

2020-4-26

金融工程 | 专题报告

## 资金流跟踪

# 资金流跟踪系列五：哪类投资者的行为主导了 ETF 份额变化？

## 报告要点

### ■ 一季度内外资配置小结

基金的份额和规模上看，**被动型产品今年一季度相较于去年年底基金的份额和规模均有所提升，分类来看，行业板块类产品做出了主要贡献，宽基、主题、策略类产品的份额和规模则呈现小幅下滑**；主动管理股票型基金份额已经出现连续四个季度的份额下滑。两类产品出现资金流分化。

比较 19 年四季度和今年一季度基金前十大重仓股的变化，持有市值有显著提升的个股集中在医药行业内长春高新、恒瑞医药、迈瑞医疗跻身一季度前十大重仓；行业配置上，内外资重仓行业均有医药、食品饮料、电子、银行，**医药、计算机属于内外资一季度增持最多的前两大行业**。除了食品饮料之外，**遭受内外资较大幅度减持的三大行业为电子、非银和家电**。

### ■ ETF 份额的变化由哪类投资者主导？

整体来看，接近 85% 的 ETF 持有人中机构占比超 50%。**ETF 份额的变化或更多是机构操作行为导致**，从集中度上看，前十大持有人占比超 50% 的 ETF 数量占比约 80%，即很多情况下少数投资者的行为就能对 ETF 份额产生较大的影响。

### ■ ETF 持有人结构的差异与哪些因素相关？

不同类别 ETF 的持有人结构也存在一定差异，**主题类 ETF 产品尤其是其中政策类以国企央企民企等为代表的基本上都是由机构持有，行业 ETF 相较而言比较吸引个人投资者**，科技（单行业）、周期类个人持有者占比均超过机构。**ETF 对应的联接类产品基本上是以个人投资者持有为主**。同一类别内部一般规模较大的产品机构持有者的比重相对较高。

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

《资金流跟踪系列四：沪、深股通的资金流分化对市场风格切换的启示》2020-4-18

《因子回测系统介绍》2020-4-13

《资金流跟踪系列三：基金份额的变化是有效的择时指标吗？》2020-4-11

**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
行业出现显著反转行情 .....	6
主要 ETF 中仅金融地产类份额有所上升 .....	7
基金一季度出炉资金流小结 .....	11
基金份额和规模的变化 .....	11
被动型产品份额和规模变化 .....	11
主动型产品份额和规模变化 .....	11
内外资重仓股、行业配置上跟踪比较 .....	12
内外资重仓股跟踪 .....	13
内外资重仓行业配置变化 .....	14
基金仓位跟踪 .....	15
ETF 持有人结构分析 .....	16
ETF 份额的变化由哪类投资者主导? .....	16
不同类别 ETF 持有人结构有何差异? .....	16
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: 被动股票型基金的份额跟踪 (亿) .....	11
图 6: 被动股票型基金的规模跟踪 (亿元) .....	11
图 7: 三类主动管理型产品近一年份额跟踪 (亿) .....	12
图 8: 三类主动管理型产品规模变化 (亿元) .....	12
图 9: 公募基金一季度较 19 年四季度行业前六大增减持仓行业 .....	14
图 10: 一季度北上资金净流入前六和后六大行业 (亿元) .....	14
图 11: 基金仓位测算 .....	15
图 12: 机构持仓占比 (%) 不同区间内的 ETF 数量 (只) .....	16
图 13: 各类 ETF 机构投资者占比 (%) 和平均规模 (亿元) .....	18
图 14: 近 5 天北上资金净流入 (单位: 亿) .....	20
图 15: 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 (2020/04/20 至 2020/04/24) 的规模增长排名靠前的 ETF (亿) .....	10
表 5: 公募基金一季度与 19 年四季度重仓持股比较 (%) .....	13
表 6: 基金仓位分析 (单位: %) .....	15
表 7: 不同类型 ETF 持有人结构 (%) .....	17
表 8: 前十大持股比例个股和前十大持有市值个股 .....	19
表 9: 前十大资金流入个股和前十大资金流入行业 .....	19
表 10: 本周新增待发行 ETF 产品 .....	21
表 11: 本周 (04/13~04/17) 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。

在资金流跟踪系列四中主要从资金流维度对市场风格切换进行分析，将北上资金通过沪股通和深股通渠道流入 A 股市场的分化情况与沪深 300-创业板风格切换的相关性进行分析，得到以下结论：

以沪深 300-创业板比价来代表价值-成长风格的强弱，计算月度沪股通成交净买入与深股通成交净买入差值，剔除 2017 年受到深股通刚开通投资者分散化配置需求而持续流入深股通的情况，**2018 年开始的几次较明显的沪深 300-创业板行情切换都对应着负成交净买入差，尤其是 2019 年这一相关性表现得更为明显。**年初至今风格切换发生了三次，**当前资金开始恢复净流入并且 4 月份开始深股通上的累计流入增速更快，这一阶段创业板相对收益初现，如若持续出现 1 月份深股通成交净买入高于沪股通的情况市场或大概率能重现一季度创业板强势行情。**不过由于 18 年至今的跟踪数据较短，无法下定论，建议持续跟踪关注这一指标。

本周基金一季报公布，结合北上资金在一季度配置的变化，**进行内外资重仓股、行业配置特征的比较。**此外，在对基金份额进行跟踪的时候，我们也在前序报告中验证了基金持有人普遍存在的“高抛低吸”特点，**那么基金的份额变化具体是由哪类投资者主导？不同类别 ETF 持有人结构是否存在差异？**结合 ETF 持有人结构数据对这两个问题进行解答。

