



投资策略研究

【粤开策略深度】透过基金发行和自购行为看市场底

2022 年 05 月 17 日

投资要点

核心观点

分析师：陈梦洁

执业编号：S0300520100001

电话：010-83755578

邮箱：chenmengjie@y kzq.com

近期报告

《【粤开策略大势研判】政治局会议稳信心，A 股红五月可期》2022-05-04

《【粤开策略大势研判】磨底期仍有结构性机会（后附两轮人民币贬值期复盘表现）》2022-05-08

《【粤开策略】每日数据跟踪-20220513》2022-05-13

《【粤开策略大势研判】震荡反弹有望延续》2022-05-15

《【粤开策略】每日数据跟踪-20220516》2022-05-16

1) 各类底确立顺序几何？

A 股基本遵循“政策底→信用底→基金底→市场底→盈利底”的大致传导。从经济运行角度来说，政策底解决了每轮下跌的主要矛盾、实现信用底的修复并完成向盈利的传导，从而一般政策底和信用底先于市场底，而盈利底同步或滞后市场底形成，因此，对判断市场底部而言，政策底和信用底通常为领先指标，经济/盈利底通常为滞后或同步指标。

2) 从“政策底”到“市场底”还有多远？

复盘历史上 5 轮大跌中 5 类“底”，从“政策底”到“市场底”，传导时间分别为 3M、1M、12M、8M、9M。我们看到二者的传导时间在由快变慢，尤其是在 2012 年与 2018 年，“市场底”比较特殊是最后一个确立的，这些变化与投资者的投资框架体系日渐完善有关，也与所处经济周期的不同有关（2012、2018 经济承压同时均伴随通胀的大幅攀升后回落，即美林时钟“滞涨”到“衰退”阶段）。

3) 透过基金发行和自购行为看市场底。

从基金行为来看，我们以基金发行底来衡量普通投资者的入市意愿和情绪，基金自购潮一定程度上可以用来观测机构投资者对市场的看法。

发行底：2005 年领先 4 个月，2008 年同步，2012 年领先 3 个月，2016 年领先 5 个月，2018 年领先 4 个月。月度基金发行冰点的时间均领先于市场底的出现，时间在 3~5 个月不等。

自购顶：2005 年滞后 2 个月，2008 年滞后 2 个月，2012 年领先 5 个月，2016 年领先 7 个月，2018 年领先 9 个月。基金自购的由滞后指标转为领先指标，但时间在 5~7 个月不等，自购行为较为分散且距离市场底部较远，自购行为更多的是稳定市场信心和明确后市观点，参考意义小于冰点发行指标。

当前基金行为现状：截至 5 月 15 日，本月尚无股票型基金产品发行（按认购起始日），自二月以来发行持续处于底部水平，基金发行底已逐步接近；而基金自购行为一直在进行，今年以来已累计自购 5.8 亿（股票型）。

后市启示

当前，经济面临“三重压力”，通胀压力仍在，从美林时钟仍处在“滞涨”到“衰退”的阶段，而经济下行+PPI 回落+CPI 稳中有升的组合更类似 2012 年和 2018 年。以降准降息作为“政策底”的标志来看，目前“政策底”已于 2011 年 12 月确认，“信用底”正在验证期，“基金发行底”已逐步接近，5 类底中 3 个已确认或逐步接近底部，盈利底有望在全面复工复产后到来，因此，当前或处于政策底到市场底传导的下半场，曙光已现，后市不宜再悲观。

复盘 2012 与 2018 年行业表现，在政策底到市场底传导的上半场，以金融、周



期风格占优，**下半场以大金融、大消费风格占优**。结合 2022 年一季度公募基金的持仓情况来看，加仓煤炭、地产、养殖等行业板块，布局稳增长与困境反转，增持价值减持成长，与历史上政策底到市场底的上半场表现较为一致。

我们认为当前或处于政策底到市场底传导的下半场，建议关注三条主线：（1）下半场仍能受益于稳增长政策下的金融、地产和基建等板块；（2）复盘历史启示以及当下受益于困境反转的食品饮料、农林牧渔等大消费板块；（3）随着经济逐渐企稳，重新寻找业绩能够兑现的景气赛道，如新能源、半导体、军工等。

风险提示

历史数据统计误差、政策不及预期、疫情传播超预期、海外货币政策变化



目 录

一、五轮历史“大底”中的基金行为	5
(一) 2004-2005 年股改：冰点发行领先 4 个月，自购滞后 2 个月	5
(二) 2008 年次贷危机：发行冰点与市场基本同步，自购滞后 2 个月	7
(三) 2011~2012 年经济动能切换+政策收紧大跌：冰点发行领先 3 个月，自购领先 5 个月	8
(四) 2015~2016 年的去杠杆+杀估值大跌：冰点发行领先 5 个月、自购领先 7 个月	11
(五) 2018 年中美贸易摩擦+政策收紧大跌：冰点发行领先 4 个月，自购领先 9 个月	13
(六) 复盘小结	15
二、一季度持仓变化：顺势加仓煤炭、地产、养殖等稳增长与困境反转，增持价值减持成长	17
(一) 重仓行业分布：集中在白酒、电池、半导体、光伏设备、医疗服务	17
(二) 加仓行业分布：煤炭开采、房地产开发、养殖业、光伏设备、电池增持居前，价值风格占优	19
(三) 减仓行业分布：消费电子、白酒证券、计算机设备、光学光电子遭减持，大盘成长低迷	20
三、后市启示	21
四、风险提示	21

图表目录

图表 1： 2005 年 3 月政策底	5
图表 2： 2004-2005 年大跌中基金行为	6
图表 3： 2004~2005 年的股改+政策收紧大底梳理	6
图表 4： 2008 年 9 月政策底基本确立	7
图表 5： 2008 年大跌中基金行为	8
图表 6： 2008 年的次贷危机+政策紧缩大底梳理	8
图表 7： 2011 年 12 月为政策底	9
图表 8： 发行冰点分别对应上证指数的 1999 点和 1949 点，与市场同步性较高	10
图表 9： 2011-2012 年大跌中基金行为	10
图表 10： 2011~2012 年经济动能切换+政策收紧大底梳理	10
图表 11： 2015 年 6 月政策底	11
图表 12： 2015-2016 年大跌中基金行为	12
图表 13： 2015~2016 年的去杠杆+杀估值大底梳理	12
图表 14： 2018 年救市政策	13
图表 15： 2018 年大跌中基金行为	14
图表 16： 2018 年中美贸易摩擦+政策收紧大底梳理	14
图表 17： 经济周期与 2008、2012、2018 相似	15
图表 18： 基金发行和自购行为一览	16
图表 19： 政策底到市场底风格、行业、板块表现复盘	17
图表 20： 2022Q1 各重仓股行业占基金股票投资市值比重（申万二级行业）	18



图表 21: 2022Q1 各重仓股行业占基金股票投资市值比重 (Wind 行业)	18
图表 22: 2022Q1 各重仓股行业占基金股票投资市值比重 (规模风格类型)	19
图表 23: 煤炭开采、房地产、养殖业、光伏设备、电池增持居前 (申万二级)	19
图表 24: 材料、医疗保健、能源、房地产、金融增持居前 (Wind 一级)	20
图表 25: 大盘价值、中盘价值、中盘成长风格获基金增持居前	20
图表 26: 消费电子、白酒、证券、计算机设备、光学光电子遭减持 (申万二级)	21
图表 27: 信息技术、可选消费、工业、日常消费行业遭减持 (Wind 一级)	21



