

2020-4-12

金融工程 | 专题报告

资金流跟踪

资金流跟踪系列三：基金份额的变化是有效的择时指标吗？

报告要点

■ 科技类 ETF 份额连续两周下滑

本周跟踪的主要 ETF 产品中科技类 ETF 份额仍然下滑，份额略降逾 122 亿，资金净流出接近 30 亿元，跟踪基金份额的变化对板块走势是否具有择时效果？本周专题将从宽基和行业板块 ETF 中选择代表性产品尝试解开这个疑惑。

■ 基金份额变化是否具备择时效果？

代表性宽基产品中选择上证 50 指数、沪深 300 指数、中证 500 指数和创业板指相关的 ETF，基本上都表现出在指数强势上行或下行阶段份额变化方向相反的特征，**定量测算表明上证 50ETF、沪深 300ETF 及中证 500ETF 份额的变化和指数涨跌的同期及领先一期相关性绝对值均能达到 50%以上存在负相关性，尤其是季频上相关性更高。**

行业板块 ETF 由于普遍成立时间不长，定量测算意义不大，选择消费、金融地产、中游制造及科技中代表性产品观察近些年来基金份额变化的规律。成立时间相对较长的广发医药 ETF 具有一定的代表性，能明显观察到**当行业到达阶段底部时基金多是出现大幅且密集的份额提升，同样在行业行情火热到达阶段性顶点的时候往往伴随着基金份额的连续下滑。基金份额表现出幅度较大且连续性变化时或释放出重要信号值得关注。**

■ 哪些基金产品份额变化更具备参考价值？

比较不同宽基 ETF 和行业 ETF 份额变化的参考价值，初步可以看到**成立时间长、规模较大的产品参考价值更高**，其次是在**中长期频率上即持续性的申赎行为传递出的信息更为明确。**

■ 建议选择合适的基金标的将其份额变化纳入择时体系

随着 ETF 品类的丰富和体量的增长，无论是从基金持有者的一致性行为释放的市场预判信号还是从资金流入流出对于市场影响力角度来看，选择合适的跟踪标的后其份额的变化也可作为重要指标纳入择时指标体系。

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

《资金流跟踪系列二：市场见底的信号》2020-4-5

《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

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	5
全球权益市场反弹，A 股相对较弱	6
科技类 ETF 份额连续两周下滑	7
基金份额的变化是否具备择时效果？	11
宽基 ETF 份额变化的择时能力	11
行业板块 ETF 份额变化的择时能力	16
基金仓位跟踪	18
北上资金	19
近期新发基金产品跟踪	21
总结	22

图表目录

图 1：全球主要股票市场本周涨跌表现	6
图 2：A 股市场各大行业本周收益表现	6
图 3：各大类 ETF 本周规模加权收益率表现	7
图 4：行业 ETF 细分子类本周规模加权收益率表现	7
图 5：华夏上证 50ETF 份额和上证 50 指数走势	12
图 6：沪深 300ETF 份额之和和沪深 300 指数走势	12
图 7：中证 500ETF 份额之和和中证 500 指数走势	13
图 8：易方达创业板 ETF 份额和创业板指走势	13
图 9：广发中证全指医药卫生 ETF 份额变化率和医药指数走势（周）	16
图 10：全指证券公司 ETF 份额变化率和跟踪指数走势（周）	17
图 11：全指证券公司 ETF 份额变化率和跟踪指数走势（月）	17
图 12：富国军工龙头 ETF 份额变化率和国防军工行业走势	17
图 13：华夏 5GETF 份额变化率和 5G 通信指数及创业板指走势	17
图 14：基金仓位测算	18
图 15：近 5 天北上资金净流入（单位：亿）	20
图 16：近 63 天北上资金流入情况（单位：亿）	20
表 1：不同 ETF 产品的特点和投资特征	5
表 2：各大类 ETF 的规模和份额变动（亿）	7
表 3：主要 ETF 的规模及份额变动（亿）	9
表 4：本周（2020/04/06 至 2020/04/10）的规模增长排名靠前的 ETF（亿）	10
表 5：代表性宽基 ETF 产品（规模：亿元）	11
表 6：华夏上证 50ETF 份额变化率和上证 50 指数收益率相关性	14
表 7：几只沪深 300ETF 份额变化率和沪深 300 指数收益率相关性	14

表 8：几只中证 500ETF 份额变化率和中证 500 指数收益率相关性	15
表 9：易方达创业板 ETF 份额变化率和创业板指数收益率相关性	15
表 10：代表性行业板块 ETF 产品（规模：亿元）	16
表 11：基金仓位分析（单位：%）	18
表 12：前十大持股比例个股和前十大持有市值个股	19
表 13：前十大资金流入个股和前十大资金流入行业	19
表 14：本周新增待发行 ETF 产品	21
表 15：本周（04/06~04/11）新上市及待上市 ETF 产品	21

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。

如无特殊说明本报告中基金产品份额、规模及资金流数据单位均为亿。

在资金流跟踪系列二中我们提出了从资金流维度看市场见底的信号，着重关注了三个方面的内容得到以下结论：

- 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，从近几周能明显看到资金开始呈现出净流入，**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) 从基金仓位上看，普通股票型和偏股混合型的仓位在 2015 年及之后基本上是高位震荡，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，但是**本周灵活配置型基金仓位趋势发生转变，绝对水平较高，仓位略有下调，不过目前的波动不大，短期出现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，**当前上证综指和沪深 300 换手率/波动率均处于下行趋势，绝对水平上看沪深 300 绝对位置较低下行空间不大，市场风格或有分化，沪深 300 代表的大盘确定性更高。**

这周的资金流跟踪系列在以上基础上加入基金份额的变化作为分析对象，分别选择代表性宽基和行业板块 ETF 产品观察其份额的变化与对应的宽基指数和行业板块走势的关系，判断基金份额的变化能够作为有效的择时指标。

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	

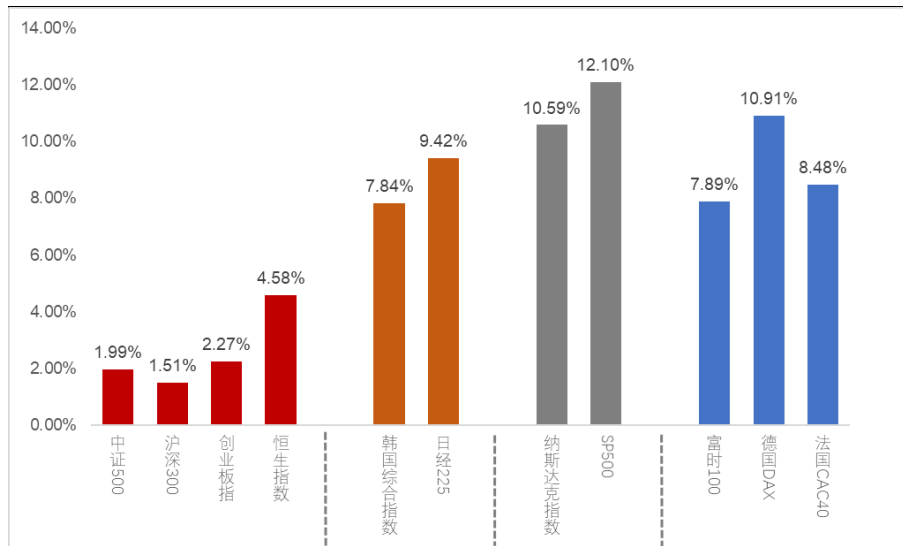
资料来源: Wind, 长江证券研究所

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。

全球权益市场反弹，A 股相对较弱

虽然海外疫情持续发酵，但市场似乎在前一阶段已对疫情影响有强烈反应，在上周略跌之后，本周全球权益市场均有反弹，美欧市场表现强势，A 股则相对较弱，几大指数相比创业板周度涨幅最高。