## 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	

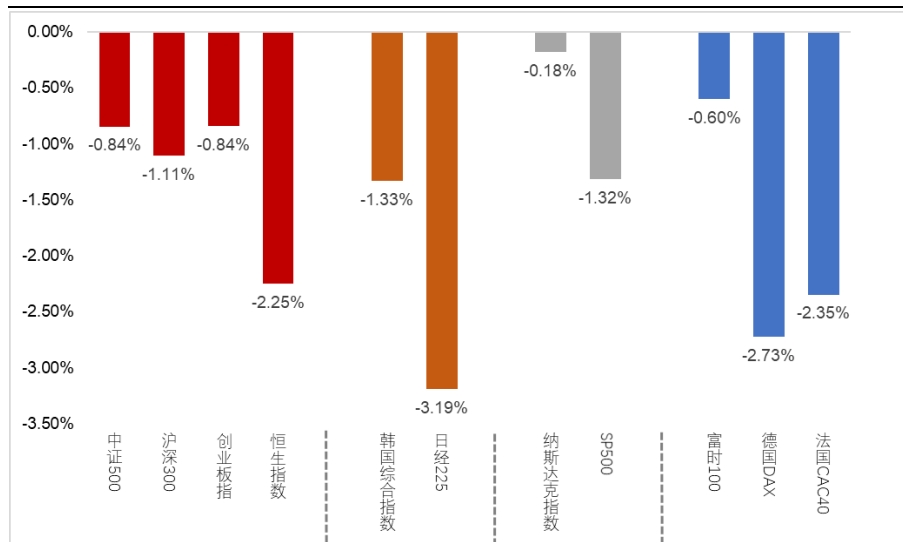
资料来源: Wind, 长江证券研究所

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。

## 行业出现显著反转行情

本周全球市场均出现反转结束 4 月初以来的反弹行情，A 股市场三个主要指数均出现调整，沪深 300 相对调整幅度最大。亚洲股市包括恒指和日经在内跌幅相对较深，美股纳斯达克出现小幅回调。

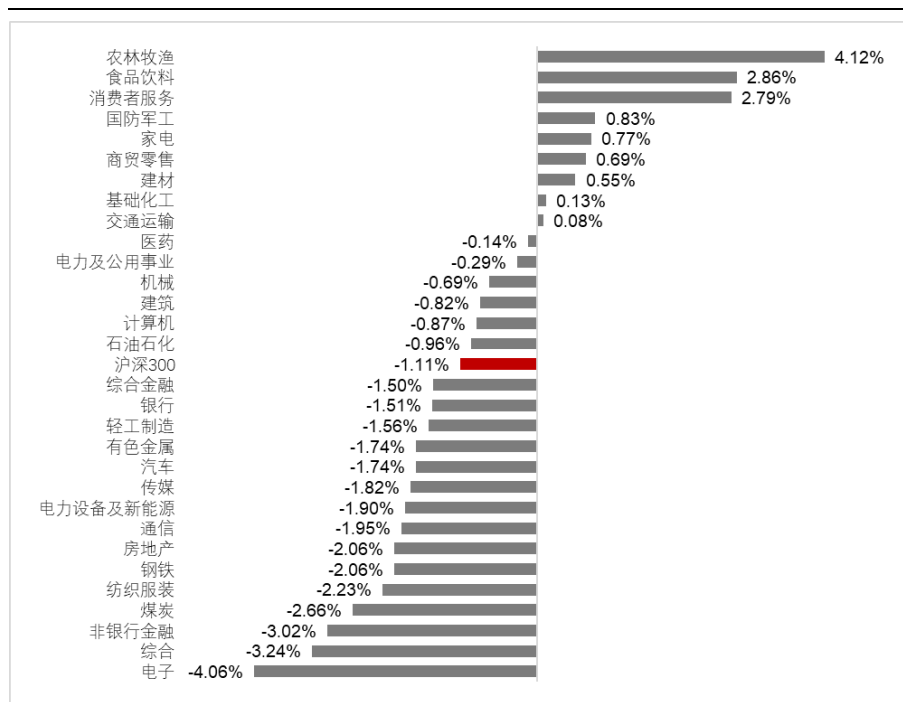
图 1：全球主要股票市场本周涨跌表现



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，大部分行业均出现调整，相较于上周行业发生明显反转，农业重回收益率首位，消费板块中食品饮料、消费者服务及家电均获取绝对收益。上周涨势较好的 TMT 及电力设备与新能源本周都出现较大幅度调整，排名垫底。

图 2：A 股市场各大行业本周收益表现

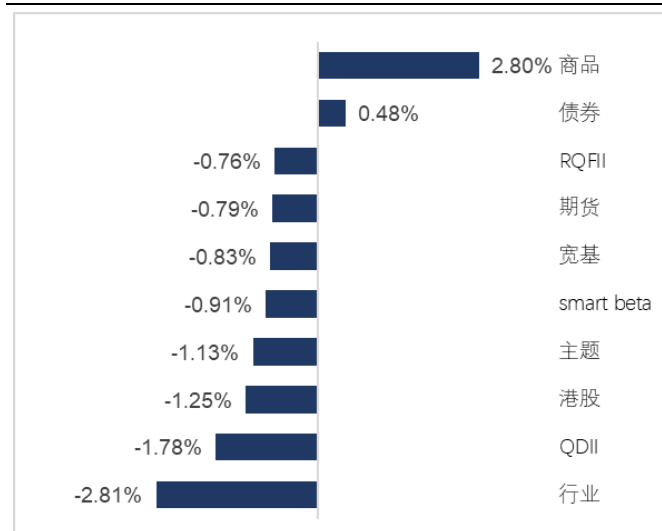


资料来源：Wind，长江证券研究所

统计各类 ETF 产品的规模加权收益率如下图所示，大类 ETF 品种中商品表现最强，行业类、QDII 排名垫底，A 股市场 ETF 产品中宽基类相对回调较少。

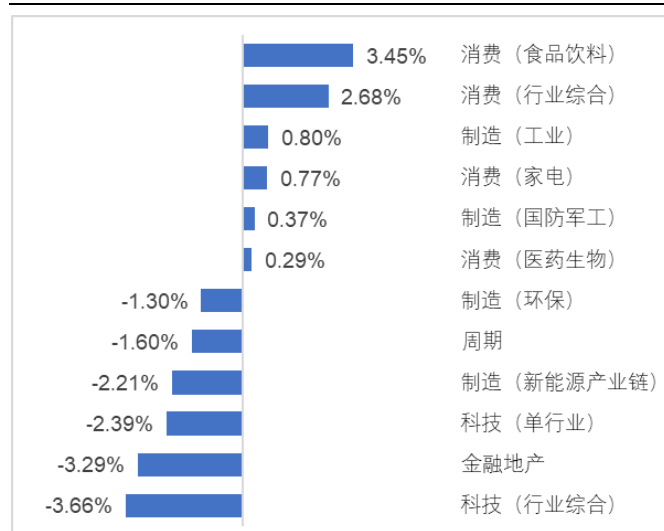
行业 ETF 中，行业板块出现两极分化，消费各类产品均有绝对收益，科技、金融地产排名垫底，与上周相比行业表现反转效应明显。

