

资金流周报

2020-5-10

资金流跟踪系列七：两会前后资金流维度变化

金融工程 | 点评报告

报告要点

- 成长风格持续强势，但仅金融地产类 ETF 份额有所提升
- 历年两会前后大盘、行业及代表性风格演绎

大盘走势上，时间节奏上看，三大指数在**上涨概率上表现出来的都是前期上涨概率较高，期间波动渐弱，后期振幅加大的特征**。主要风格上，沪深 300 和创业板相比，在两会前的业绩空窗期，出于对政策预期市场往往风险偏好较高，创业板上涨概率高于沪深 300 且上涨阶段的涨幅也大多高于沪深 300 涨幅。

行业配置上看，**两会前夕除非银之外，其余所有行业上涨概率均超过 50%**，结合上涨概率和涨跌平均幅度综合来看，电子、汽车、农业、医药较优；**两会期间，行业上涨概率普遍下滑，相对抗跌的行业有医药、食品饮料及商业贸易；两会后，行业多出现反弹，不过涨幅普遍有所收敛，仍然能持续两会前表现的行业有建材、汽车、食品饮料等。**

从行业背后所代表的风格上看，两会前后行业相对排名发生逆转的情况多有发生，尤其是近几年，18 年和 19 年都有非常典型的在两会前夕以电子、计算机、传媒、通信占优转为后期家电、食品饮料排名靠前的情况，风格上由偏成长转为偏价值的特征也与两会前后“政策预热+业绩空窗期”VS“政策落地+业绩密集公布”的主要矛盾转变有关。**结合上面历史总结特征，今年由于两会时间的变化，目前虽然处于两会前期但是上市公司业绩已然落地，大概率不会重复以往风格演绎路径，而成长在现阶段的强势或会在此背景下进一步得到强化。**

■ 两会前后资金流维度的变化

首先从国内资金总量层面上看，在往年出口持续下滑内需萎缩的背景下，两会后往往伴随社融同比较大幅度上行，带来资金总量层面上的宽松，但是以往的政策预期往往在两会前夕就已发酵并在市场上有所反应，今年情况有所区别疫情影响叠加目前政策力度边际减弱，两会期间政策定调显得尤为重要；外资角度上看，在两会期间北上资金日均流入波动大概率低于两会前后，但是两会前后外资的流入流出方向并无明显规律需结合当时市场环境综合判断。

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

《从科创板的现状看注册制以后的市场》
2020-5-5

《推荐计算机、电子和建材》2020-5-3

《资金流跟踪系列六：从四条线索来看科技强势反弹下风格切换能否持续》2020-5-1

风险提示：

1. ETF 分类方式较为灵活本文分类仅供参考；
2. 本文的测算均是基于历史数据并不代表未来走势。

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。

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	

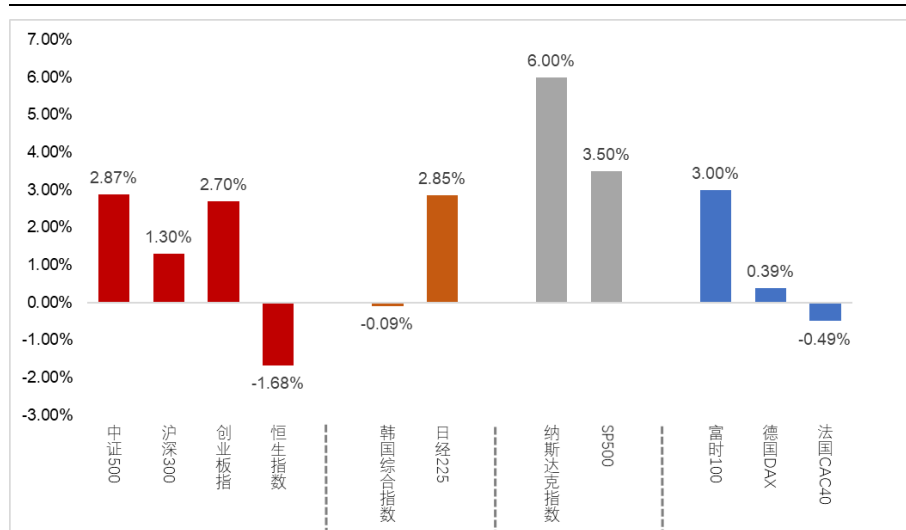
资料来源：Wind，长江证券研究所

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。

节假日期间外盘波动并未影响 A 股，成长风格持续强势

虽然在五一节假日期间外盘多有波动，但是在本周开市后 A 股并未受到前期外盘扰动的影响，在风格上延续了前期的成长略微占优的格局，创业板收得 2.7% 涨幅。外盘的波动在政策、疫情等并未发生实质性变化的背景下也趋于稳定，美股持续前期的强势反弹，港股下跌较多，内部个股走势分化，中概股相对较为强势。