2022 年以来，A 股进入持续调整，在全球主要资本市场中跌幅居前。上证指数自去年 12 月中旬的 3700 点跌至低点的 2864 点，最大跌幅已超 20%，创业板更是跌近 40%。我们用权益基金发行降入冰点的时刻定义“基金底”，近些年，随着 A 股赚钱效应的吸引，投资者结构持续优化，机构投资者的一举一动颇受市场关注，基金底也是市场情绪的一个重要观测指标。随着公募新发基金持续降温以及开启自购潮，市场纷纷猜测“市场底”是否已然到来。

我们在 3 月的报告中，复盘了 2000 年以来 A 股五轮历史大底中四个层面十一个指标的规律，本篇旨在通过复盘五轮历史“大底”中的基金行为，探寻其演绎规律。

一、五轮历史“大底”中的基金行为

自 2000 年以来 A 股经历了 5 次持续大跌，分别是：2004~2005 年的股改+政策收紧大跌；2008 年的次贷危机+政策紧缩大跌；2011~2012 年的经济动能切换+政策收紧大跌；2015~2016 年的去杠杆+杀估值大跌；2018 年的中美贸易摩擦+政策收紧大跌。

一般来说，A 股遵循经济下行期：政策底→信用底→基金底→市场底→盈利底的顺序，试图通过复盘历史上 5 轮大跌中 5 类“底”的变化，找寻其中的规律。

（一）2004-2005 年股改：冰点发行领先 4 个月，自购滞后 2 个月

2004 年 2 月，国内固定资产投资完成额累计同比高达 53%，下半年 PPI、CPI 峰值分别达到 8.4%和 5.3%。为了抑制经济过热，政策大幅收紧，次年 4 月再次加息，为时隔 9 年来的首次。与此同时，“国九条”重启股权分置改革，市场担忧加剧进一步加速了市场调整。

政策底：国家先后出台了一系列措施托底市场，2004 年 10 月保险资金获准直接入市、次年 1 月调降印花税、3 月降准、6 月股权分置改革正式落地，政策底逐步夯实。

图表1：2005 年 3 月政策底

时间	政策
2004 年 7 月 15 日	国务院批准成立的鼓励合规资金入市小组
2004 年 9 月 16 日	《人民日报》再刊文《重振投资者信心》
2004 年 10 月 25 日	保险资金获准直接入市
2005 年 1 月 24 日	交易印花税税率由千分之二下调到千分之一
2005 年 3 月 17 日	降准
2005 年 4 月-6 月	证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，股权分置改革的试点正式启动

资料来源：wind、粤开证券研究院

信用底：在流动性收紧的背景下，信贷增速一路下滑，直至 2005 年 5 月企稳、6 月明显反弹，标志着本轮“信用底”基本确立。

市场底：指数自高位的 1783 点一路走熊至 2005 年 6 月的 998 点，跌幅 43%左右，6 月初探底后继续震荡磨底，7 月中旬再次探底后回升，指数“W”双底确认。不过随后半年的指数走势仍略显犹豫和反复，股改始终扰动着市场的神经。



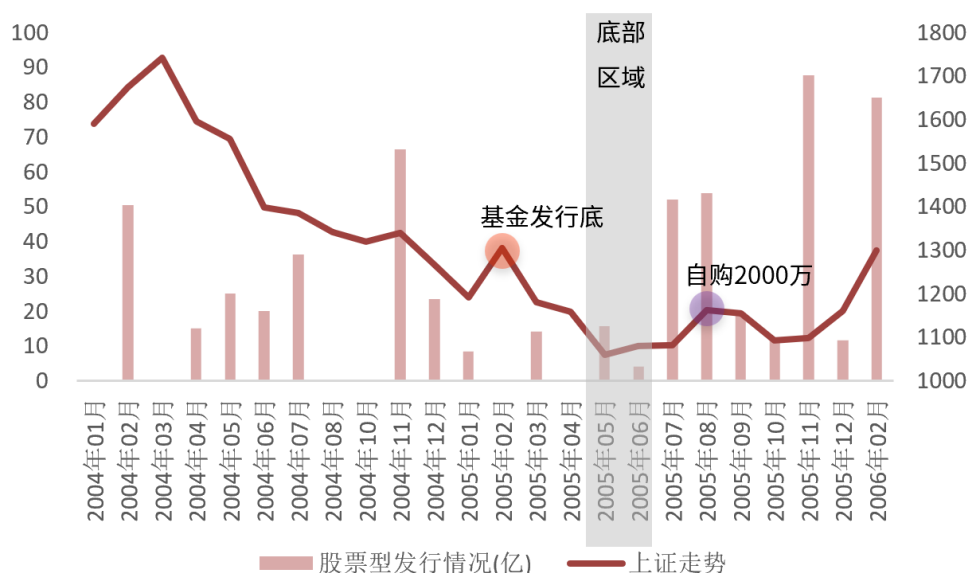
盈利底：宏观“经济底”于2005年9月触底；而微观“盈利底”则反映的更滞后，全A归母净利润增速自2004Q2的47%下滑至2006Q1的-14%低点，滞后“经济底”2个季度。

期间基金行为：

发行底：发行底主要观测普通投资者情绪的变化，我们选取普通股票型基金的发行情况来观察，2004~2005年，公募基金仍处于起步发展初期，发行份额较小，自市场下行开始，公募基金有2次发行冰点，分别发生在2005年的2月和4月，当月均无新发。

自购顶：与发行底不同，基金自购潮多是显示机构投资者对后市的态度，因此我们也可以从自购行为来观察市场，同样的我们只观察普通股票型的情况，本轮自购潮的高点出现在2005年的8月，但自购规模依然较小，峰值也仅有2000万的水平，对市场的影响微乎其微，更多的还是来自情绪面的带动效应。

图表2：2004-2005 年大跌中基金行为



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表3：2004~2005 年的股改+政策收紧大底梳理

2004~2005 年大跌	分类	底/顶确立时间	指标表现
领先指标	政策底	2005. 3	领先 3 个月
	信用底	2005. 5	领先 1 个月
	市场底	2005. 6	下跌历时 15 个月
滞后指标	基金发行底	2005. 2	领先 4 个月
	基金自购顶	2005. 8	滞后 2 个月
	经济底	2005. 9	滞后 3 个月

资料来源：粤开证券研究院



综上，本轮遵循“政策底（领先 3M）→信用底（领先 1M）→**市场底**→基金发行底/自购顶（领先 4M~滞后 2M）→经济底（滞后 3M）”的传导链条，整个传导链条约 6 个月。

（二）2008 年次贷危机：发行冰点与市场基本同步，自购滞后 2 个月

2007 年 6 月，GDP 同比达到 15% 的高速增长，随后 PPI、CPI 在次年初分别达到 10% 和 8.7% 的峰值，为了抑制经济过热，政策大幅收紧，存款准备金率从 2007 年中的 11.5% 调升至 2008 年中的 17.5%，期间 10 次升准+4 次加息，实施从紧的货币政策。2008 年下半年，美国次贷危机蔓延至全球引发金融海啸，悲观情绪迅速蔓延，指数大幅下跌。

政策底：为了应对全球金融危机和经济下行带来影响，国家先后出台了一系列救市措施，包括 2008 年 4 月降低印花税，2008 年 9 月降准降息标志着政策底基本确立。随后 2008 年 9 月救市三大政策与 2008 年 11 月“四万亿”的出台，进一步夯实政策底。