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

## 主要 ETF 中仅金融地产类份额有所上升

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
<b>宽基</b>	<b>80</b>	<b>3103.70</b>	<b>-71.28</b>			
宽基（大盘）	33	2085.14	-39.43	0.75%	0.46%	-0.32%
宽基（中盘）	15	644.37	-19.58	1.67%	1.65%	-0.27%
宽基（中小盘）	2	2.69	-0.03	0.00%	0.92%	0.31%
宽基（中小创）	1	1.20	-0.02	2.65%	0.00%	3.97%
宽基（小盘）	1	1.87	-0.14	7.15%	9.53%	9.53%
科技（指数）	13	325.51	-11.44	2.16%	3.15%	4.18%
MSCI中国A股	13	37.48	-0.44	0.75%	3.50%	7.51%
宽基（综合指数）	2	5.44	-0.20	3.33%	6.00%	2.53%
<b>行业</b>	<b>74</b>	<b>1831.25</b>	<b>-55.78</b>			
科技（行业综合）	17	910.14	-44.75	1.11%	4.34%	7.51%
科技（单行业）	4	85.34	-4.60	2.88%	2.33%	6.72%
消费（行业综合）	6	60.89	0.00	2.73%	4.30%	-3.77%
消费（食品饮料）	1	2.60	-0.22	12.38%	18.46%	43.67%

消费（医药生物）	7	53.14	-0.06	0.34%	1.83%	8.39%
消费（家电）	1	7.30	-0.11	2.26%	3.14%	10.29%
制造（新能源产业链）	3	179.01	-5.48	0.61%	4.89%	3.36%
制造（国防军工）	6	75.44	0.57	-0.57%	-0.25%	-3.35%
制造（工业）	2	0.55	0.01	-0.52%	0.52%	0.52%
制造（环保）	1	16.72	-0.25	0.16%	0.95%	1.04%
金融地产	20	427.69	-0.45	-3.63%	-0.18%	-0.33%
周期	6	12.42	-0.44	1.76%	2.35%	5.87%
<b>主题</b>	<b>42</b>	<b>1050.42</b>	<b>-16.48</b>			
ESG主题	4	17.32	-0.24	0.63%	1.32%	2.87%
大盘主题	1	0.77	0.00	0.00%	0.00%	2.11%
国企央企民企	12	661.16	-12.46	0.69%	1.82%	3.66%
红利股息	7	79.03	0.25	-1.00%	-1.16%	-1.22%
区域主题	10	97.34	-1.23	0.37%	0.60%	1.12%
人工智能	4	19.42	-0.72	1.64%	3.15%	9.02%
文体健康	1	4.50	0.00	0.48%	0.72%	1.19%
基建（一带一路）	3	170.88	-2.07	0.01%	0.00%	-0.02%
<b>港股</b>	<b>10</b>	<b>197.50</b>	<b>-4.29</b>			
恒生国企	2	2.31	-0.06	1.20%	2.80%	6.80%
陆港通	4	16.87	-0.24	0.09%	0.09%	-0.46%
恒生指数	3	172.42	-4.42	1.44%	2.72%	12.78%
香港证券	1	5.89	0.43	-10.38%	12.35%	74.96%
<b>Smart Beta</b>	<b>17</b>	<b>52.39</b>	<b>-1.28</b>	<b>1.38%</b>	<b>2.48%</b>	<b>2.58%</b>
<b>商品</b>	<b>4</b>	<b>195.89</b>	<b>10.18</b>	<b>-2.54%</b>	<b>-3.90%</b>	<b>-1.53%</b>
<b>期货</b>	<b>3</b>	<b>10.74</b>	<b>0.22</b>	<b>-3.00%</b>	<b>-6.20%</b>	<b>-22.14%</b>
<b>债券</b>	<b>9</b>	<b>178.94</b>	<b>-0.65</b>			
地方政府债	3	111.07	-1.00	1.43%	1.43%	2.38%
公司债	1	53.34	0.11	0.00%	0.00%	0.00%
国债	4	14.26	0.22	-0.53%	-0.69%	-0.84%
信用债	1	0.27	0.01	-4.04%	0.00%	-16.17%
<b>QDII</b>	<b>11</b>	<b>84.10</b>	<b>-1.65</b>	<b>0.29%</b>	<b>1.34%</b>	<b>5.63%</b>
<b>RQFII</b>	<b>6</b>	<b>256.35</b>	<b>-12.52</b>	<b>3.13%</b>	<b>3.82%</b>	<b>-5.47%</b>

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
<b>科技（指数）</b>	<b>315.84</b>	<b>234.03</b>			
创业板	171.37	88.79	-4.17%	-5.51%	-3.18%
创业板50	81.97	109.30	-0.36%	-1.66%	-6.31%
创业板TH	34.32	17.18	-0.98%	4.00%	12.00%
创业ETF	13.70	11.85	-3.20%	-6.57%	-10.38%
创业板EF	14.47	6.91	-0.29%	-1.92%	8.47%
<b>科技（行业综合）</b>	<b>901.11</b>	<b>805.85</b>			
5GETF	341.07	339.33	0.48%	-5.33%	-6.31%
芯片ETF	162.76	173.15	-2.88%	-1.89%	-8.17%
科技ETF	119.67	90.26	-2.64%	-8.06%	-11.88%
半导体50	108.60	59.74	-2.05%	-3.86%	-8.58%
半导体	51.18	30.56	0.99%	-2.24%	-5.56%
芯片基金	42.55	46.45	-2.49%	-2.58%	-12.61%
科技50	25.32	22.00	-1.12%	-0.63%	-2.74%
信息技术	19.47	16.31	-2.74%	-0.49%	4.35%
信息ETF	13.37	13.13	-1.05%	1.63%	2.22%
科技100	7.00	5.92	-3.27%	-7.36%	-8.64%
中证科技	10.13	9.00	3.21%	2.74%	11.94%
<b>科技（单行业）</b>	<b>85.34</b>	<b>87.68</b>			
通信ETF	32.95	30.76	-2.10%	-6.50%	-15.63%
传媒ETF	17.69	21.76	-0.07%	4.99%	7.56%
电子ETF	25.08	27.50	-5.89%	-2.83%	-5.95%
计算机	9.62	7.64	-1.67%	-1.80%	-1.16%
<b>消费（行业综合）</b>	<b>52.78</b>	<b>21.82</b>			
消费ETF	44.67	13.61	-2.79%	-3.99%	3.15%
消费50	8.11	8.21	-4.20%	-6.60%	7.32%
<b>消费（医药生物）</b>	<b>47.62</b>	<b>30.13</b>			
医药	25.70	16.00	-1.30%	-0.99%	-4.65%
生物医药	11.91	7.81	7.28%	10.31%	9.39%
医疗ETF	10.02	6.32	-3.22%	-9.00%	-6.99%
<b>消费（家电）</b>	<b>7.30</b>	<b>7.97</b>			
家电ETF	7.30	7.97	-2.21%	-3.04%	-9.33%
<b>金融地产</b>	<b>410.47</b>	<b>411.64</b>			
证券ETF	171.10	186.99	3.69%	-1.16%	-2.64%
券商ETF	104.70	120.34	5.97%	1.86%	1.24%
金融ETF	37.04	7.60	-0.65%	-3.00%	-2.81%
银行ETF	29.47	30.70	-0.11%	-1.43%	-5.12%

