

2020-4-6

金融工程 | 专题报告

资金流跟踪

资金流跟踪系列二：市场见底的信号

报告要点

■ 北上资金动态

从北上资金近期动态来看,在二月中下旬到三月底阶段性净流出超过 1000 亿元之后后续净流出压力得到极大缓解,从这两周能明显看到资金开始恢复净流入,前期受到资金流出压力较大的重仓行业包括食品饮料、电子、银行、非银、家电等在资金转向的背景下也出现反弹。**历史上看,北上资金对于重仓行业及沪深 300 走势有较大参考价值,结合目前资金流动态,消费板块及大盘初步见底,或出现阶段性反弹。**

■ 基金仓位变化蕴含哪些信号?

历史复盘上看,在 2014 年之后对于基金分类的定义进行了调整,股票型基金需要满足权益仓位超过 80% 的规定,可以明显看到此后普通股票型和偏股混合型的仓位基本上是高位震荡,灵活配置型基金的仓位调整和市场走势更为贴近,近期三类基金仓位水平均处于相对高位,趋势也仍然向上,**从基金仓位上看机构对于市场判断较为乐观,出现持续向下大幅调整概率不高。**

■ 市场整体交易资金的活跃度——换手率/波动率指标

使用换手率/波动率指标能够很好的刻画市场走势,在市场见底阶段往往领先于市场到达较低位置,**当前换手率/波动率处于下行趋势,绝对水平上看仍有继续下行空间,从这个指标上看市场或仍未到达阶段性底部。**

分析师 覃川桃

☎ (8621) 61118766

✉ qinct@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513030001

分析师 陈洁敏

☎ (8621) 61118706

✉ chenjm5@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490518120005

相关研究

《资金流跟踪系列:北上 VS 南下,行业配置将走向何方?》2020-3-21

《QFII/RQFII 识别及策略构建》2020-3-8

《资产配置回溯系统介绍》2020-3-5

风险提示:

1. 本文测算均是基于历史数据,并不代表未来表现;
2. 基金规模数据由当日收盘净值及当日提取的份额数据相乘预估得到。

目录

主要 ETF 资金流及申赎变化跟踪	4
消费 ETF 持续上周火热行情，新能源产业链本周反弹	5
科技板块首现份额下滑	6
机构资金配置角度：基金仓位跟踪	10
当前仓位水平	10
下跌阶段的基金仓位复盘	12
市场交易资金活跃度——换手率/波动率	16
换手率和波动率的历史特征	16
换手率/波动率衡量的市场底部特征	19
北上资金	23
近期新发基金产品跟踪	25
总结	25

图表目录

图 1：全球主要股票市场本周涨跌表现	5
图 2：A 股市场各大行业本周收益表现	5
图 3：各大类 ETF 本周规模加权收益率表现	6
图 4：行业 ETF 细分子类本周规模加权收益率表现	6
图 5：基金仓位测算	10
图 6：三类基金的仓位变化和沪深 300 走势	12
图 7：三类基金的仓位变化和沪深 300 走势（2005 年至 2008 年）	13
图 8：三类基金的仓位变化和沪深 300 走势（2009 年至 2014 年）	14
图 9：三类基金的仓位变化和沪深 300 走势（2015 年至今）	15
图 10：沪深 300 和上证综指的换手率及指数走势	16
图 11：沪深 300 和上证综指的波动率及指数走势	17
图 12：上证综指 6 个月滚动波动率及指数走势	18
图 13：沪深 300 和上证综指换手率/波动率指标及上证指数走势	19
图 14：沪深 300 和上证综指换手率/波动率指标及上证指数走势（2005 年至 2008 年）	20
图 15：沪深 300 和上证综指换手率/波动率指标及上证指数走势（2009 年至 2014 年）	21
图 16：沪深 300 和上证综指换手率/波动率指标及上证指数走势（2015 年至今）	22
图 17：近 5 天北上资金净流入（单位：亿）	24
图 18：近 63 天北上资金流入情况（单位：亿）	24
表 1：不同 ETF 产品的特点和投资特征	4
表 2：各大类 ETF 的规模和份额变动（亿）	6
表 3：主要 ETF 的规模及份额变动（亿）	8

表 4: 本周 (2020/03/30 至 2020/04/03) 的规模增长排名靠前的 ETF (亿)	9
表 5: 基金仓位分析 (单位: %)	11
表 6: 2005 年至今主要指数出现大幅调整的阶段 (月)	12
表 7: 各类基金产品分阶段平均仓位 (%)	13
表 8: 第一波下跌中几类基金仓位局部高低点 (%)	14
表 9: 第二波下跌中几类基金仓位局部高低点 (%)	14
表 10: 第三波和第四波下跌中几类基金仓位局部高低点 (%)	15
表 11: 前十大持股比例个股和前十大持有市值个股	23
表 12: 前十大资金流入个股和前十大资金流入行业	23
表 13: 本周新增待发行 ETF 产品	25
表 14: 本周 (03/23~03/27) 新上市及待上市 ETF 产品	25

本基金周报主要跟踪三方面内容：

- 1) 市场上主要 ETF 的每周资金流及申购赎回份额变化追踪；
- 2) 各类基金产品的仓位跟踪；
- 3) 近期新发基金的统计跟踪。

本周将以小专题形式从资金流的维度进行历史复盘，以量化视角来看市场牛熊切换过程中市场见底的信号，量化分析着重于市场交易层面的变化，往往比政策和基本面上对于市场中短期情绪波动和走势变化有更为敏感的反应，从以下两个方面展开结合历史复盘分析，来看目前 A 股市场所在位置：

- 1) 基金仓位跟踪，通过模型对普通股票型、偏股混合型以及灵活配置型基金的仓位预测，结合历史上基金仓位变化和市场涨跌的相关性来观察机构投资者是否能够通过仓位的调整传递出对市场走势判断的信息，历来基金又能否做到在市场牛熊中把控好仓位水平。
- 2) 从市场整体交易层面上看，换手率和波动率能较好的体现资金整体的活跃程度，从整体资金面角度来复盘历史上这两个指标变化与市场走势之间的联系，结合当前指标所处位置对接接下来市场走势进行预判。

主要 ETF 资金流及申赎变化跟踪

ETF (Exchange Trade Fund) 全称交易型开放式指数证券投资基金，按照上市场所可以分为上证 ETF 和深证 ETF，按照投资范围可以分为股票型、债券型、商品型、货币型以及跨境 ETF，各类 ETF 的特点以及 ETF 投资特征总结如下：

表 1：不同 ETF 产品的特点和投资特征

分类	投资范围	ETF 的优势
股票 ETF	投资标的是在证券交易所上市交易的股票，其目标是紧跟相应的股票指数，并将做到跟踪误差控制在一定范围之内。	1) 既可以在场外进行申购赎回，也可以通过交易所像买卖股票一样进行场内交易，交易方式便捷；
QDII 股票 ETF	广义定义下的股票 ETF 的一种，主要投资于海外如日本、德国、美国等的权益市场	2) 流动性好，费用较为低廉；
港股 ETF	跟踪和投资于港股指数的股票 ETF	3) 操作透明，种类丰富。
债券 ETF	其投资的是上交所或者银行间债券市场的利率债和信用债，实现对一揽子债券标的投资。	
商品 ETF	以商品现货或期货合约为跟踪标的的 ETF 产品	
货币 ETF	交易型货币市场基金，是一种既在二级市场买卖，又可以在交易所市场内申购赎回的货币市场基金	

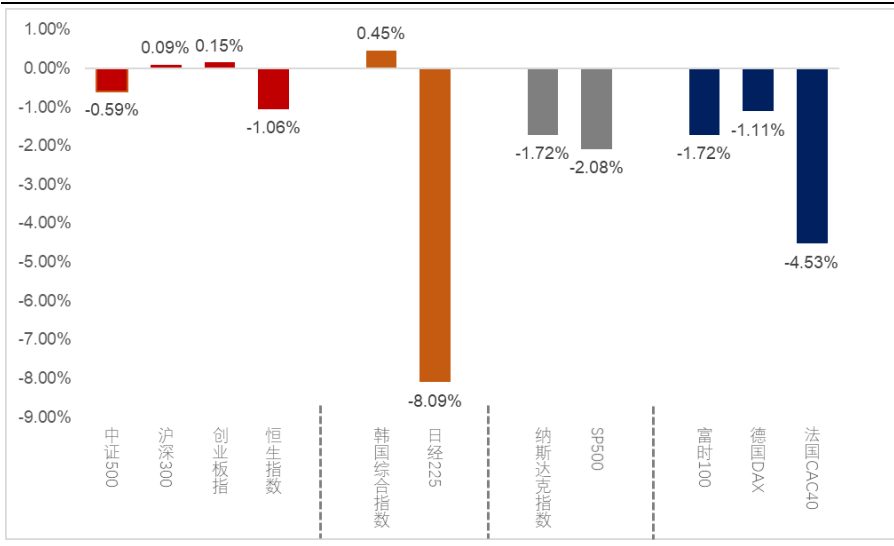
资料来源：Wind，长江证券研究所

ETF 的场内交易特点及其种类的日渐丰富不仅为广大投资者提供了更为便利和多样化的选择，也成为了跟踪和观察投资者情绪的较好维度。

消费 ETF 持续上周火热行情，新能源产业链本周反弹

本周全球疫情继续发酵，上周全球权益市场的反弹并未持续下去，本周大部分市场仍是收得阴跌，日经 225 跌幅最深，美、欧股市下调幅度不大。A 股 300 和创业板指略涨。