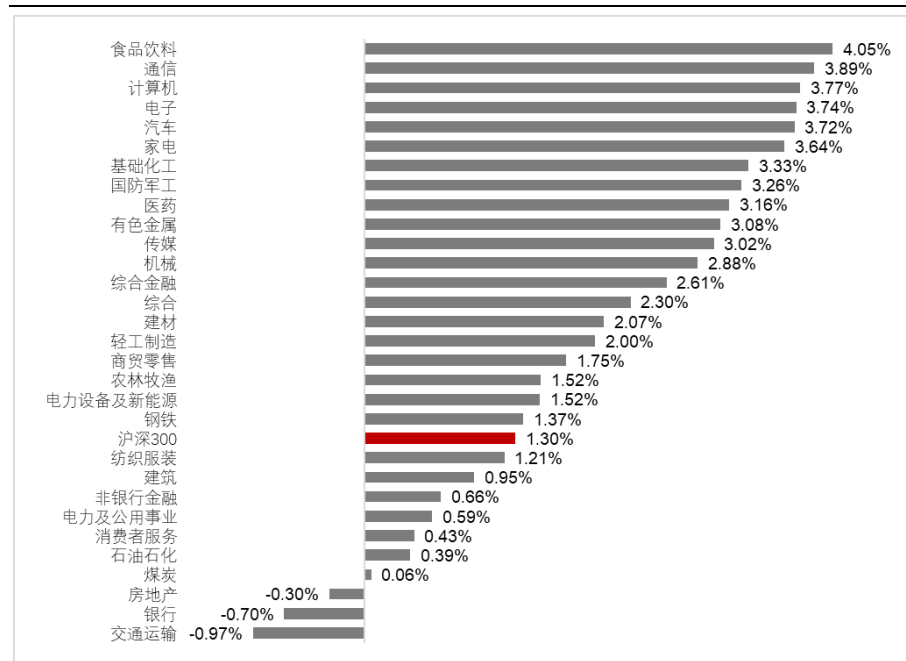
图 1：全球主要股票市场本周涨跌表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

各大行业本周表现如图所示，科技板块持续上周的较好表现，食品饮料、家电、医药几大消费白马行业也出现强势反弹，本周三个交易日出现科技、消费齐涨的行情，而在近几周对应 ETF 份额一直有稳定上升的金融地产板块排名垫底，较上周发生明显的反转。

图 2：A 股市场各大行业本周收益表现

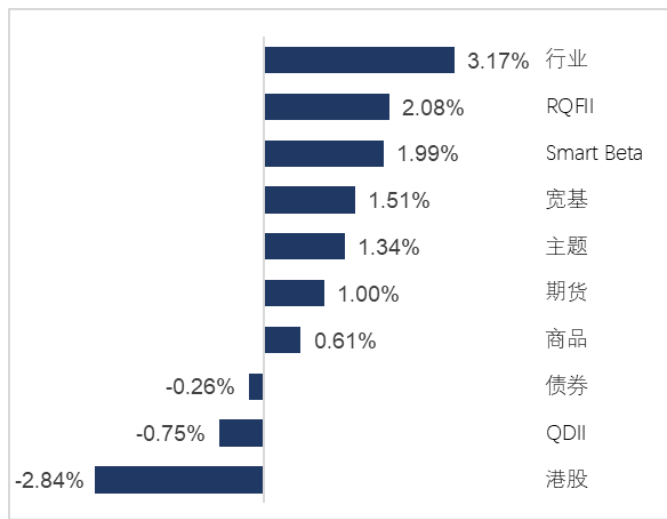


资料来源：Wind，长江证券研究所

统计各大类 ETF 产品的规模加权收益率如下图所示，大类 ETF 品种中行业、RQFII 受益于国内外权益市场反弹排名靠前，债券、港股、QDII 有小幅回撤。

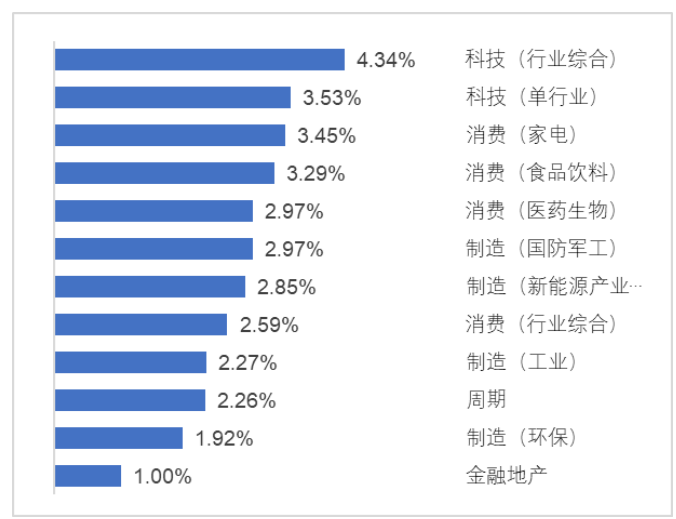
行业 ETF 表现出了较好的配置价值，不仅科技、消费板块对应的产品均获取了绝对收益，制造、周期及金融地产产品也因为其覆盖的细分领域及优质公司获得了超过行业指数的超额收益。

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

仅金融地产类 ETF 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
宽基	82	3223.20	23.88			
宽基（大盘）	34	2169.95	12.14	0.67%	0.36%	0.45%
宽基（中盘）	15	666.62	0.36	1.83%	0.81%	1.87%
宽基（中小盘）	2	2.82	0.07	0.00%	0.00%	0.92%
宽基（中小创）	1	1.24	0.04	0.00%	0.00%	-1.32%
宽基（小盘）	1	1.91	0.03	1.21%	1.21%	7.23%
科技（指数）	14	337.22	11.55	-1.68%	3.21%	9.26%
MSCI中国A股	13	37.77	-0.43	2.39%	3.34%	6.54%
宽基（综合指数）	2	5.67	0.11	0.13%	0.27%	7.08%
行业	79	1965.93	5.58			
科技（行业综合）	18	955.29	-7.62	6.35%	10.16%	13.30%
科技（单行业）	5	106.84	-1.71	5.23%	3.67%	-8.25%
消费（行业综合）	6	64.55	2.13	0.14%	-0.91%	1.89%

