

2020-4-19

金融工程 | 专题报告

资金流跟踪

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

报告要点

■ 主要 ETF 份额连续下滑

整体来看，这两周市场有所反弹而 ETF 的份额多有下滑，符合资金流跟踪上篇报告《资金流跟踪系列三：基金份额的变化是有效的择时指标吗？》中得到的基金持有人的“高抛低吸”特征，分板块看，消费和科技的份额都有所下滑，不过消费类 ETF 品种较少规模也不大，代表性相对较差，**初步来看科技份额的小幅持续下滑或支撑了其持续反弹行情。**

■ 美国市场一季度基金资金流小结

大部分阶段美国股票型基金资金流和全球权益市场收益率表现出较强相关性，18-19 年这一规律有所打破，且资金外流主要集中在投资于美股的基金产品，投资于全球权益市场的基金产品仍有资金净流入，这种分化背后的原因可能是**一方面美股在前一阶段的长牛行情使得其他市场股票估值更具备吸引力；另一方面随着美国市场上例如目标日期基金等资产配置策略产品的快速发展，对于全球权益市场分散化配置有了更大的需求，同时这类产品多是采取再平衡策略，也使得其主动降低在美股上的配置权重。**市场异动情况下，流动性更好的 ETF 反应更快，并且在短期即消化完毕；近些年美国股票型基金资金大幅外流的背景下 ETF 整体仍保持资金净流入，资金流更为稳定。

■ 沪、深股通的资金流分化与市场风格切换是否相关？

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能否重现 1 月份创业板强势行情？**由于 18 年至今的跟踪数据较短，无法下定论，但是这一分化值得持续关注。

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

《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

《何以成就头部基金（指数篇）》2020-4-10

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
主要指数中创业板延续上周涨幅第一	6
本周科技板块反弹，份额仍持续下滑	7
美国市场一季度基金资金流小结	11
美国基金资金流和全球权益市场收益率表现出较强相关性	11
美国市场主动管理型产品和 ETF 的资金流差异	12
基金仓位跟踪	13
北上资金	14
沪股通 VS 深股通	15
两市行业、板块、风格分布差异	16
两市资金流变化与市场风格切换	18
近期新发基金产品跟踪	20
总结	21

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 5：2019 年至今年 4 月 8 日资金流变化跟踪（美元，百万）	11
图 6：美国股票型共同基金资金流和全球权益市场收益率（%）	11
图 7：今年 2 月份至今美国股票型基金资金流变化（美元，百万）	12
图 8：今年 2 月份至今美国债券型基金资金流变化（美元，百万）	12
图 9：2018-19 年美国股票型基金资金流变化（美元，百万）	12
图 10：2018-19 年美国债券型基金资金流变化（美元，百万）	12
图 11：基金仓位测算	13
图 12：近 5 天北上资金净流入（单位：亿）	15
图 13：近 63 天北上资金流入情况（单位：亿）	15
图 14：北上资金沪股通中行业平均持仓（%）	16
图 15：北上资金深股通中行业平均持仓（%）	16
图 16：北上资金深股通在主要指数中持仓占比	16
图 17：北上资金沪股通在主要指数中持仓占比	16
图 18：北上资金沪股通持仓占主要指数流通市值比（%）	17
图 19：北上资金深股通持仓占主要指数流通市值比（%）	17
图 20：两市持仓市值加权 PE-TTM	17
图 21：两市持仓流通市值加权	17

图 22: 北上资金持仓成长因子暴露度	17
图 23: 北上资金持仓估值因子暴露度	17
图 24: 沪股通和深股通累计净买入 (基数设为 1000 亿元)	18
图 25: 沪股通和深股通成交净买入 (月, 亿元)	18
图 26: 沪股通和深股通成交净买入差额 (亿元) 和指数比价	18
图 27: 沪深 300 和创业板资金流增速及板块比价 (2017-03 至 2020-03)	19
图 28: 一季度沪股通、深股通成交净买入 (亿元) 及创业板-沪深 300 比价	19
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 (2020/04/13 至 2020/04/17) 的规模增长排名靠前的 ETF (亿)	10
表 5: 今年一季度各月份美国基金资金流统计 (美元, 百万)	12
表 6: 基金仓位分析 (单位: %)	13
表 7: 前十大持股比例个股和前十大持有市值个股	14
表 8: 前十大资金流入个股和前十大资金流入行业	14
表 9: 沪股通和深港通的交易特点 (截止 2020-04-14)	15
表 10: 本周新增待发行 ETF 产品	20
表 11: 本周 (04/13~04/17) 新上市及待上市 ETF 产品	20

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。

在资金流跟踪系列三中从基金份额的变化出发，讨论了基金份额的变化和市场走势之间的关系，得到以下结论：

- 1) 代表性宽基产品**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。**
- 2) 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。**
- 3) 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。**

本周基金的份额有持续下滑，与市场反弹走势相反，和上篇报告的结论较为一致，**目前科技类份额持续小幅下滑，或表明上行行情仍将持续。**而针对大家普遍较为关注的市场风格分化的问题，这周的资金流跟踪系列将从北上资金维度进行分析，拆解资金流在深股通和沪股通上的分布和流入特征，观察资金在两市的分化是否与风格切换存在相关性。

