下载日志已记录，仅供内部参考

策略研究

证券研究报告

投资策略



# ETF 流入流出带来的 A 股择时机会

## ——A 股市场投资策略专题报告

分析师： 宋亦威 SAC NO: S1150514080001 2026 年 9 月 24 日

证券分析师

宋亦威

022-23861608

songyw@bhzq.com

严佩佩

022-23839070

SAC NO:S1150520110001

yanpp@bhzq.com

投资要点：

- 近年来，交易型开放式指数基金（简称 ETF 基金）逐渐成为股票市场的重要参与途径，该类型基金的快速增长，与机构的配置行为有关。中长期资金的买入行为，使得股票型 ETF 基金的变化越来越成为 A 股市场流动性环境影响因素。由此，我们也基于股票型 ETF 的规模变化，进行 A 股市场的择时机会探讨。

- 我们重点研究 ETF 流入流出变化对市场核心宽基指数的影响。基于不同交易日的全口径股票型 ETF 基金流入流出规模进行排序分组，按照流入流出的强弱划分出 10 个组别。统计不同组别在持有 5、10、20、60 个交易日的上证指数、同花顺全 A 指数涨跌幅。统计结果显示，无论是上证指数还是同花顺全 A 指数都在持有 20、60 个交易日阶段呈现更好的收益率和胜率。而基于组序和持有期收益情况，上证指数、同花顺全 A 都在持有 20、60 个交易时，具有更好的单调性。这也意味着投资者如果基于股票型 ETF 基金流入流出规模变化去做投资参照，其对短期市场博弈价值不大，但对中期配置价值较大。

- 对于信号的连续强化问题，流入环节，首次出现百亿及以上规模的 ETF 流入，即可作为积极信号，后续连续流入作为确认信号，不必等待连续信号才入场。而流出环节，首次 ETF 流出百亿规模及以上可作为弱预警或观察信号，连续两个及以上交易日流出，则升级为较强的风险预警信号。

- 结合估值与换手率情况，对于百亿级的 ETF 流入流出而言，低估值对流入、高估值对流出都有着较好的信号优化作用，特别是低估值下的百亿级流入，对收益的增幅效果最大。对于换手率而言，我们基于 250 日滚动历史分位数，在百亿级 ETF 流入的情形下低换手组有更高的平均涨幅，但高换手组在平均收益上与中换手组并无明显差异，但胜率上更低，或与高换手阶段多对应市场情绪亢奋期有关，其往往处于波动更剧烈的阶段。在百亿级 ETF 流出方面，换手率对流出信号起到调节作用，换手越高、流出后收益越低，尾部越深，这也正好与流入+低换手的组合相对应。

- 在买入择时方面，应遵循先识别资金流入事件、再判断市场位置、并辅以换手特征的顺序决定是否持仓。估值变量用于刻画市场所处的价格水平，是在确认触发信号的第一道筛选条件；换手率变量用于补充识别中等估值区间内的交易拥挤度，是第二道筛选条件。在卖出择时方面，则应在出现 ETF 的流出事件后，估值决定该不该怕，换手决定怕到什么程度，连续流出作为是否应立刻行动的决策依据。

- 风险提示：机构入市方式存在变化的风险、可参照历史数据过短的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 目　录

1. ETF 基金逐渐成 A 股市场的重要流动性供给来源 ..... 4
2. ETF 基金流入流出及市场影响 ..... 4
2.1 基于全口径 ETF 基金流入流出规模的分组 ..... 4
2.2 不同分组的持有回报 ..... 5
2.3 尾部策略与独立、非独立事件的分析 ..... 6
3. 中央汇金系重点持仓品种流入特征的信号作用 ..... 8
4. 估值与成交信号 ..... 9
5. 基于股票型 ETF 百亿级流入流出的择时决策路径 ..... 11

下载日志已记录，仅供内部参考



# 图 目 录

图 1：股票 ETF 发行情况.....4
图 2：股票 ETF 的份额及规模情况.....4
图 3：组序与上证指数持有收益的斯皮尔曼等级相关系数.....6
图 4：组序与同花顺全 A 持有收益的斯皮尔曼等级相关系数.....6
图 5：中央汇金系持仓股票型 ETF 的交易所结构.....8
图 6：中央汇金系持仓股票型 ETF 的指数大类结构.....8
图 7：百亿级 ETF 流入信号下的决策路径.....11
图 8：百亿级 ETF 流出信号下的决策路径.....12