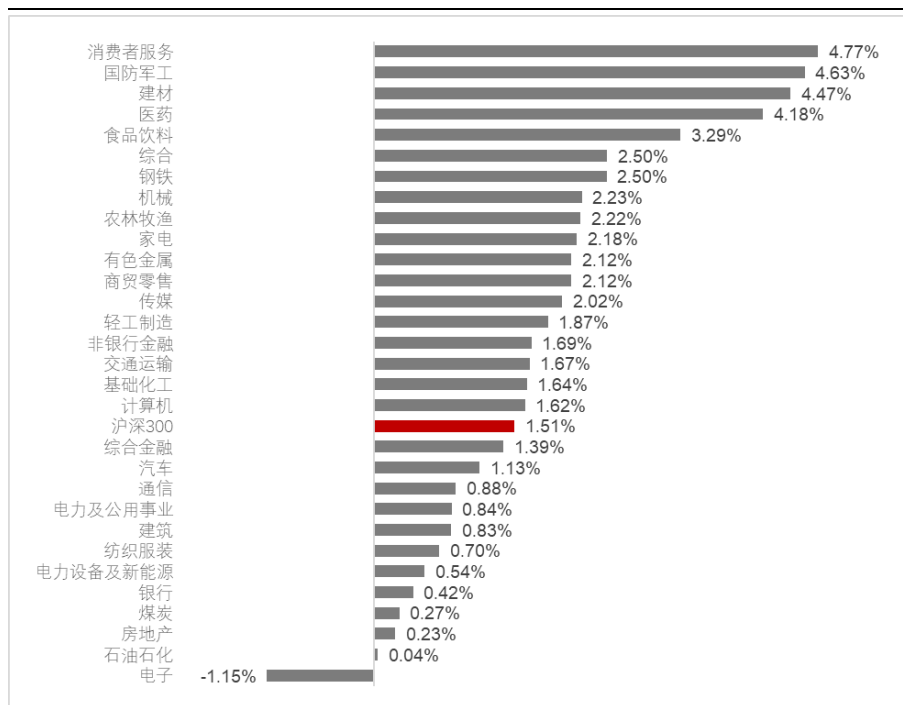
图 1：全球主要股票市场本周涨跌表现



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，除电子外其余所有行业均有绝对收益，五大板块中消费、周期、中游制造均有表现抢眼行业，科技和金融地产相对低迷。

图 2：A 股市场各大行业本周收益表现

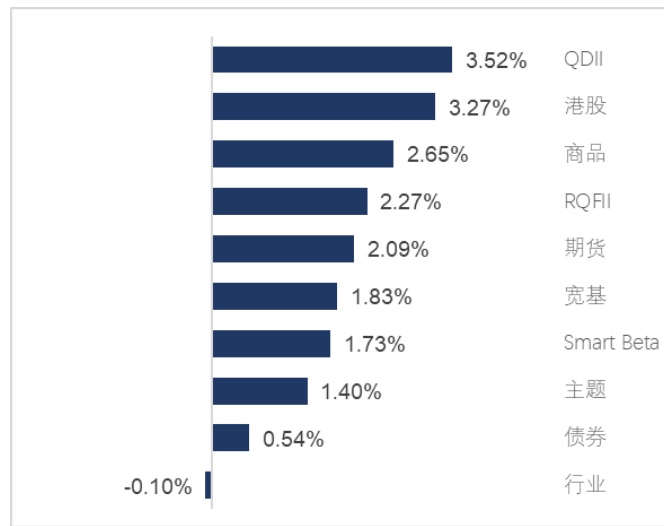


资料来源：Wind，长江证券研究所

统计各类 ETF 产品的规模加权收益率如下图所示，大类 ETF 品种中受到海外及港股强势反弹影响 QDII、港股收益排名靠前，A 股市场 ETF 产品中行业类有小幅回撤。

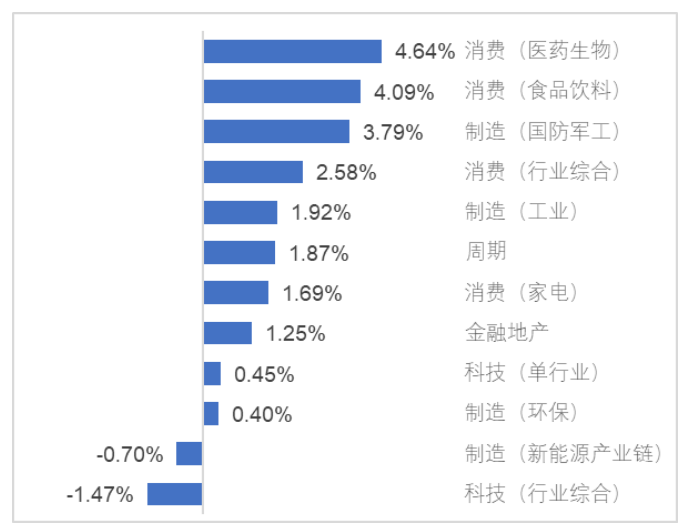
行业 ETF 中，消费板块行情持续，医药、食品饮料涨幅靠前，家电也在本周有所反弹，科技和制造类仍然排名垫底。

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

科技类 ETF 份额连续两周下滑

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	3115.01	37.78			
宽基（大盘）	33	2086.38	27.58	0.19%	-0.40%	-8.60%
宽基（中盘）	15	651.67	12.52	0.18%	-2.02%	-6.10%
宽基（中小盘）	2	2.69	0.05	0.00%	0.00%	-1.21%
宽基（中小创）	1	1.18	0.05	-1.32%	-1.32%	-3.97%
宽基（小盘）	1	2.04	0.07	0.00%	0.00%	-3.26%
科技（指数）	13	327.08	-3.12	4.11%	-1.15%	-14.10%
MSCI中国A股	13	38.29	0.61	0.03%	1.26%	1.17%
宽基（综合指数）	2	5.67	0.03	1.51%	-0.88%	-8.67%
行业	74	1885.01	-17.57			
科技（行业综合）	17	946.52	-15.05	0.09%	3.69%	-18.97%
科技（单行业）	4	88.40	-1.88	2.41%	4.64%	-25.22%
消费（行业综合）	6	61.37	3.01	-3.74%	-5.00%	-14.35%
消费（食品饮料）	1	2.95	-0.11	7.98%	15.20%	16.34%

