

2023 年 10 月 25 日

相关研究

证券分析师

傅静涛 A0230516110001

fujt@swsresearch.com

黄子函 A0230520110001

huangzh2@swsresearch.com

王胜 A0230511060001

wangshengq@swsresearch.com

研究支持

韦春泽 A0230122050003

weicz@swsresearch.com

联系人

韦春泽

(8621)23297818x

weicz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

A 股市场本就是包罗万象的

——机构投资者大发展后的思考

本期投资提示：

- 为什么要写这篇报告？
- 投资者自身的反思，更多是一种修行；而旁观者的反思，更容易看清全局，我们力求客观。
- 对于我们来说，这也是一次方法论拓展的契机：1. 梳理机构投资者发展脉络，总结核心逻辑，观过去知未来。2. 从市场涨跌判断过渡到机构投资者赚钱效应的判断。3. 把机构赚钱效应，资金供需和机构投资者相对力量变化，市场风格判断关联在一起。以此为基础，我们可以构建前瞻推演资金供需变化的框架；也可以推演机构投资者相对力量变化，以佐证市场风格判断。
- 一、主动投资是否创造价值？毫无疑问是！三个最直接的证据。
 - 经过 2022-23 连续两年调整，当前对机构投资者而言正是受质疑最多，反思最集中的时候，但有些质疑是没必要的。主动投资是否创造价值？当然是！这一点毫无疑问。我们提供三个最直接的证据：1. 12Q4-23Q3，各类机构投资者，累计收益率高于中证全指。2. 经风险调整后收益率高于中证全指。3. 平均最大回撤低于中证全指。
- 二、公募深入践行“有质量成长投资”，这种选择的合理性：小市值、成长和盈利质量风险收益比最优，相对收益胜率最高，是领涨概率最高的因子，但却是择时胜率较低的因子。但当其他投资者的选择与公募趋于一致，A 股多样性就受到了影响，一些调整便会出现。
 - 我们基于高股息、价值、低波动、小市值、成长和盈利质量六个“最佳因子”（选取收益率最高的分组作为因子取值，我们构建的因子有较好的单调性）对各类机构投资者收益率进行分解。不同的因子背后对应不同的研究模式。
 - 公募主动权益是深入践行“有质量的成长投资”的投资者，2017 年之前风险暴露集中在小市值 + 成长 + 盈利质量上，2017 年之后小市值因子暴露基本消失，成也核心资产，败也核心资产。
 - 公募主动权益呈现这样的特征是合理的，是目标和约束，能力圈和市场客观条件不断磨合的结果：12Q4-23Q2，小市值、成长和盈利质量是累计收益率最高，风险收益比最优；相对收益胜率最高，领涨概率最高的因子。同时，公募主动权益做因子择时的胜率并不高。历史因子调仓胜率并未明显高于 50%，显著低于私募总体。单因子择时上，公募在价值和小市值上的择时胜率较高，在高股息、成长和盈利质量上的择时胜率较低。公募在“有质量的成长投资”上打底仓，在价值和小市值做战术机动，也是一种理性选择。但 2020-21 年公募规模扩张基本建立在相同的底层策略和风险因子暴露上，各类机构投资者对成长 + 盈利质量的暴露普遍增加。当其他投资者的选择与公募趋于一致，A 股多样性就受到了影响，一些调整便会出现。
 - 公募主动权益 Alpha 创造，2016 年开始上行，2021 年是峰值。2022-23 年重新回落到负值。公募主动权益 Alpha 创造与小市值因子收益率负相关。