证券基金	27.35	30.60	5.79%	3.61%	7.53%
非银ETF	16.81	8.45	0.00%	-0.82%	1.32%
龙头券商	10.59	11.70	2.36%	1.08%	2.41%
金融	8.93	9.65	2.55%	5.46%	11.30%
地产ETF	4.48	5.61	-1.92%	-1.92%	-0.44%
<b>周期</b>	<b>6.94</b>	<b>10.62</b>			
有色ETF	6.94	10.62	-1.48%	-0.42%	-1.89%
<b>新能源产业链</b>	<b>179.01</b>	<b>208.46</b>			
新汽车	105.16	131.45	0.84%	-2.20%	-1.84%
新能车	73.85	77.00	-2.99%	-8.58%	-9.98%
<b>总计</b>	<b>2094.20</b>	<b>1913.78</b>			

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（2020/04/20 至 2020/04/24）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
518880.OF	黄金ETF	2013-07-18	103.22	7.06	27.39	4.50%
159934.OF	黄金ETF	2013-11-29	32.98	1.93	8.81	3.20%
512000.SH	券商ETF	2016-08-30	104.70	1.93	120.34	5.97%
159937.OF	博时黄金	2014-08-13	54.53	1.07	14.46	-0.84%
512290.SH	生物医药	2019-04-18	11.91	0.90	7.81	7.28%
512660.SH	军工ETF	2016-07-26	19.73	0.74	24.51	2.85%
510360.SH	广发300	2015-08-20	33.12	0.63	26.51	3.15%
510880.SH	红利ETF	2006-11-17	40.48	0.54	16.97	2.97%
512900.SH	证券基金	2017-03-10	27.35	0.48	30.60	5.79%
513090.SH	香港证券	2020-03-13	5.89	0.43	5.83	11.58%

资料来源：Wind，长江证券研究所

本周规模增长靠前的 ETF 产品大多伴随份额的提升，随着黄金的上涨几只黄金 ETF 产品都有较多资金净流入。生物医药在行业回调阶段获得了较多的净申购，份额显著提升，但是整体来看，本周的 ETF 规模增幅普遍不大，规模有所提升的产品数量很少。

这周仍然持续前期情况 ETF 的份额多有下滑，仅金融地产类在板块涨幅几乎垫底的情况下整体份额有所上升，科技整体份额下滑约 36 亿。

## 基金一季度出炉资金流小结

截止本周基金一季报基本公布完毕，之前在资金流跟踪中只针对 ETF 份额变化进行较为高频的跟踪，但是对于主动管理型产品无法分析其市场异动下的资金流变化，一季报公布之后可以结合各类非 ETF 产品的规模变化一窥一季度基金持有人的行为特征以及基金管理人的个股行业配置动态。

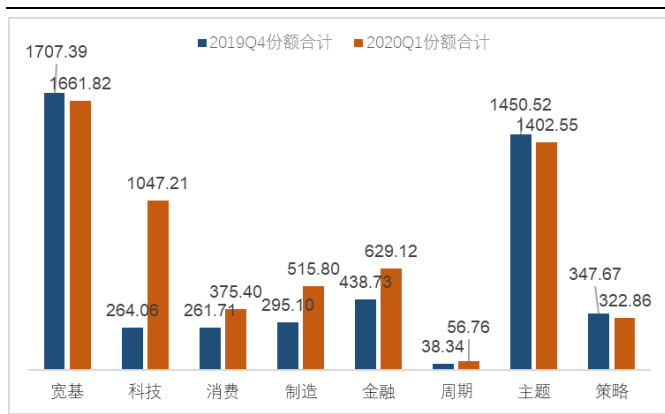
## 基金份额和规模的变化

基金份额和规模变化跟踪中将被动型产品和主动管理型分开梳理，两者在一季度资金流上是否也像美国基金市场一样出现分化？这一部分结合近期数据变化进行分析。

### 被动型产品份额和规模变化

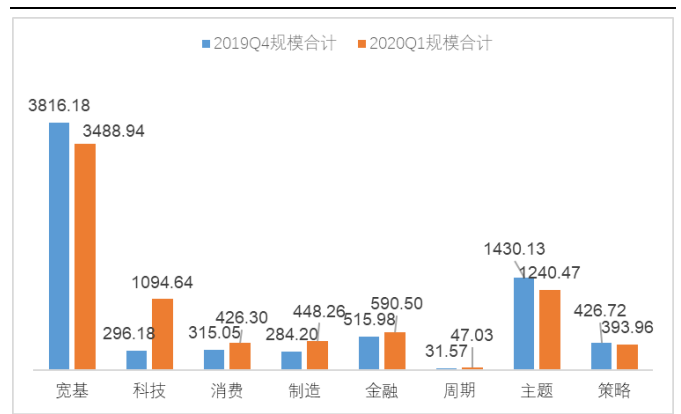
将股票型被动指数产品依据前面 ETF 的分类方式分为宽基类、主题跟踪类、策略类（红利股息等）、行业板块类（包括金融、科技、消费、制造、周期五大板块）。一季度以来各类产品的份额和规模变化如下图所示。

图 5：被动股票型基金的份额跟踪（亿）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：被动股票型基金的规模跟踪（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

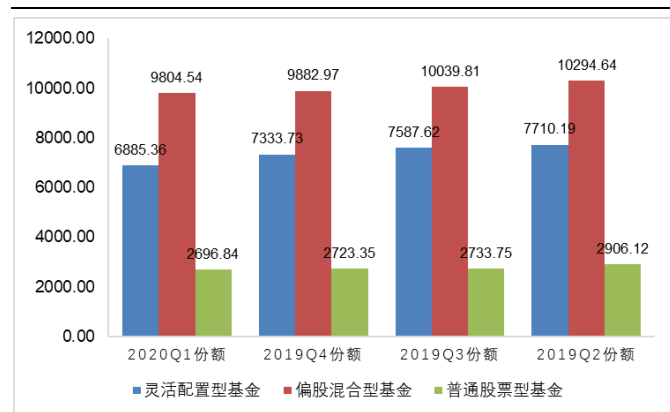
整体来看，今年一季度相较于去年年底基金的份额和规模均有所提升，分类来看，行业板块类产品做出了主要贡献，宽基、主题、策略类产品的份额和规模则呈现小幅下滑，市场的波动并未对指数型产品的规模发展产生负面影响，而一季度科技、新能源产业链的阶段性情行使得对应的科技、制造类产品份额和规模迅速提升，目前行业板块产品中科技类产品的规模和份额独占鳌头。