# 表 目 录

表 1：全口径股票型 ETF 基金流入流出分组情况.....5
表 2：全口径股票型 ETF 基金流入流出分组的上证指数不同持有期表现.....5
表 3：全口径股票型 ETF 基金流入流出分组的同花顺全 A 指数不同持有期表现.....6
表 4：独立事件与非独立事件情况下 ETF 大幅流入流出后的指数持有收益.....7
表 5：多次信号下 ETF 大幅流入流出后的指数持有收益.....8
表 6：汇金系重点持仓 ETF 流入流出不同占比下的指数涨幅和胜率情况.....9
表 7：基于动态市盈率历史分位数分组下 ETF 大幅流入流出信号的指数涨幅和胜率情况.....10
表 8：基于换手率历史分位数分组下 ETF 大幅流入流出信号的指数涨幅和胜率情况.....10
表 9：策略规则和含义.....12

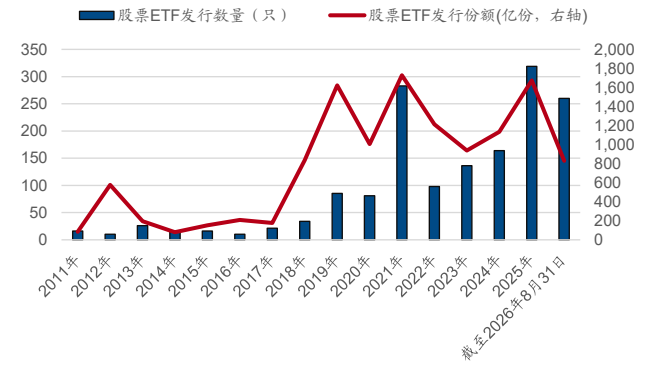
下载日志已记录，仅供内部参考



# 1. ETF 基金逐渐成 A 股市场的重要流动性供给来源

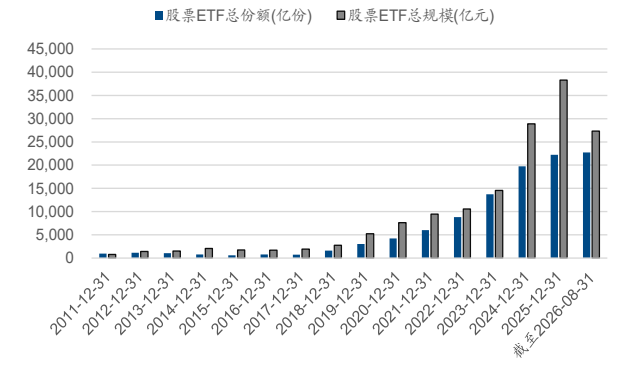
近年来，交易型开放式指数基金（简称 ETF 基金）逐渐成为股票市场的重要参与途径，该类型基金的快速增长，与机构的配置行为有关，社保、保险、企业年金等中长期资金持续通过 ETF 基金等渠道，增大 A 股市场的配置规模。这使得股票型 ETF 的变化越来越成为 A 股市场流动性的重要影响因素。由此，我们也基于股票型 ETF 的规模变化，进行 A 股市场择时机会的探讨。

**图 1：股票 ETF 发行情况**




*资料来源：iFinD，渤海证券研究所*

**图 2：股票 ETF 的份额及规模情况**




*资料来源：iFinD，渤海证券研究所*

# 2. ETF 基金流入流出及市场影响

## 2.1 基于全口径 ETF 基金流入流出规模的分组

伴随 2024 年 926 政治局会议对“要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点”的政策部署，股票型 ETF 基金对资本市场平稳健康发展的作用不断加强。因此我们将视野聚焦于 2024 年后的股票型 ETF 变化，研究其规模流入流出对市场核心宽基指数的影响。

在 ETF 基金的选择上，我们将研究标的集中于 A 股相关的 ETF 基金（剔除标普、富时、恒生、MSCI 等指数跟踪类型的 ETF 基金），对每日的资金流入流出进行加总，并进一步基于不同交易日的全口径流入流出规模进行排序分组，按照流入流出的强弱划分出 10 个组别。其中最强流入组（组 10）和最强流出组（组 1）的流入、流出规模都在百亿规模及以上。

下载日志已记录，仅供内部参考



表 1：全口径股票型 ETF 基金流入流出分组情况

| 分组 | 净流入区间（亿元） | 净流入中位数（亿元） |
|---|---|---|
| 组 1(最强流出) | [-1,304.4, -143.2] | -223.20 |
| 组 2 | (-143.2, -76.8] | -100.40 |
| 组 3 | (-76.8, -43.5] | -58.90 |
| 组 4 | (-43.5, -21.8] | -33.60 |
| 组 5 | (-21.8, -4.4] | -11.70 |
| 组 6 | (-4.4, +16.8] | +8.70 |
| 组 7 | (+16.8, +41.9] | +26.90 |
| 组 8 | (+41.9, +76.8] | +60.00 |
| 组 9 | (+76.8, +123.0] | +97.60 |
| 组 10(最强流入) | (+123.0, +1,017.5] | +204.50 |