图表4：2008 年 9 月政策底基本确立

时间	政策
2008 年 4 月 23 日	交易印花税税率由千分之三下调至千分之一
2008 年 7 月 1 日	新华社发文《关于中国股市的通信》
2008 年 9 月 16 日	贷款利率与存款准备金率双双下降
2008 年 9 月 18 日	国家进一步出台了救市三大政策：印花税从双边改为单边；汇金公司在二级市场买入工、中、建三行股票；国资委支持央行增持或回购上市公司股份
2008 年 11 月 10 日	“四万亿”刺激计划出炉

资料来源：wind、粤开证券研究院

信用底：在流动性收紧的背景下，信贷增速由 1 月的 18.2% 一路下行至 11 月的 10.5% 低位，12 月开始大幅反弹，标志着本轮“信用底”基本确立，在强有力的刺激下国内经济开始逐渐走出金融危机的阴霾。

市场底：受到从紧的货币政策+全球金融危机的影响，2008 年股市几乎呈单边下跌的走势，指数自全年高点的 5523 点一路走熊至 10 月底的 1665 点，跌幅近 70%，当年以 65% 的跌幅居全球跌幅第 13 位。

盈利底：宏观“经济底”于 2009 年 3 月触底，降至 92 年以来的最低值，同比增长 6.4%，但底部的确立滞后“市场底”8 个月；而微观“盈利底”本次与宏观“经济底”同步到来，全 A 归母净利润增速自高点的 81% 下滑至 2009Q1 的 -26% 低点。

期间基金行为：

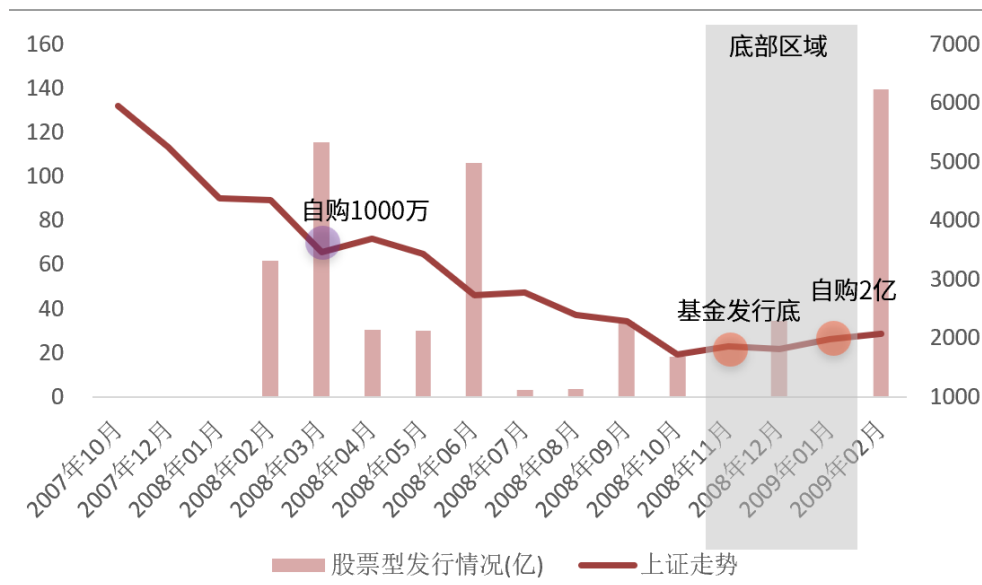
发行底：依然选取普通股票型基金的发行情况来观察，8 月，发行份额降至 3.85 亿，11 月和次年 1 月当月均无新发，标志着发行底的确立，分别对应上证指数 2397 点和 1991 点。投资往往是反人性的，在投资者情绪陷入冰点、不敢入市的时候往往伴随着市场底部浮出水面。

自购顶：我们曾在 4 月 17 日的《二十年资金“核心部队”复盘》报告中，详细复盘了公募基金的发展历史，自 2005 年起公募受益于政策制度完善逐渐活跃，2006 年进入



黄金发展元年，整体规模放量，因此我们看到自购金额绝对值也有显著增长。本轮下跌过程中，股票型基金自购 1 此次发生在 2008 年 3 月，为 1000 万，另一次峰值发生在 2009 年 1 月，回购金额为 2 亿，因此我们认为后者为本轮的自购顶。

图表5：2008 年大跌中基金行为



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：2008 年的次贷危机+政策紧缩大底梳理

2008 年大跌	分类	底/顶确立时间	指标表现
领先指标	政策底	2008. 9	领先 1 个月
	信用底	2008. 11	基本同步
	市场底	2008. 11	下跌历时 13 个月
滞后指标	基金发行底	2008. 11	基本同步
	基金自购顶	2009. 1	滞后 2 个月
	经济/盈利底	2009. 3	滞后 4 个月

资料来源：粤开证券研究院

综上，基本遵循“政策底（领先 1M）→信用底（同步）→**市场底**→基金发行底/自购顶（同步~滞后 2M）→盈利底（滞后 4M）”的传导链条，**整个传导链条约 5 个月。**

（三）2011~2012 年经济动能切换+政策收紧大跌：冰点发行领先 3 个月，自购领先 5 个月

2010 年一季度，GDP 增速达到 12.2%，此后经济逐季放缓；此外，猪流感爆发+油价高企，猪油共振引发的通胀飙升，导致政策持续紧缩，市场对通胀高企引发的经济衰退预期不断升温，市场对于经济动能切换有所担忧，市场从 2011 年开始长达近 2 年的持续下行。



政策底：由于本轮下行中，伴随着猪油高企带来的通胀，因此货币政策并未立即转向宽松，而是在通胀压力缓解之前进行持续紧缩的货币政策，直至 2011 年底才开始降准。在 2011 年底开始随后半年进行 3 次降准，2012 年中进行 2 次降息，标志着本轮“政策底”确立。此外，国家先后出台了一系列措施：2011 年 10 月宣布将在二级市场购入工、农、中、建四大行股票，2012 年 12 月中央经济工作会议上进一步强调稳增长经济。随着一系列稳增长经济政策的夯实，政策底逐渐夯实。

图表7：2011 年 12 月为政策底

时间	政策
2011 年 10 月 10 日	汇金宣布将在二级市场购入工、农、中、建四大行股票
2011 年 12 月 5 日	央行在 12 月、次年 2 月、次年 5 月进行 3 次降准
2012 年 1 月 6 日	全国金融工作会议中，温家宝明确提出深化新股发行制度改革，提振股市信心
2012 年 6 月 8 日	央行在 6 月 8 日和 7 月 6 日进行 2 次降息
2012 年 10 月 10 日	汇金再次购买工、农、中、建行股票
2012 年 12 月 12 日	中央经济工作会议上进一步强调稳增长经济

资料来源：wind、粤开证券研究院

信用底：国内自 2010 年开始实施从紧的货币政策，使得国内信贷增速一路下滑。与前两轮大跌不同，本轮下跌历时近 2 年，经历了杀估值到杀业绩，国内信贷自 09 年 11 月的 33.4% 高点跌至 11 年 10 月的 11.3% 的低位，“从紧”的货币政策压力缓解，“信用底”于 2011 年 11 月迅速确立。

市场底：股市从 2011 年开始长达近 2 年的持续下行，与 2011 年估值承压不同，2012 年主要的压力来自于业绩，市场一路从 2011 年 4 月中旬的 3067 点下滑至 2012 年 12 月初的 1949 点，跌幅 33%，直至 2012 年四季度，宏观经济数据显示软着陆，2012 年 12 月市场展开反弹，市场底确立。