消费（医药生物）	7	52.48	0.98	2.84%	7.48%	-2.02%
消费（家电）	1	7.44	-0.10	3.04%	4.75%	13.51%
制造（新能源产业链）	3	183.68	-1.33	-0.07%	0.26%	-3.20%
制造（国防军工）	6	74.47	3.41	-1.15%	-2.01%	-6.33%
制造（工业）	2	0.54	0.01	0.00%	0.00%	1.55%
制造（环保）	1	16.75	-0.02	0.51%	0.41%	-2.08%
金融地产	20	437.57	-6.45	3.05%	0.70%	-4.12%
周期	6	12.85	-0.04	2.27%	1.08%	1.25%
主题	42	1062.22	6.53			
ESG主题	4	17.43	0.03	1.08%	1.08%	1.62%
大盘主题	1	0.76	0.01	0.00%	2.11%	0.00%
国企央企民企	12	671.85	1.37	1.07%	1.85%	0.27%
红利股息	7	78.45	0.79	0.13%	0.17%	-8.96%
区域主题	10	97.22	2.54	0.09%	0.42%	0.86%
人工智能	4	20.00	-0.48	2.35%	5.15%	4.48%
文体健康	1	4.48	0.03	0.47%	0.24%	0.47%
基建（一带一路）	3	172.03	2.25	0.04%	0.01%	-2.09%
港股	10	203.69	1.16			
恒生国企	2	2.39	-0.02	3.89%	4.67%	-22.95%
陆港通	4	16.98	0.54	0.00%	-0.09%	-5.67%
恒生指数	3	177.62	1.76	2.20%	5.58%	-17.96%
香港证券	1	6.69	-1.12	18.40%	26.87%	-100.00%
Smart Beta	17	53.24	0.55	0.77%	0.12%	-0.88%
商品	4	183.28	3.69	0.59%	3.02%	-2.82%
期货	3	10.31	1.30	-10.71%	-12.56%	4.00%
债券	9	179.08	0.97			
地方政府债	3	111.55	0.91	0.00%	0.94%	0.40%
公司债	1	53.28	0.00	0.00%	0.00%	0.00%
国债	4	13.98	0.05	0.00%	-0.15%	-2.46%
信用债	1	0.26	0.00	0.00%	0.00%	-16.17%
QDII	11	82.92	2.16	1.14%	3.91%	-20.56%
RQFII	6	270.93	7.46	-0.81%	-4.82%	-6.57%

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）	317.36	241.37			
创业板	176.39	93.97	-2.49%	2.96%	25.85%
创业板50	80.25	111.15	-5.57%	0.18%	13.36%
创业板TH	32.10	16.52	-0.24%	2.29%	11.70%
创业ETF	14.28	12.68	-4.58%	-2.00%	2.43%
创业板EF	14.35	7.05	-0.77%	6.74%	19.00%
科技（行业综合）	937.26	840.78			
5GETF	360.30	358.45	-0.03%	-1.37%	31.55%
芯片ETF	166.24	176.48	1.33%	-6.93%	25.35%
科技ETF	128.29	98.17	-2.76%	-5.04%	17.37%
半导体50	111.35	62.14	-0.24%	-3.15%	16.04%
半导体	52.26	31.26	1.30%	-2.25%	6.58%
芯片基金	43.77	47.68	0.32%	-9.84%	-4.25%
科技50	25.44	22.14	-0.36%	-0.58%	13.89%
信息技术	19.50	16.39	-2.61%	-0.24%	11.12%
信息ETF	12.97	12.92	-0.92%	-0.27%	2.82%
科技100	7.39	6.39	-1.08%	-1.54%	-2.74%
中证科技	9.75	8.76	2.10%	6.05%	16.18%
科技（单行业）	88.40	89.72			
通信ETF	36.13	32.90	-4.58%	-9.56%	14.59%
传媒ETF	16.75	20.73	1.54%	2.14%	0.44%
电子ETF	25.87	28.30	-3.41%	-3.41%	145.20%
计算机	9.65	7.78	1.30%	-1.52%	4.71%
消费（行业综合）	53.34	22.96			
消费ETF	44.98	14.17	1.54%	3.28%	11.22%
消费50	8.36	8.79	10.56%	14.90%	42.91%
消费（医药生物）	46.24	30.19			
医药	25.38	16.16	-1.64%	-2.12%	-3.18%
生物医药	10.24	7.08	-1.39%	-2.48%	-2.75%
医疗ETF	10.63	6.94	-2.18%	-3.21%	12.65%
消费（家电）	7.44	8.22			
家电ETF	7.44	8.22	-2.95%	-4.53%	-11.90%
金融地产	420.09	410.81			
证券ETF	177.65	189.19	-3.89%	-1.36%	2.13%
券商ETF	105.50	118.14	-3.41%	-0.71%	7.81%
金融ETF	38.70	7.83	-0.06%	0.13%	-0.76%
银行ETF	30.18	31.14	-3.80%	-2.98%	-11.09%

证券基金	27.05	29.53	-0.72%	3.37%	17.33%
非银ETF	17.13	8.52	1.19%	1.91%	2.40%
龙头券商	10.70	11.58	-1.99%	-2.48%	14.32%
金融	8.57	9.15	0.66%	2.81%	11.72%
地产ETF	4.61	5.72	2.33%	-0.69%	-9.78%
周期	6.95	10.67			
有色ETF	6.95	10.67	-2.69%	0.57%	4.20%
新能源产业链	183.68	218.64			
新汽车	104.97	134.41	0.91%	0.08%	4.82%
新能车	78.70	84.23	-1.24%	-0.80%	-4.14%
总计	2147.80	1969.07			

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（2020/04/06 至 2020/04/10）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
510330.SH	华夏300	2012-12-25	284.60	9.97	75.45	1.87%
510500.SH	500ETF	2013-02-06	410.53	7.92	72.63	-0.38%
510300.SH	300ETF	2012-05-04	413.10	4.66	109.75	-0.66%
159919.SZ	300ETF	2012-05-07	266.87	4.57	69.77	0.01%
3188.HK	华夏沪深三百	2012-07-17	142.53	3.87	3.36	0.00%
518880.OF	黄金ETF	2013-07-18	92.26	3.45	25.13	1.17%
2822.HK	南方A50	2012-08-28	123.93	2.76	9.24	0.60%
510180.SH	180ETF	2006-04-13	180.94	2.28	56.32	-0.08%
515330.SH	天弘300	2019-12-05	61.79	2.11	65.25	1.78%
512950.OF	央企改革	2018-10-19	124.00	1.90	135.67	0.00%

资料来源：Wind，长江证券研究所

本周规模绝对增长水平靠前仍然是份额较大的几只大盘宽基类 ETF 产品，南方中证 500ETF 连续两周获得较大资金净流入，上周主要是因为份额提升，本周则是由于中证 500 指数的反弹。华夏 300、天弘 300 及华安黄金 ETF 受益于跟踪标的的上涨及份额的同步提升均有大量资金净流入。