*资料来源：iFinD，渤海证券研究所*

## 2.2 不同分组的持有回报

在依照全口径的股票型 ETF 基金流入流出规模进行排序分组后，我们分别统计不同组别在持有 5、10、20、60 个交易日的上证指数、同花顺全 A 指数涨跌幅（买入日为 T+1 日的指数开盘价）。统计结果显示，无论是上证指数还是同花顺全 A 指数都在持有 20、60 个交易日阶段呈现更好的策略表现，收益率差异度更大，且胜率表现更好。但在持有期较短的情况下，则收益差异性和胜率特征表现欠佳。

表 2：全口径股票型 ETF 基金流入流出分组的上证指数不同持有期表现

| 分组 | 上证指数持有 5 日均值涨跌幅% | 上证指数持有 5 日胜率% | 上证指数持有 10 日均值涨跌幅% | 上证指数持有 10 日胜率% | 上证指数持有 20 日均值涨跌幅% | 上证指数持有 20 日胜率% | 上证指数持有 60 日均值涨跌幅% | 上证指数持有 60 日胜率% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **组 1(最强流出)** | +0.31 | 60.00 | +0.15 | 53.85 | **-0.44** | **47.46** | **-1.66** | **24.49** |
| 组 2 | +0.33 | 64.52 | +0.89 | 71.67 | +1.36 | 75.86 | +1.41 | 62.07 |
| 组 3 | +0.27 | 60.94 | +0.33 | 68.75 | +0.87 | 67.74 | +3.30 | 74.14 |
| 组 4 | +0.27 | 56.25 | +0.27 | 52.38 | +0.60 | 55.56 | +2.78 | 61.29 |
| 组 5 | -0.27 | 46.88 | -0.05 | 48.44 | +0.48 | 54.69 | +2.04 | 57.81 |
| 组 6 | +0.16 | 63.49 | +0.69 | 60.32 | +1.68 | 60.32 | +5.34 | 75.41 |
| 组 7 | +0.45 | 56.92 | +1.02 | 44.62 | +1.10 | 47.69 | +4.12 | 64.06 |
| 组 8 | +0.48 | 56.25 | +0.56 | 53.13 | +1.82 | 56.25 | +5.01 | 66.67 |
| 组 9 | +0.07 | 48.44 | +0.55 | 53.97 | +1.47 | 57.14 | +5.21 | 77.05 |
| **组 10(最强流入)** | +1.14 | 64.06 | +1.52 | 60.32 | **+2.67** | **71.43** | **+5.84** | **65.91** |

*资料来源：iFinD，渤海证券研究所*

下载日志已记录，仅供内部参考



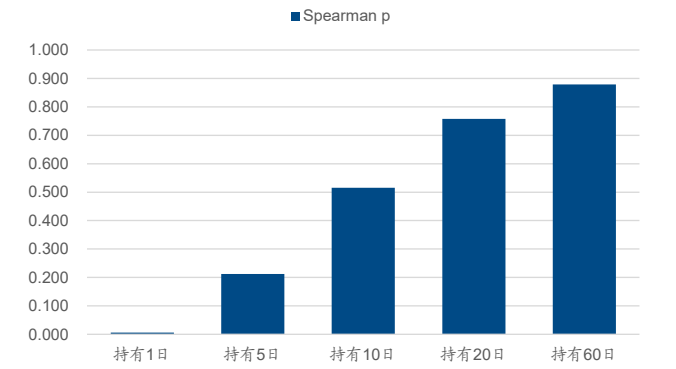
表 3：全口径股票型 ETF 基金流入流出分组的同花顺全 A 指数不同持有期表现

| 分组 | 同花顺全A持有5日均值涨跌幅% | 同花顺全A持有5日胜率% | 同花顺全A持有10日均值涨跌幅% | 同花顺全A持有10日胜率% | 同花顺全A持有20日均值涨跌幅% | 同花顺全A持有20日胜率% | 同花顺全A持有60日均值涨跌幅% | 同花顺全A持有60日胜率% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **组 1(最强流出)** | +0.58 | 64.62 | +0.54 | 50.77 | **-0.16** | **49.15** | **-1.49** | **42.86** |
| 组 2 | +0.49 | 66.13 | +1.35 | 68.33 | +2.13 | 75.86 | +2.27 | 56.90 |
| 组 3 | +0.32 | 54.69 | +0.43 | 67.19 | +0.99 | 61.29 | +4.38 | 67.24 |
| 组 4 | +0.27 | 56.25 | +0.41 | 49.21 | +1.07 | 53.97 | +4.29 | 69.35 |
| 组 5 | -0.41 | 43.75 | -0.35 | 43.75 | +0.30 | 53.13 | +2.67 | 53.13 |
| 组 6 | +0.17 | 55.56 | +0.75 | 55.56 | +2.08 | 57.14 | +7.73 | 73.77 |
| 组 7 | +0.60 | 55.38 | +1.21 | 44.62 | +1.45 | 53.85 | +6.06 | 65.63 |
| 组 8 | +0.68 | 57.81 | +0.96 | 50.00 | +2.53 | 56.25 | +7.69 | 66.67 |
| 组 9 | +0.06 | 51.56 | +0.64 | 52.38 | +1.83 | 60.32 | +8.08 | 77.05 |
| **组 10(最强流入)** | +1.19 | 57.81 | +1.70 | 61.90 | **+3.61** | **73.02** | **+7.96** | **75.00** |