- 规模扩张和超额收益不少时候是矛盾的。小基金相比于大基金，风险暴露更加灵活(小市值更高，成长 + 盈利质量更低)，Alpha 创造更高。头部基金公司在投研能力和资源上的优势不言而喻，但当规模系统性扩张后，投研优势施展上难免遇到一些瓶颈，头部基金公司相对非头部在 Alpha 创造上，并未体现出稳定的优势。
- **三、总结 2022 年以来 A 股面临的问题：基本面趋势机会确实在减少；2020-21 年机构投资者大发展，本质上是投研能力换来了规模扩张。但底层投资框架趋同，竞争加剧级别前所未有。2021 年开始，消费和先进制造核心资产从 Alpha 变成 Beta，2020-21 年的市场特征绝非常态。**
 - **1. 新的基本面趋势尚未形成。**房地产大周期拐点，传统经济发展方式面临调整，中国经济增长的新范式尚待明确，内需周期投资机会弹性有限。科技成长有主题性催化，但像 2013-15 移动互联网周期，2016-17 消费核心资产，2020-21 年新能源周期这种重大产业趋势尚未确立。这体现为 2022-23 年六个“最佳因子”的回报率均偏低。
 - **三个角度描述，内资和外资、内资各类投资者、公募基金内部竞争加剧程度。**
 - **2. 外资 Alpha 创造已转负。**2016 年外资开始加速流入 A 股，彼时外资聚焦 A 股核心资产，创造了显著的 Alpha。从 2017 年开始，随着国内投资者不断汲取经验，广义核心资产投资成为主流。外资的 Alpha 中枢不断下移，2021 年开始转负。面对越来越激烈的竞争环境，未来外资参与 A 股也需要更丰富的策略。
 - **3. 2020-21 年公募基金规模系统性扩张，投研能力发挥难免遇到瓶颈。**2020-21 年公募基金大发展，但趋同的底层策略，也带来了空前的竞争压力。寻找超额收益，需要新方向新思路。历史上，新基金发行放量的前提，是上一波发行高峰的产品解套。2020-21 年爆款产品仍有一定比例处于水位线之下。2022 年以来，这部分产品在风险暴露调整上比公募总体更加积极。但这部分产品净值全面回到水位线之上，可能需要新的产业趋势共识，所需的时间以年为单位。
 - **4. 2021 年开始，消费和先进制造核心资产从 Alpha 变成 Beta。**2020-21 年机构投资者趋同交易、竞争加剧的一个极致体现，是广义核心资产几乎与市场 Beta 画等号。彼时，成长和盈利质量因子的逻辑和行情演绎是历史上限，而不是基准线。基于 2020-21 年行情总结的规律、建立的审美，需要逐步修正，向市场中性状态回归。
 - 未来市场 Beta 的思考：先进制造支撑外循环，消费服务支撑内循环。未来经济好，应该是出口和消费好。那么长期来看，广义核心资产可能就是市场 Beta 的核心部分。
- **四、A 股本就是包罗万象的，各类投资者各有所长。2022 年以来 A 股多样性逐步恢复。**
 - **1. 外资：**风险暴露集中在盈利质量 + 低波动 + 高股息上，与公募主动权益的因子暴露其实不同。外资对公司治理，股东回报，以及稳定性的关注度更高。那么，广义中特估对外资可能也有意义。
 - **2. 保险和社保：**风险暴露价值偏高，成长偏低。价值因子是回撤控制的优选，但经风险调整后收益率低于其他因子，风险暴露效率偏低。保险和社保不是趋势交易资金，不易成为趋势的创造者，2023 年以来高股息因子暴露逐季回落。
 - **3. 公募主动量化/多因子：**小市值风险暴露更高，成长 + 盈利质量更低。公募量化多因子在因子调仓上胜率显著高于公募主动权益。2022 年以来公募量化的小市值因子暴露正在回归，多因子弹性更大。在占优风格因子频繁切换的阶段，量化方法把握因子轮动的机会相对有优势。
 - **4. 私募：**风险暴露价值和成长更高，盈利质量更低。私募在因子择时和回撤控制上的思维方式值得借鉴：私募调仓胜率高于公募，在高股息、价值、小市值和成长的单因子择时上都有较高胜率。私募股票策略在因子调仓幅度较大，且胜率同样较高。
- **五、观过去知未来：讨论四个中长期展望。**
 - **1. 公募管理费下行是全球趋势，国内的调整可能只是长期趋势的起点。公募规模扩张、被动化和费率下行之间存在相互促进的循环。公募被动化趋势也是一种理性选择。中等规模 + 强 Alpha 模式的投资人，公募相对收益、净业绩费的模式，可能不如做绝对收益、净业绩费的模式。**
 - 公募深入践行“有质量的成长投资”是理性选择，但全市场的选择趋同，竞争格局难免恶化。规模扩张是公募管理的重要目标，未来做规模势必要拿出更多筹码(渠道佣金、申购赎回费、管理费)。公募管理费下行，资金流入低费率基金是全球趋势。国内基于行政力量的调整，可能只是一个起点。