消费（食品饮料）	1	2.43	-0.18	11.08%	11.83%	33.98%
消费（医药生物）	8	81.24	0.25	2.27%	6.29%	39.10%
消费（家电）	1	7.65	0.24	0.25%	0.00%	4.65%
制造（新能源产业链）	3	180.29	-2.23	3.78%	7.17%	12.16%
制造（国防军工）	6	76.89	0.66	2.24%	3.11%	3.13%
制造（工业）	2	0.56	0.01	0.52%	0.52%	1.05%
制造（环保）	1	17.38	0.28	0.30%	0.77%	1.73%
金融地产	22	460.06	13.63	-1.70%	-1.70%	-1.04%
周期	6	12.76	0.13	1.24%	-0.97%	2.59%
主题	43	1065.96	5.35			
ESG主题	4	17.75	0.06	0.46%	1.10%	2.50%
大盘主题	1	0.79	0.01	0.00%	2.16%	2.16%
国企央企民企	12	667.21	2.79	0.69%	1.58%	3.53%
红利股息	8	84.91	1.26	-0.03%	0.27%	1.47%
区域主题	10	99.55	2.33	0.23%	2.33%	3.08%
人工智能	4	20.25	0.33	2.12%	4.09%	7.53%
文体健康	1	4.53	0.02	0.24%	0.24%	0.96%
基建（一带一路）	3	170.96	-1.47	2.16%	2.11%	2.09%
港股	10	202.56	-3.97			
恒生国企	2	2.34	-0.06	0.40%	0.81%	6.45%
陆港通	4	16.94	-0.43	0.09%	0.94%	1.03%
恒生指数	3	177.22	-3.37	-0.92%	-1.00%	1.96%
香港证券	1	6.06	-0.11	-1.19%	-1.27%	10.92%
Smart Beta	18	55.90	2.11	3.03%	3.22%	6.17%
商品	4	199.85	0.91	0.15%	-2.00%	-5.30%
期货	3	11.07	0.20	-0.80%	-1.49%	-13.75%
债券	10	177.23	-0.09			
地方政府债	3	102.39	-0.22	-0.03%	8.49%	10.04%
公司债	1	53.58	-0.29	0.39%	0.39%	0.39%
国债	4	14.77	0.32	-2.93%	-4.03%	-4.69%
信用债	1	0.27	0.00	0.00%	0.00%	0.00%
可转债及可交债	1	6.22	0.10	-1.61%	-3.22%	-3.22%
QDII	11	87.97	-0.68	0.07%	0.23%	1.71%
RQFII	6	257.66	1.88	1.08%	2.15%	7.22%

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）	323.63	226.91			
创业板	175.60	85.99	0.70%	-3.15%	-10.27%
创业板50	85.46	106.96	3.58%	-2.14%	-3.77%
创业板TH	33.21	15.68	-2.43%	-8.73%	-5.08%
创业ETF	13.80	11.26	-2.31%	-4.96%	-11.20%
创业板EF	15.57	7.01	1.52%	1.45%	-0.50%
科技（行业综合）	945.81	741.42			
5GETF	344.58	303.22	-3.94%	-10.64%	-12.91%
芯片ETF	161.33	147.74	-14.53%	-14.68%	-16.29%
科技ETF	125.27	86.84	-0.92%	-3.79%	-11.95%
半导体50	127.81	61.63	2.89%	3.16%	-0.82%
半导体	57.52	30.04	0.37%	-1.70%	-2.05%
芯片基金	41.60	39.18	-15.14%	-15.66%	-17.05%
科技50	25.24	20.47	-1.63%	-6.95%	-7.54%
信息技术	21.34	16.53	0.12%	1.35%	0.85%
信息ETF	14.34	13.02	-2.22%	-0.84%	-0.19%
科技100	7.20	5.77	-1.20%	-2.53%	-10.27%
5G50ETF	8.75	7.99	-28.40%	-30.20%	-40.58%
中证科技	10.82	9.00	-0.88%	0.00%	2.74%
科技（单行业）	106.84	101.32			
通信ETF	34.48	29.90	-4.35%	-2.80%	-10.61%
传媒ETF	18.67	21.69	-0.62%	-0.34%	4.63%
电子ETF	25.49	25.16	-10.84%	-8.51%	-11.09%
计算机	28.20	24.57	-2.94%	-1.76%	129.96%
消费（行业综合）	56.03	22.05			
消费ETF	47.97	14.26	1.64%	4.78%	0.60%
消费50	8.06	7.79	-3.47%	-5.11%	-5.80%
消费（医药生物）	75.94	56.83			
医药	25.19	15.42	-2.59%	-3.62%	-4.58%
生物医药	11.84	7.63	-2.55%	-2.31%	8.54%
创新药	30.89	28.87	-0.06%	-4.47%	-41.29%
医疗ETF	8.03	4.91	-10.16%	-22.31%	-29.81%
消费（家电）	7.65	7.97			
家电ETF	7.65	7.97	-0.25%	0.00%	-3.04%
金融地产	439.93	419.71			
证券ETF	181.95	189.33	1.40%	1.25%	-3.40%
券商ETF	112.86	123.34	1.87%	2.49%	4.40%

金融ETF	40.93	8.05	0.31%	5.99%	2.81%
银行ETF	29.15	29.13	0.63%	-5.12%	-9.10%
证券基金	31.27	33.38	6.59%	9.08%	12.98%
非银ETF	17.66	8.45	0.24%	0.00%	-0.82%
龙头券商	11.53	12.13	1.76%	3.67%	1.85%
金融	10.14	10.52	3.65%	9.01%	15.73%
地产ETF	4.45	5.38	-0.09%	-4.10%	-5.95%
周期	7.38	10.97			
有色ETF	7.38	10.97	0.00%	0.00%	0.00%
制造（国防军工）	72.33	71.18			
军工ETF	19.17	22.90	-4.46%	-6.57%	-3.33%
军工龙头	53.16	48.28	-1.23%	-1.63%	-3.71%
新能源产业链	180.29	194.50			
新汽车	108.44	125.08	-1.15%	-4.85%	-6.07%
新能源车	71.84	69.42	-7.83%	-9.84%	-17.58%
总计	2233.21	1874.68			