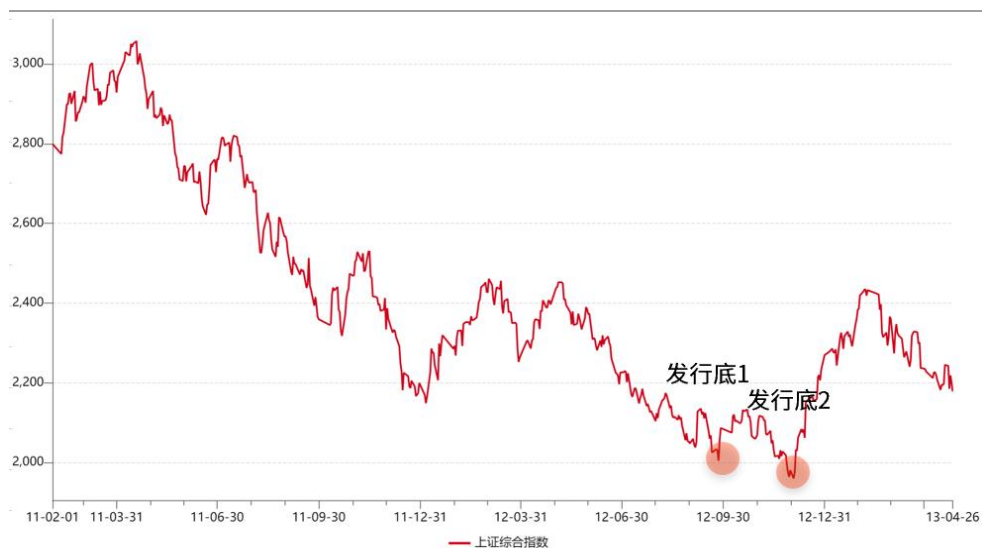
盈利底：与新一轮相似，本轮宏观“经济底”和微观“盈利底”基本同步到来，GDP 增速在 2012 年 12 月迎来拐点，而全 A 归母净利润增速在 2012Q3 触底，四季度开始归母净利润增速逐季回升，到了 2013Q1 归母净利润由负转正。

期间基金行为：

发行底：与新一轮类似，本轮下跌过程中公募基金的发行冰点有 2 次，分别发生在 2012 年的 9 月和 2012 年的 12 月，分别对应上证指数的 1999 点和 1949 点，与市场同步性较高，这两个月的普通股票型和混合型基金的发行规模分别为 0 亿和 6 亿。



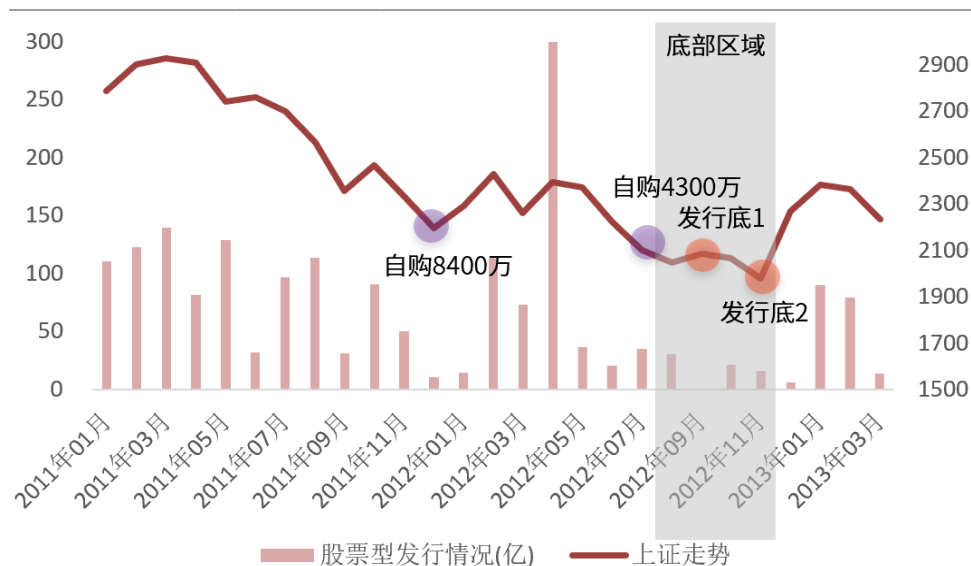
图表8：发行冰点分别对应上证指数的 1999 点和 1499 点，与市场同步性较高



资料来源：wind、粤开证券研究院

自购顶：如果说发行是衡量普通投资者情绪的指标，那么自购或是衡量机构投资者对后市看法的指标。由于本轮下跌持续时间较长，时间跨度近 2 年，且 2010 年后是私募基金快速崛起的时代，因此，本轮下跌周期中，公募资金的自购规模较前一轮偏小，峰值分别为：2011 年 12 月的 8429 万、2012 年 7 月的 4297 万和 9 月的 3000 万。

图表9：2011-2012 年大跌中基金行为



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表10：2011~2012 年经济动能切换+政策收紧大底梳理

2011~2012 年大跌	分类	底/顶确立时间	指标表现
领先指标	信用底	2011. 10	领先 14 个月



2011~2012 年大跌	分类	底/顶确立时间	指标表现
	政策底	2011. 12	领先 12 个月
滞后转领先	基金自购顶	2012. 7	领先 5 个月
	基金发行底	2012. 9	领先 3 个月
	经济/盈利底	2012. 9	领先 3 个月
	市场底	2012. 12	下跌历时 20 个月

资料来源：粤开证券研究院

综上，本轮较为特殊，下跌时间跨度较长，因此传导链条较长，基本遵循“信用底（领先 14M）→政策底（领先 12M）→基金发行底/自购顶（领先 3~5M）→经济底（领先 3M）→市场底”的传导链条，整个传导链条约 14 个月。

（四）2015~2016 年的去杠杆+杀估值大跌：冰点发行领先 5 个月、自购领先 7 个月

2015Q1 开始，GDP 增速逐季下台阶，从 2015Q1 的 7.1%到 2016Q3 的 6.8%，实体经济下滑+2015 年 6 月开始清理配资，市场对因流动性紧缩带给实体经济和股市的负面作用产生担忧，叠加前期上涨过程中的大幅拔估值，市场开始调整下行。

政策底：为了解决流动性紧张给实体经济和股市带来的负面影响，国家先后出台了一系列措施：2015 年 6 月-7 月密集出台救市政策，2015 年 8 月再次降息降准以及公布养老金入市办法，2019 年 1 月供给侧改革方案出台。随着一系列稳增长政策和向股市注入流动性政策的夯实，标志着本轮政策底形成。

图表11：2015 年 6 月政策底

时间	政策
2015 年 6 月 29 日-2015 年 7 月 8 日	密集出台救市政策，包括“双降”、证金、汇金入市、暂停 IPO、允许两融展期不强平等政策
2015 年 8 月 23 日	国务院公布养老金入市办法
2015 年 8 月 26 日	央行实施降准 0.5%降息 0.25%
2015 年 9 月 17 日	证监会发布清理配资相关文件
2016 年 1 月 27 日	中央财经领导小组十二次会议，研究供给侧改革方案
2016 年 3 月 12 日	注册制暂缓

资料来源：wind、粤开证券研究院

信用底：本轮下跌更多是源自股价严重偏离基本面的涨幅引起监管的趋严，经济增速虽逐季下行但降幅不大，社融于 2015 年 6 月触底，9 月迎来拐点。

市场底：在杠杆资金的推动下，A 股从 2014 年 7 月开始走出一波大牛市，2014 年 7 月到 2015 年 6 月，仅一年时间市场最大涨幅高达 150%，2015 年 6 月开始清理配资，市场应声下跌，上证指数从 5178 的高点跌至 2638，市场底基本在 2 月确立。