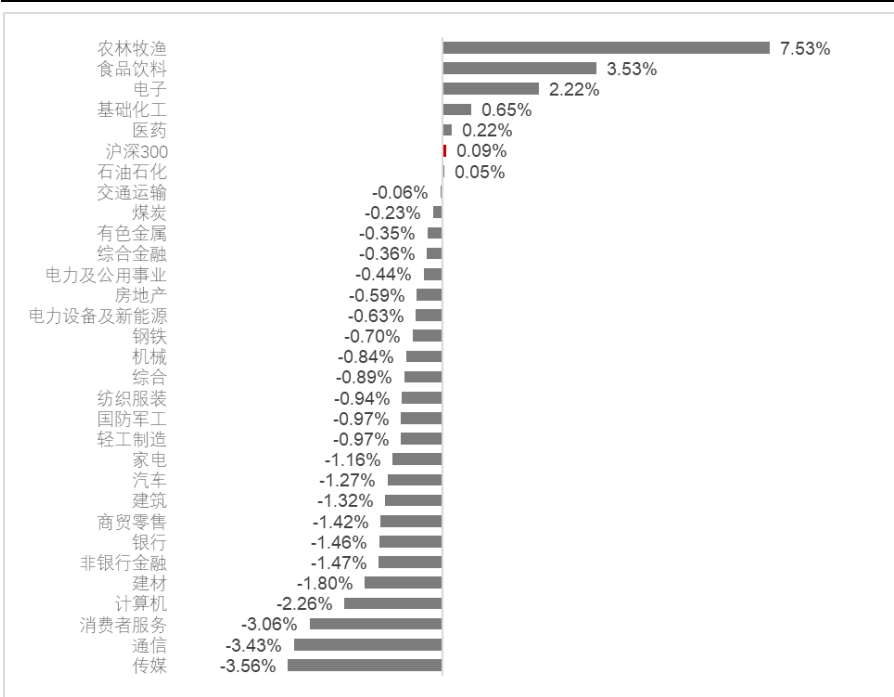
图 1：全球主要股票市场本周涨跌表现



资料来源：Wind, 长江证券研究所

各大行业本周表现如图 2 所示，消费板块延续上周火热行情，农业周涨幅超过 7%，科技板块仍然低迷，几大行业均排名垫底，只有前期遭北上资金大幅减持的电子在这周行情反转，符合我们在前序报告中强调的**北上资金外流压力减缓后受其前期减持影响而出现大幅调整的行业接下来或出现反弹，资金流的转向是这些重仓行业短期见底的信号。**

图 2：A 股市场各大行业本周收益表现

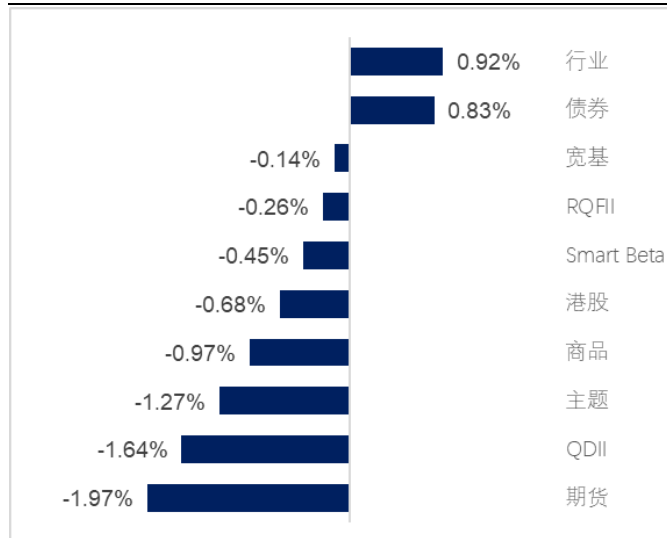


资料来源：Wind, 长江证券研究所

统计各类 ETF 产品的规模加权收益率如下图所示, 大类 ETF 品种中行业 ETF 有绝对收益, A 股市场 ETF 产品中宽基类整体有小幅回撤, QDII 和期货类下跌幅度最大。

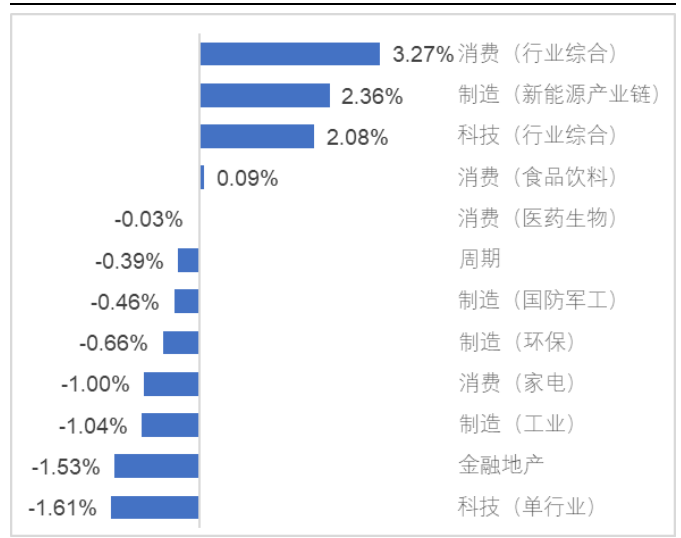
行业 ETF 中, 消费板块持续上周行情, 涨幅仍然靠前, 制造类中新能源产业链本周逆转前段时间低迷行情, 整体涨幅第二, 制造类其他板块及金融地产排名较为靠后。

图 3: 各大类 ETF 本周规模加权收益率表现



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 4: 行业 ETF 细分子类本周规模加权收益率表现



资料来源: Wind, 长江证券研究所

科技板块首现份额下滑

本周报将着重跟踪股票 ETF、QDII 股票 ETF、港股 ETF 以及商品 ETF 的规模及申赎变化情况, 从这个维度对市场动态进行刻画。根据 ETF 的跟踪指数类型对其进行分类, 可以分为宽基、行业、主题、港股、Smart Beta、商品、期货、债券、QDII 及 RQFII 合计 10 大类, 近一周各类及细分板块的规模和份额跟踪如下表所示:

表 2: 各大类 ETF 的规模和份额变动 (亿)

分类	数量	最新规模	5日规模变动	5日份额变动率	10日份额变动率	20日份额变动率
宽基	80	3077.23	48.72			
宽基 (大盘)	33	2058.81	13.42	-0.59%	-2.13%	-8.06%
宽基 (中盘)	15	639.15	15.69	-2.20%	-3.21%	-4.13%
宽基 (中小盘)	2	2.64	0.00	0.00%	-0.61%	-1.21%
宽基 (中小创)	1	1.13	-0.05	0.00%	5.36%	-6.71%
宽基 (小盘)	1	1.98	-0.02	0.00%	0.00%	-1.09%
科技 (指数)	13	330.20	19.99	-5.05%	-5.08%	-13.85%
MSCI 中国 A 股	13	37.68	-0.40	1.23%	2.82%	6.14%
宽基 (综合指数)	2	5.64	0.10	-2.35%	-6.07%	-10.03%
行业	74	1902.57	9.16			
科技 (行业综合)	17	961.57	3.27	3.59%	-2.15%	-27.40%
科技 (单行业)	4	90.28	-3.86	2.18%	-19.92%	-29.79%
消费 (行业综合)	6	58.36	2.66	-1.31%	-6.99%	-14.51%
消费 (食品饮料)	1	3.06	-0.20	6.69%	22.00%	28.51%

消费（医药生物）	7	51.50	1.07	4.52%	1.15%	-0.96%
消费（家电）	1	7.53	-0.20	1.65%	5.20%	10.16%
制造（新能源产业链）	3	185.01	3.75	0.33%	1.49%	-16.58%
制造（国防军工）	6	71.06	0.24	-0.87%	-3.75%	-4.09%
制造（工业）	2	0.52	-0.01	0.00%	-0.52%	4.66%
制造（环保）	1	16.76	-0.09	-0.11%	-1.05%	-2.37%
金融地产	20	444.02	2.51	-2.28%	-3.05%	-11.80%
周期	6	12.90	0.03	-1.17%	0.68%	7.74%
主题	42	1055.70	-19.48			
ESG主题	4	17.40	-0.12	0.00%	-0.84%	1.96%
大盘主题	1	0.76	-0.03	2.11%	0.00%	0.00%
国企央企民企	12	670.48	-15.15	0.77%	0.28%	1.45%
红利股息	7	77.66	-0.36	0.04%	-0.61%	-9.15%
区域主题	10	94.68	-1.51	0.32%	0.41%	8.98%
人工智能	4	20.48	-0.59	2.74%	3.93%	1.00%
文体健康	1	4.45	-0.03	-0.24%	-0.24%	0.47%
基建（一带一路）	3	169.78	-1.69	-0.03%	-0.05%	1.88%
港股	10	202.53	-7.81			
恒生国企	2	2.41	-0.02	0.75%	-3.00%	-34.45%
陆港通	4	16.44	-0.10	-0.09%	-0.56%	-8.73%
恒生指数	3	175.86	-7.09	3.31%	5.52%	-26.16%
香港证券	1	7.81	-0.60	7.16%	31.53%	-100.00%
Smart Beta	17	52.69	0.16	-0.65%	-0.51%	5.17%
商品	4	179.59	-6.15	2.42%	-2.38%	-5.78%
期货	3	9.01	0.02	-2.07%	9.41%	18.36%
债券	9	178.11	0.46			
地方政府债	3	110.64	-0.39	0.94%	0.47%	0.40%
公司债	1	53.28	0.74	0.00%	0.00%	0.00%
国债	4	13.93	0.11	-0.15%	0.08%	-4.85%
信用债	1	0.26	0.00	0.00%	-16.17%	-16.17%
QDII	11	80.77	-2.67	2.74%	-0.39%	-21.79%
RQFII	6	263.47	11.26	-4.04%	-8.67%	-2.96%