资料来源：Wind，长江证券研究所

基金的份额和存量资金流变化跟踪上，四月份以来虽然科技板块持续反弹但是各分类产品份额在持续下滑，仅金融地产类 ETF 份额有所上升，而在各个主要板块强势反弹行情下金融地产相对弱势。根据前期专题研究《资金流跟踪系列三：基金份额的变化是有效的择时指标吗？》的分析结果，**基金份额变化往往与对应板块走势呈负相关性，机构投资者占比较高的基金持有人“高抛低吸”风格也与现阶段基金份额下滑的表现较为一致。**

本周规模增长排名靠前的 ETF 如下表所示：

表 4：本周（2020/05/04 至 2020/05/08）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日申赎金额	最新份额	5日份额变动率
512760.SH	半导体50	2019-05-16	127.81	9.28	61.63	2.89%
159915.SZ	创业板	2011-09-20	175.60	5.41	85.99	0.70%
515050.SH	5GETF	2019-09-17	295.51	5.24	252.79	-2.29%
512880.SH	证券ETF	2016-07-26	181.95	5.13	189.33	1.40%
159949.SZ	创业板50	2016-06-30	85.46	4.71	106.96	3.58%
512000.SH	券商ETF	2016-08-30	112.86	3.64	123.34	1.87%
512480.SH	半导体	2019-05-08	57.52	3.02	30.04	0.37%
515000.SH	科技ETF	2019-07-22	117.81	2.99	80.14	-0.05%
512900.SH	证券基金	2017-03-10	31.27	2.31	33.38	6.59%
510050.SH	50ETF	2004-12-30	411.21	2.09	143.63	0.13%

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产品中以行业 ETF 为主，得益于科技板块的强势行情，半导体 50、创业板、5GETF 等都有较多的资金净流入，此外集中在券商 ETF，多是由于份额有较大幅度的提升。

基金仓位跟踪

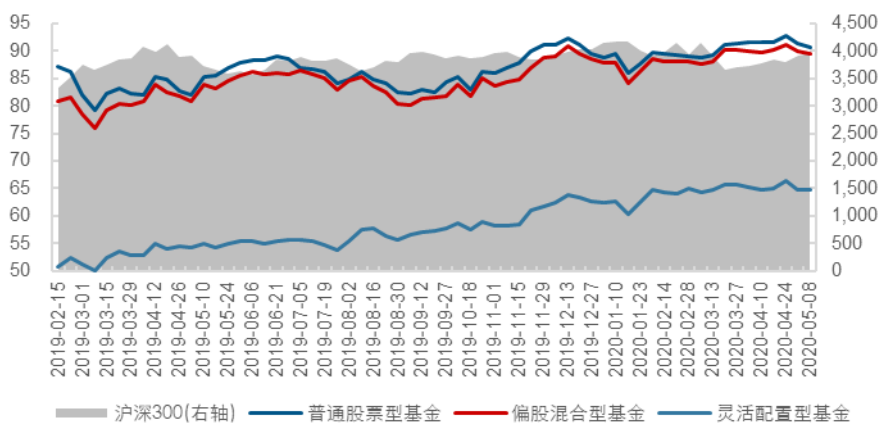
基金仓位是指基金的持股市值占其资产净值总额的比例，体现的是机构投资者在股市中的参与度。基金仓位的测算方法如下：

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 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均呈下滑趋势。

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	90.60	89.42	64.79
8 周均线	91.44	90.01	65.32
差值	-0.84	-0.58	-0.53

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

两会前后资金流维度的变化

4 月底两会时间确定，今年由于疫情影响两会时间推迟到 5 月 21 日、22 日两天召开，历来两会前后叠加上市公司年报和一季报公布窗口对于市场走势多有扰动，以往两会前正处于业绩空档期，两会召开可能传达的政策信号会引起广泛关注使得市场进入预热阶段，出现所谓的“春季躁动”行情。今年与往年有较大的区别，两会召开时间点处于业绩披露期后，疫情对于上市公司及行业的影响成为核心关注点，而两会召开后业绩披露对于分子端的影响基本消化完毕，市场进入迷茫期的背景下，两会的会议期间的政策定调显得更为重要。因此大概率与往常的“预热”——“震荡”——“回归基本面”的演绎路径不同。

历年两会前后大盘、行业及代表性风格演绎

选取 2005 年至 2019 年 15 年期间的数据为历史样本，开幕时间和闭幕时间选择全国人民代表大会和中国人民政治协商会议中较早开幕时间和较晚闭幕时间，关注在开幕前一个月、两会期间、闭幕后一个月大盘、行业及主要代表性风格走势，并且从资金维度初步来看是否能解释所呈现的行业配置和风格上的演绎路径。

两会前后大盘走势

表 6：历年两会前后一个月（交易日）及期间几大指数走势

两会开幕时间	两会闭幕时间	上证综指			沪深300			创业板		
		前一个月	期间	后一个月	前一个月	期间	后一个月	前一个月	期间	后一个月
2005/3/3	2005/3/14	3.34%	0.47%	-4.31%	2.39%	0.95%	-3.94%			
2006/3/3	2006/3/16	3.29%	-0.89%	6.65%	2.85%	-1.06%	8.71%			
2007/3/3	2007/3/15	1.65%	4.24%	21.06%	10.45%	5.45%	22.02%			
2008/3/3	2008/3/18	1.25%	-15.63%	-18.99%	-18.54%	-19.48%	-17.47%			
2009/3/3	2009/3/13	2.97%	1.69%	17.80%	7.21%	1.88%	19.90%			
2010/3/3	2010/3/14	5.53%	-1.94%	5.07%	2.76%	-2.36%	5.28%			
2011/3/3	2011/3/14	4.02%	0.82%	3.71%	6.06%	0.61%	3.27%	3.42%	1.71%	-7.73%
2012/3/3	2012/3/14	6.41%	-2.82%	-3.93%	4.78%	-2.79%	-3.75%	13.87%	-0.16%	-9.27%
2013/3/3	2013/3/17	-1.09%	-3.44%	-3.71%	-5.47%	-4.83%	-3.20%	14.03%	-3.50%	1.59%
2014/3/3	2014/3/13	1.24%	-1.81%	6.65%	-3.93%	-1.77%	7.40%	-2.10%	0.14%	-2.53%
2015/3/3	2015/3/15	4.31%	1.10%	21.09%	7.86%	0.46%	21.09%	15.61%	4.13%	18.01%
2016/3/3	2016/3/16	4.01%	0.73%	7.46%	4.35%	1.27%	6.42%	-3.29%	-1.99%	15.66%
2017/3/3	2017/3/15	1.87%	0.36%	0.21%	2.23%	0.83%	0.86%	2.23%	1.95%	-3.60%
2018/3/3	2018/3/20	-5.58%	1.11%	-6.33%	-3.96%	1.52%	-7.69%	4.40%	5.23%	-3.26%
2019/3/3	2019/3/15	15.84%	0.93%	6.26%	16.97%	-0.13%	7.49%	27.68%	6.04%	1.01%