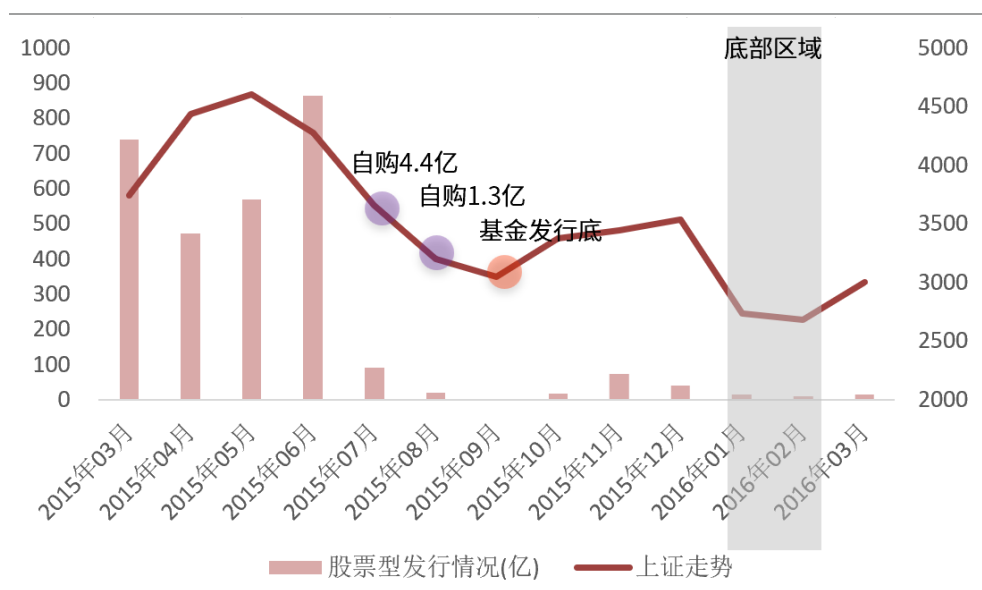
盈利底：GDP 增速由 2015Q1 的 7.1%下行到 2016Q3 的 6.8%，经济增速虽逐季下行但降幅不大，经济呈现“L”型发展，拐点不甚显著，因此下文我们使用全 A 归母净利润增速的微观盈利指标作为替代。微观盈利底方面，全 A 归母净利润增速自 2015Q2 高点的 8.6%下滑至 2016Q2 的-4.7%低点，拐点在三季度确立。

期间基金行为：

发行底：我们注意到前三轮历史大底中，市场见底前均伴随着当月无新发股票型基金产品的极端情况，本轮的冰点发行发生在 2015 年 9 月，当月股票型新发基金规模为 4.3 亿，对应上证指数 3053 点，是下跌前高点的 0.5%（2015 年 6 月为 865 亿）。

自购顶：再观察机构情绪指标，本轮自购的峰值发生在 2015 年的 7 月和 8 月，股票型的自购规模分别达到 4.4 亿和 1.3 亿，与基金的发行底时间相差无几。

图表12：2015-2016 年大跌中基金行为



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表13：2015~2016 年的去杠杆+杀估值大底梳理

2015~2016 年大跌	分类	底/顶确立时间	指标表现
领先指标	政策底	2015. 6	领先 8 个月
	信用底	2015. 6	领先 8 个月
滞后转领先	基金自购顶	2015. 7	领先 7 个月
	基金发行底	2015. 9	领先 5 个月
	市场底	2016. 2	下跌历时 9 个月
滞后指标	盈利底	2016. 6	滞后 4 个月

资料来源：粤开证券研究院



综上，基本遵循“政策底（领先 8M）→信用底（领先 8M）→基金发行底/自购顶（领先 5~7M）→**市场底**→经济底（滞后 4M）”的传导链条，整个传导链条约 12 个月。

（五）2018 年中美贸易摩擦+政策收紧大跌：冰点发行领先 4 个月，自购领先 9 个月

2018 年是金融去杠杆之下强监管的一年，由于金融去杠杆带来的非标资产的快速压缩，变相的相当于收紧货币政策，致使实体经济流动性收紧。由金融去杠杆带来的实体经济下滑叠加中美贸易摩擦的爆发升温，市场开始调整下行。

政策底：为了化解金融去杠杆给实体经济带来的冲击以及中美贸易摩擦带来的中美关系的不确定性，国家先后出台了一系列措施：2018 年 4 月降准降息，并同步出台“资管新规”，2018 年 6 月就股权质押风险、10 月就并购重组等问题发表观点。随着一系列稳增长政策以及再融资新规、减持新规等防范金融风险政策的落地，标志着本轮政策底形成。

图表14：2018 年救市政策

时间	政策
2018 年 4 月	央行开启降准降息；“资管新规”正式出台
2018 年 6 月 19 日	新华社发文《对方积极信号将支撑 A 股行稳致远》
2018 年 6 月 26 日	沪深交易所和中国证券业协会等表示近期沪深两市上市公司股票质押交易风险总体可控
2018 年 10 月 19 日	刘鹤、易纲、郭树清以及刘士余就股权质押、长线资金、民营企业融资、并购重组等市场重要问题发表观点
2018 年 9 月-10 月	各部门发表托底政策：基金业协会私募基金参与并购重组纾解股权质押提供；银行理财子公司征求意见稿超预期发布，股票投资限制进一步放宽；证监会发布促进并购重组措施
2019 年 1 月 4 日	降准

资料来源：wind、粤开证券研究院

信用底：2017 年 1 月开始，社融存量的同比增速一路下行，在 2017 年 1 月社融增速还有 16.4%，到了 2018 年 1 月降至 13.4%，在金融去杠杆+中美贸易摩擦的催化下，开启断崖式下滑，2018 年 12 月降至 10.3% 的低位，次年 1 月社融开始反弹。

市场底：在金融去杠杆+中美贸易摩擦的催化下，市场对经济下滑和对外部冲击带来的影响担忧加剧，指数从 2018 年 1 月 3587 点下滑至 2019 年 1 月的 2441 点，并以此形成市场底，在逐步走出贸易摩擦阴霾后，市场展开反弹。

盈利底：微观盈利底方面，全 A 归母净利润增速自 2017Q1 高点的 19.7% 下滑至 2018Q4 的 -2.2% 低点，四季度触底，2019Q1 开始由负转正。