*资料来源：iFinD，渤海证券研究所*

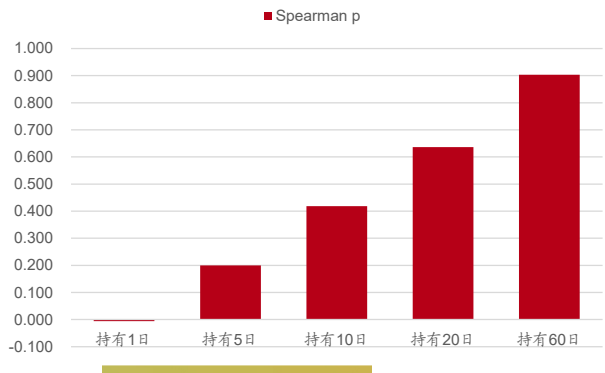
而基于组序和持有期收益情况，我们检验了不同持有期的斯皮尔曼等级相关系数（Spearman p）。无论是上证指数的收益情况，还是同花顺全 A 都呈现了持有 20、60 个交易日具有更好的组序单调性。这也意味着基于股票型 ETF 基金流入流出规模的股市短期博弈价值不大，但中期的配置价值较大。

图 3：组序与上证指数持有收益的斯皮尔曼等级相关系数




*资料来源：iFinD，渤海证券研究所*

图 4：组序与同花顺全 A 持有收益的斯皮尔曼等级相关系数




*资料来源：iFinD，渤海证券研究所*

## 2.3 尾部策略与独立、非独立事件的分析

既然大幅流入和流出，对 60 个交易日的中期持有具有不错的策略价值，我们就把研究的重点放在尾部的中期持有上。以单日流入流出 100 亿以上规模作为判断尾部的标准，回测在大幅流入流出阶段仅出现一次信号和连续出现多次信号后持有的收益情况是否存在区别。

下载日志已记录，仅供内部参考



从流入 100 亿以上的分组情况看，其持有 60 个交易日的收益并没有显著差异。收益率与胜率较为接近，这也表明在出现了百亿级的 ETF 资金流入信号后，指数总体会有正向的收益预期，并不区分信号出现次数。

对于流出 100 亿以上分组来看，则无论上证指数还是同花顺全 A 连续两个交易日及以上出现信号时，均有负向收益率预期的加强，且胜率上也有明显变化，表明当多次流出信号示警后，市场的下行风险会明显上升。

**表 4：独立事件与非独立事件情况下 ETF 大幅流入流出后的指数持有收益**

| 分组 | 上证指数持有 60 日均值涨跌幅% | 上证指数持有 60 日胜率% | 同花顺全 A 持有 60 日均值涨跌幅% | 同花顺全 A 持有 60 日胜率% |
|---|---|---|---|---|
| 首次流入 100 亿（整体） | +5.52 | 68.29 | +8.31 | 75.61 |
| 首次流入 100 亿（独立信号） | +6.01 | 68.97 | +9.26 | 75.86 |
| 首次流入 100 亿(非独立信号) | +4.35 | 66.67 | +6.02 | 75.00 |
| 连续流入 100 亿(非独立事件，多次) | +4.75 | 66.67 | +6.00 | 74.07 |
| 首次流出 100 亿（整体） | +1.02 | 56.52 | +1.97 | 56.52 |
| 首次流出 100 亿（独立信号） | +1.78 | 66.67 | +2.96 | 63.89 |
| 首次流出 100 亿(非独立信号) | -1.73 | 20.00 | -1.60 | 30.00 |
| 连续流出 100 亿(非独立事件，多次) | -3.09 | 19.35 | -3.53 | 35.48 |

*资料来源：iFinD，渤海证券研究所*

我们对流入流出连续出现信号的情况进行拆细，对于百亿级规模的连续 ETF 流入，次数越多平均收益越高，但胜率变化趋势不明显。而流出组则在连续三个交易日及以上流出超过百亿时，有更大的负向收益预期和更高的负收益占比。

因而总体来看，对于流入环节，首次出现百亿及以上规模的 ETF 流入，即可作为积极信号，后续连续流入作为确认信号，不必等待连续信号才入场。对于流出环节，首次 ETF 流出百亿规模及以上可作为弱预警或观察信号，连续两个及以上交易日流出，则升级为更强的风险预警信号。