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	

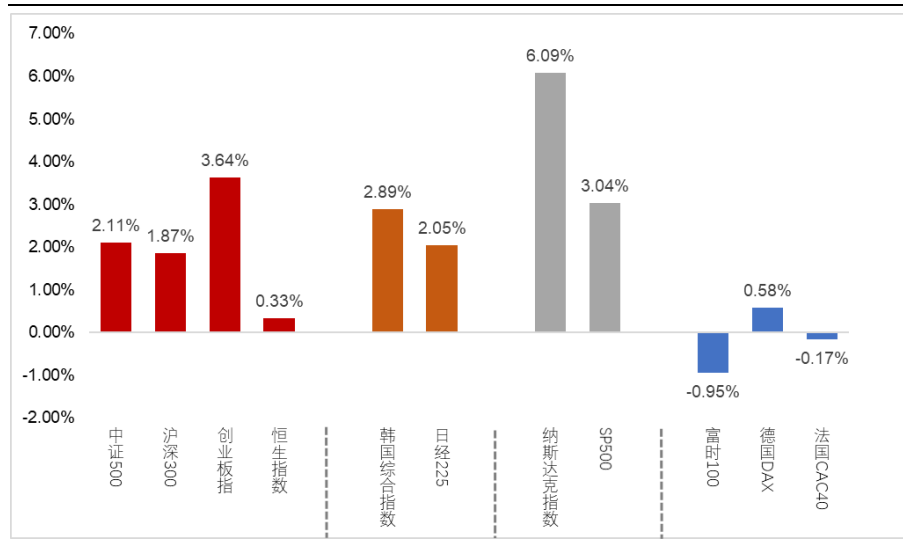
资料来源: Wind, 长江证券研究所

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。

主要指数中创业板延续上周涨幅第一

本周 A 股市场持续反弹，创业板延续上周趋势在主要指数中仍然涨幅第一，全球疫情发酵中，美国当前确诊人数最多，但是权益市场反弹力度最大，欧洲股市最为弱势。

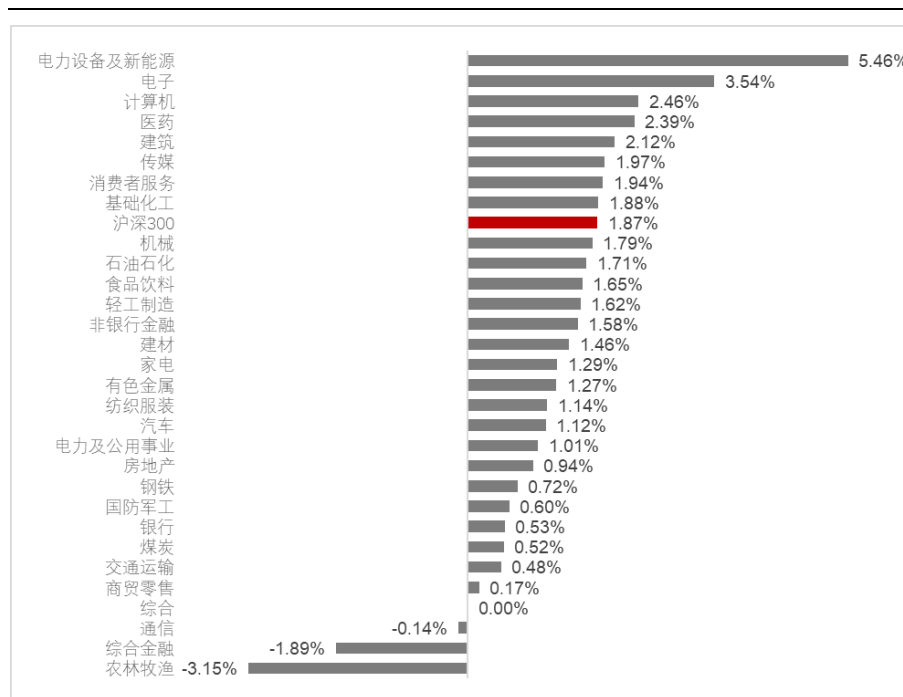
图 1：全球主要股票市场本周涨跌表现



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，相较于上周行业发生明显反转行情，前一阶段收益表现突出的必需消费代表农业排名垫底，电力设备及新能源、科技板块中电子、计算机、传媒全面反弹，年初至今市场风格切换频繁，接下来风格走向何方？可以从各品类 ETF 份额变化和北上资金配置上观察是否存在一定的规律。

图 2：A 股市场各大行业本周收益表现

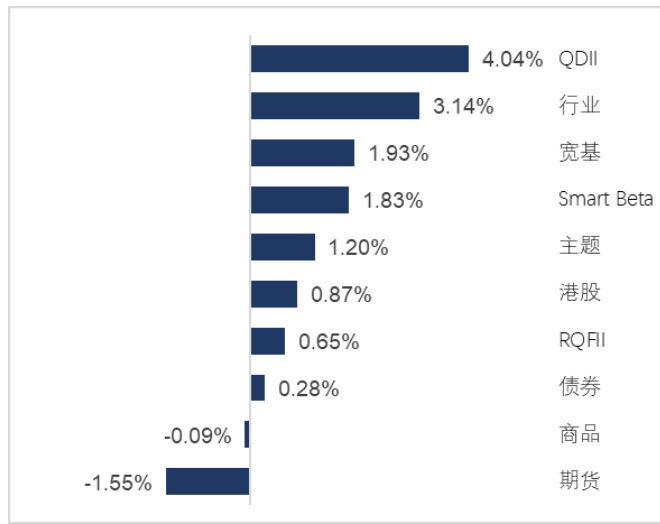


资料来源：Wind，长江证券研究所

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 排名靠前，A 股市场 ETF 产品中行业、宽基类普遍收益不错。

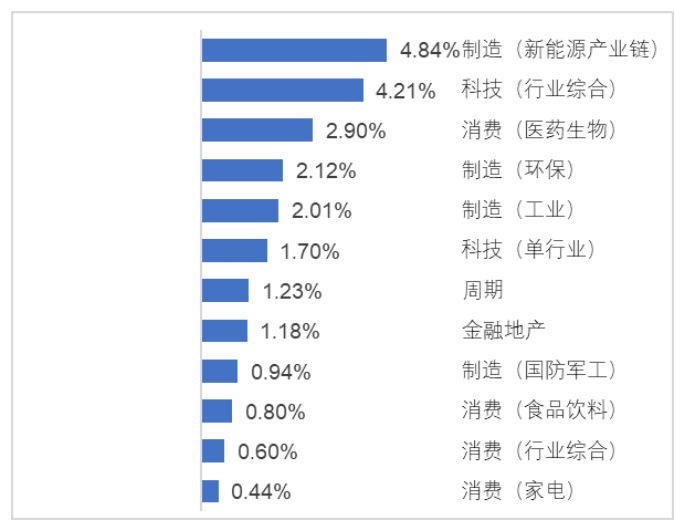
行业 ETF 中，各类产品均有绝对收益，消费板块中除医药行情持续外其余几类排名垫底，制造、科技反弹。

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

本周科技板块反弹，份额仍持续下滑

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	3188.04	73.03			
宽基（大盘）	33	2137.58	51.20	-0.78%	-0.59%	-6.16%
宽基（中盘）	15	663.51	11.83	-0.02%	0.16%	-4.59%
宽基（中小盘）	2	2.72	0.03	0.92%	0.92%	0.31%
宽基（中小创）	1	1.23	0.04	-2.58%	-3.87%	-5.16%
宽基（小盘）	1	2.03	-0.01	1.10%	1.10%	-2.20%
科技（指数）	13	336.94	9.86	0.97%	5.11%	-9.54%
MSCI中国A股	13	38.35	0.06	1.62%	1.65%	3.66%
宽基（综合指数）	2	5.68	0.01	2.31%	3.86%	-6.04%
行业	74	1910.85	25.85			
科技（行业综合）	17	978.21	31.69	0.78%	0.87%	-5.61%
科技（单行业）	4	89.70	1.30	-0.20%	2.21%	-20.38%
消费（行业综合）	6	61.06	-0.31	0.89%	-2.88%	-12.14%
消费（食品饮料）	1	2.85	-0.10	4.36%	12.69%	25.58%

消费（医药生物）	7	53.60	1.12	0.71%	3.56%	5.15%
消费（家电）	1	7.40	-0.03	0.86%	3.93%	12.77%
制造（新能源产业链）	3	186.15	2.47	3.32%	3.25%	3.05%
制造（国防军工）	6	75.24	0.77	-0.15%	-1.30%	-5.92%
制造（工业）	2	0.54	0.01	1.05%	1.05%	0.52%
制造（环保）	1	16.99	0.25	0.63%	1.14%	-0.71%
金融地产	20	426.29	-11.29	4.09%	7.26%	4.52%
周期	6	12.83	-0.03	1.06%	3.35%	4.38%
主题	42	1070.01	7.79			
ESG主题	4	17.56	0.13	0.69%	1.77%	2.40%
大盘主题	1	0.77	0.01	0.00%	0.00%	0.00%
国企央企民企	12	676.58	4.73	0.67%	1.75%	1.97%
红利股息	7	78.79	0.34	-0.13%	0.00%	-2.64%
区域主题	10	98.59	1.37	0.21%	0.31%	0.69%
人工智能	4	20.25	0.25	0.90%	3.27%	5.09%
文体健康	1	4.52	0.03	0.00%	0.47%	0.24%
基建（一带一路）	3	172.95	0.92	0.00%	0.04%	-0.02%
港股	10	202.31	-1.38			
恒生国企	2	2.37	-0.02	1.58%	5.53%	-8.30%
陆港通	4	17.11	0.13	0.00%	0.00%	-1.02%
恒生指数	3	177.22	-0.41	1.03%	3.25%	-1.07%
香港证券	1	5.61	-1.09	22.09%	44.55%	90.12%
Smart Beta	17	53.79	0.55	0.83%	1.61%	0.87%
商品	4	185.39	2.11	-1.23%	-0.65%	-1.30%
期货	3	10.51	0.21	-3.30%	-13.65%	-0.64%
债券	9	179.59	0.52			
地方政府债	3	112.07	0.52	0.00%	0.00%	0.45%
公司债	1	53.23	-0.05	0.00%	0.00%	0.00%
国债	4	14.02	0.04	-0.08%	-0.08%	0.00%
信用债	1	0.27	0.00	0.00%	0.00%	-16.17%
QDII	11	85.95	3.03	0.71%	1.86%	-6.72%
RQFII	6	272.76	1.83	-0.04%	-0.85%	-6.63%