资料来源：Wind，长江证券研究所

首先从时间节奏上看，在两会前、中、后期行情明显有区别：

- 1) **两会前一个月，几大指数大概率收得正收益率**，上证指数仅在 2013 年和 2018 年无绝对收益，与以往春节假期后出现的“春季躁动”行情也较为契合；
- 2) **两会期间，市场较前期逐渐弱势**，15 年中有 6 年出现下跌，其余阶段的涨幅也较前期出现幅度上的缩减；

- 3) **两会后一个月，表现出来的市场波动变大**，15 年中上证指数 5 年出现下跌，无论是跌幅还是其余阶段的涨幅都大概率超过前期和中期。

其次，从各个指数代表的风格差异上看，有相同点也有区别：

- 1) 三大指数在上涨概率上表现出来的都是**前期上涨概率较高，期间波动渐弱，后期振幅加大**的特征；
- 2) 创业板相对成立时间较短，但是跟踪其成立的 9 年内，两会后期有 5 年出现下跌，比同期的沪深 300 下跌概率更高；相反，在两会前的业绩空窗期，出于对政策预期市场往往风险偏好较高，创业板仅在 2014 年和 2016 年出现小幅调整，上涨概率高于沪深 300 且其余阶段涨幅也大多高于 300 涨幅。

两会前后行业和风格配置演绎

使用申万一级行业作为分类标准，统计各个行业在两会前、中、后期的涨跌表现，从收益均值、中位数及上涨概率来看：

图 6：两会前、中、后期各个行业涨跌幅中位数、平均值及上涨概率

两会前一个月				两会期间				两会后一个月			
行业	中位数	平均值	上涨概率	行业	中位数	平均值	上涨概率	行业	中位数	平均值	上涨概率
综合	10.21%	10.03%	86.67%	医药生物	1.36%	0.48%	53.33%	房地产	8.07%	6.19%	73.33%
电子	8.48%	8.96%	93.33%	食品饮料	1.25%	0.23%	66.67%	建筑材料	7.81%	6.16%	73.33%
建筑材料	8.30%	8.39%	86.67%	商业贸易	1.23%	-0.23%	60.00%	国防军工	6.96%	4.77%	66.67%
有色金属	8.07%	8.48%	86.67%	机械设备	1.17%	-0.95%	53.33%	交通运输	6.20%	5.82%	66.67%
汽车	7.76%	8.69%	100.00%	电气设备	0.61%	-0.93%	53.33%	采掘	6.09%	6.02%	73.33%
农林牧渔	7.30%	8.50%	93.33%	化工	0.43%	-0.23%	53.33%	建筑装饰	6.00%	6.86%	66.67%
医药生物	7.24%	6.82%	100.00%	汽车	0.32%	-1.67%	53.33%	家用电器	6.00%	4.11%	73.33%
计算机	6.54%	7.99%	86.67%	国防军工	0.28%	-2.35%	53.33%	汽车	5.69%	3.43%	60.00%
休闲服务	6.33%	6.16%	93.33%	计算机	0.27%	-0.12%	53.33%	非银金融	5.51%	6.08%	66.67%
电气设备	6.30%	7.72%	93.33%	钢铁	0.20%	-2.21%	53.33%	食品饮料	4.90%	4.25%	66.67%
房地产	6.29%	4.52%	73.33%	休闲服务	0.14%	0.05%	53.33%	计算机	4.64%	4.58%	66.67%
钢铁	5.97%	5.51%	86.67%	家用电器	0.03%	-0.89%	53.33%	公用事业	4.54%	3.14%	66.67%
纺织服装	5.92%	7.83%	86.67%	建筑装饰	0.03%	-1.20%	53.33%	轻工制造	4.21%	4.90%	60.00%
家用电器	5.79%	6.82%	86.67%	有色金属	-0.03%	-1.34%	46.67%	商业贸易	3.99%	4.80%	53.33%
化工	5.71%	7.02%	100.00%	公用事业	-0.14%	-1.42%	46.67%	综合	3.78%	4.31%	60.00%
国防军工	5.12%	7.02%	93.33%	房地产	-0.28%	-0.80%	46.67%	化工	3.77%	4.76%	60.00%
公用事业	5.07%	6.53%	93.33%	传媒	-0.30%	-0.79%	46.67%	银行	3.57%	4.70%	66.67%
商业贸易	4.75%	5.65%	86.67%	建筑材料	-0.32%	-1.18%	40.00%	休闲服务	3.43%	4.77%	60.00%
建筑装饰	4.75%	4.91%	80.00%	纺织服装	-0.37%	0.01%	46.67%	钢铁	3.12%	4.28%	60.00%
轻工制造	4.64%	7.21%	93.33%	电子	-0.47%	-0.06%	46.67%	有色金属	3.08%	5.59%	66.67%
机械设备	4.63%	6.22%	93.33%	交通运输	-0.55%	-0.90%	40.00%	机械设备	2.80%	5.19%	53.33%
采掘	4.47%	3.31%	66.67%	通信	-0.59%	-0.88%	46.67%	纺织服装	2.51%	4.84%	60.00%
通信	4.45%	5.94%	80.00%	非银金融	-0.68%	-1.67%	46.67%	农林牧渔	1.52%	3.88%	53.33%
食品饮料	3.53%	5.03%	86.67%	银行	-0.81%	-1.55%	33.33%	通信	1.14%	0.61%	53.33%
传媒	3.51%	5.69%	66.67%	采掘	-1.17%	-1.39%	33.33%	电子	1.01%	3.56%	60.00%
交通运输	2.92%	4.58%	86.67%	综合	-1.43%	0.08%	40.00%	电气设备	0.79%	5.41%	53.33%
银行	1.98%	0.97%	60.00%	轻工制造	-1.47%	-0.21%	46.67%	医药生物	0.68%	4.40%	53.33%
非银金融	-0.18%	2.45%	46.67%	农林牧渔	-2.28%	-1.93%	26.67%	传媒	0.18%	1.35%	53.33%