### 主动型产品份额和规模变化

主动管理股票型基金中关注灵活配置型、偏股混合型和普通股票型三类产品的份额和规模变化，相比于去年四季度今年三类产品的份额普降，但是整体规模有所上升，主要是偏股混合型和普通股票型基金的正面贡献，灵活配置型基金规模则下滑逾 450 亿元。基金份额变化上看主动管理类产品已经出现连续四个季度的份额下滑，近一年来灵活配置型产品份额下滑最多份额变化率为 -11.98%，偏股和股票型也分别有 5% 和 7.8% 左右的份额下滑。在上周专题《资金流跟踪系列四：沪、深股通的资金流分化对市场风格切换的启示》中我们对美国市场近些年来股票型基金的资金流变化趋势以及 ETF 为代表的被动管理型产品和主动管理型产品的分化进行了比较，08 年金融危机之后被动型产品数量和规模增速加快，始终有较为稳定的资金净流入，而即使美股长牛背景下主

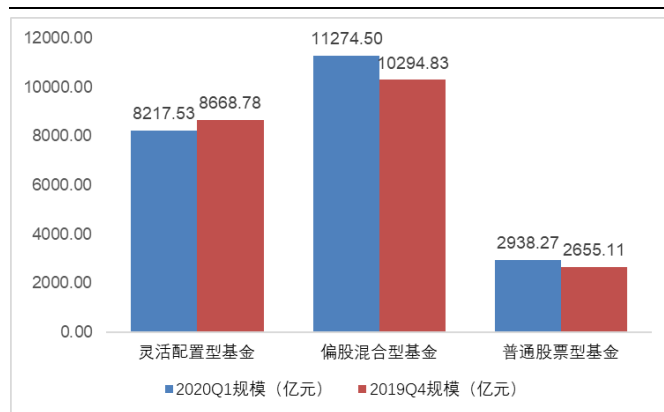
动管理型产品在近几年也面临着资金净流出，A股市场基金产品发展是否会出现同样趋势？从目前两类产品规模上来看，主动型产品规模约被动型产品三倍左右，两者规模较美国市场相比都有较大提升空间，中短期产品的布局方向则与股市走势、获取 Alpha 难度、其他类型产品如 FOF、资产配置类策略的发展等都有关系。

图 7：三类主动管理型产品近一年份额跟踪（亿）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：三类主动管理型产品规模变化（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 内外资重仓股、行业配置上跟踪比较

公募基金的重仓股和行业配置变化主要基于今年一季报公布情况关注主动管理型产品，即上一部分普通股票型、偏股混合型和灵活配置型产品。同时，结合一季度北上资金的配置变化，进行内外资机构行为的比较。

## 内外资重仓股跟踪

比较 19 年四季度和今年一季度基金前十大重仓股的变化，首先可以看到**公募机构重仓股与北上资金重仓股有一定重合度**，贵州茅台、五粮液、恒瑞医药、美的、招商银行等都频繁出现在内外资重仓股名单上，其次**从一季度资金流向变化上看，公募机构和外资的操作有一定一致性**，在《资金流跟踪系列：北上 vs 南下，行业配置将走向何方？》中对一季度北上资金重仓个股和行业配置上的变化进行了详细梳理，中国平安、招商银行、伊利股份均是一季度遭外资抛售较多的个股，而这几只个股也从基金一季报前十大重仓股名单内滑落。持有市值有显著提升的个股集中在医药行业内长春高新、恒瑞医药、迈瑞医疗跻身一季度前十大重仓，不过不同于基金在地产龙头股万科 A、保利地产上的重仓配置，北上资金的前十大持有市值个股并未出现地产板块。

表 5：公募基金一季度与 19 年四季度重仓持股比较（%）

排名	2019Q4				2020Q1			
	股票名称	持有基金个数	持仓市值占比	行业	股票名称	持有基金个数	持仓市值占比	行业
1	贵州茅台	814	4.52	食品饮料	贵州茅台	770	4.46	食品饮料
2	五粮液	332	2.75	食品饮料	五粮液	303	2.50	食品饮料
3	中国平安	643	2.68	非银金融	立讯精密	394	2.29	电子
4	格力电器	451	2.53	家用电器	万科 A	247	2.24	房地产
5	万科 A	380	2.52	房地产	长春高新	333	1.93	医药生物
6	立讯精密	357	2.33	电子	恒瑞医药	515	1.74	医药生物
7	美的集团	274	1.95	家用电器	迈瑞医疗	265	1.60	医药生物
8	招商银行	499	1.84	银行	邮储银行	167	1.49	银行
9	泸州老窖	120	1.84	食品饮料	保利地产	278	1.41	房地产
10	伊利股份	363	1.56	食品饮料	格力电器	282	1.38	家用电器

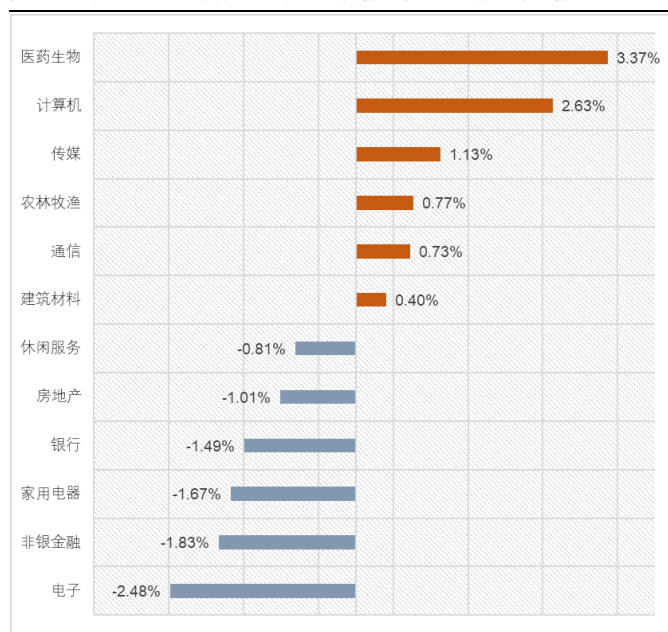
资料来源：Wind，长江证券研究所

比较三类基金产品在重仓股上的分布，新加入的医药行业三只个股也进入了股票型和偏股混合型前十大重仓股之列，除此之外，万华化学、海康威视退出了偏股和灵活配置型产品的前十大重仓股。