基金份额的变化是否具备择时效果？

在对主要 ETF 的份额跟踪以来，我们初步观察到大部分时候基金持有人的申赎行为与股票投资者的交易行为呈现出差异性，不同于股票市场的“追高抛低”风格，基金投资往往呈现“高抛低吸”特征，典型的就是一季度股票市场在 2 月中下旬到 3 月份下旬阶段内出现了大幅调整，而股票 ETF 的份额不降反升。细分到行业板块上，在 3 月 20 日这一周科技板块全线回调，但是相关 ETF 的份额则是稳定上升，而回头来看这一周也是年初至今科技板块的阶段低点。那么 ETF 背后的资金是否具有“聪明钱”属性？对我们进行行业板块择时是否有参考价值？在这一部分将选择成立时间相对较长基金规模较大的代表性宽基和行业板块 ETF 产品分析中长期维度上其份额的变化与对应跟踪标的的走势之间的关系。

宽基 ETF 份额变化的择时能力

宽基 ETF 是指跟踪的指数成分股覆盖范围广，包含行业种类众多的一类指数产品，也是发展得最早目前较为成熟的品种。选择上证 50、沪深 300、中证 500 及创业板四大宽基指数 ETF 产品作为代表来分析几类 ETF 份额的变化和对应指数走势之间的关系。

表 5：代表性宽基 ETF 产品（规模：亿元）

跟踪指数	基金名称	基金代码	上市日	发行规模	当前规模
上证50	华夏上证50ETF	510050.OF	2004-12-30	54.35	461.91
	华泰柏瑞沪深300ETF	510300.OF	2012-05-04	329.69	403.20
沪深300	嘉实沪深300ETF	159919.OF	2012-05-07	193.33	271.83
	华夏沪深300ETF	510330.OF	2012-12-25	6.03	311.40
	南方中证500ETF	510500.OF	2013-02-06	11.48	445.40
中证500	嘉实中证500ETF	159922.OF	2013-02-06	31.09	34.88
	广发中证500ETF	510510.OF	2013-04-11	4.25	50.78
创业板	易方达创业板ETF	159915.OF	2011-09-20	5.62	167.31

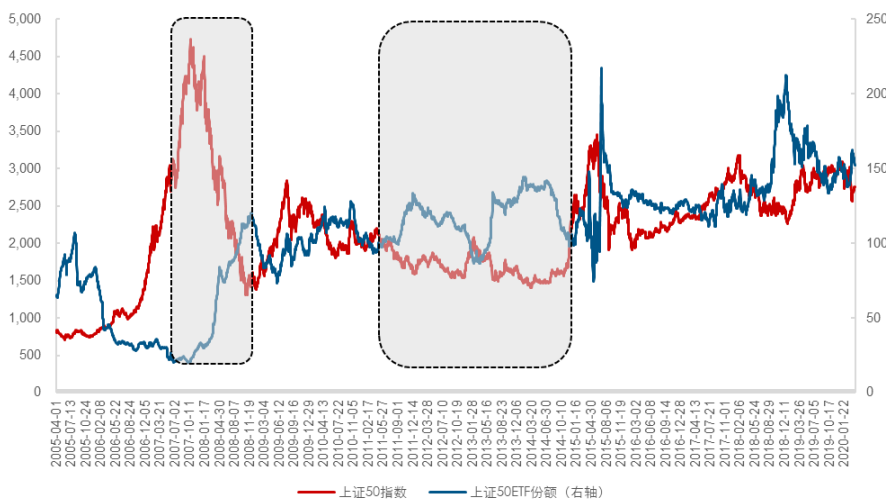
资料来源：Wind，长江证券研究所

按照以下方式进行测算：

- 时间区间：选择 ETF 上市一个季度后开始对其份额进行跟踪；
- 多只 ETF 进行份额加和时对存在份额折算的基金产品均还原为折算前份额进行追溯，不影响基金份额变化率的计算；
- 对于跟踪同一指数的多只 ETF 产品计算份额之和；
- 计算周频、月频、季频等不同频率下基金份额变化率和指数收益率之间的相关性。

需要注意的是由于国内 ETF 起步较晚发展并不成熟，尤其是在某些品种发行早些年，具备一定的稀缺性，投资者或是出于配置需求而进行大量持有，可能存在在前几年的份额趋势向上且波动不大的情况，也有部分产品由于开始发行的规模较小，机构申赎使其规模发生较大幅度的波动。随着这类产品被广泛接受，交易型持有人参与程度较高后，基金的份额变化更具有代表性。

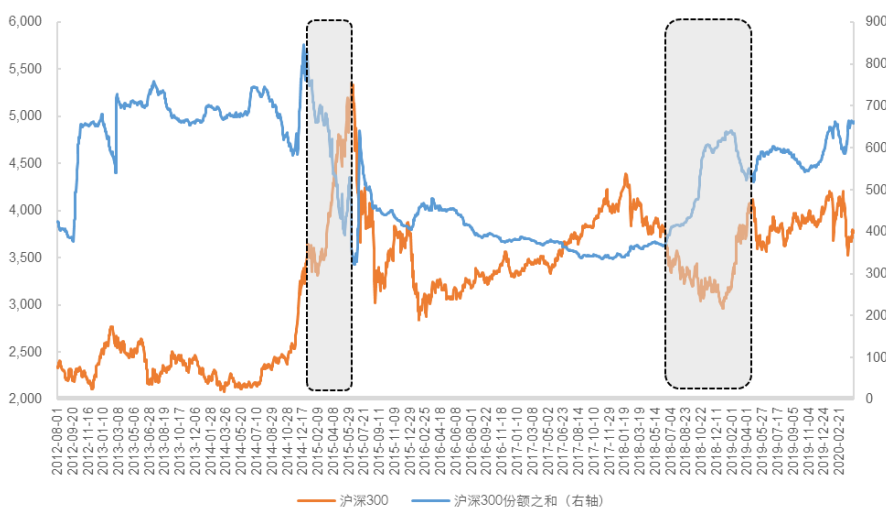
图 5：华夏上证 50ETF 份额和上证 50 指数走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

华夏上证 50ETF 是 A 股市场第一只股票型 ETF，也是目前规模最大的股票 ETF 产品，作为较为成熟的品种，被投资者接受的程度高，从其份额变化和指数走势初步来看表现出较为明显的在指数强势上行或下行阶段份额变化方向相反的特征。

