一定赎回压力、但没有出现大幅减仓时，可能意味着机构的交易行为发生了变化。

2018年全年、2022年2季度的情景，可能与23Q4至今的情况类似。2018年全年市场走势较为震荡，偏股型基金的总份额相对较平稳，不过机构整体仍存在持续的加仓行为，这意味着机构的交易行为可能发生了变化。与之类似，2022Q2市场表现也较差，且机构面临一定的赎回压力，但机构却加仓明显，这种行为的背后可能也表明机构的交易行为发生了变化。

如果当前机构交易行为再次发生变化，情况可能会类似2019Q1及2022Q3。在2019Q1及2022Q3这两个时间段里，市场波动均恢复至正常水平，机构本身也不存在较大的赎回压力，这意味着机构交易行为很可能恢复至了正常时期。如果当前机构交易行为也恢复至正常，情况可能会和2019Q1及2022Q3时期较为类似。

图 5：机构交易行为可能发生过变化的时间段



资料来源：wind，光大证券研究所。数据截至 2023 年 12 月，机构加仓金额为光大证券研究所策略组估算值

2、若机构交易行为变化，对市场整体影响不大

2.1、历史相似时期，机构交易行为变化后市场表现不错

总的来看，历史相似时期，机构交易行为恢复正常后市场表现均较不错。参考机构交易行为恢复正常时的 2019Q1 及 2022Q3 这两个时期，公募基金股票仓位基本上没有发生明显的下移，市场对公募基金的赎回规模也普遍不大，因此市场整体的表现尚可，2019Q1 上证综指涨幅甚至达到了 23.9%。

公募交易行为恢复正常后，偏股型基金仓位不一定会发生下移。公募基金股票配置仓位一定程度受市场“赚钱效应”的影响，与市场表现较为相关。在历史上两次相似的公募交易行为恢复阶段，偏股型基金的仓位未发生明显下移的情况。其中，2019 年 1 季度在市场行情快速回暖的背景下，偏股型基金的股票仓位甚至出现了大幅的提升。

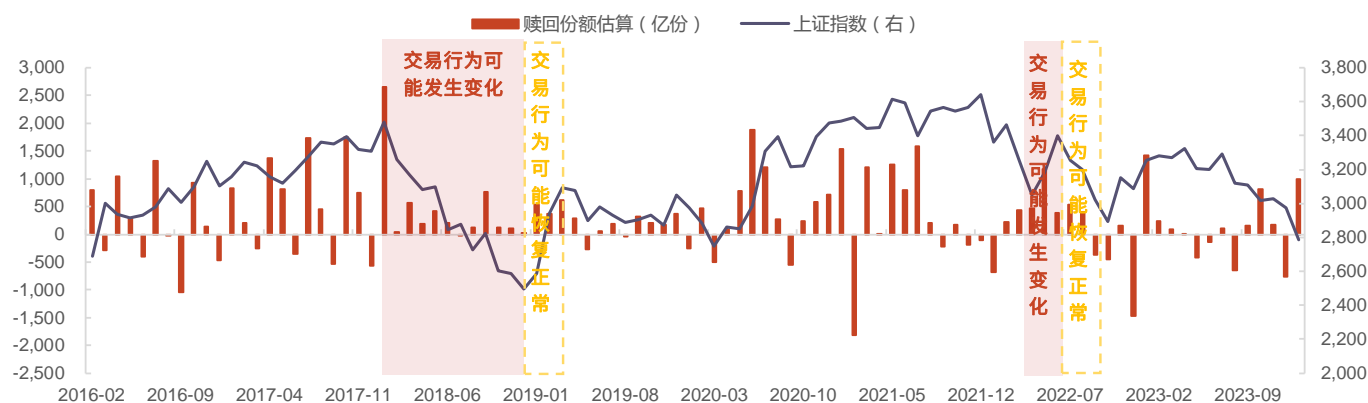
在机构交易行为恢复正常后，公募基金的赎回规模也相对有限。从 2019Q1 及 2022Q3 这两次的情况来看，测算得到的公募赎回规模普遍并不大，显著低于历史较高水平。其中，19Q1 公募月均赎回规模约 505 亿份，略高于 2016 年以来（截至 2024 年 1 月）公募月均赎回金额 299 亿份，而 22Q3 公募赎回规模月均仅 191 亿份，显著低于平均值。