资料来源：Wind，长江证券研究所

从一级行业走势来看，时间节奏上看：

- 1) 两会前一个月除了非银金融之外，其余所有行业上涨概率均超过 50%，医药、化工在过去十五年期间每年均能获取绝对收益，结合上涨概率和涨跌平均幅度综合来看，**电子、汽车、农业、医药确定性较强，涨幅也较大**；
- 2) 两会期间，行业上涨概率普遍下滑，超过半数行业大概率下跌，相对抗跌的行业有医药、食品饮料及商业贸易；

- 3) **两会后一个月，行业多出现反弹，但是难以达到两会前期的火热阶段**，上涨概率均能超过 50%不过涨幅普遍有所收敛。具体行业上，**仍然能持续两会前表现的行业有建材、汽车、食品饮料等**，而农业、电子、医药在这个阶段排名垫底。

选取几大有代表性的行业比较其相对排名的变化，以 TMT 板块的电子、计算机、传媒、通信及消费中农业、家电、食品饮料、医药 8 个行业加上建材和非银在所有行业中相对排名进行比较：

图 7：两会前一个月几大行业收益率相对排名

	电子	计算机	传媒	通信	农林牧渔	家用电器	食品饮料	医药生物	建筑材料	非银金融
2005	18	13	16	25	2	20	19	17	15	14
2006	25	27	22	28	12	9	1	18	5	21
2007	8	23	27	11	3	10	26	15	7	25
2008	8	5	21	28	1	20	17	4	12	27
2009	11	24	27	21	9	4	6	8	2	25
2010	2	10	6	23	4	20	28	18	16	27
2011	9	20	18	12	11	1	26	22	2	14
2012	4	5	2	19	15	1	16	20	9	25
2013	3	5	1	13	15	18	14	2	19	22
2014	10	8	28	13	19	24	18	11	21	27
2015	11	1	2	4	24	16	25	18	21	22
2016	20	28	27	26	6	18	11	21	4	17
2017	7	13	25	8	24	2	4	22	3	28
2018	2	1	5	3	21	22	23	8	20	27
2019	1	2	4	3	6	27	21	10	14	5

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：两会期间几大行业收益率相对排名

	电子	计算机	传媒	通信	农林牧渔	家用电器	食品饮料	医药生物	建筑材料	非银金融
2005	16	13	11	26	22	10	2	7	15	28
2006	22	25	28	14	27	9	15	19	11	16
2007	14	3	2	28	22	7	24	10	5	15
2008	5	17	20	4	12	23	2	13	26	7
2009	12	13	18	5	28	25	27	14	26	4
2010	24	25	22	26	28	15	16	23	10	2
2011	7	12	19	10	28	15	8	5	1	24
2012	9	11	14	18	10	26	1	7	27	13
2013	3	8	20	1	24	13	4	5	27	26
2014	14	27	12	18	21	15	1	5	6	28
2015	11	8	14	21	4	24	18	7	13	28
2016	19	21	8	6	22	12	3	10	23	2
2017	2	5	19	7	26	1	3	12	8	25
2018	6	2	9	7	22	12	19	1	4	3
2019	10	3	8	12	1	19	24	11	13	27

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：两会后一个月几大行业收益率相对排名

	电子	计算机	传媒	通信	农林牧渔	家用电器	食品饮料	医药生物	建筑材料	非银金融
2005	27	26	18	25	20	17	2	10	19	7
2006	15	14	10	28	13	24	19	11	17	1
2007	19	27	26	28	20	24	17	5	15	22
2008	25	23	26	6	2	10	9	17	16	3
2009	6	3	15	26	22	10	24	28	14	7
2010	1	2	5	25	13	24	23	3	16	22
2011	27	28	17	26	19	13	20	18	5	9
2012	25	22	26	21	23	11	4	16	13	1
2013	8	4	5	16	23	2	13	9	3	21
2014	16	27	28	21	24	6	11	26	1	2
2015	16	8	28	19	20	27	24	6	11	12
2016	5	3	12	15	14	27	26	16	10	20
2017	16	25	28	27	17	10	9	14	1	19
2018	18	2	25	6	4	28	19	3	23	26
2019	27	21	28	26	10	3	1	15	6	16