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）	326.77	238.88			
创业板	180.03	92.65	-1.40%	-3.86%	16.64%
创业板50	82.93	109.70	-1.30%	-6.80%	7.02%
创业板TH	34.91	17.35	5.02%	4.77%	19.33%
创业ETF	14.26	12.24	-3.48%	-7.90%	-1.41%
创业板EF	14.64	6.93	-1.63%	-2.39%	13.23%
科技（行业综合）	968.76	834.35			
5GETF	365.77	352.35	-1.70%	-1.73%	5.81%
芯片ETF	177.21	178.28	1.02%	2.36%	12.59%
科技ETF	128.50	95.12	-3.11%	-5.78%	-7.32%
半导体50	116.89	61.62	-0.84%	-1.08%	-4.38%
半导体	55.86	31.62	1.15%	2.46%	1.57%
芯片基金	46.21	47.64	-0.09%	0.22%	-3.52%
科技50	26.56	22.60	2.08%	1.71%	1.57%
信息技术	20.51	16.77	2.32%	-0.36%	10.55%
信息ETF	13.76	13.36	3.37%	2.42%	5.16%
科技100	7.38	6.20	-2.97%	-4.03%	-4.03%
中证科技	10.12	8.80	0.46%	2.56%	8.91%
科技（单行业）	89.70	89.90			
通信ETF	34.66	31.56	-4.07%	-8.47%	-3.34%
传媒ETF	17.71	21.42	3.33%	4.92%	7.21%
电子ETF	27.56	29.22	3.25%	-0.27%	153.17%
计算机	9.77	7.69	-1.16%	0.13%	-2.53%
消费（行业综合）	53.05	22.75			
消费ETF	44.57	14.00	-1.23%	0.29%	8.74%
消费50	8.49	8.75	-0.45%	10.06%	26.26%
消费（医药生物）	47.66	30.22			
医药	26.05	16.21	0.31%	-1.34%	-1.46%
生物医药	10.97	7.25	2.40%	0.98%	-0.69%
医疗ETF	10.64	6.76	-2.66%	-4.79%	11.74%
消费（家电）	7.40	8.15			
家电ETF	7.40	8.15	-0.85%	-3.78%	-11.32%
金融地产	408.78	394.15			
证券ETF	169.15	178.05	-5.89%	-9.55%	-6.97%
券商ETF	102.14	112.86	-4.47%	-7.73%	-4.98%
金融ETF	38.23	7.66	-2.23%	-2.30%	-2.55%
银行ETF	30.36	31.17	0.09%	-3.72%	-10.01%

证券基金	27.31	29.39	-0.48%	-1.19%	7.48%
非银ETF	17.35	8.46	-0.70%	0.47%	1.56%
龙头券商	10.72	11.43	-1.25%	-3.22%	5.20%
金融	8.89	9.41	2.84%	3.52%	11.23%
地产ETF	4.63	5.71	-0.17%	2.15%	1.69%
周期	7.09	10.67			
有色ETF	7.09	10.67	0.05%	-2.65%	-1.84%
新能源产业链	186.15	211.61			
新汽车	107.57	131.50	-2.17%	-1.27%	-0.11%
新能源车	78.58	80.11	-4.89%	-6.07%	-8.95%
总计	2183.30	1936.30			

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（2020/04/13 至 2020/04/17）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
159919.SZ	300ETF	2012-05-07	282.07	15.20	72.62	4.09%
159995.SZ	芯片ETF	2020-01-20	177.21	10.97	178.28	1.02%
510500.SH	500ETF	2013-02-06	419.83	9.30	72.95	0.44%
510050.SH	50ETF	2004-12-30	424.18	7.79	151.87	-0.14%
510330.SH	华夏300	2012-12-25	291.78	7.19	76.22	1.03%
510300.SH	300ETF	2012-05-04	420.07	6.96	109.99	0.22%
512760.SH	半导体50	2019-05-16	116.89	5.54	61.62	-0.84%
510310.SH	HS300ETF	2013-03-06	82.77	3.77	48.60	2.92%
159915.SZ	创业板	2011-09-20	180.03	3.64	92.65	-1.40%
512480.SH	半导体	2019-05-08	55.86	3.61	31.62	1.15%

资料来源：Wind，长江证券研究所

本周随着市场反弹，规模较大的宽基产品都有较多资金净流入，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产品，南方中证 500ETF 已经连续三周获得较大资金净流入，份额也持续提升。科技类中芯片、半导体 ETF 受益于对应板块的反弹行情，叠加部分 ETF 的份额提升也进入前十名单。

整体来看，这两周 ETF 的份额多有下滑，在资金流跟踪上篇报告《资金流跟踪系列三：基金份额的变化是有效的择时指标吗？》中我们选择代表性产品对 ETF 份额的变化和板块走势相关性进行分析，大部分情况下，基金持有人表现出了“高抛低吸”特征，短期来看，一季度市场下挫较多时基金整体份额是逆势上升的，4 月份以来 A 股反弹，而多数产品份额反倒下滑也与这一结论能够对应得上。分板块看，消费和科技的份额都有所下滑，不过消费类 ETF 品种较少规模也不大，代表性相对较差，**初步来看科技份额的小幅持续下滑或表明持有人短期对科技行情持乐观态度。**

美国市场一季度基金资金流小结

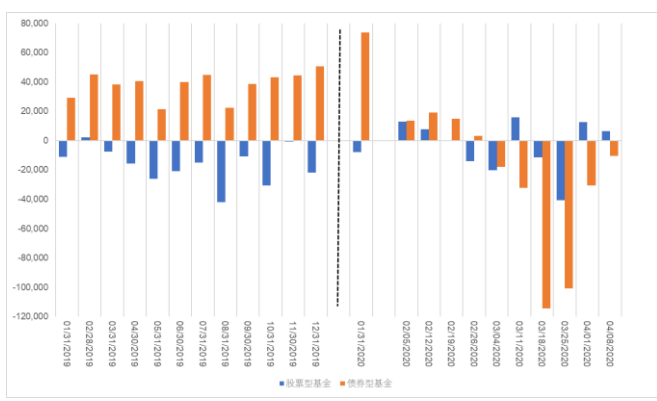
在系列首篇报告《资金流跟踪系列：北上 VS 南下，行业配置将走向何方？》中在一季度美股深度下跌且多次创历史记录发生熔断的背景下，进行了美国市场基金资金流跟踪，当前美国基金市场数据已更新至本月第二周，美股市场也走出“至暗时刻”步入反弹，美国市场上基金资金流的变化和市场走势存在什么关系？在这部分进行相关数据更新，并对主动管理型和 ETF 产品资金流上的变化差异展开分析。