## 内外资重仓行业配置变化

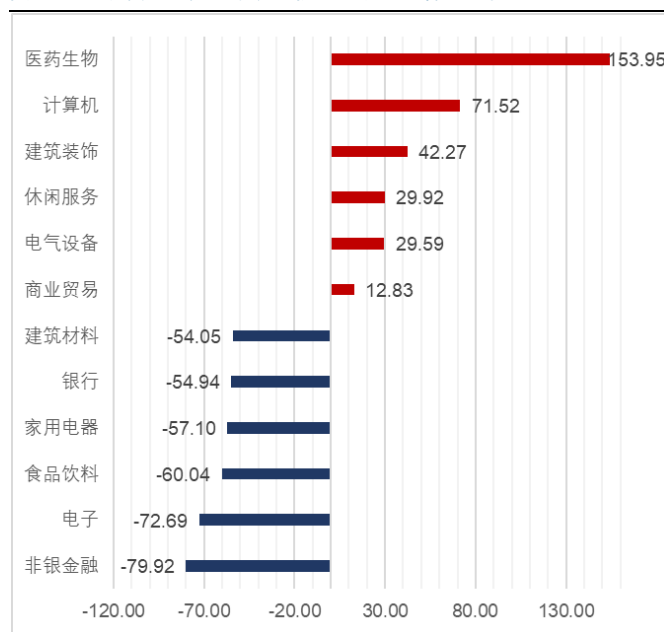
一季度公募基金前六大重仓行业是医药、食品饮料、电子、计算机、传媒、银行，其中医药、食品饮料、电子和银行也是北上资金长期以来的重仓行业。与北上资金在行业配置上变化相比，除了在休闲服务上相较于去年四季度配置比例有所下滑，其他北上增配行业在公募基金中配置比例也有所提升。尤其是医药、计算机属于内外资一季度增持最多的前两大行业。除了食品饮料之外，遭受内外资较大幅度减持的三大行业为电子、非银和家电。

图 9：公募基金一季度较 19 年四季度行业前六大增减持仓位行业



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：一季度北上资金净流入前六和后六大行业（亿元）



资料来源：Wind，天软，长江证券研究所

## 基金仓位跟踪

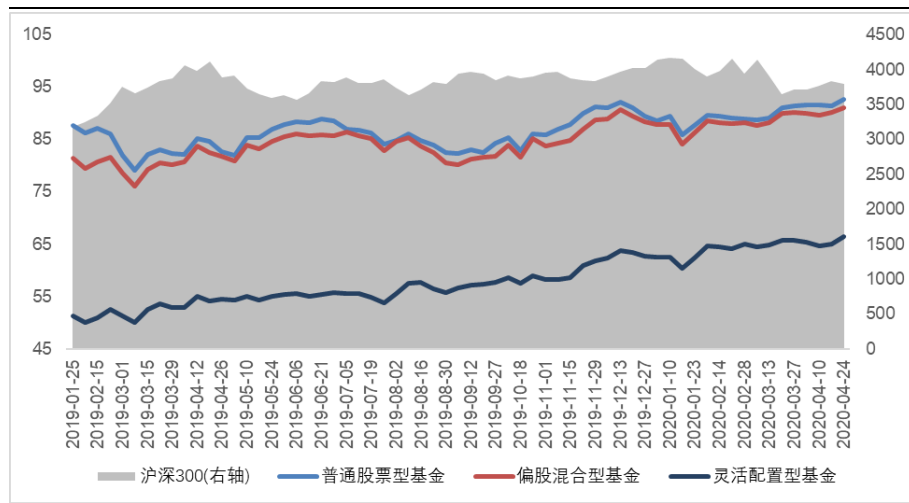
基金仓位是指基金的持股市值占其资产净值总额的比例，体现的是机构投资者在股市中的参与度。基金仓位的测算方法如下：

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 11 给出了近 63 天测算的基金仓位曲线，表 6 给出了当前仓位水平和 8 周均线水平。

从图 11 可以看出，本周偏股混合型、灵活配置型基金的仓位重回上行趋势。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重回上行趋势，机构对市场走势较为乐观。

图 11：基金仓位测算



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

表 6：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	92.67	91.00	66.43
8周均线	90.94	89.57	65.29
差值	1.73	1.43	1.14

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所



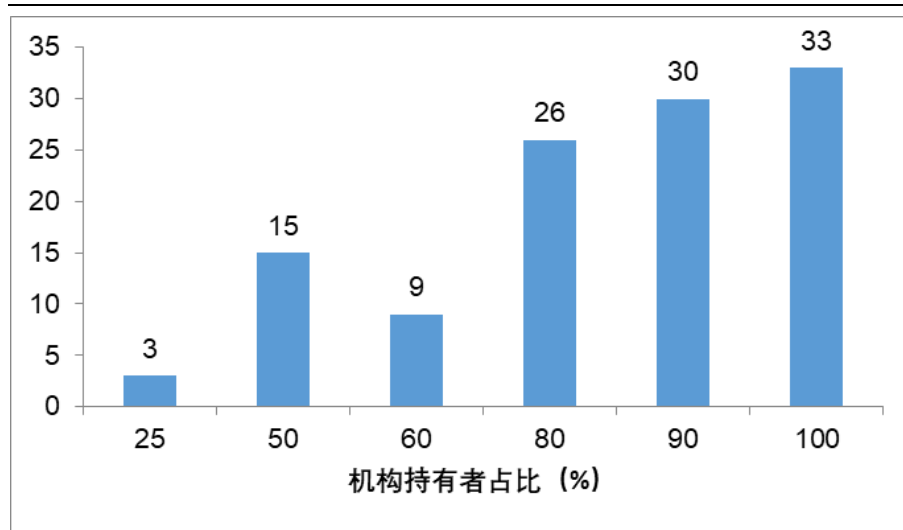
## ETF 持有人结构分析

在前序周度专题《资金流跟踪系列三：基金份额的变化是有效的择时指标吗？》中我们列举具有代表性的宽基和行业板块类 ETF 产品分别验证了基金份额的变化和对应的跟踪指数走势之间的关系，对于较为成熟的产品基金份额变化往往和行业板块走势呈现负相关性，持有人表现出了明显的“高抛低吸”特征，那么从 ETF 持有人结构出发对于份额变化有较大影响的持有群体到底是机构还是个人投资者？不同类别的 ETF 其在持有人结构上又有何差异？这一部分结合现有 ETF 公布的持有人结构信息展开分析。