资料来源：Wind，长江证券研究所

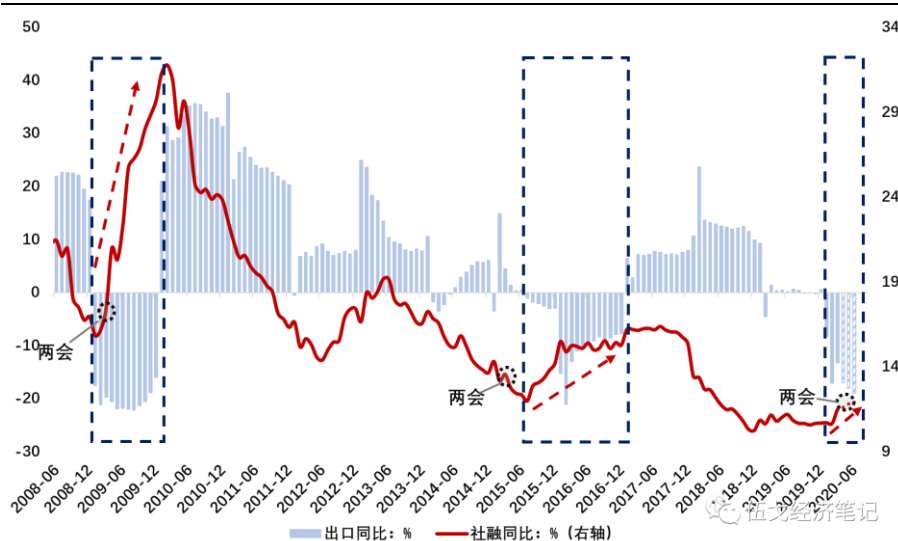
比较选取的十个行业在时间序列上及所代表的不同风格上的收益排名变化，可以得到以下结论：

- 1) 时间序列上看，行业在前、中、后期相对收益排名发生了一些变化，典型的是 TMT 板块的在两会前期相对较高风险偏好下带来的火热行情更多是在 2012 年及之后，而农业的相对排名靠前的阶段集中在这之前；非银则是稳定的在两会前期收益排名靠后。
- 2) 从行业背后所代表的风格上看，两会前后相对排名发生逆转的情况多有发生，尤其是近几年，18 年和 19 年都有非常典型的在两会前夕以电子、计算机、传媒、通信占优转为两会后期家电、食品饮料排名靠前的情况，风格上由偏成长转为偏价值的特征也与两会前后“政策预热+业绩空窗期”VS“政策落地+业绩密集公布”的背景转变有关。
- 3) 结合上面特征，**今年由于两会时间的变化，目前虽然处于两会前期但是上市公司业绩已然落地，大概率不会重复以往风格演绎路径，而成长在现阶段的强势或会在此背景下进一步得到强化。**

两会前后资金维度变化

在 08 年、15 年期间出口同比持续下滑外需萎缩的背景下，以社融同比这一指标作为资金总量维度上的衡量，两会后社融同比均出现了较大幅度上行，带来了总量层面上资金流维度的宽松环境。今年同样面临着出口下滑外需不足的大环境，虽然造成的原因有差异，但是后续政策值得期待。

图 10：两会有多重要？



资料来源：Wind，《预见经济：伍月》，长江证券研究所

而基于以往经验投资者对于政策的宽松预期往往在两会前夕就有所体现，对应的是上一部分提到的大盘走势上的“春季躁动”行情以及行业、风格配置上的对于分母端变化较为敏感的成长板块，不过今年由于时间节奏上的差异以及全球疫情的影响，行业业绩所代表的基本面维度已然尘埃落定，再加上二季度以来政策边际影响减弱，使得两会期间政策的定调变得尤为值得关注，

除了代表内部资金面的总量指标，外资的变化可以参考北上资金在两会前后的净流入流出节奏。

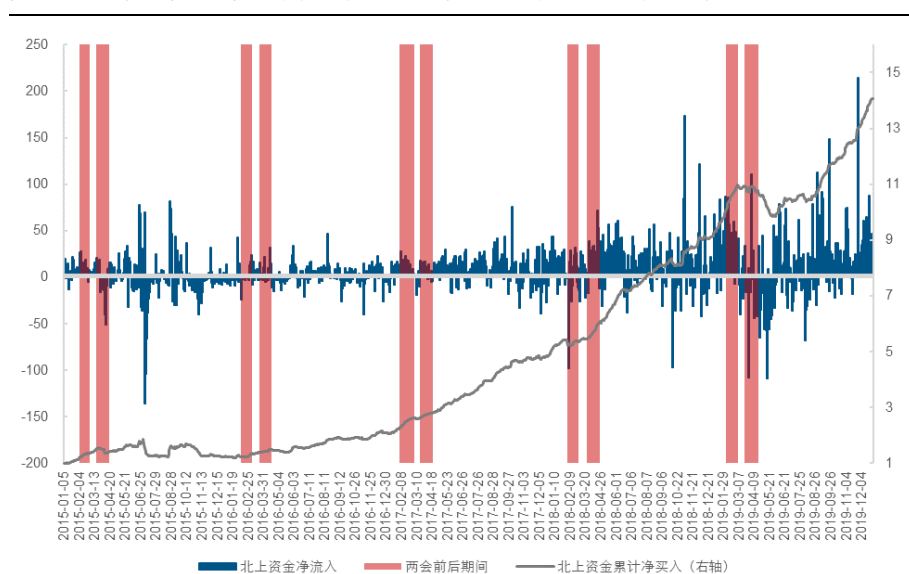
表 7：历年两会前后一个月（交易日）及期间北上资金总量及沪股通、深股通日均净流入（亿元）

两会开幕时间	两会闭幕时间	北上资金			沪股通			深股通		
		前一个月	期间	后一个月	前一个月	期间	后一个月	前一个月	期间	后一个月
2015/3/3	2015/3/15	10.88	6.79	-2.47						
2016/3/3	2016/3/16	2.14	2.25	5.94						
2017/3/3	2017/3/15	13.54	-2.14	7.54	7.41	-7.44	3.69	6.13	5.30	3.85
2018/3/3	2018/3/20	-1.71	3.99	20.22	-5.88	37.29	12.68	4.17	10.60	7.54
2019/3/3	2019/3/15	39.63	2.95	-6.19	19.06	-2.10	-0.30	20.57	5.05	-5.89