美国基金资金流和市场收益率表现出较强相关性

在对美国基金资金流¹进行跟踪时，我们观察到从 2018 年开始美国股票型基金就面临持续的资金外流压力，拉长周期来看，在 2003 年至 2018 年期间，大部分时候股票型基金的资金流与全球权益市场走势（使用 MSCI All Country World Daily Gross Total Return Index 即 ACWI 指数衡量）呈正相关，过去两年这一规律则被打破，尤其是 19 年权益市场上行但是基金的资金净流出严重，细分来看，18-19 年资金外流主要集中在投资于美股的基金产品而 18 年投资于全球权益市场的基金产品仍有资金净流入，这种分化背后的原因可能是一方面美股在前一阶段的长牛行情使得其他市场股票估值更具备吸引力；另一方面随着美国市场上例如目标日期基金等资产配置策略产品的快速发展，对于全球权益市场分散化配置有了更大的需求，同时这类产品多是采取再平衡策略，也使得其主动降低在美股上的配置权重。

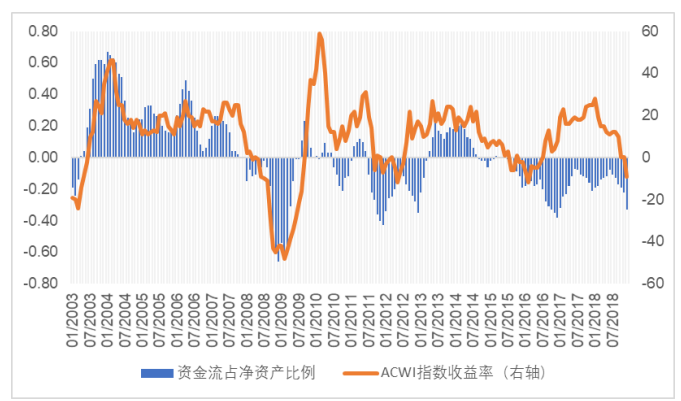
从美国共同基金持有人结构上看，截止到 2018 年年底，89% 的共同基金由个人投资者（家庭）²持有，机构投资者（包括非金融企业、非营利性组织、金融机构等）持有比例仅有 11%，并且其中大部分（约 85%）投资于货币市场基金，机构更多是将共同基金作为现金管理工具。个人投资者的持有使得基金资金流表现出一定的季节性并且相对市场波动幅度更为稳定。因此在今年一季度也可以看到美股出现深度回调且多次熔断但是基金资金净流出的幅度和持续时间并不是特别长，尤其是股票型 ETF 在 2、3 月份均是资金净流入，之前有持续资金净流入的固定收益类产品反而资金外流压力相对更大。

图 5：2019 年至今年 4 月 8 日资金流变化跟踪（美元，百万）



资料来源：ICI，长江证券研究所

图 6：美国股票型共同基金资金流和全球权益市场收益率（%）



资料来源：ICI，长江证券研究所

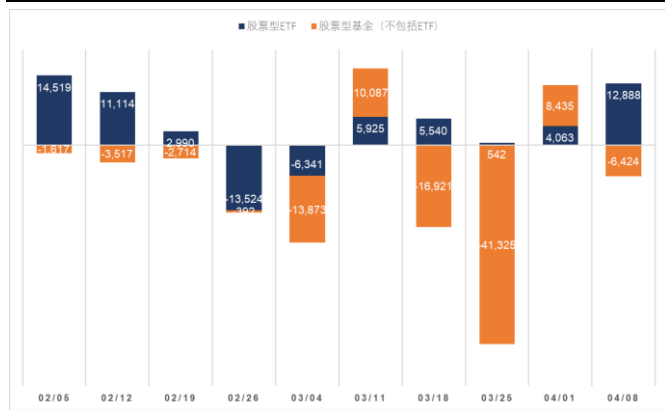
¹ 此处资金流计算时包括新成立基金在内。

² IRA、DC 计划、变动年金、529 计划及教育储蓄账户等所持有的共同基金都归于这一类型。

美国市场主动管理型产品和 ETF 的资金流差异

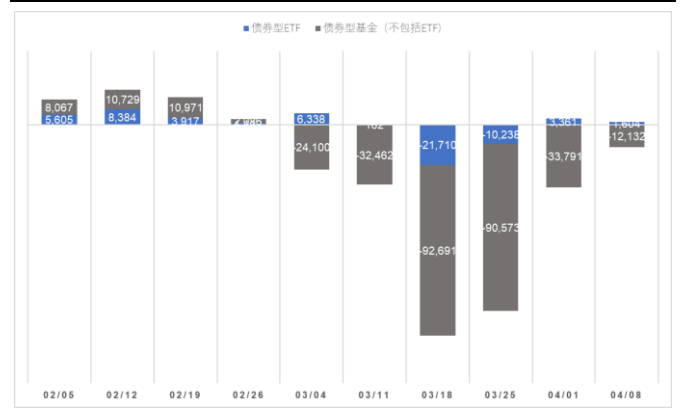
流动性更好的 ETF 产品对于市场下跌的反应更快, 在 2 月 20 日美股开始下跌之后股票型 ETF 随即有大幅资金外流, 但是仅持续两周资金外流的情况就有所缓解, 随后主动管理类产品开始出现持续性大幅的资金外流, 而 ETF 的资金流则是由负转正。债券型基金中也存在类似情况, 全球资产齐跌的背景下前期大幅资金净流入的情况不复存在, 短期面临的资金流压力比股票型基金更大。

图 7: 今年 2 月份至今美国股票型基金资金流变化 (美元, 百万)



资料来源: ICI, 长江证券研究所

图 8: 今年 2 月份至今美国债券型基金资金流变化 (美元, 百万)



资料来源: ICI, 长江证券研究所

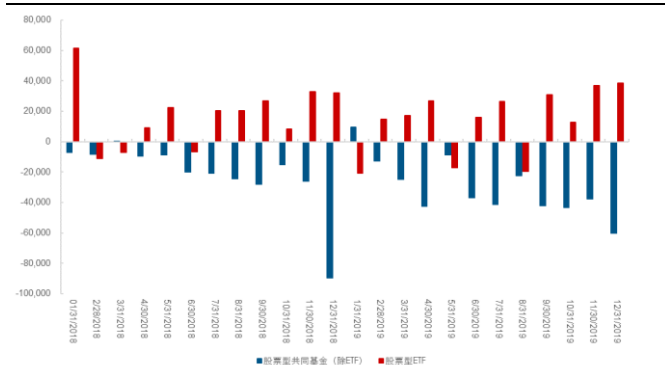
ETF 的资金流相对更为稳定的情况不仅是在今年一季度, 2008 年以后 ETF 的净资产增速就远超主动型产品, 近两年来看股票型基金中资金外流主要也是主动管理型产品 ETF 整体仍保持资金净流入。

表 5: 今年一季度各月份美国基金资金流统计 (美元, 百万)