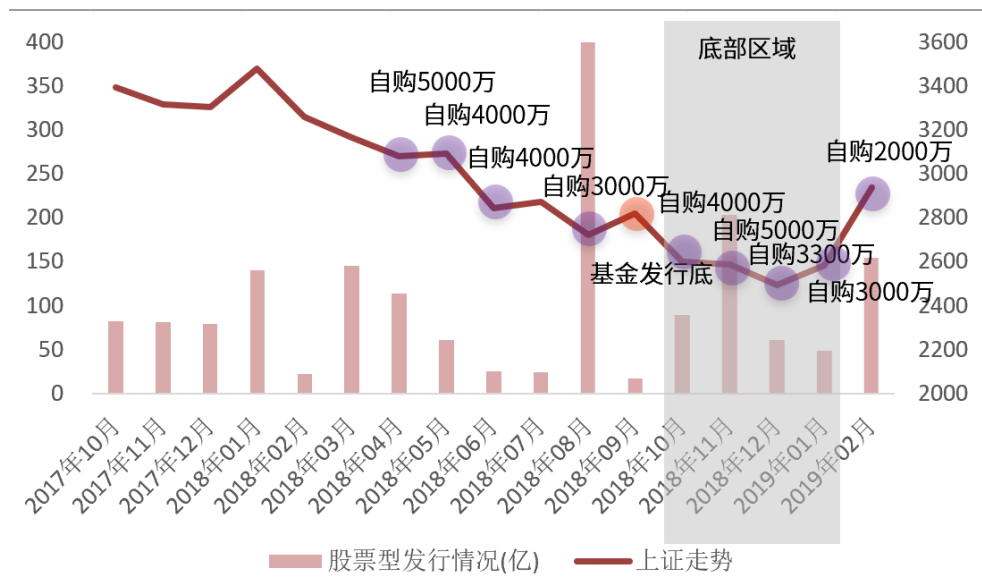
期间基金行为：

基金底：与新一轮相似，下行过程中虽然发行有明显降温，但并未发生无新发基金的极端情况，本轮的冰点发行发生在 2018 年 9 月，当月股票型新发基金规模为 17.5 亿，对应上证指数 2821 点。



自购顶：机构情绪指标方面，本轮股票型产品的自购规模变化不大，在下跌过程中基本保持定期自购3000~5000万的规模水平，期间最大规模为5000万，分别发生在2018年的4月和11月。

图表15：2018 年大跌中基金行为



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表16：2018 年中美贸易摩擦+政策收紧大底梳理

2018 年大跌	分类	底/顶确立时间	指标表现
领先指标	政策底	2018. 4	领先 9 个月
	信用底	2018. 12	领先 1 个月
滞后转领先	基金自购顶	2018. 4	领先 9 个月
	基金发行底	2018. 9	领先 4 个月
	盈利底	2018. 12	领先 1 个月
	市场底	2019. 1	下跌历时 12 个月

资料来源：粤开证券研究院

综上，基本遵循“政策底（领先 9M）→基金发行底/自购顶（领先 4~9M）→信用底（领先 1M）→盈利底（领先 1M）→**市场底**”的传导链条，整个传导链条约 9 个月。



（六）复盘小结

1) 各类底确立顺序几何？

A 股基本遵循“政策底→信用底→基金底→市场底→盈利底”的大致传导。从经济运行角度来说，政策底解决了每轮下跌的主要矛盾、实现信用底的修复并完成向盈利的传导，从而一般政策底和信用底先于市场底，而盈利底同步或滞后市场底形成，因此，对判断市场底部而言，政策底和信用底通常为领先指标，经济/盈利底通常为滞后或同步指标。

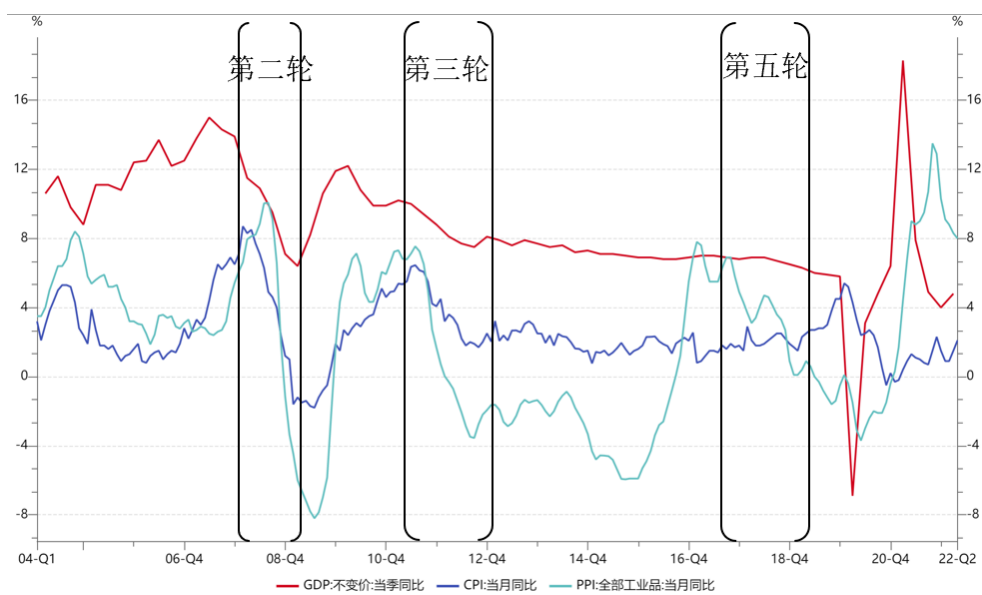
2) 从“政策底”到“市场底”还有多远？

复盘历史上 5 轮大跌中 5 类“底”，从“政策底”到“市场底”，传导时间分别为 3M、1M、12M、8M、9M。我们看到二者的传导时间在由快变慢，尤其是在 2012 年与 2018 年，“市场底”比较特殊是最后一个确立的，这些变化与投资者的投资框架体系日渐完善有关，也与所处经济周期的不同有关（2012、2018 经济承压同时均伴随通胀的大幅攀升后回落，即美林时钟“滞涨”到“衰退”阶段）。

2012 年：“信用底（领先 14M）→政策底（领先 12M）→基金发行底/自购顶（领先 3~5M）→经济底（领先 3M）→**市场底**”。

2018 年：“政策底（领先 9M）→基金发行底/自购顶（领先 4~9M）→信用底（领先 1M）→盈利底（领先 1M）→**市场底**”。

图表17：经济周期与 2008、2012、2018 相似



资料来源：wind、粤开证券研究院

3) 透过基金发行和自购行为看市场底。

从基金行为来看，我们以基金发行底来衡量普通投资者的入市意愿和情绪，基金自购潮一定程度上可以用来观测机构投资者对市场的看法。

发行底：2005 年领先 4 个月，2008 年同步，2012 年领先 3 个月，2016 年领先 5 个月，2018 年领先 4 个月。月度基金发行冰点的时间均领先于市场底的出现，时间在 3~5 个月不等。



自购顶：2005 年滞后 2 个月，2008 年滞后 2 个月，2012 年领先 5 个月，2016 年领先 7 个月，2018 年领先 9 个月。基金自购的由滞后指标转为领先指标，但时间在 5~7 个月不等，自购行为较为分散且距离市场底部较远，因此公募基金的自购行为更多的是稳定市场信心，明确长周期的投资观点以及其他的考量，参考意义小于冰点发行指标。

图表18：基金发行和自购行为一览



资料来源：wind、粤开证券研究院

4) 本轮基金行为现状如何？

截至 5 月 15 日，本月尚无股票型基金产品发行（按认购起始日），自二月以来发行持续处于底部水平，基金发行底或已逐步接近；而基金自购行为一直在进行，今年以来已累计自购 5.8 亿（股票型），与 2018 年情况相似，资金自购行为更似定投。



当前，经济面临“三重压力”，通胀压力仍在，从美林时钟仍处在“滞涨”到“衰退”的阶段，而经济下行+PPI 回落+CPI 稳中有升的组合更类似 2012 年和 2018 年。以降准降息作为“政策底”的标志来看，目前“政策底”已于 2011 年 12 月确认，“信用底”正在验证期，“基金发行底”已逐步接近，5 类底中 3 个已确认或逐步接近底部，盈利底有望在全面复工复产后到来，因此，当前或处于政策底到市场底传导的下半场，曙光已现，后市不宜再悲观。