资料来源：Wind，长江证券研究所

选择最新规模超过 5 亿元的基金作为主要 ETF 的分析对象，本周的规模及申购赎回变化如下表所示：

表 3：主要 ETF 的规模及份额变动（亿）

分类	最新规模	最新份额	5日份额变动率	10日份额变动率	20日份额变动率
科技（指数）	320.13	251.03			
创业板	176.75	96.37	5.59%	6.50%	16.54%
创业板50	83.09	117.70	6.08%	4.14%	13.29%
创业板TH	31.50	16.56	2.54%	9.96%	17.78%
创业ETF	14.63	13.29	2.70%	1.61%	7.84%
创业板EF	14.15	7.10	7.57%	13.60%	24.99%
科技（行业综合）	952.23	841.49			
5GETF	363.22	358.55	-1.35%	4.63%	54.58%
芯片ETF	169.64	174.17	-8.15%	5.67%	48.84%
科技ETF	132.02	100.96	-2.34%	-2.74%	20.87%
半导体50	114.17	62.29	-2.91%	-5.16%	20.28%
半导体	53.10	30.86	-3.50%	-3.65%	4.40%
芯片基金	45.11	47.53	-10.13%	-3.03%	9.88%
科技50	25.22	22.22	-0.22%	-1.68%	11.32%
信息技术	19.94	16.83	2.43%	9.79%	13.79%
信息ETF	12.94	13.04	0.66%	3.33%	4.03%
科技100	7.43	6.46	-0.46%	0.16%	-5.69%
中证科技	9.45	8.58	3.87%	6.19%	25.44%
科技（单行业）	90.28	91.89			
通信ETF	37.59	34.48	-5.22%	1.08%	53.44%
传媒ETF	16.27	20.41	0.59%	2.18%	-10.87%
电子ETF	26.99	29.30	0.00%	153.86%	153.86%
计算机	9.43	7.68	-2.78%	-3.27%	-6.45%
消费（行业综合）	50.48	21.91			
消费ETF	43.13	13.96	1.71%	7.80%	16.00%
消费50	7.36	7.95	3.92%	15.38%	37.29%
消费（医药生物）	44.93	30.71			
医药	24.70	16.43	-0.48%	0.18%	-4.48%
生物医药	9.86	7.18	-1.10%	-0.55%	-11.25%
医疗ETF	10.37	7.10	-1.05%	16.68%	11.99%
消费（家电）	7.53	8.47			
家电ETF	7.53	8.47	-1.63%	-4.94%	-9.22%
金融地产	426.84	424.04			
证券ETF	182.29	196.85	2.64%	3.70%	12.18%
券商ETF	107.76	122.32	2.80%	3.76%	30.82%
金融ETF	38.33	7.84	0.19%	0.19%	-0.57%
银行ETF	31.27	32.37	0.85%	-4.00%	-4.28%

证券基金	26.89	29.75	4.12%	7.34%	22.21%
非银ETF	16.60	8.42	0.72%	1.08%	4.86%
龙头券商	10.77	11.81	-0.51%	5.07%	10.11%
金融	8.45	9.09	2.13%	5.33%	17.14%
地产ETF	4.48	5.59	-2.95%	1.27%	-21.05%
周期	7.00	10.96			
有色ETF	7.00	10.96	3.35%	0.64%	6.82%
新能源产业链	185.01	218.49			
新汽车	104.82	133.19	-0.83%	0.19%	11.13%
新能源车	80.19	85.29	0.45%	-3.95%	32.91%
总计	2168.27	1993.94			

资料来源：Wind，长江证券研究所

本周规模增长排名靠前的 ETF 如下表所示：

表 4：本周（2020/03/30 至 2020/04/03）的规模增长排名靠前的 ETF（亿）

基金代码	交易简称	上市日	最新规模	5日规模变动	最新份额	5日份额变动率
510500.SH	500ETF	2013-02-06	402.61	11.75	72.91	3.62%
159915.SZ	创业板	2011-09-20	176.75	9.72	96.37	5.59%
510300.SH	300ETF	2012-05-04	408.44	8.59	110.48	2.23%
3188.HK	华夏沪深三百	2012-07-17	138.66	6.95	3.36	5.66%
159919.SZ	300ETF	2012-05-07	262.30	4.64	69.76	1.83%
159949.SZ	创业板50	2016-06-30	83.09	4.54	117.70	6.08%
2822.HK	南方A50	2012-08-28	121.18	4.31	9.18	3.85%
159928.SZ	消费ETF	2013-08-23	43.13	2.44	13.96	1.71%
510330.SH	华夏300	2012-12-25	274.63	2.43	74.06	0.92%
515030.SH	新汽车	2020-02-20	104.82	2.22	133.19	-0.83%

资料来源：Wind，长江证券研究所

本周规模绝对增长水平靠前的主要是宽基 ETF 产品，南方中证 500ETF 和华泰柏瑞沪深 300ETF 均因为周度份额的提升而获得了较多规模增长，其次易方达创业板 ETF 也较上周相比获得了可观的净申购资金。华夏中证新能源汽车和汇添富中证主要消费 ETF 则更多是由于板块的上涨带来的规模上升。不过整体而言相较于前段时间的规模变动，本周资金流波动幅度不大。另外新增加的两只跟踪产品：易方达中证科技 50ETF 和国寿安保创业板中盘精选 88ETF 也在本周分别募集了 12.76 亿和 3.2 亿的份额。

机构资金配置角度：基金仓位跟踪

基金仓位是指基金的持股市值占其资产净值总额的比例，体现的是机构投资者在股市中的参与度。基金仓位的测算方法如下：

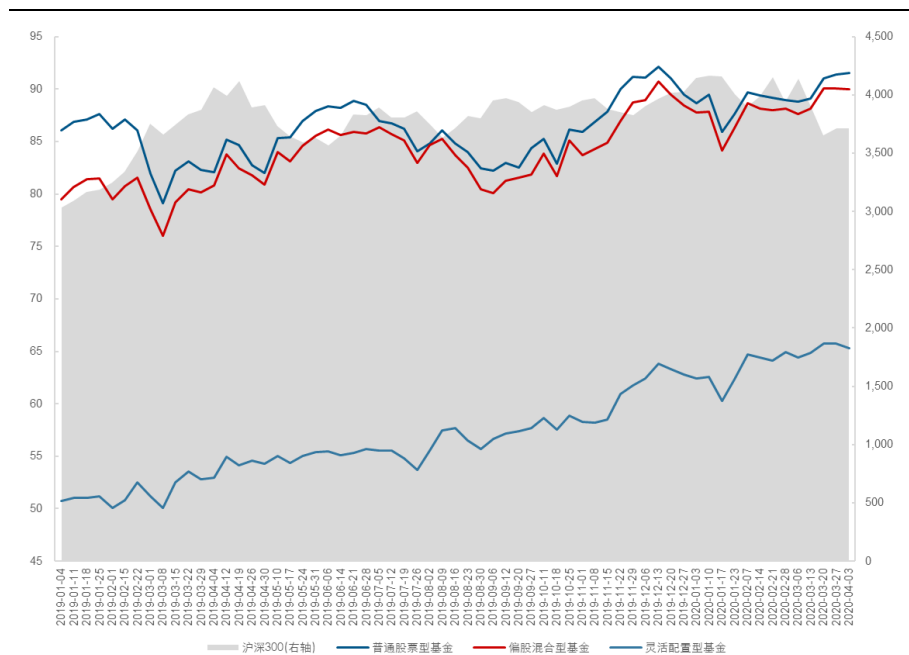
1. 对于给定的一只基金，采用回归法测算其仓位。分别用中证 100、中证 200、中证 500 三个指数代表大盘、中盘、小盘股票组合，使用上证国债指数来代表基金在债券上的配置。以基金的历史日度收益率与四个指数同期的日度收益率做回归，历史收益率用测算日当天最近 30 个交易日的数据。
2. 在参数估计过程中，我们以最小化误差平方和为目标函数（即最小二乘），同时加上如下的约束条件：各部分仓位大于 0，小于 95%；且各部分仓位的合计也大于 0 小于 95%。得到的回归系数可以代表基金在大盘、中盘、小盘、债券上的仓位。
3. 得到每只基金的仓位后，我们采用 Wind 开放式基金分类标准，对基金进行分类，得到普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金三类基金的平均仓位。

当前仓位水平

图 5 给出了近 63 天测算的基金仓位曲线，表 5 给出了当前仓位水平和 8 周均线水平。

从图 5 可以看出，普通股票型、偏股混合型以及灵活配置型三种基金的仓位在本周波动较小，略有下行之势。

图 5：基金仓位测算



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

表 5：基金仓位分析（单位：%）

	普通股票型基金	偏股混合型基金	灵活配置型基金
当前	91.54	90.01	65.31
8周均线	89.92	88.77	64.95
差值	1.62	1.25	0.36

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

下跌阶段的基金仓位复盘

除了对近期仓位进行跟踪之外，在这一部分我们也展开进行历史复盘，按照上证综指月度走势来划分历史牛熊阶段，主要梳理一下过去四轮较大的下跌以及每一轮的节奏，如下表所示：