- 一个循环：管理费下行 → 基金公司加码规模化保持收入 → 做超额收益难度增加 → 竞争加剧，管理费进一步下行。公募被动化趋势也是理性选择的结果。
- 机构投资者追求卓越、追逐 Alpha 是本能，Alpha 永远是资产管理行业最昂贵的东西。而公募基金规模上行 + 管理费率回落 + 被动化是一种有效模式。那么，长期来看，中等规模 + 强 Alpha 模式的投资人，公募相对收益、挣管理费的模式，可能不如做绝对收益、挣业绩费的模式。既然如此，在产业趋势弱、风格轮动加速的阶段，在投资框架内，融会贯通绝对收益、量化思维、立体交易等方法论，不失为一种长期正确的选择。
- **2. 江山代有才人出，规模扩张和超额收益不少时候是矛盾的，这为后来人探寻新投资范式保留了空间。**
- 规模扩张和超额收益，不少时候都是鱼和熊掌不可兼得。率先实现规模扩张的投资，需要思考如何突破管理规模的上限。而这也为后来人完善投研框架，寻找新的投资范式，等待新的景气趋势保留了空间。江山代有才人出，这正是这个行业的残酷和机遇所在。
- **3. 机构投资者发展，离不开核心底仓资产的规模扩张，但上市公司质量提升是慢变量。另一个值得关注的变化是衍生品市场发展，“立体交易”会优化部分资产的风险收益特征，为机构投资者提供更多选择。更多研究思考维度，也将进入投资者视野。**
- 鼓励场内场外期权衍生品发展的政策基调已确立。期权可能优化部分资产的风险收益特征，降低回撤控制的成本，优化资产配置效率，海外配置类机构使用期权衍生品的主力。
- 加入期权，会丰富研究思考的维度：(1) 看空判断更加重要；(2) 下行风险有限的判断会变得有价值；(3) 确定向上，但没弹性，可以用衍生品增强弹性；(4) 震荡市/大涨大跌可以通过交易幅度判断挣钱.....
- **4. 结束阵痛期，机构投资者凝聚新共识，需要新的产业趋势行情确立。从中国经济新范式构建的角度，思考新产业趋势来源：外循环看全球竞争力，内循环看新消费供给创造需求。监管引导市场优化也可能是新共识的来源。上市公司质量、公司治理成为舆论焦点，广义中特估推进，优化公司治理、强调股东回报正在形成一种思潮。**
- 当前的阵痛期，神似 2012 年、2015H2 和 2018 年，结束阵痛期，还是需要新的产业趋势行情确立。思考 2024-25 年新产业趋势的来源，我们提示，核心是构建中国经济新范式。外循环：面临前所未有的激烈竞争，大浪淘沙，筛选真正具备全球竞争力的企业，可能是提估值的重要线索。内循环：消费服务对中国经济的拉动权重提升，中国居民少买房，购买力何处释放，新消费势必会有供给创造需求的机会。
- 每一波牛市/结构牛市后，通常都会有监管引导市场优化的政策落地，这也是新共识的来源。这一次，核心资产成为共识后难免调整，部分上市公司的治理问题成为舆论焦点(大股东减持、转融券，长期低分红等)。推动广义中特估，致力于长期资金入市，机构投资者发展提供更多底仓资产。强调公司治理，强调股东回报，正在形成一种思潮。我们持续推荐中特估，也是因为这可能成为未来 1-2 年赚钱效应扩散，板块估值提升的线索。
- 风险提示：监管引导市场优化政策落地不及预期、产业趋势发展速度不及预期

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	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swsresearch.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	李昇	15914129169	lisheng5@swsresearch.com

股票投资评级说明

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。

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，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）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。客户应当认识到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。