复盘 2012 与 2018 年行业表现，在政策底到市场底传导的上半场，以金融、周期风格占优，下半场以大金融、大消费风格占优。

图表19：政策底到市场底风格、行业、板块表现复盘

时间	政策底到市场底	占优风格	占优板块	占优行业
2012	前半段 (2011. 12-2012. 6)	金融、消费	金融地产、工业服务、消费	房地产、非银、家电、公用事业、食品饮料
	后半段 (2012. 7-2012. 12)	金融、稳定、周期	金融地产、工业服务、资源能源	传媒、美容护理、建筑装饰、房地产、建筑材料
2018	前半段 (2018. 4-2018. 8)	消费、稳定、周期	资源能源、消费	石油石化、食品饮料、钢铁、社会服务、医药生物
	后半段 (2018. 9-2019. 1)	金融、稳定、消费	金融地产、设备制造、工业服务	农林牧渔、电力设备、非银、银行、家电
本轮	2021. 12-2022. 5	稳定、金融	资源能源、交通运输、金融地产	煤炭、建筑装饰、房地产、石油石化、银行

资料来源：wind、粤开证券研究院

二、一季度持仓变化：顺势加仓煤炭、地产、养殖等稳增长与困境反转，增持价值减持成长

2022Q1 公募基金的持仓情况来看，加仓煤炭、地产、养殖等行业板块，布局稳增长与困境反转，增持价值减持成长，与历史上政策底到市场底的上半场表现较为一致。

（一）重仓行业分布：集中在白酒、电池、半导体、光伏设备、医疗服务

申万行业：重仓股行业主要分布在白酒、电池、半导体、光伏设备、医疗服务，各重仓股行业占基金股票投资市值比重分别为 6.0%、4.9%、3.3%、3.2%、2.8%。



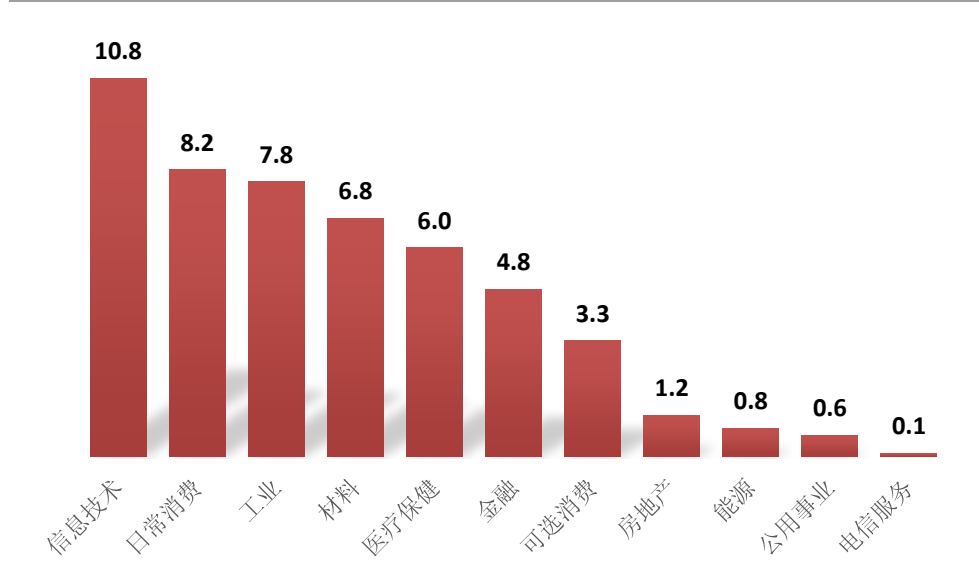
图表20：2022Q1 各重仓股行业占基金股票投资市值比重（申万二级行业）



资料来源：wind、粤开证券研究院

Wind 行业：重仓股行业主要分布在信息技术、日常消费、工业、材料、医疗保健，各重仓股行业占基金股票投资市值比重分别为 10.8%、8.2%、7.8%、6.8%、6.0%。

图表21：2022Q1 各重仓股行业占基金股票投资市值比重（Wind 行业）

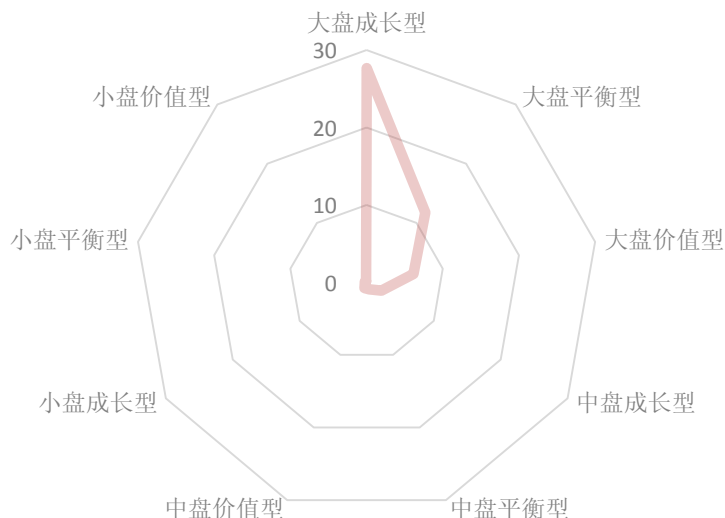


资料来源：wind、粤开证券研究院

规模风格类型：重仓股行业主要以大盘成长型、大盘平衡型、大盘价值型为主，占基金股票投资市值比重分别为 27.66%、11.78%、6.12%。



图表22: 2022Q1 各重仓股行业占基金股票投资市值比重 (规模风格类型)

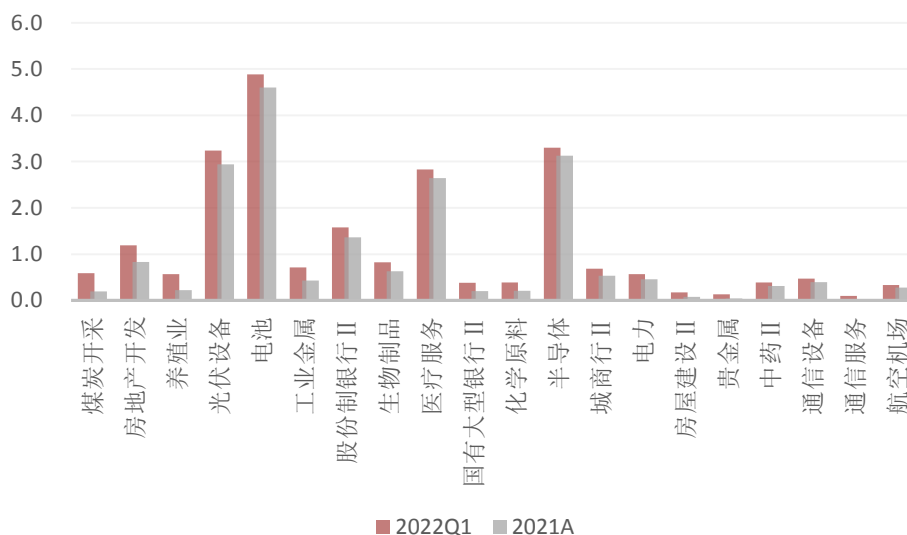


资料来源: wind、粤开证券研究院

(二) 加仓行业分布: 煤炭开采、房地产开发、养殖业、光伏设备、电池增持居前, 价值风格占优

申万行业: 稳增长与赛道成长板块均有资金青睐。一季度, 煤炭开采、房地产开发、养殖业、光伏设备、电池行业板块获基金增持居前, 较年初分别+0.39pct、+0.36pct、+0.35pct、+0.30pct、+0.28pct。