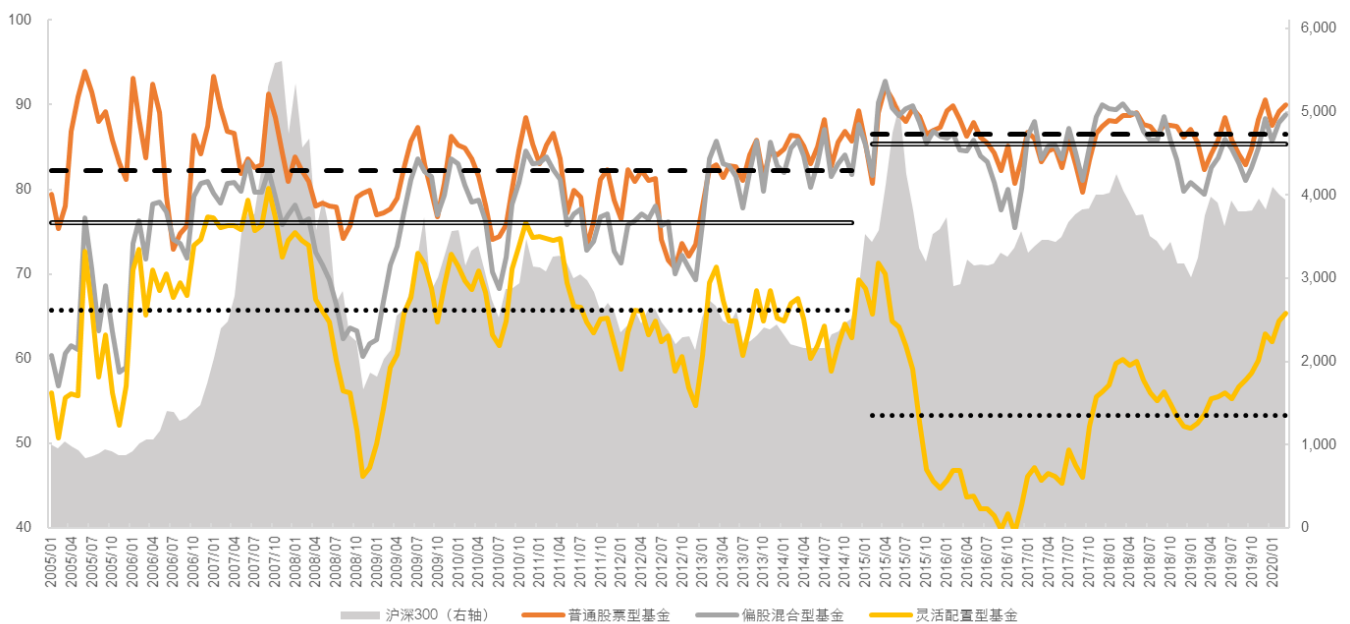
表 6：2005 年至今主要指数出现大幅调整的阶段（月）

节奏	开始时间	结束时间	区间长度	上证综指	沪深300	中证500	创业板指
第一波	2007-10	2008-04	7	-40.04%	-35.80%	-27.13%	-
	2008-05	2008-07	3	-28.20%	-31.84%	-29.16%	-
	2008-08	2008-11	4	-37.72%	-40.69%	-48.23%	-
第二波	2010-01	2010-07	6	-27.57%	-29.35%	-19.59%	-11.78%
	2011-04	2012-01	10	-24.89%	-27.23%	-34.67%	-27.65%
	2012-06	2012-12	7	-16.53%	-18.71%	-24.96%	-17.39%
第三波	2015-06	2015-10	5	-33.80%	-33.83%	-38.56%	-41.21%
	2015-12	2016-02	1	-24.03%	-22.24%	-29.12%	-26.58%
第四波	2018-02	2018-12	10	-25.64%	-25.80%	-29.29%	-23.38%

资料来源：Wind，长江证券研究所

证监会在《公开募集证券投资基金运作管理办法》中载明 80% 以上的基金资产投资于股票的，为股票基金；投资于股票、债券和货币市场工具，并且股票投资和债券投资的比例不超过 80% 的基金产品为混合基金。在此基础上进一步细分，普通股票型主要是区别于股票型中被动及指数增强产品。在基金合同明确说明其投资是偏向于股票的则定义为偏股混合型，明确说明是在股债之间进行大比例灵活配置的产品定义为灵活配置型。

图 6：三类基金的仓位变化和沪深 300 走势（%）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

因此，灵活配置型产品在仓位的调整上具有相对较大的空间，历史仓位波动也较为剧烈，普通股票型和偏股混合型基金仓位较为接近平均下来在 80% 左右。整体来看，基金仓位的变

化和大盘走势相关性较高,尤其是大盘发生较大调整时基金仓位都有下降。不过从 2005 年至今随着基金的发展,几类产品仓位平均中枢也在发生变化,2014 年 8 月证监会修改了股票型基金定义的量化标准,在此之后普通股票型和偏股混合型产品的仓位基本上是高位小幅震荡,不同阶段各类基金的平均仓位如下表所示。

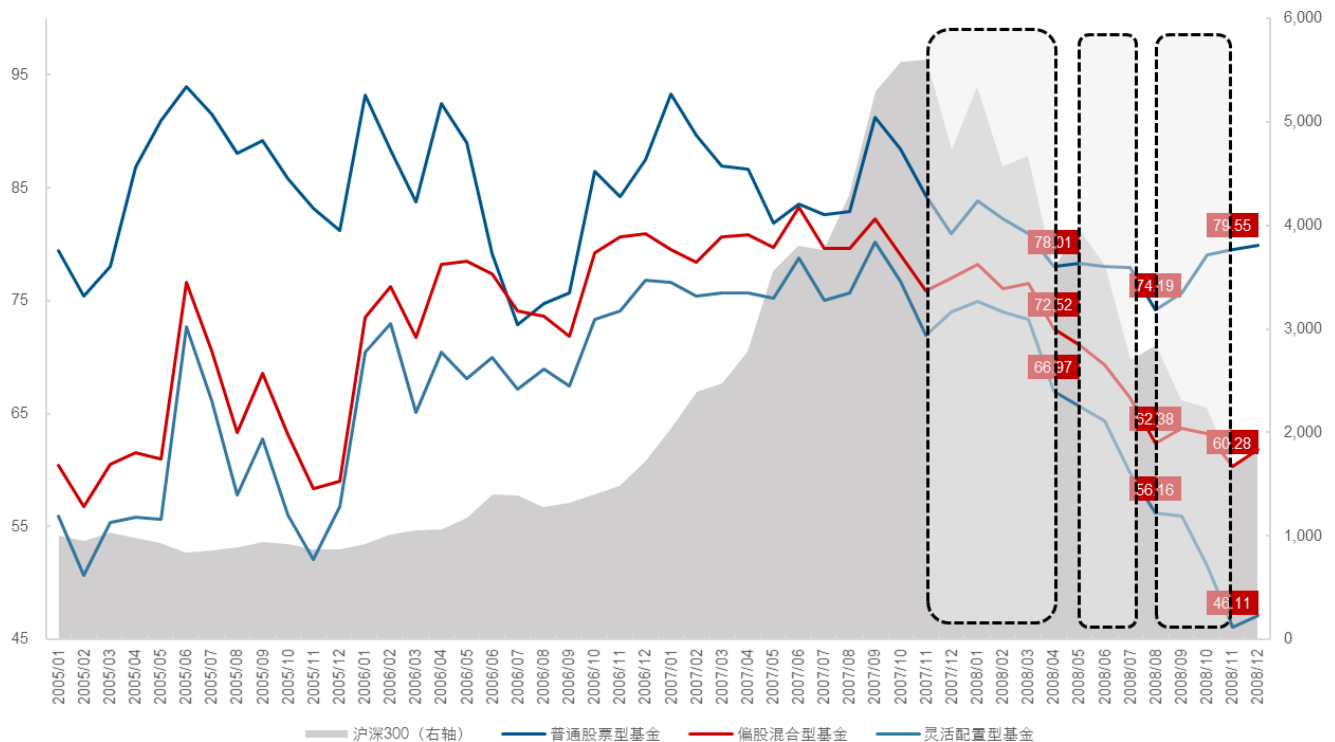
表 7: 各类基金产品分阶段平均仓位 (%)

时间段	普通股票型	混合偏股型	灵活配置型
全部	83.68	79.21	61.48
2014年及之前	82.22	76.02	65.77
2014年之后	86.46	85.30	53.30

资料来源: Wind, 长江证券研究所

每一波市场下跌背后的原因和呈现出的特征均有区别,分别从每一波下跌及中间节奏来分析仓位变化的特征。

图 7: 三类基金的仓位变化和沪深 300 走势 (2005 年至 2008 年) (%)



资料来源: Wind, 天软科技, 长江证券研究所

2007-08 年的第一波调整是统计以来跌幅最深,速度也相对较快的一次,中间出现两次月度小幅反弹,灵活配置型基金仓位从 2007-09 的高峰期 80.14% 跌至 2008-11 的 46.11% 基本上与大盘同期见底,在 2008 年 11 月 20 日左右达到最低点随后反弹。而在下跌的第二阶段暂时结束市场尚未见底时普通股票和偏股混合型基金的仓位已有反弹。