日期	合计	股票型基金	债券型基金	股票ETF	债券ETF
1月份	68,677	-7,925	73,864	31,328	28,586
2月份	59,767	6,859	50,871	15,099	19,018
3月份	-384,228	-43,868	-295,704	9,729	-22,087

资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 9: 2018-19 年美国股票型基金资金流变化 (美元, 百万)



资料来源: ICI, 长江证券研究所

图 10: 2018-19 年美国债券型基金资金流变化 (美元, 百万)



资料来源: ICI, 长江证券研究所

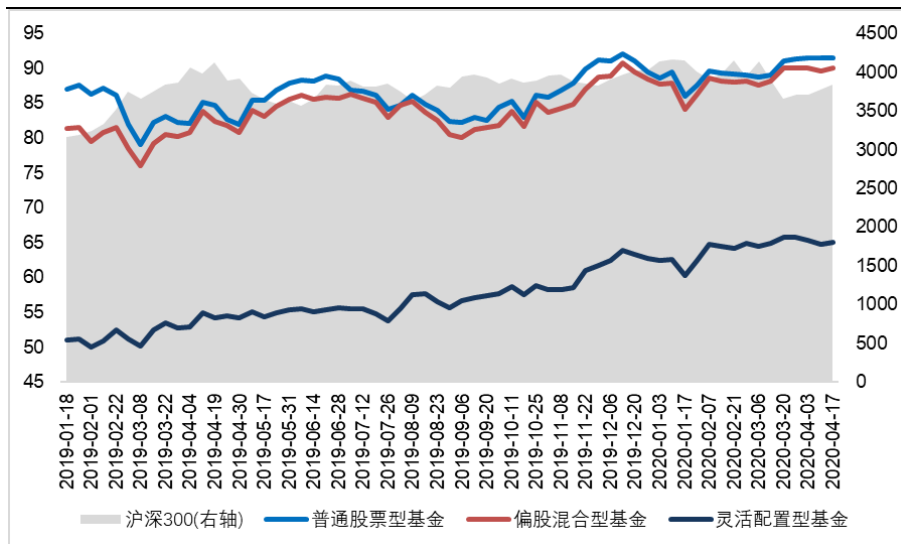
基金仓位跟踪

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	91.45	90.11	65.04
8周均线	90.48	89.21	65.10
差值	0.98	0.90	-0.07

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 7 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 7：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	22.16	600519.SH	贵州茅台	1284.57
300012.SZ	华测检测	22.09	000333.SZ	美的集团	561.95
300347.SZ	泰格医药	21.89	601318.SH	中国平安	523.24
600009.SH	上海机场	21.57	000651.SZ	格力电器	505.93
601901.SH	方正证券	17.88	600276.SH	恒瑞医药	487.89
600201.SH	生物股份	17.27	000858.SZ	五粮液	438.92
000538.SZ	云南白药	17.27	600036.SH	招商银行	304.71
603713.SH	密尔克卫	17.06	600585.SH	海螺水泥	243.69
000333.SZ	美的集团	16.44	601888.SH	中国国旅	222.59
000651.SZ	格力电器	15.49	000001.SZ	平安银行	218.02

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 8 中列出了本周净流入量排名前十的个股和行业。

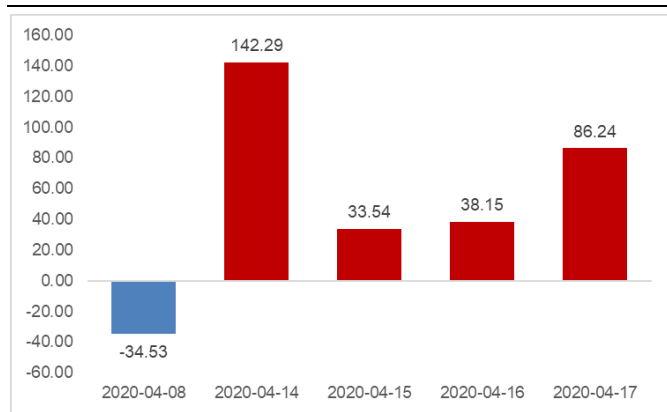
表 8：前十大资金流入个股和前十大资金流入行业

代码	名称	资金净流入(亿)	行业	标的数量	资金净流入(亿)
600519.SH	贵州茅台	1241.88	食品饮料	61	2578.19
000333.SZ	美的集团	566.23	医药	185	1863.57
000651.SZ	格力电器	521.53	家电	33	1352.31
601318.SH	中国平安	513.32	银行	33	1130.94
600276.SH	恒瑞医药	497.39	非银行金融	59	995.72
000858.SZ	五粮液	437.60	电子	128	812.56
600036.SH	招商银行	303.32	机械	117	509.66
600585.SH	海螺水泥	249.73	计算机	122	499.66
000001.SZ	平安银行	217.54	建材	38	435.14
601888.SH	中国国旅	217.46	交通运输	82	419.53

资料来源：天软科技，长江证券研究所

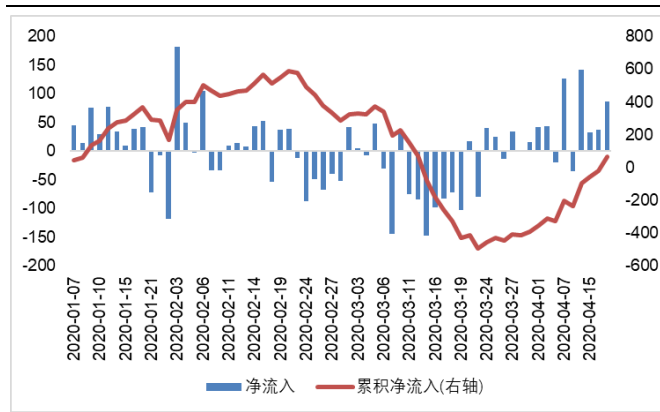
北上资金具有很好的外资资金流向指标的性质。图 12 列出了近一周的北上资金净流入情况，图 13 展示了近 63 天，北上资金的每日净流入和累积净流入。本周四个交易日均有持续的资金净流入，第一个交易日更是获得超百亿的资金净流入，**继前两周持续三周的资金转向带来的大盘及重仓消费板块的反弹或将持续。**

图 12：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 13：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

沪股通 VS 深股通

从近几个交易日北上资金动态跟踪上，可以观察到沪股通和深股通资金流偶尔会产生较大的分化，如在 4 月 14 日深股通资金净流入 95.07 亿元约是沪股通净流入资金的两倍，两市个股的风格和行业配置本来就存在差异，而近阶段市场表现出的消费所代表的“价值”和科技所代表的“成长”的切换也颇受关注，从北上资金在两市持股风格、行业特征出发，资金流在产生较大分化时和市场风格切换是否存在关联性呢？这一部分将结合北上资金的数据进行分析。

表 9：沪股通和深港通的交易特点（截止 2020-04-14）

分类	沪股通	深股通
入场资格	无限制	深港通开通初期，深交所创业板参与者仅限于专业机构投资者
投资标的	上证180指数成份股；上证380指数成份股；A+H股上市公司在上交所上市的A股	深证成分指数及深证中小创指数的成份股；成份股定期调整考察截止日前六个月A股日均市值不低于人民币60亿元（上市时间不足六个月的按照实际上市时间计算市值）；A+H股上市公司在深交所上市的A股
每日投资额度	2014-11-17每日额度130亿元;2016-08-16取消总额度限制；2018-05-02每日额度520亿元	2014-11-17每日额度130亿元;2018-05-02每日额度520亿元
持股数量	901只	1160只
可投资股票数量	1542只	1610只
仅供卖出的个股	不再属于有关指数成份股；被实施风险警示；对应的H股不再在联交所挂牌买卖	不再属于有关指数成份股；市值经定期审核低于60亿元人民币；被实施风险警示；对应的H股不再在联交所挂牌买卖
是否可以卖空	可以；融资融券标的	可以；融资融券标的
个股持有限制	单一境外投资者持股比例不超过个股股份总数的10%；所有境外持股比例不超过个股股份总数的30%	