市场整体的表现也尚可，并没有出现较大的波动。历史来看，两次公募机构交易行为恢复正常后，市场表现也相对比较平稳，并未出现剧烈波动。其中 2019 年 1 季度市场行情快速回暖，上证指数季度涨幅高达 23.9%；2022 年 3 季度期间市场行情较震荡，但期间上证指数低点仍然要高于 2 季度上证指数的低点。

这是因为市场走势主要与经济基本面有关，交易行为的变化并不会改变市场趋势，而这两段时间经济均出现了好转。股票市场的走势与 PMI 指数有较强的相关性，依赖于经济基本面的变化。历史上两次公募交易恢复正常的时间段也都伴随着经济形势的明显好转，2019 年一季度 PMI 指数见底回升，3 月回升至荣枯线以上；2022 年三季度 PMI 指数也呈现上行趋势，9 月回升至荣枯线以上。

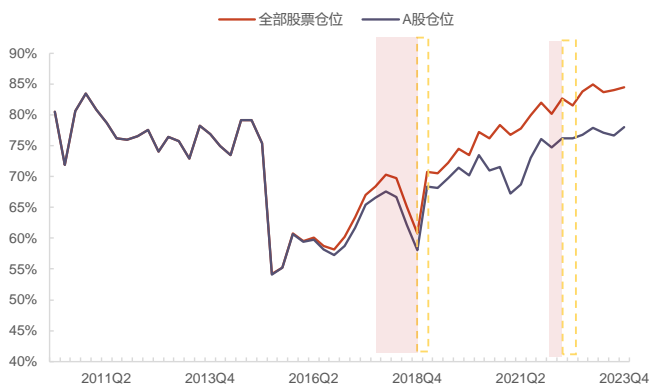
另一方面，交易行为恢复的时间点很可能是在市场氛围较好时，对市场的影响有限。公募基金交易行为的恢复通常会发生于市场行情转好的阶段，只有在这一阶段，才不必担心会加大市场波动。因此我们可以观察到，历史上公募交易行为转向后对市场的影响相对较为有限。

图 6：公募交易行为恢复正常后赎回规模相对有限



资料来源：wind，光大证券研究所，注：数据截至 2024 年 1 月

图 7：偏股型基金交易恢复后仓位并未下行



资料来源：wind，光大证券研究所，注：数据截至 2023Q4

图 8：市场走势与经济基本面相关度高



资料来源：wind，光大证券研究所，注：数据截至 2024/3/15

2.2、目前机构资金中的“中短期筹码”获利有限，减仓动力偏弱

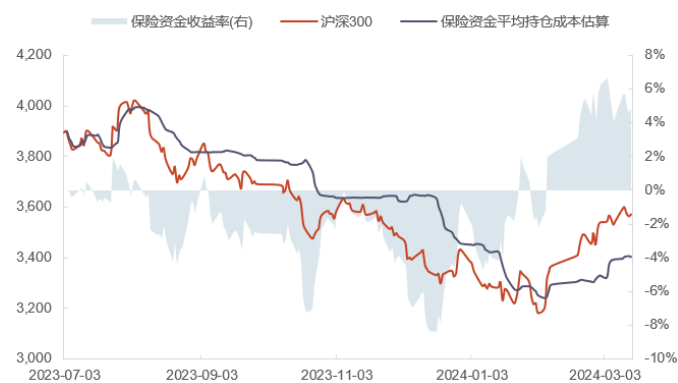
中短期筹码获利情况一定程度上可以表征市场的潜在卖出压力。市场中的筹码可以分为长期筹码以及短期筹码，长期筹码相对较为稳定，通常不会轻易的买入或卖出。而中短期筹码在操作上往往较为灵活，如果获利较多，则可能会倾向于减仓获利了结。因此中短期筹码的获利情况一定程度上可以表征市场潜在的卖出压力，如果中短期筹码整体获利幅度较大，则潜在的卖出压力可能较大，而如果整体获利幅度较小，甚至亏损，则市场潜在的卖出压力较小。