### ETF 份额的变化由哪类投资者主导？

由于基金持有人结构数据仅在半年报和年报中公布，选择成立时间在 19 年四季度之前且有公布 19 年年报的 ETF 产品作为分析对象。整体来看，接近 85% 的 ETF 持有人中机构占比超 50%。ETF 份额的变化或更多是机构操作行为导致，且从集中度上看，前十大持有人占比超过 50% 的 ETF 数量占比约 80%，即很多情况下少数投资者的行为就能对 ETF 份额产生较大的影响，这一部分投资者的择时能力也决定 ETF 份额变化的参考价值。

图 12：机构持仓占比（%）不同区间内的 ETF 数量（只）



资料来源：Wind，长江证券研究所

### 不同类别 ETF 持有人结构有何差异？

ETF 的持有人结构与哪些因素相关，下面分别从 ETF 类别、规模、存续时间等维度上进行分析。

- 1) 按照 ETF 分类来统计不同类别的持有人结构差异，主题类 ETF 产品尤其是其中政策类以国企央企民企等为代表的基本上都是由机构持有，集中度也非常高。行业 ETF 相较而言比较吸引个人投资者，科技（单行业）、周期类个人持有者占比均超过机构。
- 2) 各类 ETF 的联接产品的持有人结构与 ETF 呈现较大差异，联接类产品基本上是以个人投资者为主，只有机构持有占比最高的政策主题类国企央企民企即使联接产品也是以机构持有为主；可见 ETF 联接是吸引个人投资者进入的较好渠道，我们



在报告《ETF 联接基金的资金引流效果》中初步计算了当前有联接基金的 ETF 规模达到 5334 亿元，其对应联接基金规模合计 1512 亿元，对于 ETF 的规模贡献比例约为 25%，而这部分则更多是个人投资者的参与导致，不过整体对于 ETF 份额的波动影响较为有限。

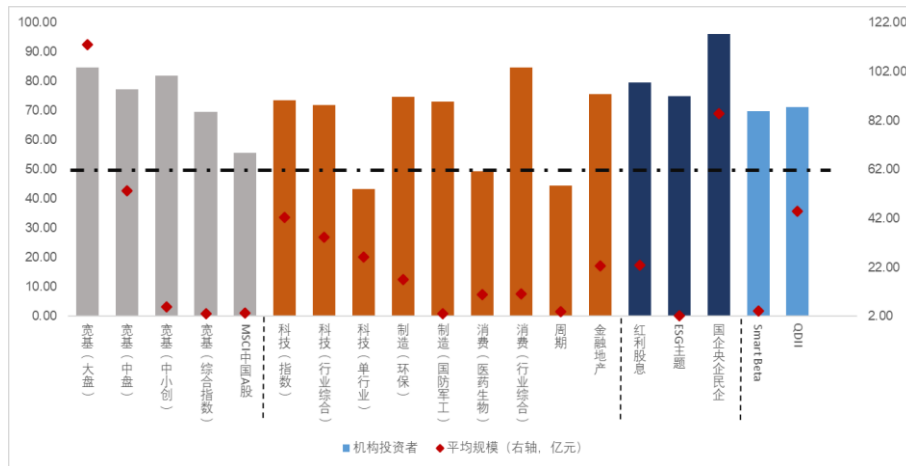
表 7：不同类型 ETF 持有人结构（%）

ETF 分类	ETF			ETF 联接	
	机构投资者占比	个人投资者占比	前十大持有人占比	个人投资者占比	机构投资者占比
<b>宽基</b>	<b>73.83</b>	<b>26.17</b>	<b>68.61</b>	<b>78.66</b>	<b>24.52</b>
宽基（大盘）	84.67	15.33	77.42	61.79	38.21
宽基（中盘）	77.34	22.66	71.14	74.27	25.73
宽基（中小创）	81.95	18.05	69.97	76.17	39.71
宽基（综合指数）	69.65	30.35	69.55	99.93	0.10
MSCI 中国 A 股	55.56	44.44	54.96	81.16	18.84
<b>行业</b>	<b>65.63</b>	<b>34.37</b>	<b>64.73</b>	<b>88.91</b>	<b>11.88</b>
科技（指数）	73.61	26.39	70.87	72.99	27.01
科技（行业综合）	71.88	28.12	69.11	87.46	12.54
科技（单行业）	43.23	56.77	39.84	78.04	21.96
制造（环保）	74.61	25.39	75.13	99.96	0.04
制造（国防军工）	73.13	26.87	75.48	96.17	3.83
消费（医药生物）	49.47	50.53	48.15	97.47	3.16
消费（行业综合）	84.66	15.34	85.36	91.78	8.22
周期	44.48	55.52	47.32	96.82	4.24
金融地产	75.62	24.38	71.28	79.53	25.93
<b>主题</b>	<b>83.52</b>	<b>16.48</b>	<b>81.75</b>	<b>72.48</b>	<b>29.15</b>
红利股息	79.47	20.53	77.37	80.08	19.92
ESG 主题	74.92	25.08	75.12	97.56	7.33
国企央企民企	96.16	3.84	92.76	39.81	60.19
<b>Smart Beta</b>	<b>69.77</b>	<b>30.23</b>	<b>63.50</b>	<b>85.94</b>	<b>15.94</b>
<b>QDII</b>	<b>71.18</b>	<b>28.82</b>	<b>59.08</b>	<b>74.22</b>	<b>25.78</b>

资料来源：Wind，长江证券研究所

- 3) 从各类 ETF 平均规模上比较, 同一类别内部一般规模较大的产品机构持有者的比重相对较高, 科技 (单行业)、消费 (医药生物)、周期这三类机构持有比例较低的板块, 平均规模也相对较小。

图 13: 各类 ETF 机构投资者占比 (%) 和平均规模 (亿元)



资料来源: Wind, 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 8 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 8：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)
300012.SZ	华测检测	22.73	600519.SH	贵州茅台	1313.52
300347.SZ	泰格医药	22.60	000333.SZ	美的集团	592.30
002572.SZ	索菲亚	22.39	000651.SZ	格力电器	501.42
600009.SH	上海机场	21.38	601318.SH	中国平安	497.61
603713.SH	密尔克卫	18.65	600276.SH	恒瑞医药	480.95
601901.SH	方正证券	17.80	000858.SZ	五粮液	455.22
600201.SH	生物股份	17.75	600036.SH	招商银行	301.45
000538.SZ	云南白药	17.00	600585.SH	海螺水泥	242.50
000333.SZ	美的集团	16.69	601888.SH	中国国旅	235.70
000651.SZ	格力电器	15.51	000001.SZ	平安银行	223.73