资料来源：上交所，深交所，联交所，长江证券研究所

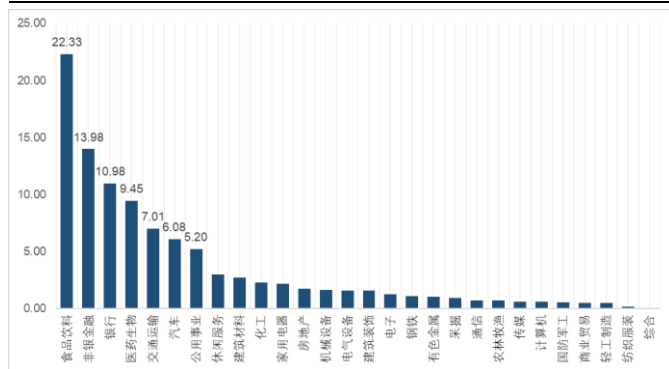
2014 年 11 月 17 日沪港通正式开通，随后在 2016 年 12 月 5 日深港通正式启动，不过虽然深港通开启时间较晚但目前存量资金规模已达到 4858.74 亿元，与沪股通的

5355.72 亿元基本相当，从 2017 年 3 月份开始统计北上资金在两市的行业、板块、风格分布、资金流入等特征。

两市行业、板块、风格分布差异

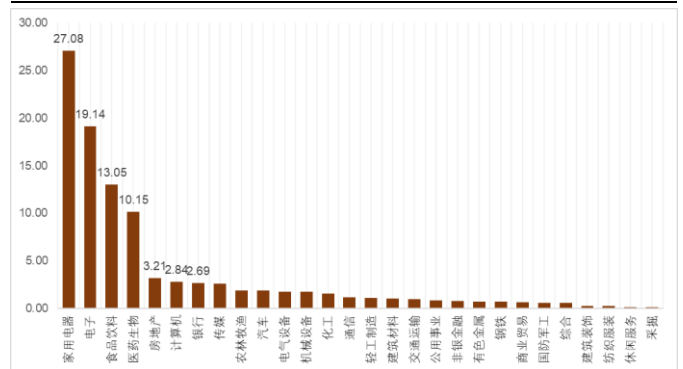
按照北上资金在两市上持有个股所在行业统计，分布特征如下：北上资金重仓行业中食品饮料、非银、银行主要是在沪市中，电子、家电则是在深股通中权重占比较高，医药在两市分布较为均匀。

图 14：北上资金沪股通中行业平均持仓（%）



资料来源：天软科技，长江证券研究所

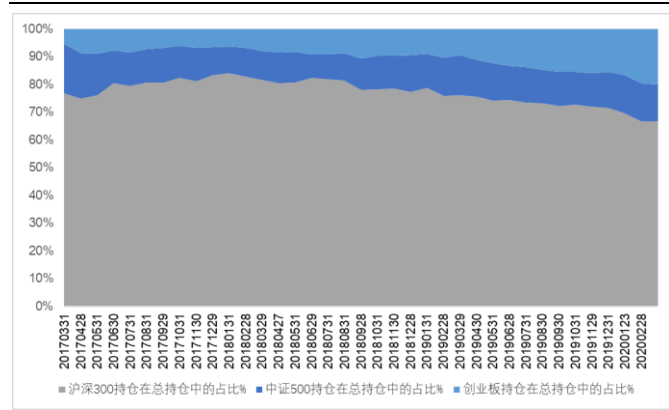
图 15：北上资金深股通中行业平均持仓（%）



资料来源：天软科技，长江证券研究所

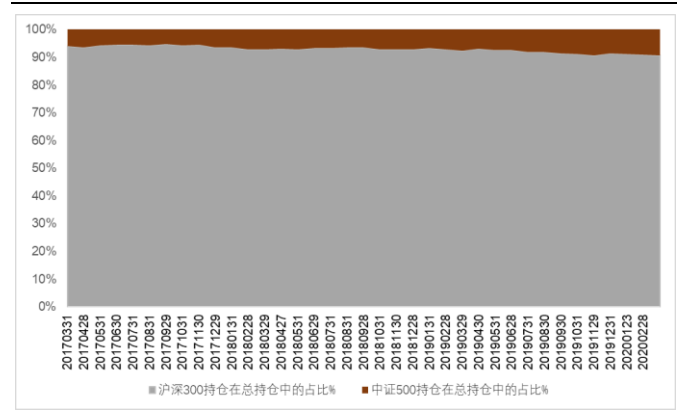
两市北上资金持仓在主要指数中持有市值占比分布如下所示，目前仍然集中在沪深 300 中，不过在中证 500 和创业板中占比呈上升趋势。深股通持有的创业板个股的流通市值占创业板流通市值比例平均下来超过 60%，个股数量 200 只左右，以创业板中权重股为主。

图 16：北上资金深股通在主要指数中持仓占比



资料来源：天软科技，长江证券研究所

图 17：北上资金沪股通在主要指数中持仓占比

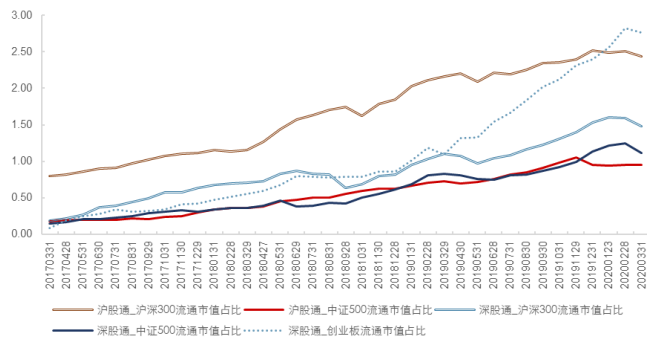


资料来源：天软科技，长江证券研究所

从近些年北上资金持有市值占指数流通市值比例可以看到资金的变化趋势和资金流对各个主要指数的边际影响力。

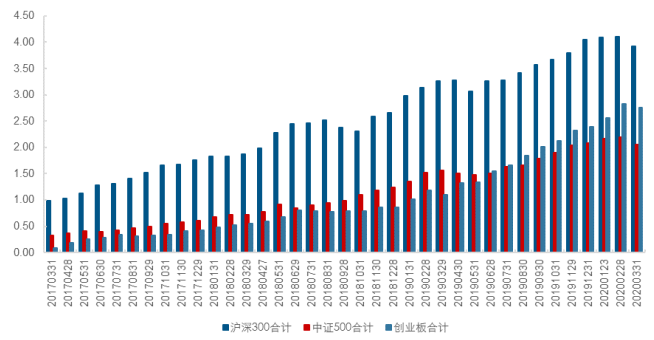
- 1) 整体上看，北上资金的主要持仓仍然是在沪深 300 成分股内，因此测算历史相关性资金流的总量和方向上的变化和沪深 300 指数走势的关联性最高；
- 2) 趋势变化上看，近些年来，资金在创业板上的持仓占比稳定上升，增速最快，而创业板目前只限于机构投资者参与，反映出北上资金中机构对于创业板板块的偏好；