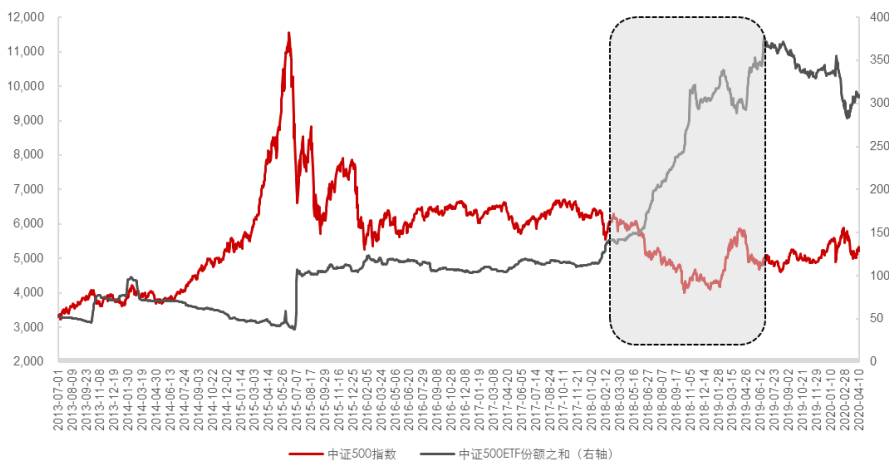
图 6：沪深 300ETF 份额之和和沪深 300 指数走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

三只沪深 300ETF 当前规模都较大，初始发行份额有一定差距，使用份额之和来代表整体变化情况，在市场波动较大的时候如 2015 年及 2019 年一季度沪深 300 上涨阶段也存在 ETF 份额下跌的趋势，但是整体的变化相关性并无上证 50ETF 和上证 50 走势明确。

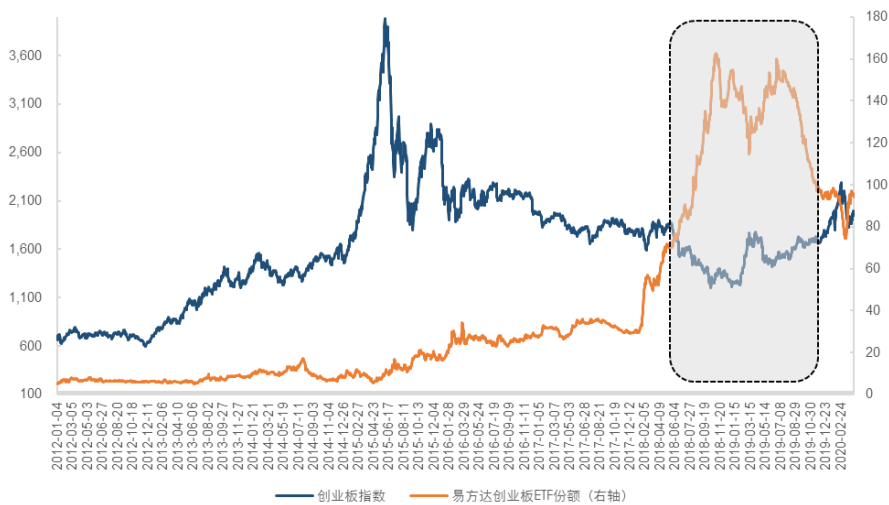
图 7：中证 500ETF 份额之和和中证 500 指数走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

几只规模较大的中证 500ETF 产品均是 2013 年才发行，与下图的创业板 ETF 一样可追溯的历史区间均不长，在前几年份额均是较为稳定的上行，近几年表现出了份额随着指数涨跌而反向变动的特征。

图 8：易方达创业板 ETF 份额和创业板指走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

ETF 份额变化和指数的走势直观上展示了两者的相关性,往往是在市场波动大的环境下相关性较强,整体来看相关性大小如何?是否具备领先择时效果?这一部分通过计算 ETF 份额变化率 and 对应指数收益率的相关性,分为同期相关性及份额变化和指数下期收益率的领先相关性来尝试解决这两个问题。

表 6: 华夏上证 50ETF 份额变化率和上证 50 指数收益率相关性

频率	相关性	
周	同期	-8.32%
	领先一期	-2.89%
月	同期	-15.60%
	领先一期	-21.48%
季	同期	-43.51%
	领先一期	-51.77%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

从定量测算上也表明**上证 50ETF 份额的变化和指数涨跌存在负相关性,中长期上变化的相关性更高,并且在表现出月度和季度上份额变化的领先相关性高于同期相关性。**

表 7: 几只沪深 300ETF 份额变化率和沪深 300 指数收益率相关性

频率	时间区间	相关性	华泰柏瑞沪深 300ETF	嘉实沪深 300ETF	华夏沪深 300ETF	份额之和
周	全部	同期	-9.90%	7.55%	-23.57%	-8.48%
		领先一期	11.52%	8.34%	1.84%	11.27%
	2015 年之后	同期	-20.65%	1.66%	-24.11%	-21.40%
		领先一期	14.90%	17.38%	4.36%	17.29%
月	全部	同期	-1.44%	-0.65%	-47.39%	-19.52%
		领先一期	-12.84%	-4.59%	-19.29%	-13.42%
	2015 年之后	同期	-28.63%	-25.77%	-53.22%	-45.04%
		领先一期	-12.70%	5.79%	-16.53%	-9.76%
季	全部	同期	-20.99%	3.90%	-59.41%	-26.81%
		领先一期	20.26%	10.02%	37.44%	17.90%
	2015 年之后	同期	-69.24%	-30.48%	-67.72%	-63.90%
		领先一期	20.25%	22.47%	59.76%	36.85%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

由于除华夏上证 50ETF 之外,其他几类产品的成立时间都不长,为了排除前期由于其他原因造成的份额波动干扰,计算相关性时将 2015 年后的区间单独测算。与上证 50ETF 表现出来的特征不同:

- 1) 三只沪深 300ETF 份额的变化与指数收益率相关性有正有负,背后的原因可能是样本量的大小或不同产品的持有人结构不同造成行为上的差异;
- 2) 2015 年之后的相关性确实有所提升,同样在中长期即月频和季频上表现出的相关性更高;
- 3) 华夏沪深 300ETF 表现出来的份额变化率和指数涨跌相关性更高。

表 8：几只中证 500ETF 份额变化率和中证 500 指数收益率相关性

频率	时间区间	相关性	南方中证 500ETF	嘉实中证 500ETF	广发中证 500ETF	份额之和
周	全部	同期	-20.11%	10.36%	-3.20%	-18.60%
		领先一期	10.45%	16.66%	-5.62%	9.79%
	2015年之后	同期	-20.95%	12.53%	1.01%	-18.33%
		领先一期	12.28%	19.67%	8.98%	14.56%
月	全部	同期	-28.19%	18.85%	-7.44%	-29.69%
		领先一期	-22.65%	32.71%	8.38%	-16.69%
	2015年之后	同期	-28.17%	25.47%	-1.64%	-29.38%
		领先一期	-23.20%	37.40%	4.87%	-21.35%
季	全部	同期	-55.60%	23.94%	-5.57%	-59.18%
		领先一期	25.99%	4.35%	-3.56%	20.73%
	2015年之后	同期	-55.27%	21.48%	-31.42%	-59.78%
		领先一期	42.03%	16.69%	-8.85%	42.01%

资料来源：Wind，长江证券研究所

由于中证 500ETF 产品上市时间均在 2013 年之后所以并未表现出全部阶段和 2015 年之后相关性上的较大差异，这三只产品的规模有一定的差距，所以可以看到**规模较大的南方中证 500ETF 的份额变化率表现出和指数涨跌更强的相关性。**