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 9 中列出了本周净流入量排名前十的个股和行业。

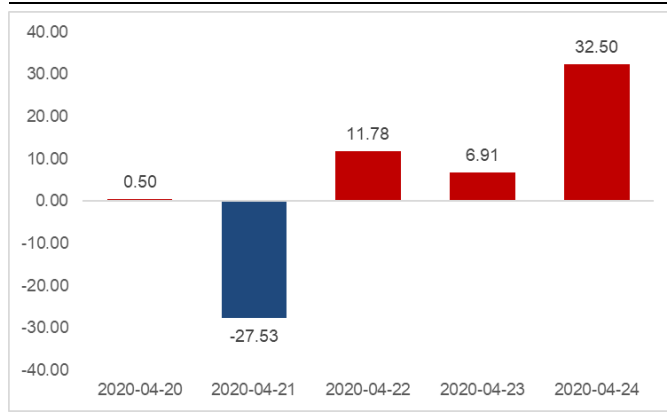
表 9：前十大资金流入个股和前十大资金流入行业

代码	名称	资金净流入(亿)	行业	标的数量	资金净流入(亿)
002007.SZ	华兰生物	13.13	医药	185	48.69
000333.SZ	美的集团	8.70	食品饮料	61	20.11
000858.SZ	五粮液	7.42	商贸零售	63	8.47
603259.SH	药明康德	6.81	家电	33	8.23
600048.SH	保利地产	4.63	机械	117	7.72
603882.SH	金域医学	3.73	建材	38	6.50
600519.SH	贵州茅台	3.20	汽车	77	5.99
601933.SH	永辉超市	3.10	建筑	66	3.70
002001.SZ	新和成	3.03	房地产	91	2.58
000568.SZ	泸州老窖	3.01	基础化工	128	2.28

资料来源：天软科技，长江证券研究所

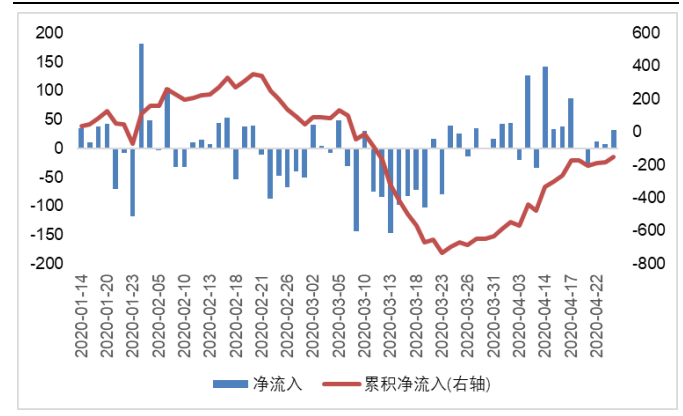
北上资金具有很好的外资资金流向指标的性质。图 14 列出了近一周的北上资金净流入情况，图 15 展示了近 63 天，北上资金的每日净流入和累积净流入。本周除周二之外均是资金净流入，但是净流入幅度不大，**继前两周持续三周的资金转向带来的大盘及重仓消费板块的反弹或将持续。**

图 14：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 15：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）5 只，如下表所示：

表 10：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
515103.OF	景顺长城中证红利低波动100ETF	2020-04-27	主题
159815.OF	招商中证浙江100ETF	2020-04-28	区域主题
513993.OF	招商上证港股通ETF	2020-04-28	港股
515563.OF	建信中证全指证券公司ETF	2020-04-28	金融地产
511363.OF	海富通中证短融ETF	2020-04-30	债券

资料来源：Wind，长江证券研究所

本周新增四只新上市及待上市 ETF 产品，如下表所示：

表 11：本周（04/13~04/17）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）
159991.SZ	招商创业板大盘ETF	2020-04-24	3.40
159983.SZ	华夏粤港澳大湾区创新100ETF	2020-04-23	4.37
159811.SZ	博时中证5G产业50ETF	2020-04-22	13.44
515890.SH	博时中证红利ETF	2020-04-20	3.12

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 总结

本周专题关注于基金一季度公募机构重仓股及行业配置上的变化，以及与一季度北上资金所代表的外资操作的比较；除此之外，从 ETF 持有人结构出发，分析 ETF 份额主要是由哪类投资者主导，ETF 持有人结构又与哪些特征相关，主要结论如下：

- 1) 基金的份额和规模上看，**被动型产品今年一季度相较于去年年底基金的份额和规模均有所提升**，分类来看，行业板块类产品做出了主要贡献，宽基、主题、策略类产品的份额和规模则呈现小幅下滑；主动管理股票型基金中关注灵活配置型、偏股混合型和普通股票型三类别，**基金份额变化上看主动管理类产品已经出现连续四个季度的份额下滑**，近一年来灵活配置型产品份额下滑最多份额变化率为-11.98%，偏股和股票型也分别有 5% 和 7.8% 左右的份额下滑。两类产品出现资金流分化。
- 2) 比较 19 年四季度和今年一季度基金前十大重仓股的变化，公募机构重仓股与北上资金重仓股有一定重合度，持有市值有显著提升的个股集中在医药行业内长春高新、恒瑞医药、迈瑞医疗跻身一季度前十大重仓；行业配置上，内外资重仓行业均有医药、食品饮料、电子、银行，**医药、计算机属于内外资一季度增持最多的前两大行业。除了食品饮料之外，遭受内外资较大幅度减持的三大行业为电子、非银和家电。**
- 3) 整体来看，接近 85% 的 ETF 持有人中机构占比超 50%。**ETF 份额的变化或更多是机构操作行为导致**，且从集中度上看，前十大持有人占比超过 50% 的 ETF 数量占比约 80%，即很多情况下少数投资者的行为就能对 ETF 份额产生较大的影响。
- 4) 不同类别 ETF 的持有人结构也存在一定差异，**主题类 ETF 产品尤其是其中政策类以国企央企民企等为代表的基本上都是由机构持有，行业 ETF 相较而言比较吸引个人投资者**，科技（单行业）、周期类个人持有者占比均超过机构。**ETF 对应的联接类产品基本上是以个人投资者持有为主**。同一类别内部一般规模较大的产品机构持有者的比重相对较高。

## 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。