图 18: 北上资金沪股通持仓占主要指数流通市值比 (%)



资料来源：天软科技，长江证券研究所

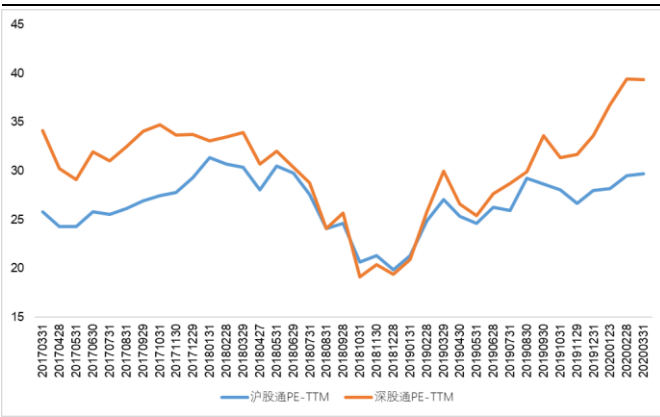
图 19: 北上资金深股通持仓占主要指数流通市值比 (%)



资料来源：天软科技，长江证券研究所

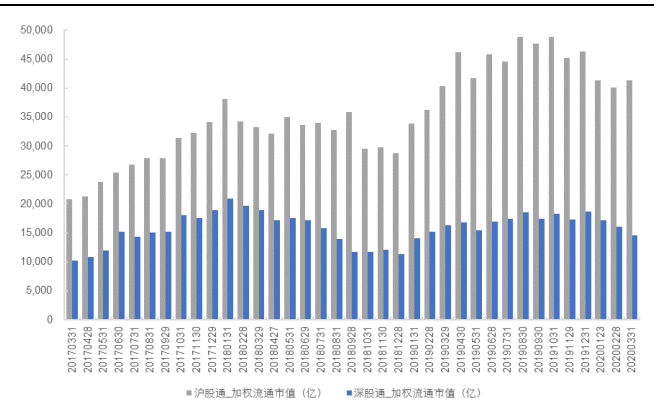
- 3) 从北上资金在两市持仓组合的风格上看，按照北上资金的持股市值进行估值和流通市值加权，沪股通更为偏向于大市值，整体估值水平也较低；

图 20: 两市持仓市值加权 PE-TTM



资料来源：天软科技，长江证券研究所

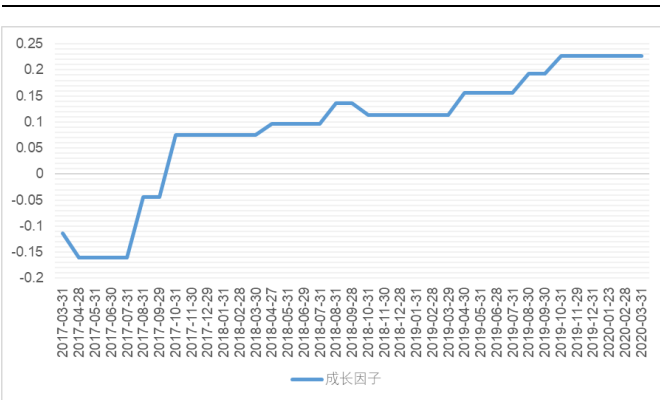
图 21: 两市持仓流通市值加权



资料来源：天软科技，长江证券研究所

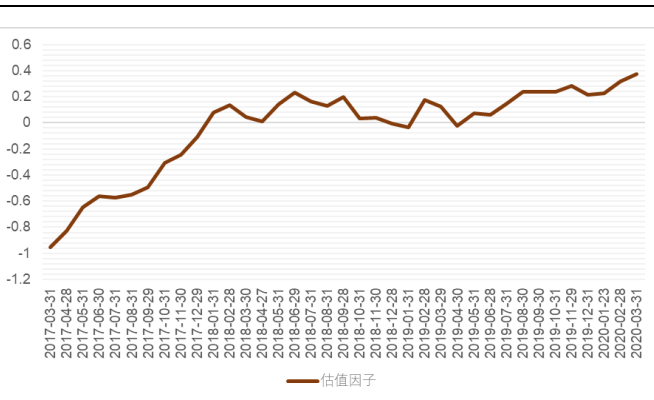
- 4) 结合近些年来北上资金的风格迁移，深股通的开通和资金持续净流入一定程度上解释了北上资金风格逐渐由低估值转向高成长的变化，我们也在后续报告中对北上资金风格迁移进行详细研究。

图 22: 北上资金持仓成长因子暴露度



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23: 北上资金持仓估值因子暴露度

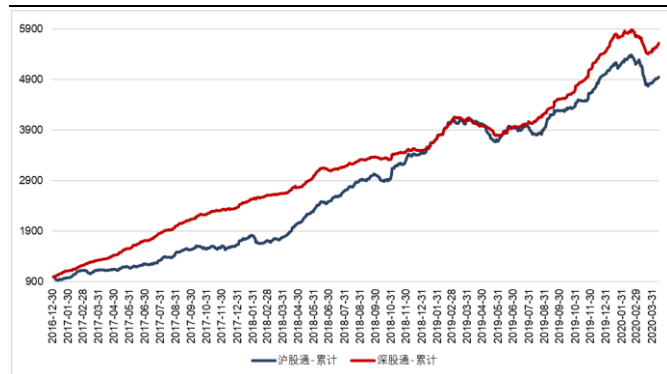


资料来源：Wind，长江证券研究所

两市资金流变化与市场风格切换

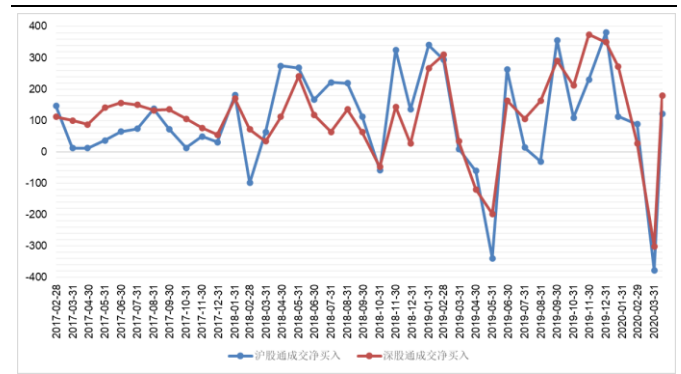
从资金流总量和节奏上对两市进行区分，观察资金流的差异跟市场风格切换是否存在相关性。以深股通开通即 2016 年 12 月份为基期，两市资金流量上看，深股通资金累计净流入略高于沪股通，尤其是在开通前期深股通成交净买入量持续高于沪股通，2018 年大部分月份则是沪股通资金净流入占优，2019 年以来月度波动较大，但是资金大部分时候均是同向。

