

全球股市板块配置，买方 vs 卖方的预期分歧点在哪里？

我们即将开启 2022 年的投资历程。通常而言，每年的一季度是全球各大买方按照全年投资策略进行资产、板块配置最重要的时间窗口。

进行板块配置有诸多维度，我们先前的报告 [《板块四分法——市场预期的共识与分歧》](#) 对于板块配置提出了一个框架进行分析。而在这篇报告中，我们又进一步构建了一个新的维度，即基于买方 vs 卖方的分歧点来寻找潜在的 Alpha 板块。

通常而言，买方（个人投资者、机构投资者）的资金购买行为应该与卖方（投行）的盈利预期高度正相关：

- 卖方盈利预期提高/降低 → 卖方目标价格提升/下降 → 买方进一步买入/卖出。
- 买方买入/卖出 → 市场价格被抬升/下降 → 卖方相应的调整盈利及目标价格。

不难看出，买方与卖方对于市场价格的影响是交互式的、互为影响的。因此，买方预期 vs 卖方预期应该是高度正相关的。但如何进行定量分析这一关系呢？我们基于此，分别构建了买方与卖方预期的代理变量：

• 买方预期

知行合一，买方预期最直接的显现就是买入/卖出行为，因而**资金流最适合作为买方预期的代理变量**。我们基于 EPFR 的资金流数据，计算了资金流入占期初资产规模的比率，用以表示买方预期。

• 卖方预期

卖方研究都是从基本面出发，因而对于**股票盈利的预期可以最直观的呈现卖方预期**。我们基于涵盖了全球股市市值 70% 的 S&P 全球 1200 指数的 GICS 板块，计算了卖方的盈利预期净上修动能（即成分股中盈利预期上修的占比与下修的占比之差），读数越高/低表示卖方对此板块的盈利预期上调最多/少。

蔡瑞，CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com

(852) 2808 6437

王彦臣，PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com

(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2021 年 12 月 31 日

相关报告：

[《2022 年中国股市策略展望：先下后上，上半年需谨慎》](#)（2021-12-03）

[《全球大宗商品：CAPEX 结构之变》](#)（2021-10-19）

[《全球大宗商品：来自 CAPEX 的复仇——供应端多维研究系列报告（一）》](#)（2021-10-19）

[《全球股市资金流动能有筑顶迹象，建议投资人继续保持谨慎》](#)（2021-09-20）

[《缩减 QE 日益临近，对风险资产继续保持谨慎——见微知著》](#)（2021-08-26）

[《大幅下挫后的互联网板块是否已到抄底的时候？——见微知著》](#)（2021-07-22）

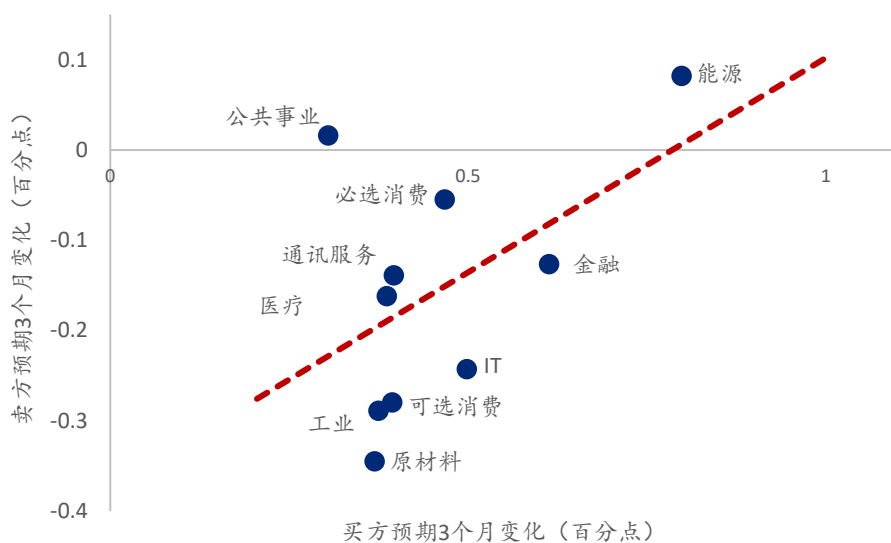
[《2021 年中期策略：高处不胜寒，审慎中前行》](#)（2021-06-04）

[《板块四分法——市场预期的共识与分歧？》](#)（2021-05-31）



扫码关注浦银国际研究

图表 1: 全球股市板块的买方预期 vs 卖方预期



注: 基于 S&P 全球 1200 指数测算
资料来源: EPFR, FactSet, 浦银国际

我们的测算显示: 买方预期 vs 卖方预期确实呈现了明显的高度正相关关系。但有两类板块需要重点关注:

- 相比于卖方预期, 买方预期过低的板块

即相比于板块的卖方盈利预期上修幅度, 板块的资金流入量明显不足。最为典型的的就是公共事业板块。

其过去 3 个月的卖方盈利预期净上修动能接近于能源板块, 是板块中卖方盈利预期第二强的板块, 但资金的相对流入量 (即资金流入占期初资产规模的占比) 却是垫底。

- 相比于卖方预期, 买方预期过高的板块

即相比于板块的卖方盈利预期上修幅度, 板块的资金流入量明显过高。最为典型的的就是原材料、工业、可选消费板块。

其过去 3 个月的卖方盈利预期净上修动能最低, 但板块的资金流入相对量却显得过高。

如果我们基于卖方的盈利预期作为基本面的锚定，那么从买卖方的预期错位中可以发现：市场资金给予防御性板块（公用事业板块）的亲睐不足，而基于周期性板块（原材料、工业、可选消费板块）的亲睐过高。

虽然部分周期性板块（例如能源、原材料板块）面临因 CAPEX 不足导致供给端的结构变化（具体可以参考我们先前的报告《[全球大宗商品：来自 CAPEX 的复仇——供应端多维研究系列报告（一）](#)》、《[全球大宗商品：CAPEX 结构之变](#)》），但防御性板块的亲睐不足加上周期性板块的亲睐过高，令全球股市在资金流整体见顶的情况下，面临较大的板块轮动风险。我们在报告《[全球股市资金流见顶下行，各板块的韧性如何](#)》中也研究发现公用事业板块为代表的防御性板块收益对于资金流动的敏感度最低。基于此，我们建议增配防御性板块，并降低周期性板块的敞口。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