下载日志已记录，仅供内部参考



表 5：多次信号下 ETF 大幅流入流出后的指数持有收益

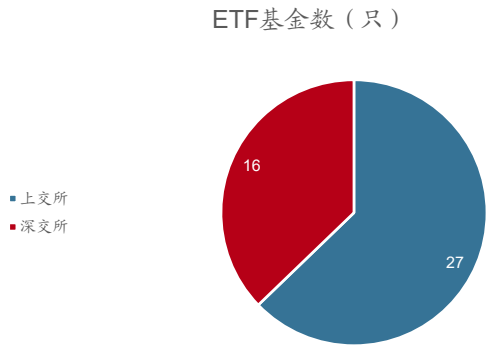
| 分组 | 上证指数持有 60 日均值涨跌幅% | 上证指数持有 60 日胜率% | 同花顺全 A 持有 60 日均值涨跌幅% | 同花顺全 A 持有 60 日胜率% |
|---|---|---|---|---|
| 连续第 2 次流入百亿 | +3.53 | 58.33 | +4.85 | 75.00 |
| 连续第 3 次流入百亿 | +4.28 | 71.43 | +5.31 | 71.43 |
| 连续第 4 次流入百亿 | +5.32 | 66.67 | +7.08 | 66.67 |
| 连续第 5 次及以上流入百亿 | +8.01 | 80.00 | +9.07 | 80.00 |
| 连续第 2 次流出百亿 | -1.56 | 40.00 | -1.68 | 40.00 |
| 连续第 3 次流出百亿 | -4.25 | 0.00 | -5.27 | 40.00 |
| 连续第 4 次流出百亿 | -4.67 | 0.00 | -5.60 | 25.00 |
| 连续第 5 次及以上流出百亿 | -3.35 | 16.67 | -3.66 | 33.33 |

*资料来源：iFinD，渤海证券研究所*

# 3. 中央汇金系重点持仓品种流入特征的信号作用

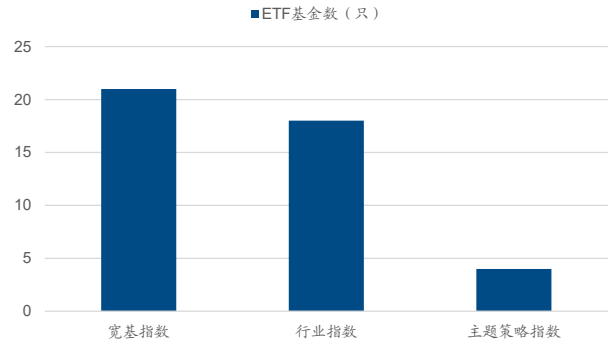
中央汇金作为官方认可的“类平准基金”，其流入流出对市场有着重要作用。我们也结合中央汇金系（中央汇金投资有限责任公司、中央汇金资产管理有限责任公司、中央汇金相关的资产管理计划）重点持仓的 43 只股票型 ETF（剔除掉 QDII、MSCI 等品种），研究百亿级 ETF 流入流出环境下，中央汇金系的贡献特征对市场信号作用的影响。

图 5：中央汇金系持仓股票型 ETF 的交易所结构




*资料来源：iFinD，渤海证券研究所*

图 6：中央汇金系持仓股票型 ETF 的指数大类结构




*资料来源：iFinD，渤海证券研究所*

基于统计结果显示，ETF 百亿级资金流的后市含义，很大程度上取决于汇金系重点持仓品种的参与程度。当单日净流入规模达到百亿元及以上且汇金系重点持仓

下载日志已记录，仅供内部参考



品种贡献占比不低于 50%时，未来 60 个交易日上证指数与同花顺全 A 平均分别上涨 7.6%和 10.3%，胜率达 75%和近八成，且中位数与均值接近，并非个别行情拉动；而汇金系贡献占比不足 50%的流入信号，同期上证平均仅涨 0.9%、胜率 54%，同花顺全 A 平均涨 2.0%、胜率 67%，正向信息含量明显转弱。流出端的分化更为鲜明：当汇金系与市场同步大幅流出（贡献占比超过 50%）时，上证与同花顺全 A 平均下跌 2.0%～2.2%，下跌概率达六至七成；相反，汇金系未跟随的流出发生后，市场非但不弱，平均反而上涨 2.8%～4.5%、胜率近七成。可见当出现百亿级流出信号时，缺少汇金系身影的 ETF 整体流出更接近常规申赎，并不构成有效的看空依据。

**表 6：汇金系重点持仓 ETF 流入流出不同占比下的指数涨幅和胜率情况**

| 分组 | 上证指数持有 60 日均值涨跌幅% | 上证指数持有 60 日胜率% | 同花顺全 A 持有 60 日均值涨跌幅% | 同花顺全 A 持有 60 日胜率% |
|---|---|---|---|---|
| ETF 流入百亿及以上规模（低贡献，<50%） | +0.89 | 54.17 | +1.98 | 66.67 |
| ETF 流入百亿及以上规模（高贡献，>=50%） | +7.58 | 75.00 | +10.35 | 79.55 |
| ETF 流出百亿及以上规模（低贡献，<50%） | +2.79 | 68.18 | +4.54 | 68.18 |
| ETF 流出百亿及以上规模（高贡献，>=50%） | -2.01 | 30.91 | -2.16 | 40.00 |