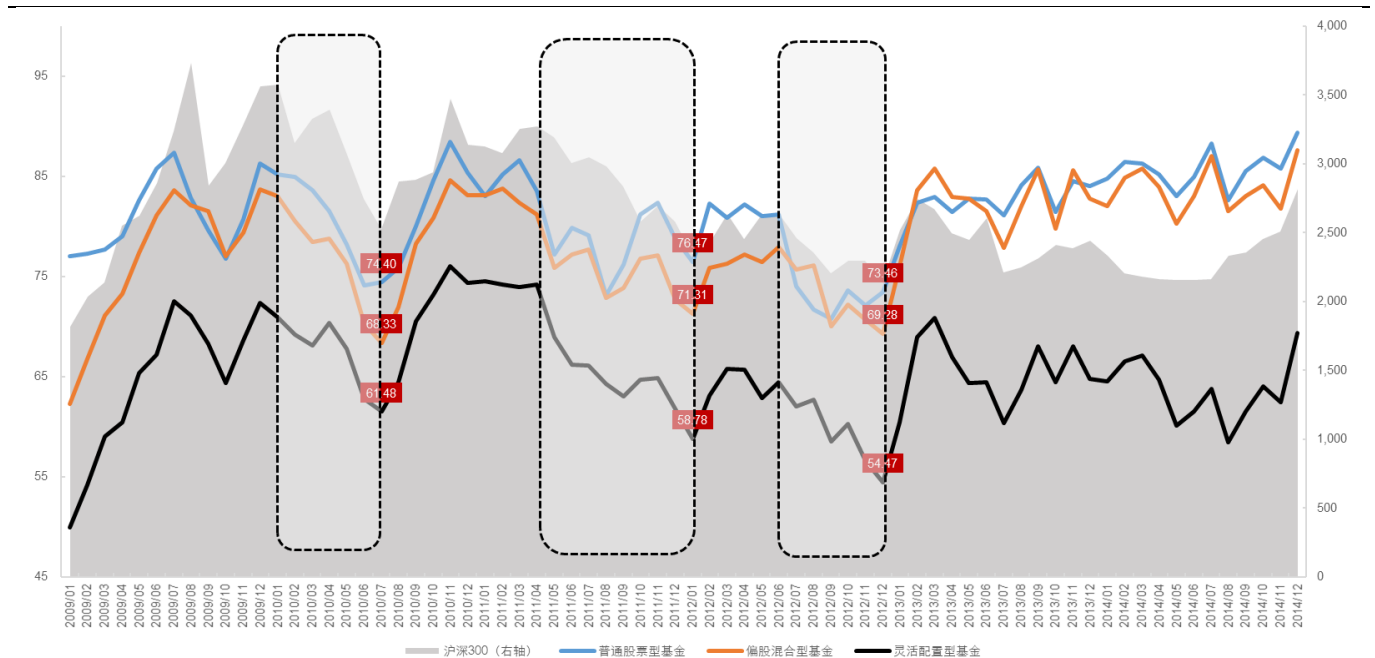
表 8：第一波下跌中几类基金仓位局部高低点（%）

开始时间	结束时间	普通股票型基金		偏股混合型		灵活配置型	
		高点	低点	高点	低点	高点	低点
2007-10	2008-04	91.26	78.01	82.24	75.52	80.14	66.97
2008-05	2008-07	78.01	74.19	75.52	62.38	66.97	56.16
2008-08	2008-11	-	-	62.38	60.28	56.16	46.11

资料来源：Wind，长江证券研究所

第二波是较为漫长的下跌过程，每个阶段下跌后都出现了相当时间的回调，但是每轮下跌最后都以更低点结束。灵活配置型基金的仓位高低点及趋势走向仍然是最为贴近市场行情的，这次市场调整的幅度没有第一波大，基金仓位上的变化也相对较缓和。

图 8：三类基金的仓位变化和沪深 300 走势（2009 年至 2014 年）（%）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

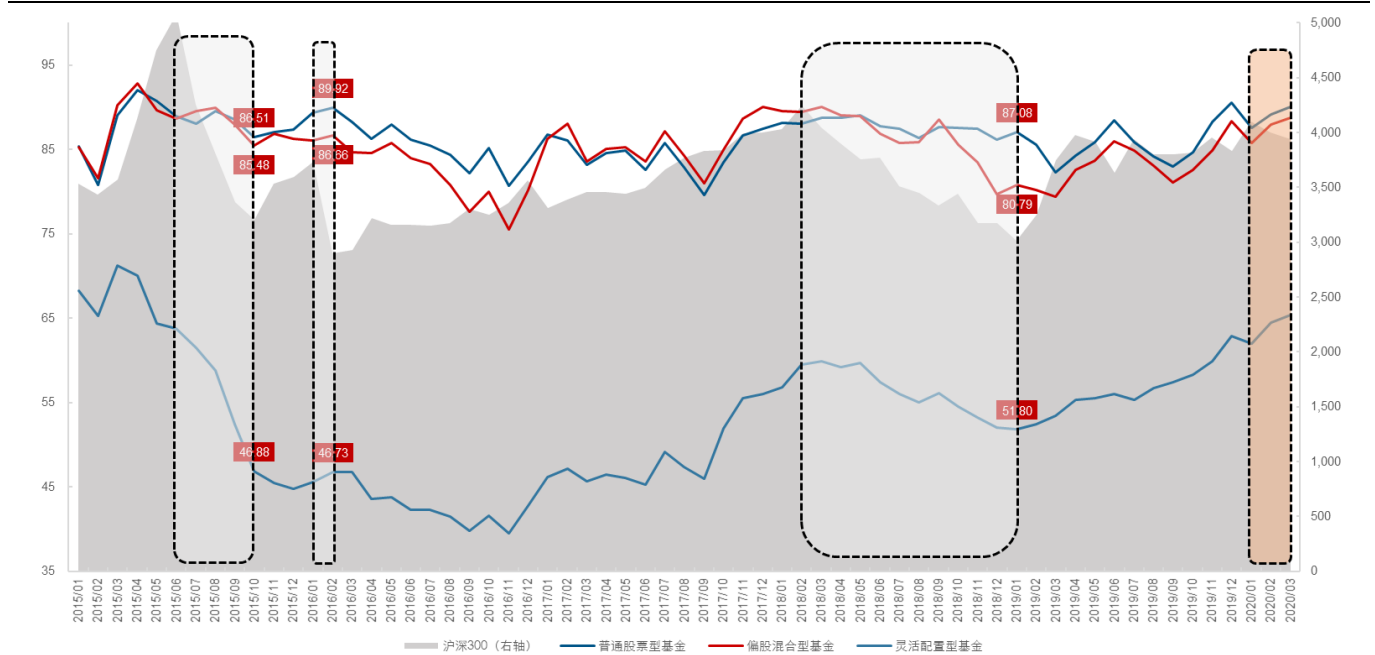
表 9：第二波下跌中几类基金仓位局部高低点（%）

开始时间	结束时间	普通股票型基金		偏股混合型		灵活配置型	
		高点	低点	高点	低点	高点	低点
2010-01	2010-07	86.28	74.40	83.65	68.33	82.16	61.48
2011-04	2012-01	86.57	76.47	83.79	71.31	77.98	58.78
2012-06	2012-12	81.23	73.46	76.01	69.28	64.48	54.47

资料来源：Wind，长江证券研究所

2015 年的大盘回调是继 2008 年后 A 股市场出现的第二次较大幅度的下挫，这一次的
调整中普通股票型和偏股型基金仓位并未出现较大波动，灵活配置型基金仓位下降速度
较快，但是此后直到 2016 年年底三类基金产品的仓位有持续的下滑，灵活配置型基金
仓位甚至一度跌破 40%，达到估算以来的最低点。

图 9：三类基金的仓位变化和沪深 300 走势（2015 年至今）（%）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

表 10：第三波和第四波下跌中几类基金仓位局部高低点（%）

开始时间	结束时间	普通股票型基金		偏股混合型		灵活配置型	
		高点	低点	高点	低点	高点	低点
2015-06	2015-10	92.79	86.51	92.07	85.48	71.26	46.88
2015-12	2016-02	-	-	-	-	-	-
2018-02	2018-12	89.47	87.08	88.07	80.79	59.50	51.80

资料来源：Wind，长江证券研究所

2018 年的第四波的市场调整中三类基金的仓位相对处于高位，也并未做出较大幅度的
调整，2019 年至今普通股票型和偏股混合型基金仓位震荡上行，灵活配置型产品的仓
位则是稳步上升，**当前仓位绝对水平、与历史平均偏离和边际趋势均显示处于较高水平，**
历来对市场走势最为敏感的灵活配置型基金的仓位水平趋势仍然向上，因此机构对于一
季度市场下跌并未做出悲观反应，偏向于正面预期，短期出现较大向下调整的概率不高。

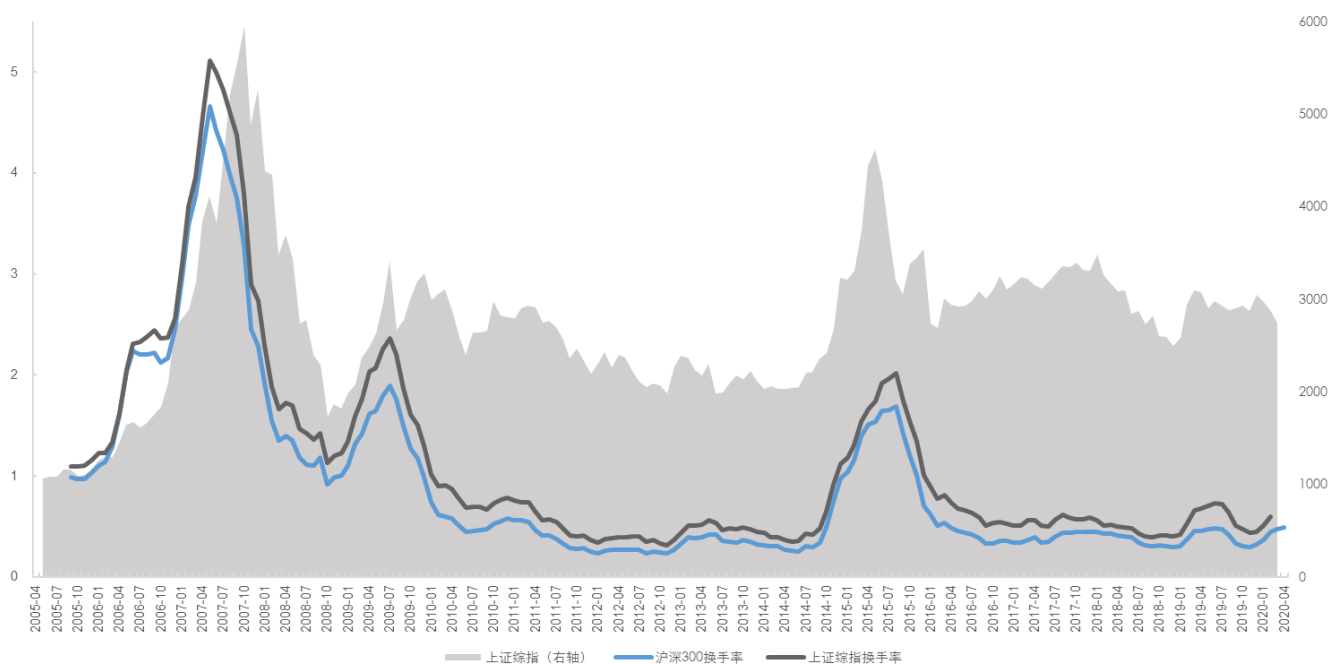
市场交易资金活跃度——换手率/波动率

仓位水平是从机构的资金配置角度来推测机构对于市场走势的判断以及潜在的调整空间，代表的是部分资金的动态，而对市场整体交易资金的活跃度进行监测则较常使用换手率和波动率指标。换手率接近成交量的概念，但是使用流通股本进行了标准化，单纯从换手率角度来看，其与市场涨跌相关性较高，市场上涨时换手率显著攀升，而市场调整和震荡阶段换手率水平则较低。市场波动率使用几个主要指数的收益率标准差来代表，在市场上涨和下跌时波动率均会变大。下面分别分析两个指标的历史表现特征。