表 9：易方达创业板 ETF 份额变化率和创业板指数收益率相关性

频率	时间区间	相关性	易方达创业板ETF
周	全部	同期	3.44%
		领先一期	-0.78%
	2015年之后	同期	2.45%
		领先一期	-4.66%
月	全部	同期	-25.05%
		领先一期	-9.18%
	2015年之后	同期	-35.14%
		领先一期	-10.01%
季	全部	同期	-32.87%
		领先一期	-28.62%
	2015年之后	同期	-35.91%
		领先一期	-30.04%

资料来源：Wind，长江证券研究所

与其他几类宽基产品相比，易方达创业板 ETF 和创业板指走势的相关性不高，季度频率上有一定的参考价值，整体也是呈现出负相关性。

行业板块 ETF 份额变化的择时能力

相比于宽基 ETF 产品，行业板块类多是近两三年发行上市，参考价值有限，选择投资者较为关注的几个行业的代表性产品观察近期的份额变动和板块走势的相关性。

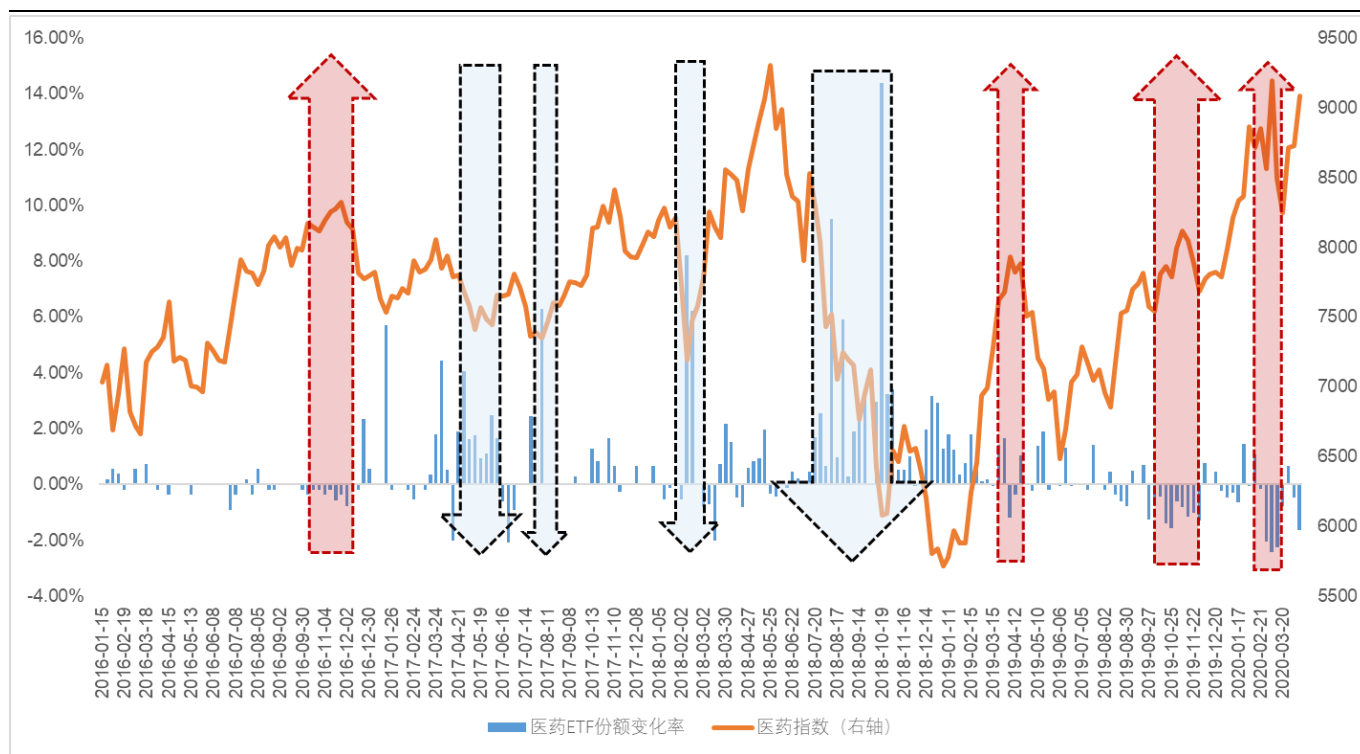
表 10：代表性行业板块 ETF 产品（规模：亿元）

板块	基金名称	基金代码	上市日	发行规模	当前规模
消费	广发中证全指医药卫生ETF	159938.SZ	2015-01-08	4.73	24.13
金融	国泰中证全指证券公司ETF	512880.SH	2016-08-08	4.29	139.68
地产	华宝中证全指证券ETF	512000.SH	2016-09-14	6.42	56.80
制造	富国中证军工龙头ETF	512710.SH	2019-08-26	72.02	63.07
科技	华夏中证5G通信主题ETF	515050.SH	2019-10-16	41.53	76.77

资料来源：Wind，长江证券研究所

消费板块中生物医药行业 ETF 是投资者较为青睐的品种，2016 年以来广发全指医药 ETF 表现出来的是在 2018 年下半年医药大幅调整的阶段资金加速买入，行业见底反弹后净申购资金流入渐缓，2019 年行业持续上行阶段基金份额则是多有下滑。如若观察 2016 年以来行业到达阶段底部时基金份额的变化，多是呈现出份额大幅且密集增长，同样在行业行情火热到达阶段性顶点的时候基金持有人多是“见好就收”，往往伴随着基金份额的连续下滑。基金份额的变化在出现较大且连续性变化时或释放出重要信号值得关注。