*资料来源：iFinD，渤海证券研究所*

# 4. 估值与成交信号

我们进一步结合同花顺全 A 的估值与换手率情况，对 ETF 大规模流入流出现象做更深入的研究。

我们首先以同花顺全 A 的市盈率历史分位数作为分组依据，分位数小于 30 的作为低估值组，分位数高于 70 作为高估值组，而中间 30-70 的样本作为中估值组。统计结果显示，对于百亿级的股票型 ETF 流入而言，低估值组具有更好的 60 日持有平均涨幅且胜率更高。而对百亿级的流出来看，高估值组有着更明显的负向收益及更高负收益占比。由此，低估值对流入、高估值对流出都有着较好的信号优化作用，特别是低估值下的百亿级流入，对收益的增幅效果最大。

下载日志已记录，仅供内部参考



**表 7：基于动态市盈率历史分位数分组下 ETF 大幅流入流出信号的指数涨幅和胜率情况**

| 信号特征 | PE 分组（基于动态市盈率历史分位数） | 上证指数持有 60 日均值涨跌幅% | 上证指数持有 60 日胜率% | 同花顺全 A 持有 60 日均值涨跌幅% | 同花顺全 A 持有 60 日胜率% |
|---|---|---|---|---|---|
| ETF 流入规模≥100 亿元 | **低估值组[0,30)** | **+11.07** | **93.33** | **+14.69** | **93.33** |
| | 中估值组[30,70] | -0.03 | 41.18 | +0.76 | 41.18 |
| | 高估值组(70,100] | +1.10 | 52.38 | +2.33 | 76.19 |
| ETF 流出规模≥100 亿元 | 低估值组[0,30) | +1.70 | 100.00 | +0.10 | 100.00 |
| | 中估值组[30,70] | +2.66 | 77.27 | +2.99 | 45.45 |
| | **高估值组(70,100]** | **-2.02** | **25.93** | **-1.57** | **48.15** |

*资料来源：iFinD，渤海证券研究所*

对于换手率而言，我们基于 250 日滚动历史分位数，并对其进行与估值历史分位数相似的分组研究。

结果显示，在百亿级 ETF 流入的情形下低换手组有更高的平均涨幅，但高换手组在平均收益上与中换手组并无明显差异，但胜率上更低，或与高换手阶段多对应市场情绪亢奋期有关，其往往处于波动更剧烈的阶段。在百亿级 ETF 流出方面，同花顺全 A（持有 60 日）表现具有一定方向性梯度：低换手组+2.46%，中换手组+0.95%，高换手组-1.32%，胜率方面也呈现逐级递减。其意义在于换手率对流出信号起到调节作用，换手越高、流出后收益越低，尾部越深，这也正好与流入+低换手的组合相对应。

**表 8：基于换手率历史分位数分组下 ETF 大幅流入流出信号的指数涨幅和胜率情况**

| 信号特征 | 换手率分组（基于换手率的 250 日历史分位数） | 上证指数持有 60 日均值涨跌幅% | 上证指数持有 60 日胜率% | 同花顺全 A 持有 60 日均值涨跌幅% | 同花顺全 A 持有 60 日胜率% |
|---|---|---|---|---|---|
| ETF 流入规模≥100 亿元 | **低换手组[0,30)** | **+7.73** | **81.82** | **+13.51** | **81.82** |
| | 中换手组[30,70] | +4.37 | 75.00 | +6.11 | 93.75 |
| | 高换手组(70,100] | +4.87 | 60.98 | +6.26 | 65.85 |
| ETF 流入规模≥100 亿元 | 低换手组[0,30) | -0.33 | 0.00 | +2.46 | 100.00 |
| | 中换手组[30,70] | +0.19 | 51.52 | +0.95 | 48.48 |
| | **高换手组(70,100]** | **-1.30** | **35.71** | **-1.32** | **45.24** |