资料来源：Wind，长江证券研究所

从北上资金整体的节奏上看，**每年在两会期间日均资金体量绝对值大概率低于两会前后**，而两会前后资金流入流出的节奏并未呈现出明显的规律；在深股通开通之后，资金通过深股通渠道的流入更为稳定，在 2018 年沪深 300 和创业板走势出现较大分化的阶段，北上资金在深股通和沪股通上的流向也发生了分化，两会前期仅在深股通渠道上有净流入，期中和后期则更多是通过沪股通净流入。

图 11：北上资金在两会前后净流入情况（北上资金累计净买入基数设为 1 亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

从总体流入流出节奏上看，北上资金出现资金流较大幅度异动往往是受到实质性的事件影响如 2016 年年底深股通开通、2018 年 5 月份陆股通扩容以及今年一季度全球资本市场波动，所以两会的前后阶段并未出现资金流幅度上的较大变化，但是较为明显的是资金在两会期间波动不大，两会前、后期则相对会形成一致性净流入或净流出波动幅度相对较大。

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。下表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	23.29	600519.SH	贵州茅台	1387.97
002572.SZ	索菲亚	23.10	000333.SZ	美的集团	643.07
300347.SZ	泰格医药	22.93	000651.SZ	格力电器	534.86
600009.SH	上海机场	21.21	601318.SH	XD中国平	510.70
603713.SH	密尔克卫	19.04	000858.SZ	五 粮 液	493.19
600201.SH	生物股份	18.37	600276.SH	恒瑞医药	488.52
601901.SH	方正证券	17.81	600036.SH	招商银行	324.39
000538.SZ	云南白药	16.93	600585.SH	海螺水泥	250.91
000333.SZ	美的集团	16.73	601888.SH	中国国旅	247.96
000651.SZ	格力电器	15.72	000001.SZ	平安银行	236.46

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。下表中列出了本周净流入量排名前十的个股和行业。**行业配置上看，本周北上回归到前期重仓配置行业食品饮料、医药、家电、银行、非银及电子，集中配置了消费和科技板块。**

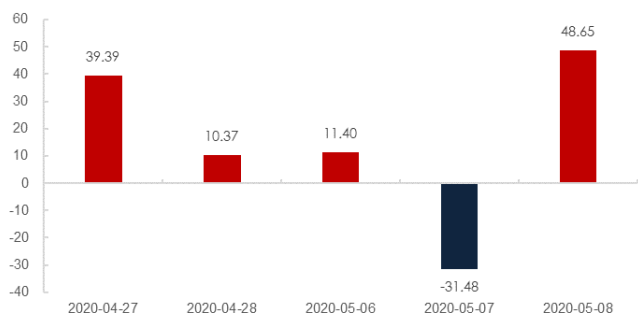
表 9：前十大资金流入个股和前十大资金流入行业

代码	名称	资金净流入(亿)	行业	标的数量	资金净流入(亿)
600519.SH	贵州茅台	1372.59	食品饮料	61	2779.42
000333.SZ	美的集团	618.87	医药	185	1929.66
601318.SH	中国平安	516.56	家电	33	1392.84
000651.SZ	格力电器	511.59	银行	33	1165.08
600276.SH	恒瑞医药	485.35	非银行金融	59	998.71
000858.SZ	五粮液	476.89	电子	128	920.44
600036.SH	招商银行	321.23	计算机	122	560.57
603288.SH	海天味业	246.07	机械	116	487.93
600585.SH	海螺水泥	245.73	电力设备及新能源	126	470.34
601888.SH	中国国旅	241.48	建材	38	437.45

资料来源：天软科技，长江证券研究所

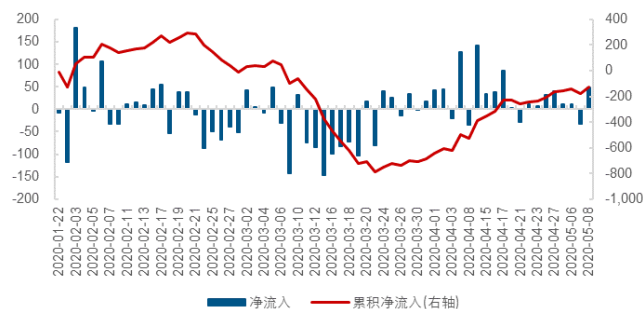
北上资金具有很好的外资资金流向指标的性质。图 12 列出了近一周的北上资金净流入情况，图 13 展示了近 63 天，北上资金的每日净流入和累积净流入。**本周北上资金只有三个交易日，仅 5 月 7 日随着大盘回调有小幅资金净流出。**

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

近期新发基金产品跟踪

本周较上周无新增待发行 ETF，以下仍是上周统计的 6 只待发行 ETF 产品，如下表所示：

表 10: 本周待发行 ETF 产品

基金代码	基金简称	发行日期	基金分类
159808.OF	融通创业板ETF	2020-04-30	科技（指数）
159816.OF	鹏华中证0-4年期地方政府债ETF	2020-04-30	地方政府债
515613.OF	中银中证800ETF	2020-04-30	宽基（中盘）
510573.OF	兴业中证500ETF	2020-05-06	宽基（中盘）
515503.OF	海富通中证长三角领先ETF	2020-05-06	区域主题
511183.OF	海富通上证投资级可转债ETF	2020-05-08	可转债及可交债

资料来源: Wind, 长江证券研究所

本周新增两只新上市及待上市 ETF 产品，如下表所示：

表 11: 本周（05/04~05/08）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)
515130.SH	博时沪深300ETF	2020-05-11	2.65
515690.SH	鹏华中证高股息龙头ETF	2020-05-13	2.23

资料来源: Wind, 长江证券研究所

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。