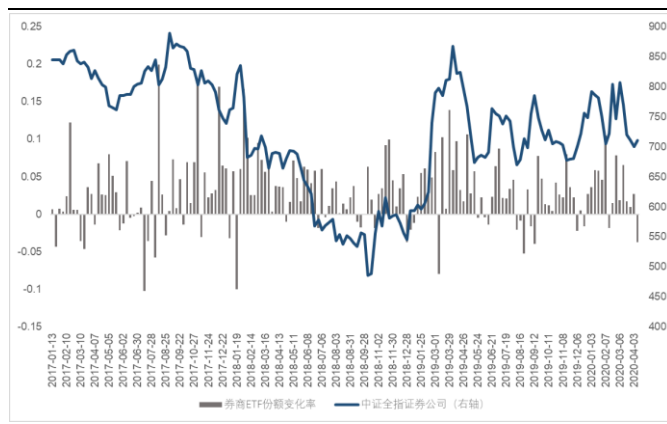
图 9：广发中证全指医药卫生 ETF 份额变化率和医药指数走势（周）



资料来源：Wind，长江证券研究所

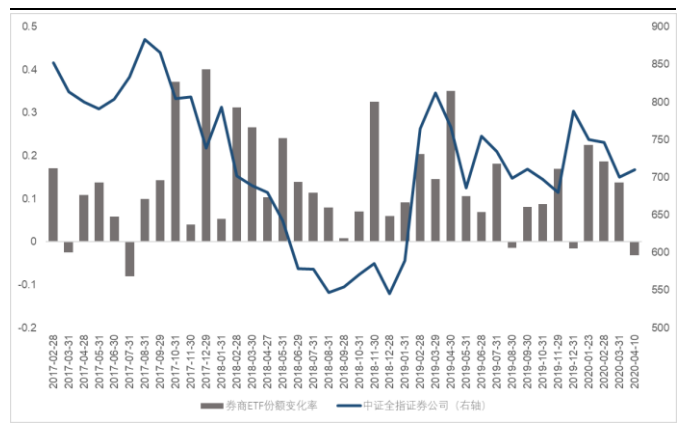
金融地产类中非银板块产品较多，规模也较大，但是成立时间普遍不长，选择基本同期上市的华宝和国泰全指证券 ETF 作为比较对象，从 2017 年至今两只 ETF 的规模都有较大的增长，表现出来的也是份额的持续上升，在 2019 年一季度券商指数加速上行阶段 ETF 的份额也是不断增长，并未表现出与前面广发医药 ETF 中类似规律，因此针对某些行业板块尤其是对应产品成立时间不长时 ETF 份额的变化参考价值或较为有限。

图 10：全指证券公司 ETF 份额变化率和跟踪指数走势（周）



资料来源：Wind，长江证券研究所

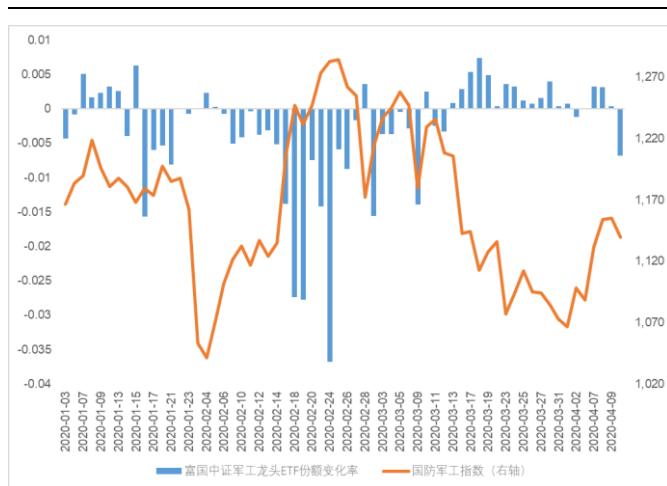
图 11：全指证券公司 ETF 份额变化率和跟踪指数走势（月）



资料来源：Wind，长江证券研究所

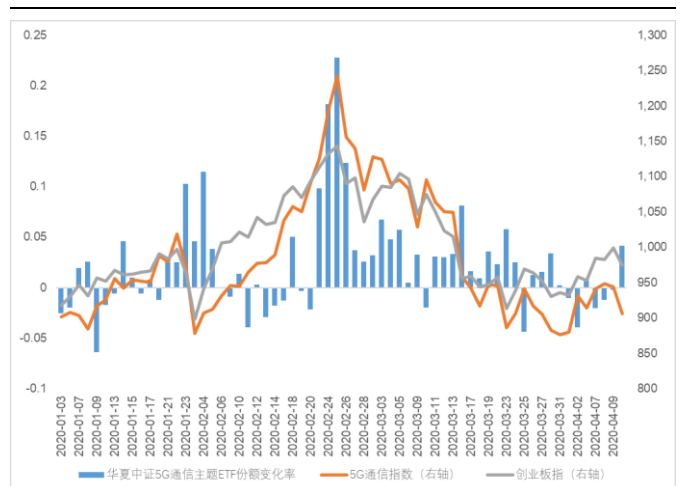
中游制造和科技类 ETF 普遍成立时间更短，因此只关注今年年初至今其份额变化和行业走势，整体来看富国军工 ETF 一季度份额呈现下滑趋势，2 月中下旬行业上行阶段出现持续较大幅度的份额下滑，3 月份开始行业回调时份额下滑之势有所缓解，有连续的申购，不过份额增速较低，但是方向上大体上与医药 ETF 上呈现出的“高抛低吸”特征相同。

图 12：富国军工龙头 ETF 份额变化率和国防军工行业走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：华夏 5GETF 份额变化率和 5G 通信指数及创业板指走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

华夏 5G ETF 是当前科技类规模最大的产品，以其作为代表来观察科技类产品份额变化和板块走势的关系，不过与富国军工龙头 ETF 相反，5G ETF 份额呈现明显增长趋势，作为今年一季度的热点板块，在行业上行阶段吸引了大量净申购，排除前期的“光环效应”，在 3 月份也能初步看到行业上行阶段基金份额开始下滑，但是目前可追溯的历史时间较短，从最新交易日看到基金份额重回上行或表明行业短期仍有下行空间，建议持续关注基金份额的变化。

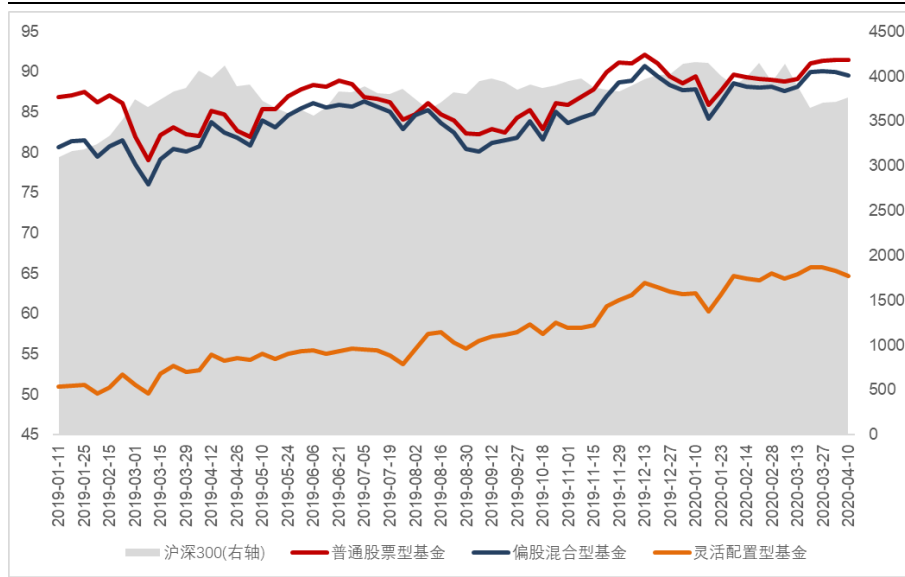
基金仓位跟踪

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。

图 14 给出了近 63 天测算的基金仓位曲线，表 11 给出了当前仓位水平和 8 周均线水平。从图 14 可以看出，本周偏股混合型、灵活配置型基金的仓位略有下滑。在前序报告《资金流跟踪系列二：市场见底的信号》中，我们对基金仓位变化的择时效果进行了历史复盘，灵活配置型基金仓位具有一定的参考价值，目前基金仓位波动不大但处于较高绝对位置存在向下调整的空间值得持续关注。