*资料来源：iFinD，渤海证券研究所*

下载日志已记录，仅供内部参考

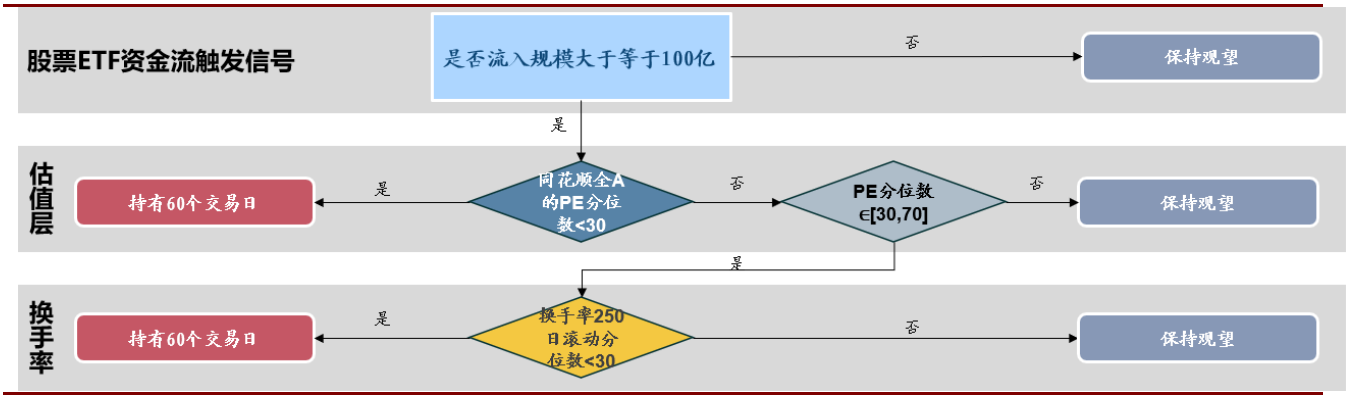


# 5. 基于股票型 ETF 百亿级流入流出的择时决策路径

ETF 资金流向反映了机构资金在指数资产上的集中配置行为，但单一的资金流入信号并不能直接等同于可执行的买入信号。相同规模的资金流入，可能发生在估值较低、市场尚未充分定价的阶段，也可能发生在估值偏高、交易已经拥挤的阶段。因此，在决策过程中不能把百亿级净流入作为无条件入场依据，而是将其设为策略的触发信号，再利用估值和换手率对市场状态进行二次筛选。

在决策过程中，应遵循先识别资金流入事件、再判断市场位置、并辅以换手特征的顺序，进而决定是否持仓。估值变量用于刻画市场所处的价格水平，是在确认触发信号的第一道筛选条件；换手率变量用于补充识别中等估值区间内的交易拥挤度，是第二道筛选条件。这样既保留了资金流向的事件属性，也避免在市场过热阶段机械追随资金信号。

**图 7：百亿级 ETF 流入信号下的决策路径**




*资料来源：渤海证券研究所*

该决策框架并非简单地将多个指标并列叠加，而是按照信息处理顺序构造层级化规则：先从资金流中识别可能改变市场供需的重大事件，再用估值判断价格位置，最后用换手率识别中估值阶段的交易拥挤。最终规则在保留低估值机会的同时，主动放弃缺乏安全边际或交易过热的流入信号。