换手率和波动率的历史特征

从指数换手率上看，沪深 300 和上证综指指数换手率走势基本一致，在市场上行阶段换手率显著攀升并且往往先于市场见顶而出现拐点，在市场相对震荡的阶段换手率也是低位徘徊，较为典型的是在 2010 年至 2014 年 7 月份左右以及 2016 年至 2018 年，换手率水平较为接近且未发生大波动。今年一季度，从换手率上看市场虽然向下调整而指数的换手率则是有小幅上行之势。

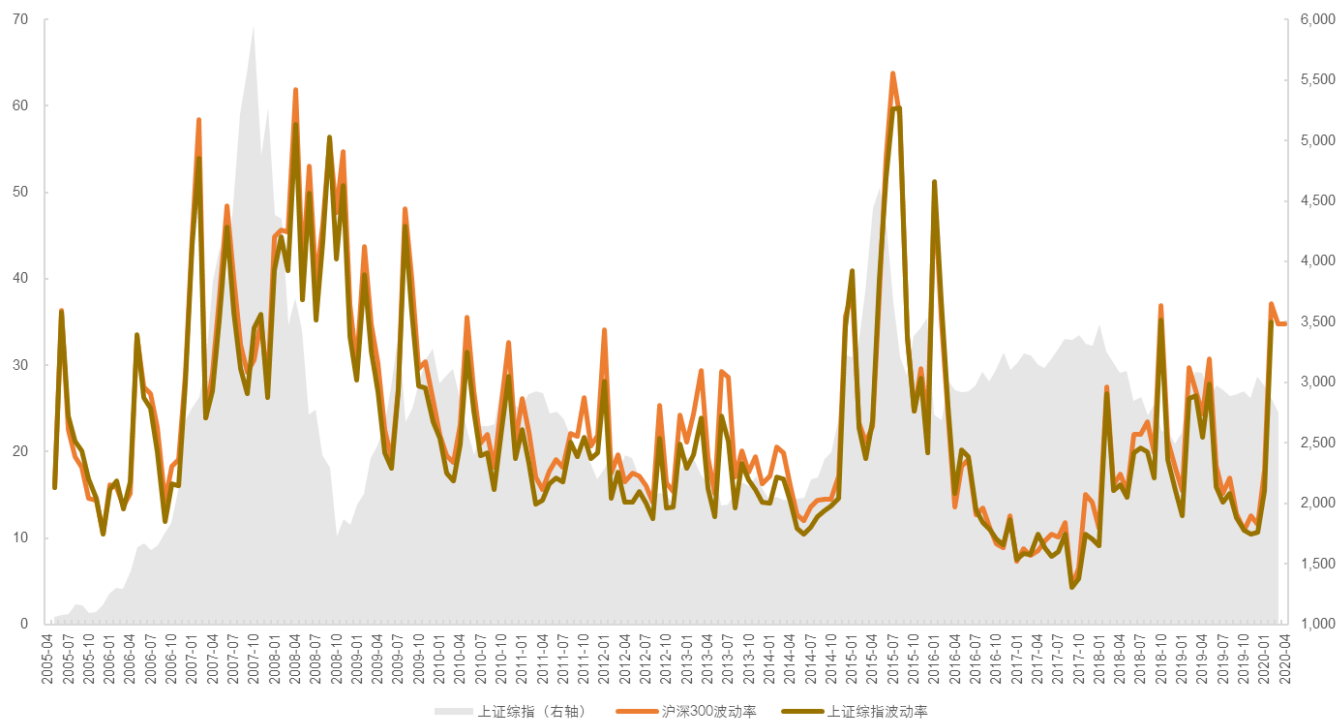
图 10：沪深 300 和上证综指的换手率及指数走势



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

波动率比较有代表性的是在 2006-2008 年牛熊切换阶段，随着市场上升波动率持续上升，市场见顶前夕波动率就有所下降，不过随后进入熊市阶段，波动率进一步上升，一度超越前期波动水平。

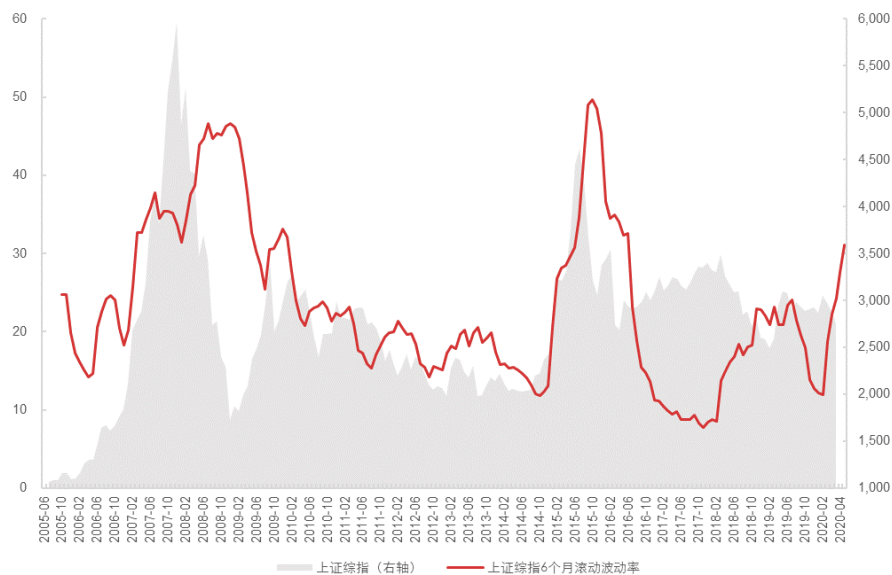
图 11：沪深 300 和上证综指的波动率及指数走势



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

按照月频滚动计算上证指数 6 个月的波动率对于市场走势刻画得更为清晰，基本上在每轮市场见底时波动率都处于阶段内高位，在 2010 年之后市场出现持续缓慢下跌，这一阶段内波动率水平则是低位震荡。

图 12：上证综指 6 个月滚动波动率及指数走势

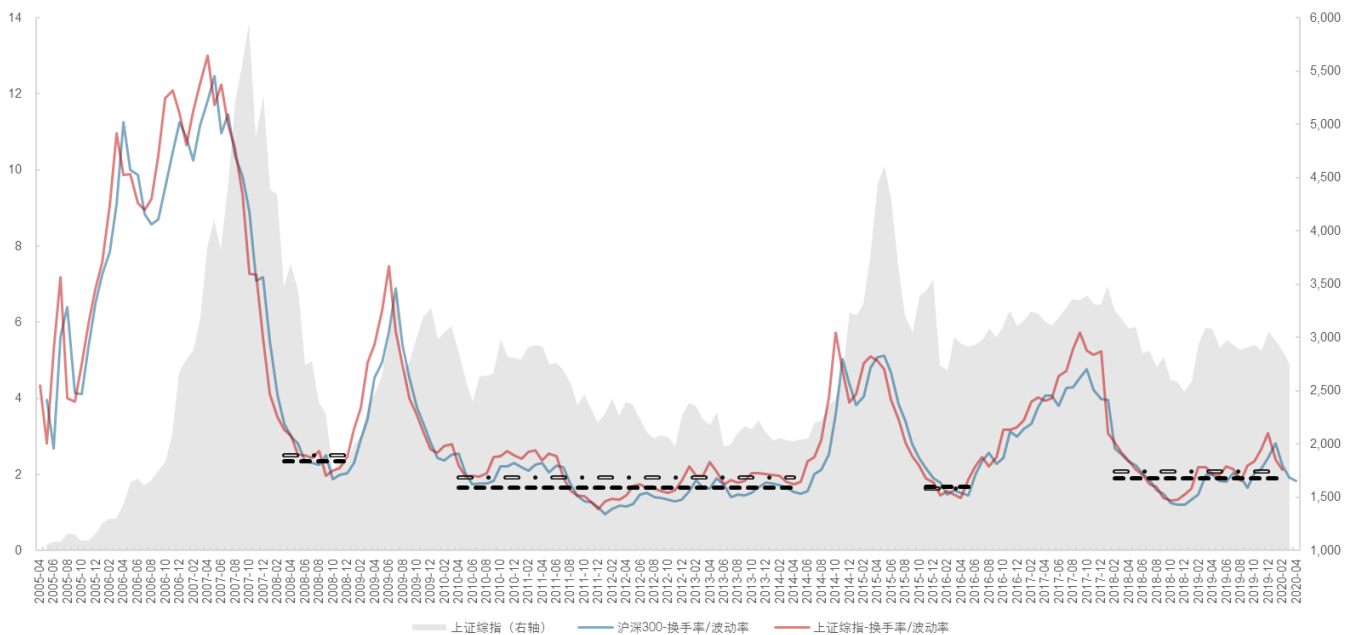


资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

换手率/波动率衡量的市场底部特征

单独从换手率和波动率维度均能对市场做出一定判断，但是在震荡阶段以及涨跌幅度不大的时候，代表性时期有 2010-2011 年之后以及 2016-2018 年期间，换手率和波动率本身的变化幅度都趋弱，对市场的判断不清晰，尝试将两个指标进行结合后发现可以一定程度上解决这个问题。