股票型基金中，中短期筹码的整体浮盈约为-2.7%。2023 年 7 月以来，股票型基金的总份额呈现增加态势，如果将这段时间内新增的份额作为中短期筹码进行测算，截至 3 月 15 日，股票型基金中的中短期筹码整体收益率约为-2.7%，还没有实现正盈利。

保险资金中，中短期筹码的整体浮盈约为 4.9%。对于保险资金，我们也采用类似的算法，不过在计算时主体选择为沪深 300ETF，并假定其中购买份额中的部分资金为保险资金。从保险资金的情况来看，目前中短期筹码的整体收益率约为 4.9%，浮盈也并不算高。

当前来看，主要机构资金中的中短期筹码获利幅度有限，短期内可能不会出现大幅减仓。目前，无论是股票型基金中的中短期筹码，还是保险资金中的中短期筹码，整体的获利幅度均较为有限，甚至还未出现获利。因此，从机构筹码的角度来考虑，在当前的市场点位水平下，还不具有较强的减仓动力。

图 9：23 年 7 月以来加仓的保险资金当前整体收益率约为 4.9%



资料来源：wind，光大证券研究所测算。注：数据截至 2024/3/15

图 10：23 年 7 月以来加仓的股票型基金当前整体收益率约为 -3%



资料来源：wind，光大证券研究所测算。注：数据截至 2024/3/15

2.3、 当前来看，若机构交易行为变化，市场影响预计将不大

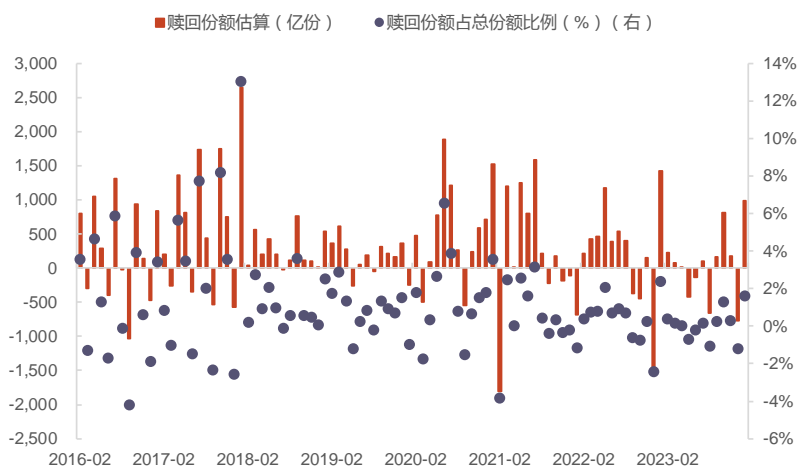
一方面，公募基金近期的赎回压力并不大，难以对市场有较大冲击。当前公募基金的赎回份额占偏股型基金总份额比例处于历史较低水平，今年 1 月赎回份额占比仅为 1.6%，难以对市场整体表现造成较大的冲击。另外，如果后续市场行情有望上行，可能会刺激新成立基金份额提升，也会抵消部分公募基金赎回给市场带来的压力。

另一方面，当前政策频频发力，经济稳中向好，市场整体趋势有望上行。全国两会刚刚落幕，《政府工作报告》为 2024 年我国经济的任务与目标做出了全面部署，近期政策的推出频率也明显提升，未来对于经济稳增长以及稳定房地产、活跃资本市场、支持“新质生产力”发展的鼓励政策均值得期待。在政策频频发力的作用下，我国经济后续有望稳中向好、持续修复，带动市场整体行情上行。

此外，即使机构交易行为恢复至正常后市场出现短期波动，交易行为也可能会再次回到之前。在机构的交易行为恢复至正常时期之后，如果市场再度出现短期波动，可以猜想，机构的交易行为可能将再次进入到变化区间，而这又将使得市场波动减弱。

因此综合来看，不用担心机构交易行为变化会对市场整体表现产生较大影响。

图 11: 近期基金赎回压力并不高



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/72532230300011140>