下载日志已记录，仅供内部参考



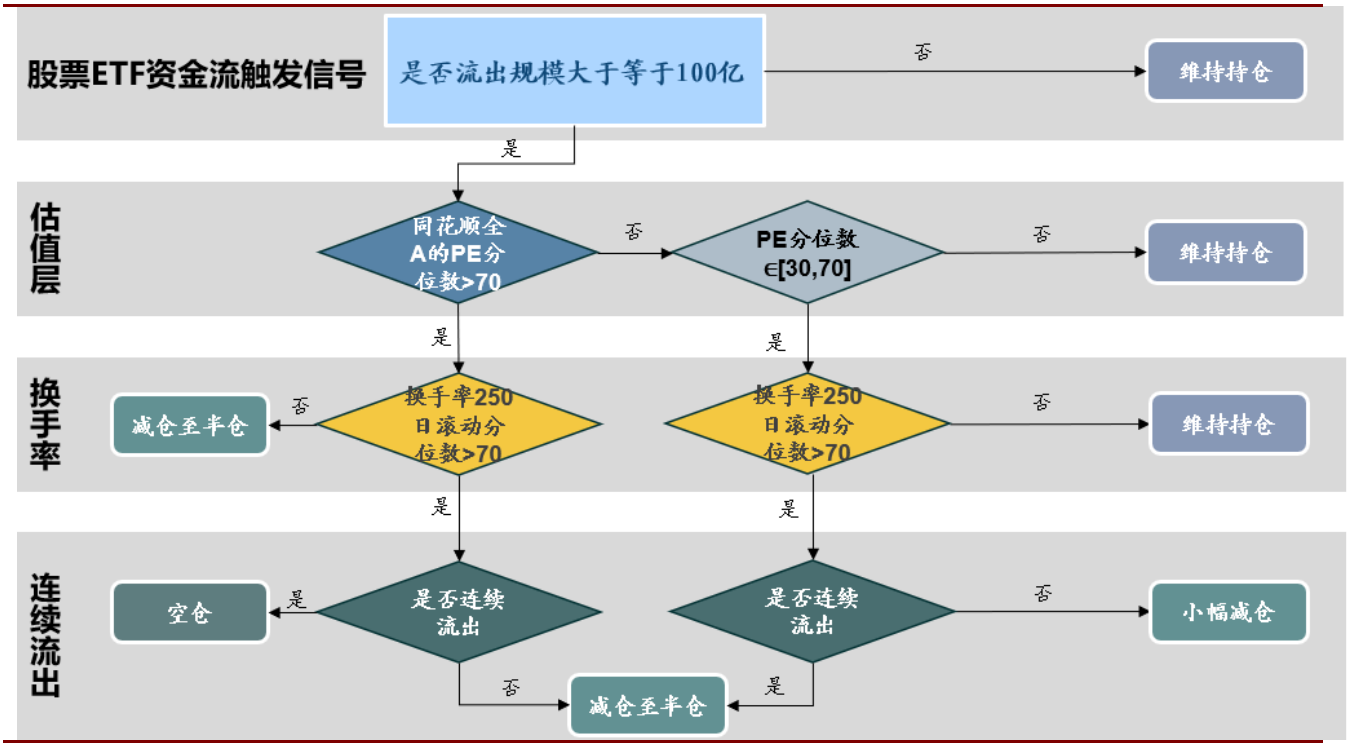
表 9：策略规则和含义

| 策略规则 | 仓位状态 | 策略含义 |
| --- | --- | --- |
| ETF 百亿流入+PE 分位<30 | 满仓持有 60 个交易日 | 价格水平相对较低，资金流入具有较强的配置和修复含义。 |
| ETF 百亿流入+PE 分位>70 | 不进行操作 | 通过防止追高行为，降低高位风险。 |
| ETF 百亿流入+PE 分位∈[30,70]+换手分位<30 | 满仓持有 60 个交易日 | 估值中性但交易不拥挤，保留 ETF 资金流入带来的上行机会。 |
| ETF 百亿流入+PE 分位∈[30,70]+换手分位∈[30-100] | 不进行操作 | 缺乏估值安全边际，交易状态或拥挤或不足以支持积极入场。 |

*资料来源：渤海证券研究所*

除了流入信号综合其他因素后的择时价值外，流出信号也对择时有一定参考意义。我们结合百亿级流出发生时的估值、换手和连续流出特征，对决策机制进行构建。

图 8：百亿级 ETF 流出信号下的决策路径




*资料来源：渤海证券研究所*

估值是流出信号触发后的第一决策因素，作为各因素的慢变量，其信号价值量是最高的，即便出现股票型 ETF 的百亿级流出，如果发生的价格位置是在低位，也可作为恐慌出清的信号，具有向上博弈的价值。换手率是第二层筛选机制，修正交易的“拥挤度”，只在估值未决时介入。估值位于中等估值这种模糊区间时，需要基于情绪过热与否进行仓位的调节。换手的决策信号顺序是晚于估值的，高换手仅在高估值时代表过热，在低估值时代表资金吸筹的活跃行为，并不构成看空

下载日志已记录，仅供内部参考



信号。第三层筛选因素是连续流出，该指标是风险信号的进一步确认，单日流出噪声大，连续流出代表持续的赎回过程，更符合机构进行了仓位的方向性操作，因此是决策机制的强化确认。总的来看，在百亿级股票型 ETF 流出信号出现后，卖出择时的决策，将以估值决定该不该怕，换手决定怕到什么程度，连续流出作为是否应立刻行动的决策依据。

**风险提示：**

**1、机构入市方式存在变化的风险。**伴随资本市场的发展，机构资金将具有更多工具参与资本市场，或降低股票型 ETF 基金大幅流入、流出的信号频率。

**2、可参照历史数据过短的风险。**中央汇金和中长期资金借助股票型 ETF 基金进行稳市操作的历史不长，可参照的数据有限，使择时决策存在误判的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映了研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

## 风险提示及免责声明

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告由渤海证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司的客户使用。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新。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表现的依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中所提及公司的股份或其他财产权益，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 投资评级说明

| 项目名称 | 投资评级 | 评级说明 |
|---|---|---|
| 公司评级标准 | 买入 | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20% |
| | 增持 | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%—20%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间 |
| | 减持 | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10% |
| 行业评级标准 | 看好 | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10% |
| | 中性 | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间 |
| | 看淡 | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10% |

**渤海证券研究所机构销售团队:**

**高级销售经理：朱艳君**
座机：+86 22 2845 1995
手机：135 0204 0941
邮箱：zhuyanjun@bhzq.com

**天津:**
天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼
邮政编码：300381
电话：+86 22 2845 1888
传真：+86 22 2845 1615

**北京:**
北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层
邮政编码：100086
电话：+86 10 6810 4192
传真：+86 10 6810 4192

**渤海证券股份有限公司网址：www.bhzq.com**