图 14：基金仓位测算



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

表 11：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	91.51	89.58	64.73
8周均线	90.19	88.95	64.99
差值	1.32	0.63	-0.26

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

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的持股明细数据。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 12 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 12：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	22.33	600519.SH	贵州茅台	1182.38
300012.SZ	华测检测	21.48	000333.SZ	美的集团	525.26
600009.SH	上海机场	21.27	601318.SH	中国平安	508.67
300347.SZ	泰格医药	21.03	600276.SH	恒瑞医药	488.32
601901.SH	方正证券	17.82	000651.SZ	格力电器	474.71
000538.SZ	云南白药	17.08	000858.SZ	五粮液	410.03
603713.SH	密尔克卫	16.49	600036.SH	招商银行	294.42
600201.SH	生物股份	16.23	600585.SH	海螺水泥	244.58
000333.SZ	美的集团	15.93	000001.SZ	平安银行	214.32
002859.SZ	洁美科技	15.64	601888.SH	中国国旅	212.83

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，并汇总计算了申万一级行业的北上资金净流入量。表 13 中列出了本周净流入量排名前十的个股和行业。

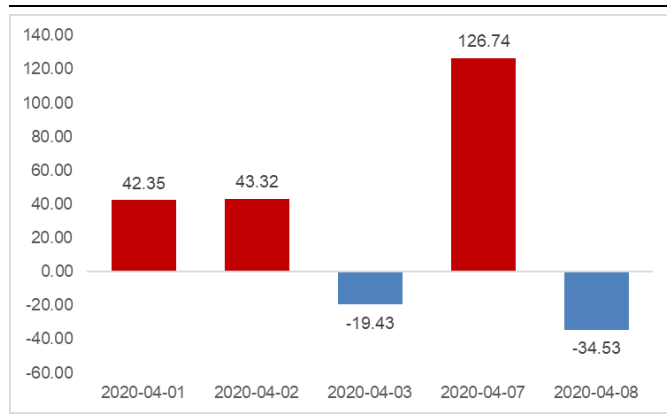
表 13：前十大资金流入个股和前十大资金流入行业

代码	名称	资金净流入(亿)	行业	标的数量	资金净流入(亿)
000858.SZ	五粮液	13.82	食品饮料	61	30.58
600519.SH	贵州茅台	9.01	机械	117	14.73
600031.SH	三一重工	8.18	医药	185	9.08
300760.SZ	迈瑞医疗	5.25	计算机	122	6.72
002271.SZ	东方雨虹	3.72	建材	38	6.35
002475.SZ	立讯精密	2.84	非银行金融	59	5.83
000001.SZ	平安银行	2.78	有色金属	69	5.34
002049.SZ	紫光国微	2.64	银行	33	5.28
600887.SH	伊利股份	2.51	家电	33	4.11
002555.SZ	三七互娱	2.43	国防军工	49	3.28

资料来源：天软科技，长江证券研究所

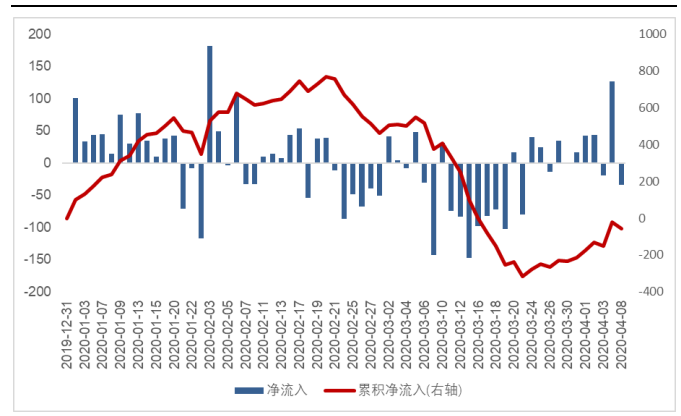
北上资金具有很好的外资资金流向指标的性质。图 15 列出了近一周的北上资金净流入情况，图 16 展示了近 63 天，北上资金的每日净流入和累积净流入。本周由于国内外假期影响，北上资金只有两个交易日，在本周第一个交易日获得超百亿的资金净流入，两日合计资金净流入 92.21 亿元。**连续两周资金的转向带来的大盘及重仓消费板块的反弹或将持续。**

图 15：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 16：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

近期新发基金产品跟踪

本周较上周新增待发行 ETF 产品（剔除 ETF 联接）1 只，如下表所示：

表 14：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
515773.OF	上投摩根MSCI中国A股ETF	2020-04-13	宽基
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

本周新增六只新上市及待上市 ETF 产品，如下表所示：

表 15：本周（04/06~04/11）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）
159978.SZ	建信沪港深粤港澳大湾区ETF	2020-04-14	8.67
159992.SZ	银华中证创新药产业ETF	2020-04-10	49.16
159998.SZ	天弘中证计算机主题ETF	2020-04-13	2.88
511380.SH	博时中证可转债及可交换债券ETF	2020-04-07	6.02
515570.SH	山西证券中证红利潜力ETF	2020-04-09	2.64
515630.SH	鹏华中证800证券保险ETF	2020-04-03	6.86

资料来源：Wind，长江证券研究所

总结

本周专题关注于基金持有人的行为特征，通过对各类 ETF 产品的份额变化与对应指数走势的关系进行定量测算及分析验证基金份额的变动能否作为有效的择时指标，得到的主要结论如下：

- 1) 在对主要 ETF 的份额跟踪以来，初步观察到大部分时候基金持有人的申赎行为与股票投资者的交易行为呈现出差异性，不同于股票市场的“追高抛低”风格，基金投资往往呈现“高抛低吸”特征；
- 2) 代表性宽基产品中选择上证 50 指数、沪深 300 指数、中证 500 指数和创业板指相关的 ETF，**基本上都表现出在指数强势上行或下行阶段份额变化方向相反的特征**，定量测算表明**上证 50ETF、沪深 300ETF 及中证 500ETF 份额的变化和指数涨跌的同期及领先一期相关性绝对值均能达到 50%以上存在负相关性，尤其是季频上相关性更高。**
- 3) 行业板块 ETF 由于普遍成立时间不长，定量测算意义不大，选择消费、金融地产、中游制造及科技中代表性产品观察近些年来基金份额变化的规律。成立时间相对较长的广发医药 ETF 具有代表性，能明显观察到**当行业到达阶段底部时基金多是出现大幅且密集的份额提升，同样在行业行情火热到达阶段性顶点的时候往往伴随着基金份额的连续下滑。基金份额表现出幅度较大且连续性变化时或释放出重要信号值得关注。**
- 4) 比较不同宽基 ETF 和行业 ETF 份额变化的参考价值，初步可以看到**成立时间长、规模较大的产品参考价值更高**，其次是在**中长期频率上即持续性的申赎行为传递出的信息更为明确。**
- 5) 随着 ETF 品类的丰富和体量的增长，无论是从基金持有者的一致性行为释放的市场预判信号还是从资金流入流出对于市场影响力角度来看，选择合适的跟踪标的后其份额的变化也可作为重要指标纳入择时指标体系。

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。