图表23: 煤炭开采、房地产、养殖业、光伏设备、电池增持居前 (申万二级)

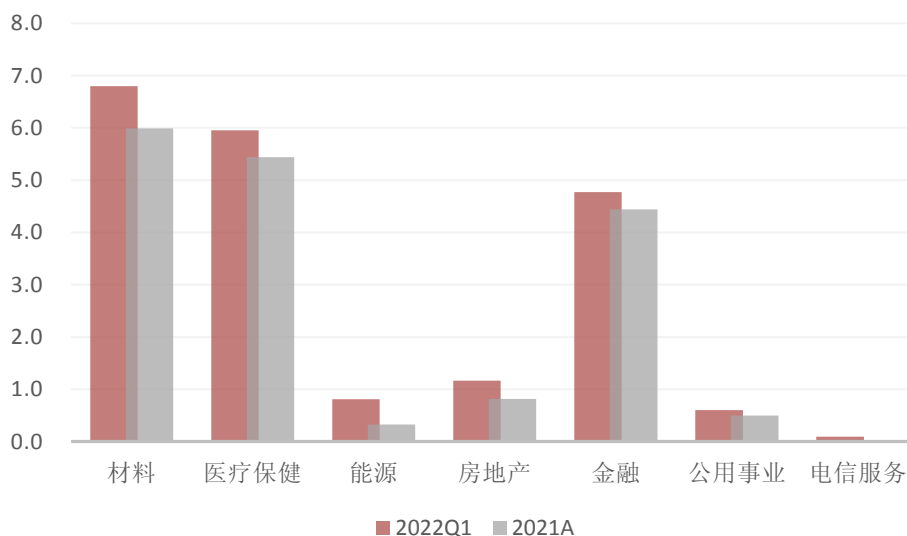


资料来源: wind、粤开证券研究院

Wind 行业: 材料、医疗保健、能源、房地产、金融行业板块获基金增持居前, 较年初分别+0.81pct、+0.52pct、+0.49pct、+0.35pct、+0.33pct。



图表24：材料、医疗保健、能源、房地产、金融增持居前（Wind 一级）



资料来源：wind、粤开证券研究院

规模风格类型：大盘价值、中盘价值、中盘成长风格获基金增持居前，较年初分别+1.71pct、+0.21pct、+0.08pct。

图表25：大盘价值、中盘价值、中盘成长风格获基金增持居前

规模风格	2022Q1, %	2021A, %	变动比例, %
大盘价值型	6.12	4.41	1.71
中盘价值型	0.82	0.61	0.21
中盘成长型	2.22	2.14	0.08
小盘成长型	0.29	0.22	0.07
小盘价值型	0.15	0.12	0.04
中盘平衡型	1	0.98	0.02
小盘平衡型	0.24	0.23	0.02
大盘成长型	27.66	28.26	-0.6
大盘平衡型	11.78	12.44	-0.66

资料来源：wind、粤开证券研究院

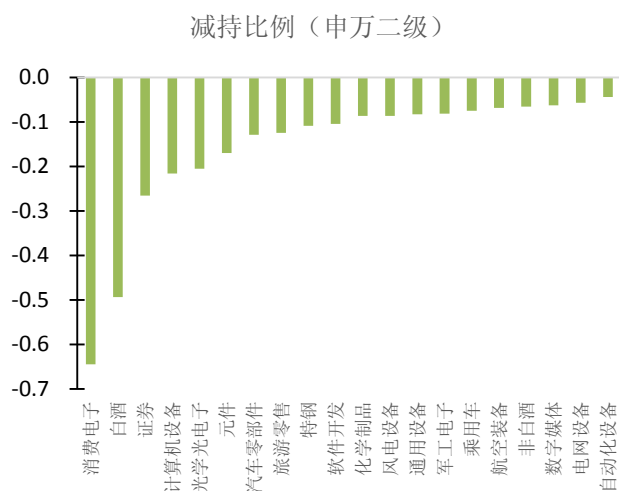
（三）减仓行业分布：消费电子、白酒证券、计算机设备、光学光电子遭减持，大盘成长低迷

申万行业：一季度，消费电子、白酒、证券、计算机设备、光学光电子行业板块遭基金减持居前，较年初分别-0.64pct、-0.49pct、-0.27pct、-0.22pct、-0.21pct。

Wind 行业：信息技术、可选消费、工业、日常消费行业板块遭基金减持居前，较年初分别-0.80pct、-0.50pct、-0.33pct、-0.16pct。

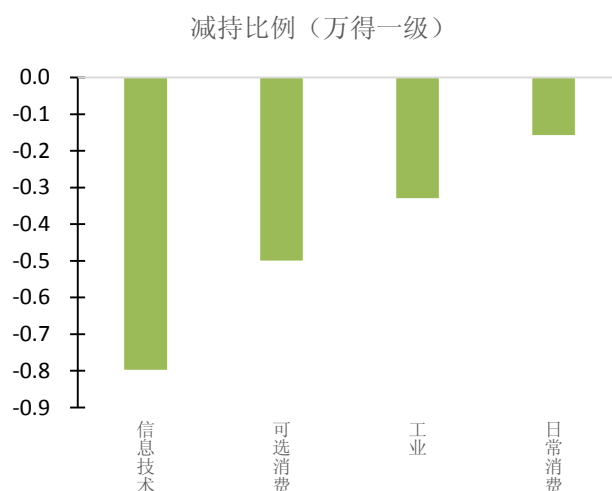


图表26：消费电子、白酒、证券、计算机设备、光学光电子遭减持（申万二级）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表27：信息技术、可选消费、工业、日常消费行业遭减持（Wind 一级）



资料来源：wind、粤开证券研究院

规模风格类型：大盘成长、大盘平衡风格遭基金减持，较年初分别-0.6pct、-0.66pct。

三、后市启示

当前，经济面临“三重压力”，通胀压力仍在，从美林时钟仍处在“滞涨”到“衰退”的阶段，而经济下行+PPI 回落+CPI 稳中有升的组合更类似 2012 年和 2018 年。以降准降息作为“政策底”的标志来看，目前“政策底”已于 2011 年 12 月确认，“信用底”正在验证期，“基金发行底”已逐步接近，5 类底中 3 个已确认或逐步接近底部，盈利底有望在全面复工复产后到来，因此，当前或处于政策底到市场底传导的下半场，曙光已现，后市不宜再悲观。

复盘 2012 与 2018 年行业表现，在政策底到市场底传导的上半场，以金融、周期风格占优，下半场以大金融、大消费风格占优。结合 2022 年一季度公募基金的持仓情况来看，加仓煤炭、地产、养殖等行业板块，布局稳增长与困境反转，增持价值减持成长，与历史上政策底到市场底的上半场表现较为一致。

我们认为当前或处于政策底到市场底传导的下半场，建议关注三条主线：

- (1) 下半场仍能受益于稳增长政策下的金融、地产和基建等板块；
- (2) 复盘历史启示以及当下受益于困境反转的食品饮料、农林牧渔等大消费板块；
- (3) 随着经济逐渐企稳，重新寻找业绩能够兑现的景气赛道，如新能源、半导体、军工等。

四、风险提示

历史数据统计误差、政策不及预期、疫情传播超预期、海外货币政策变化



分析师简介

陈梦洁，硕士研究生，2016 年加入粤开证券，现任首席策略分析师，证书编号：S0300520100001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com