图 24：沪股通和深股通累计净买入（基数设为 1000 亿元）



资料来源：天软科技，长江证券研究所

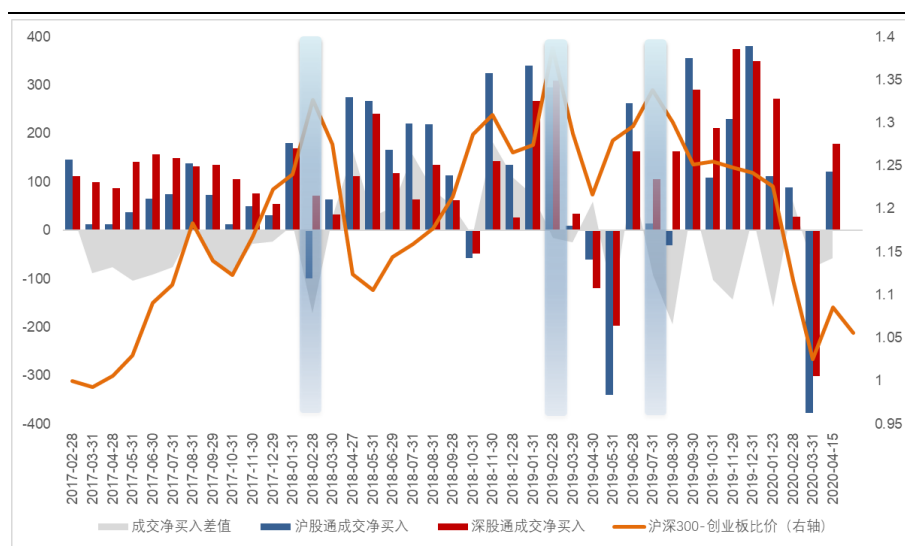
图 25：沪股通和深股通成交净买入（月，亿元）



资料来源：天软科技，长江证券研究所

简单的以沪深 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，2017 年参考性不强，主要是受到深股通刚开通投资者分散化配置需求而获得大量资金流入产生持续性的负成交净买入差，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。

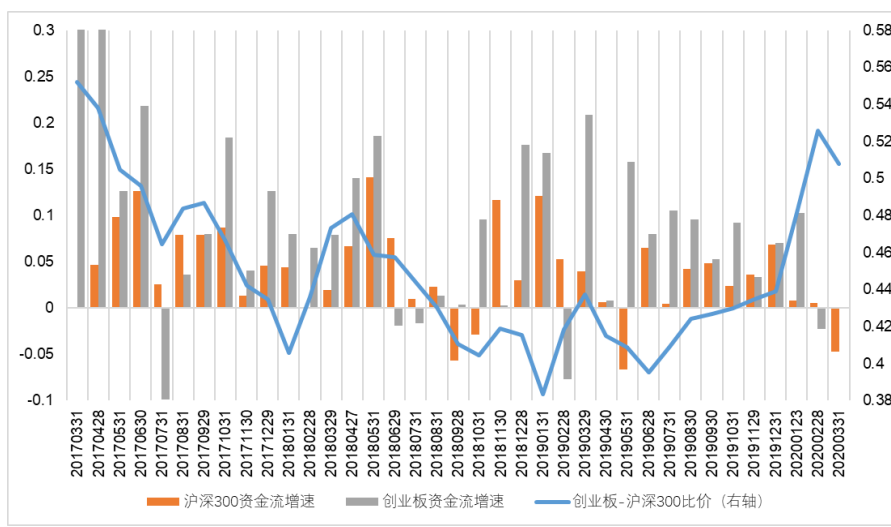
图 26：沪股通和深股通成交净买入差值（亿元）和指数比价



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

如若细化到对应的板块上，可以将深股通中流入沪深 300 的资金拆分出来，比较资金在沪深 300 和创业板上增速变化，与两个指数比价的关系如下图所示。创业板中资金增速大部分月份高于沪深 300，除去 2017 年，在 18-19 年创业板资金增速持续为正且增幅较大的阶段相对于沪深 300 大概率有相对收益。

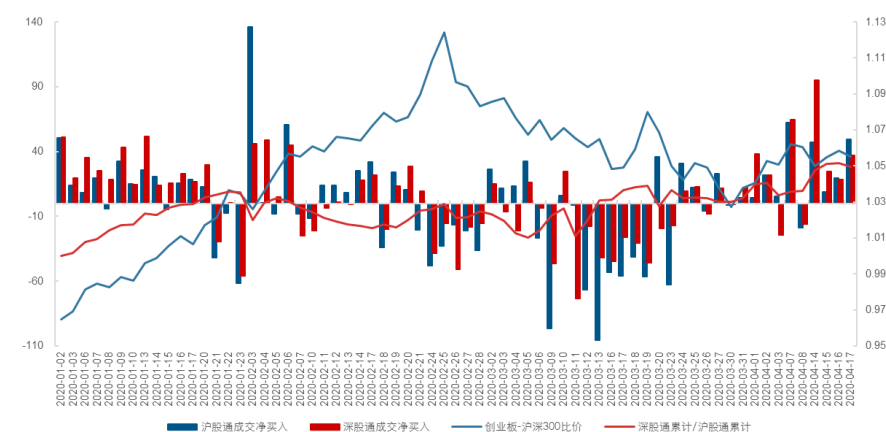
图 27：沪深 300 和创业板资金流增速及板块比价（2017-03 至 2020-03）



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

一季度的数据跟踪来看，短期风格切换发生了三次，第一次是从年初至 2 月 23 日左右，在此之前创业板较为强势，随着 2 月 23 日后北上资金的持续净流出沪深 300 和创业板都出现了较大幅度调整，但是创业板跌幅更深，到了 3 月底北上资金转向，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能否重现 1 月份创业板强势行情？由于 18 年至今的跟踪数据较短，无法下定论，但是这一分化值得持续关注。

图 28：一季度沪股通、深股通成交净买入（亿元）及创业板-沪深 300 比价



资料来源：Wind，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 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
512353.OF	兴业中证福建50ETF	2020-04-20	区域主题
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）
159805.SZ	鹏华中证传媒ETF	2020-04-17	24.62
159811.SZ	博时中证5G产业50ETF	2020-04-22	13.44
515280.SH	富国中证银行ETF	2020-04-17	3.13
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

本周专题关注于市场近阶段风格切换，尝试从资金流维度寻找风格切换规律。从北上资金维度进行分析，拆解资金流在深股通和沪股通上的分布和流入特征，观察资金在两市的分化是否与风格切换存在相关性得到的主要结论如下：

- 1) 行业、风格、板块分布特征上看，**食品饮料、非银、银行主要是在沪股通中，电子、家电则是在深股通中权重占比较高**，医药在两市分布较为均匀；两市北上资金持仓大部分仍然集中在沪深 300，不过在中证 500 和创业板中占比呈上升趋势，资金流边际增速上看，**创业板资金净流入增速最快**；风格上，沪股通更为偏向于大市值，整体估值水平也相对低一些，**近些年来北上资金整体由低估值转向于高成长或与深股通参与资金量变大有关**；
- 2) 简单的以沪深 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获得大量资金流入产生持续性的沪、深股通负成交净买入差的情况，**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**。
- 3) 一季度的数据跟踪来看，短期风格切换发生了三次，第一次是从年初至 2 月 23 日左右，在此之前创业板较为强势，随着 2 月 23 日后北上资金的持续净流出沪深 300 和创业板都出现了较大幅度调整，但是创业板跌幅更深，到了 3 月底北上资金转向，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能否重现 1 月份创业板强势行情**？由于 18 年至今的跟踪数据较短，无法下定论，但是这一分化值得持续关注。

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。