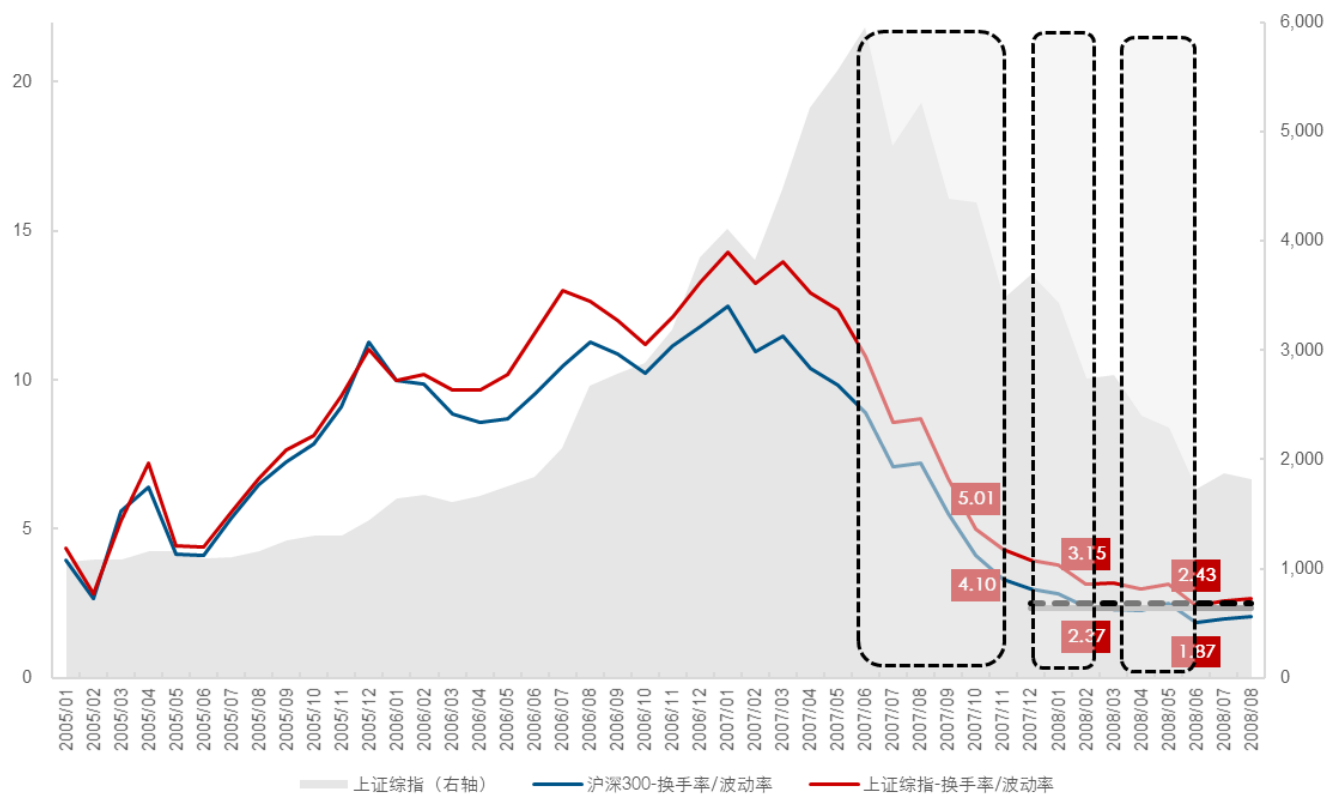
图 13：沪深 300 和上证综指换手率/波动率指标及上证指数走势



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

使用指数换手率比上对应区间的波动率得到复合指标如上图所示，指标的走势和市场走势高度相关，在每次市场见底时均一定程度上先于市场到达较低位置，历史上几轮低位均值水平在图中使用虚线标出，几轮位置相差不大，下面将每一轮下跌中具体指标表现分开详细阐释。

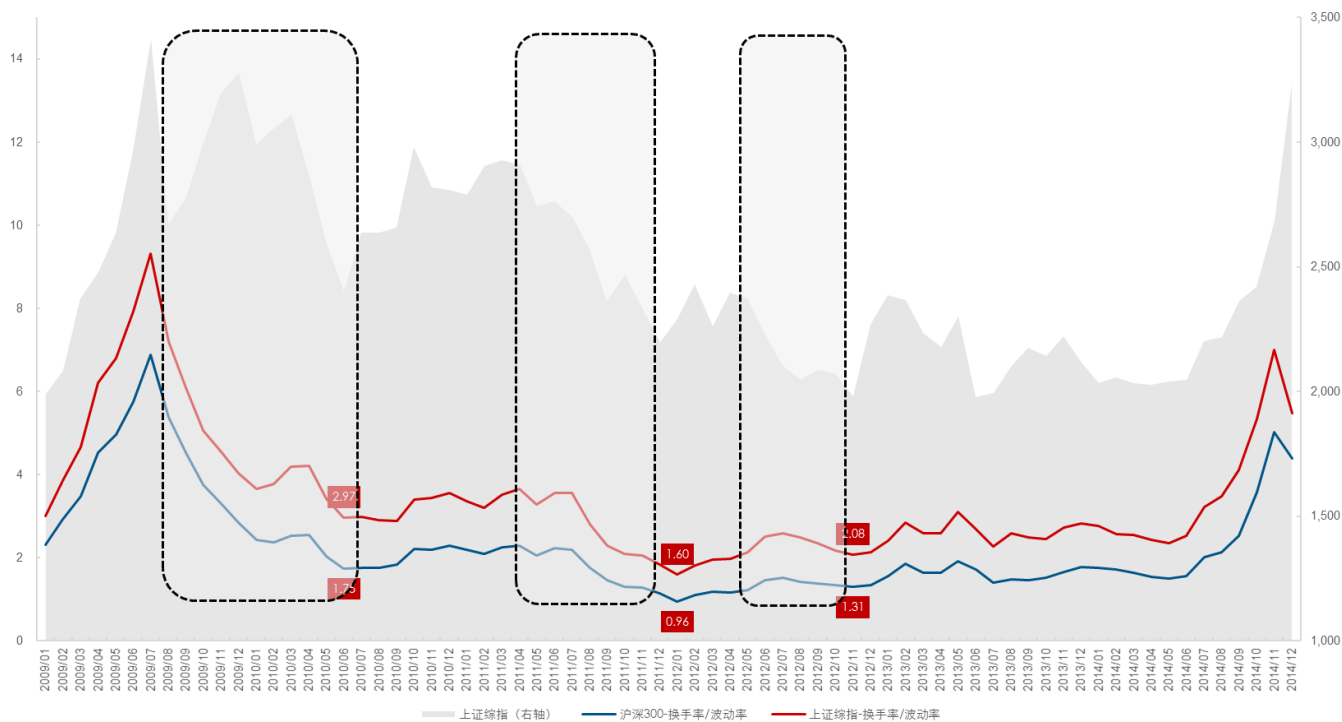
图 14：沪深 300 和上证综指换手率/波动率指标及上证指数走势（2005 年至 2008 年）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

在第一波牛市后调整阶段，2007-08 年市场见顶前换手率/波动率水平已经从高点下滑，并且下跌过程中每个阶段的反弹也并未改变指标的下行趋势，在市场到达最终底部的时候也基本上同步见底。

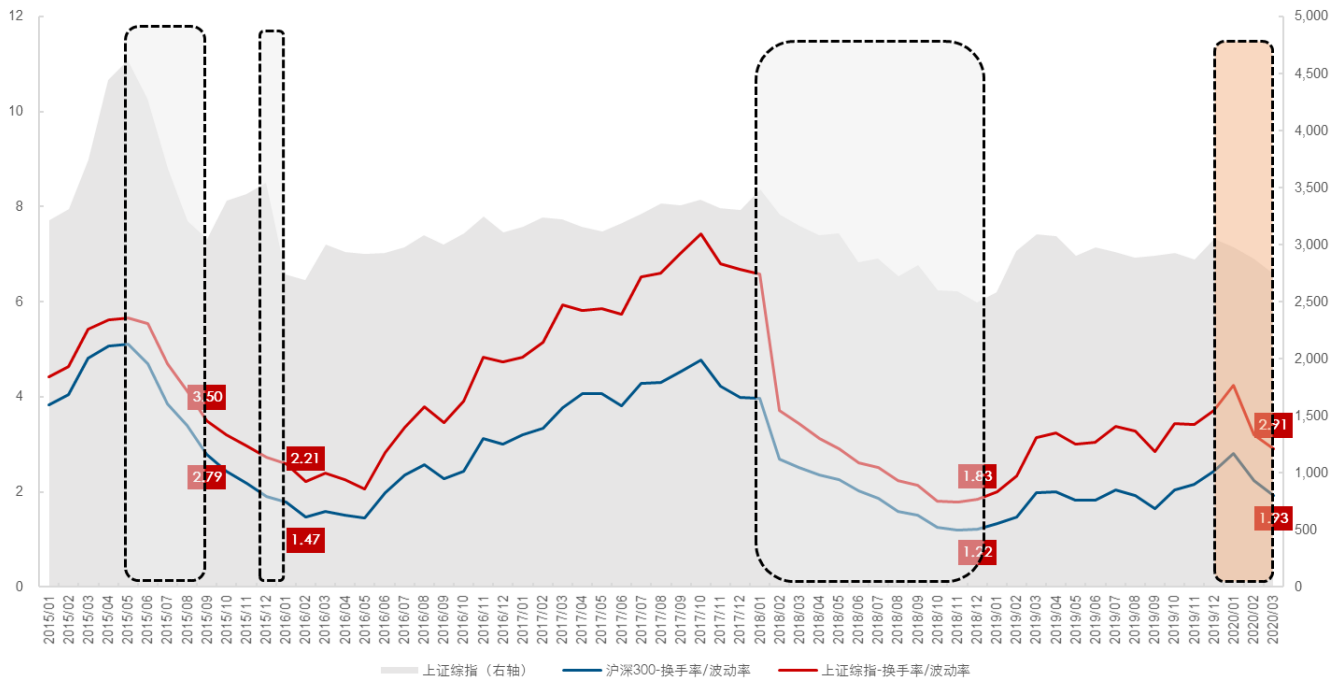
图 15：沪深 300 和上证综指换手率/波动率指标及上证指数走势（2009 年至 2014 年）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所。

第二波的漫长下跌过程中同样也不像基金仓位在低位呈现较长一段时间上下震荡，换手率/波动率基本上一路走低，但是这次低位持续时间也较长，直至下次牛市启动才开始低位反弹。

图 16：沪深 300 和上证综指换手率/波动率指标及上证指数走势（2015 年至今）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所。

2015 年至今的这一阶段内出现的两次下跌都伴随着换手率/波动率下行，但是 2018 年的下行幅度更大，基本上跌到了历史最低水平。今年一季度来看，目前换手率/波动率指标仍然是在下行通道中绝对位置也不低，并未出现市场见底信号，或有持续下行的可能。

北上资金

自 2017 年 3 月 17 日开始，香港交易所在披露易网站上开始披露每个交易日陆股通
 持股明细数据。经测算，以陆股通的持股比例作为因子，有一定的选股超额能力。表 11
 列出了最新前十大持股比例个股和前十大持有市值个股。

表 11：前十大持股比例个股和前十大持有市值个股

代码	名称	持股比例(%)	代码	名称	持股市值(亿)
002572.SZ	索菲亚	22.15	600519.SH	贵州茅台	1154.43
600009.SH	上海机场	21.53	000333.SZ	美的集团	524.52
300012.SZ	华测检测	21.14	601318.SH	中国平安	504.99
300347.SZ	泰格医药	20.54	000651.SZ	格力电器	473.70
601901.SH	方正证券	17.78	600276.SH	恒瑞医药	472.53
000538.SZ	云南白药	16.94	000858.SZ	五粮液	372.52
603713.SH	密尔克卫	16.35	600036.SH	招商银行	291.97
000333.SZ	美的集团	15.89	600585.SH	海螺水泥	232.39
002859.SZ	洁美科技	15.72	600900.SH	长江电力	214.44
600201.SH	生物股份	15.55	000001.SZ	平安银行	209.41

资料来源：天软科技，长江证券研究所

根据北上资金每日持股明细数据，我们估算了本周内每只个股的北上资金净流入量，并
 汇总计算了中信一级行业的北上资金净流入量。表 12 中列出了本周净流入量排名前十
 的个股和行业。

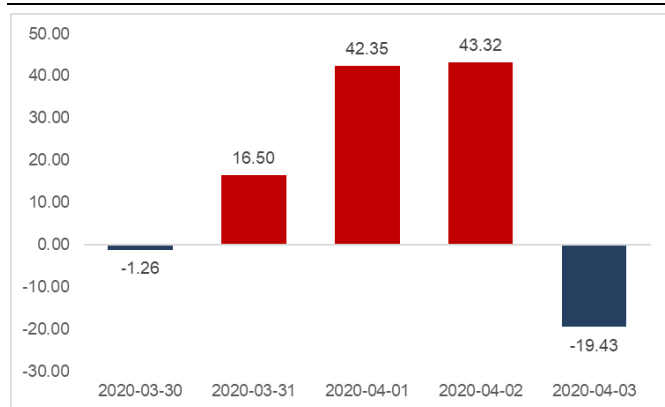
表 12：前十大资金流入个股和前十大资金流入行业

代码	名称	资金净流入(亿)	行业	标的数量	资金净流入(亿)
002415.SZ	海康威视	15.89	食品饮料	61	38.62
603288.SH	海天味业	15.48	电子	128	24.11
600519.SH	贵州茅台	15.11	医药	185	10.61
000338.SZ	潍柴动力	6.14	非银行金融	59	10.40
000002.SZ	万科A	4.78	房地产	92	6.92
300498.SZ	温氏股份	4.45	农林牧渔	39	5.58
600745.SH	闻泰科技	4.10	计算机	122	4.63
601601.SH	中国太保	3.53	通信	69	4.26
002271.SZ	东方雨虹	3.33	汽车	77	3.94
000661.SZ	长春高新	3.10	基础化工	128	3.88

资料来源：天软科技，长江证券研究所

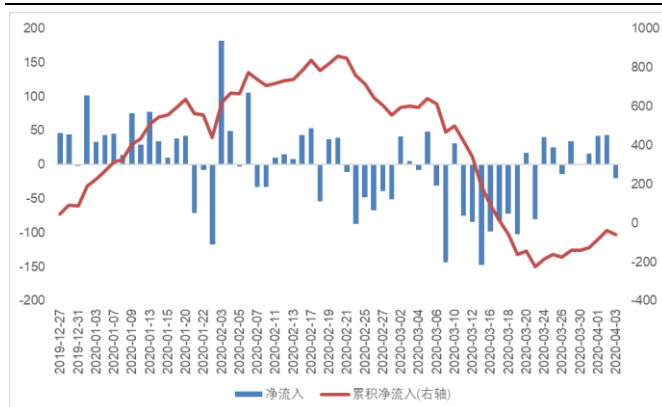
北上资金具有很好的外资资金流向指标的性质。图 17 列出了近一周的北上资金净流入情况，图 18 展示了近 63 天，北上资金的每日净流入和累积净流入。**本周北上资金仍然收得净流入，净流入金额超过 80 亿元。**

图 17：近 5 天北上资金净流入（单位：亿）



资料来源：天软科技，长江证券研究所

图 18：近 63 天北上资金流入情况（单位：亿）



资料来源：天软科技，长江证券研究所

本周北上资金在行业配置上仍然是延续一季度净流出高峰后的转向配置，净流入资金则集中在长期重仓行业食品饮料、电子、医药、非银上，我们在前序报告中也进行过定量测算，历史上看，北上资金对于其重仓行业及沪深 300 走势有较大参考价值，结合目前资金流动态，重仓行业所在的消费板块及沪深 300 或出现见底信号，之后大概率出现阶段性反弹。

近期新发基金产品跟踪

本周较前段时间新增待发行 ETF 产品（剔除 ETF 联接）合计 7 只，如下表所示：

表 13：本周新增待发行 ETF 产品

基金代码	基金简称	发行日期	基金分类
159809.OF	博时恒生沪深港通大湾区综合ETF	2020-03-30	QDII
159812.OF	前海开源黄金ETF	2020-04-07	商品
513083.OF	华安法国CAC40ETF	2020-03-30	QDII
515193.OF	中银证券中证500ETF	2020-03-30	宽基（中盘）
515823.OF	富国中证800ETF	2020-03-27	宽基（中盘）
515833.OF	工银中证800ETF	2020-03-27	宽基（中盘）
518853.OF	华夏黄金ETF	2020-03-27	商品

资料来源：Wind，长江证券研究所

本周新增四只新上市 ETF 产品，如下表所示：

表 14：本周（03/23~03/27）新上市及待上市 ETF 产品

基金代码	基金简称	上市日期	发行总份额（亿）
159804.SZ	国寿安保国证创业板中盘精选88ETF	2020-03-31	3.50
159807.SZ	易方达中证科技50ETF	2020-03-30	15.00
513090.SH	易方达中证香港证券投资主题ETF	2020-03-26	10.20
515950.SH	富国中证医药50ETF	2020-04-01	2.77

资料来源：Wind，长江证券研究所

总结

本周以小专题形式从资金流的维度进行历史复盘，以量化视角来看市场牛熊切换过程中市场见底的信号，量化分析着重于市场交易层面的变化，往往比政策和基本面上对于市场中短期情绪波动和走势变化有更为敏感的反应，得到以下结论：

- 1) 从北上资金近期动态来看，在二月中下旬到三月底阶段性净流出超过 1000 亿元之后资金后续净流出压力得到极大缓解，从这两周能明显看到资金开始呈现净流入，前期受到资金流出压力较大的重仓行业包括食品饮料、电子、银行、非银、家电等在资金转向的背景下初步见底，或出现阶段性反弹；
- 2) 历史复盘上看，在 2014 年之后对于基金分类的定义进行了调整，股票型基金需要满足权益仓位超过 80% 的规定，可以明显看到此后普通股票型和偏股混合型的仓位基本上是高位震荡，灵活配置型基金的仓位调整和市场走势更为贴近，近期三类基金仓位水平均处于相对高位，趋势也仍然向上，从基金仓位上看机构对于市场判断较为乐观，出现持续向下大幅调整概率不高；
- 3) 使用换手率/波动率指标能够很好的刻画市场走势，在市场见底阶段往往领先于市场到达较低位置，当前换手率/波动率处于下行趋势，绝对水平上看仍有继续下行空间，从这个指标上看市场或仍未到达阶段性底部。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好:	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中 性:	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看 淡:	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增 持:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中 性:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减 持:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

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并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知合规范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。