

正文目录

1 被动化投资加速：ETF 的快速扩张与市场结构变化	5
2 ETF 资金流动与行业趋势的“变与不变”	7
2.1 被动资金流的定义	7
2.2 ETF 资金流在行业收益预测中的结构性分化	8
2.2.1 ETF 资金流动与行业表现的关联性探析	8
2.2.2 “不变”：行业主题 ETF 资金流与行业表现的相互反馈	13
2.2.3 “变”：宽基 ETF 资金流对行业收益预测的影响与变动	16
3 被动化加剧如何影响个股？	18
3.1 ETF 市场发展推动“被动抱团”效应	20
3.2 从量变到质变：头部动量效应的增强	21
3.3 被动化差异下的板块效应	23
4 个股被动资金流因子的预测能力	27
4.1 股票 ETF 资金流因子的预测能力与趋势变化	27
4.2 被动资金斜率：“多头版”反转因子	30
4.3 股价对被动资金流变动的敏感程度	31
5 总结	33
风险提示：	34

图表目录

图表 1 主动资金 VS 被动资金：产品数量	5
图表 2 主动资金 VS 被动资金：产品数量同比	5
图表 3 主动资金 VS 被动资金：A 股市值	6
图表 4 主动资金 VS 被动资金：A 股市值同比	6
图表 5 A 股股票型 ETF 的规模和数量	6
图表 6 股票型 ETF VS 被动资金持有 A 股市值	6
图表 7 A 股不同类型的股票型 ETF 的分年度规模和数量（2010-2024.10.31）	7
图表 8 报告涉及的被动资金流基础指标及算法列表	8
图表 9 中信一级行业的被动覆盖情况（2020-2024.10.31）	9
图表 10 股票 ETF：行业时序资金变动和未来收益的秩相关性（月度，2020-2024.10.31）	9
图表 11 股票 ETF：行业被动资金流基础因子列表	10
图表 12 股票 ETF：行业资金流因子的绩效	11
图表 13 股票 ETF：行业资金流因子的 RANK IC	11
图表 14 股票 ETF：行业资金流因子的多头超额收益	11
图表 15 股票 ETF：W_PASSVIE_INFLOW_20D 的多空净值和最大回撤	11
图表 16 股票 ETF：W_PASSVIE_ZS_20D 今年的多头持仓	12
图表 17 行业反转因子的分年度 RANK IC	12
图表 18 股票 ETF：行业 ETF 资金流因子的分年度 RANK IC（剥离反转前后）	13
图表 19 行业主题 ETF：行业时序资金变动和未来收益的秩相关性（月度，2020-2024.10.31）	14
图表 20 行业主题 ETF：行业资金流因子的绩效	15
图表 21 行业主题 ETF：行业资金流因子的 RANK IC	15
图表 22 行业主题 ETF：行业资金流因子的多头超额收益	15
图表 23 股票 ETF VS 行业主题 ETF：W_PASSVIE_INFLOW_20D 的多空净值曲线	15
图表 24 行业主题 ETF：资金流因子的分年度 RANK IC（剥离反转前后）	16
图表 25 宽基 ETF：行业时序资金变动和未来收益的相关性（2020-2024.10.31）	17
图表 26 宽基 ETF：行业资金流因子的绩效	17
图表 27 宽基 ETF：行业资金流因子的 RANK IC	17
图表 28 宽基 ETF：行业资金流因子的多头超额收益	17
图表 29 ETF 规模增长（%）与市场年涨跌幅（%）	18
图表 30 股票 ETF 对沪深 A 股的覆盖情况	19
图表 31 不同类别的 ETF 对沪深 A 股的数量覆盖情况	19
图表 32 股票 ETF 对沪深 A 股的分组数量覆盖（%）	20
图表 33 股票 ETF 对沪深 A 股的分组流通市值覆盖（%）	20
图表 34 “被动绝对值含量”前 15 的个股列表（2024.10.31）	21
图表 35 动量因子在 A 股不同选股域内的表现（行业）	22
图表 36 反转因子在 A 股不同选股域内的表现（行业）	22
图表 37 动量因子在 A 股不同选股域内的表现（市场）	22
图表 38 反转因子在 A 股不同选股域内的表现（市场）	22
图表 39 “被动比例含量”前 15 的个股列表（2024.10.31）	23
图表 40 不同板块的当然流通市值占比（%，2024.10.31）	23
图表 41 沪深主板市场被股票 ETF 的被动覆盖情况	24

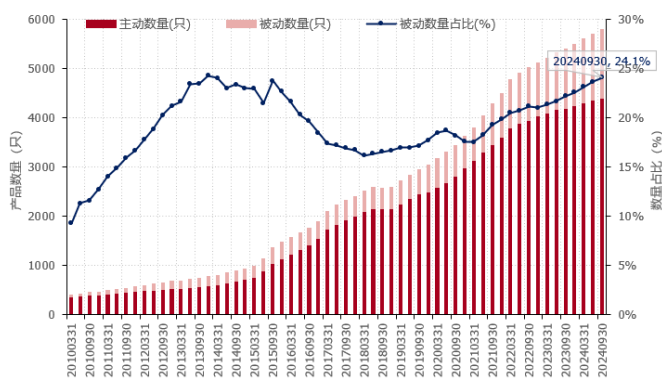
图表 42 创业板与科创板被股票 ETF 的被动覆盖情况	24
图表 43 个股时序资金变动和未来收益的秩相关性 (2020-2024.10.31)	25
图表 44 测试“板块”影响的因子列表	26
图表 45 因子表现：“板块”影响 (2020-2024.10.31)	27
图表 46 股票 ETF：股票被动资金流基础因子列表	28
图表 47 股票被动资金流基础因子的绩效 (2020-2024.10.31)	29
图表 48 个股被动资金流因子的 RANK IC	29
图表 49 个股资金流因子的多头超额收益	29
图表 50 个股 MV_PASSIVE_CHG_20D 多空净值曲线	29
图表 51 个股 MV_PASSIVE_ZS_20D 多空净值曲线	29
图表 52 股票 PASSIVE_SLOPE 因子的绩效 (2020-2024.10.31)	30
图表 53 个股 PASSIVE_SLOPE 和 REVS20 多空净值曲线	31
图表 54 个股 PASSIVE_SLOPE 和 REVS20 分组年化收益	31
图表 55 个股涨跌幅对被动持股市值变化率的敏感程度股票数分布 (2024.10.31)	31
图表 56 股票 PASSIVE_BETA 因子的绩效 (2020-2024.10.31)	32
图表 57 个股 PASSIVE_BETA_20D 的 RANK IC	32
图表 58 个股 PASSIVE_BETA_20D 的分组年化收益	32
图表 59 股票 PASSIVE_BETA_20D 因子的分年度表现 (2020-2024.10.31)	32
图表 60 股票 PASSIVE_INFLOW_CORR 因子的绩效 (2020-2024.10.31)	33

1 被动化投资加速：ETF 的快速扩张与市场结构变化

在 2021 年，随着公募基金抱团股的回撤，主动管理规模出现了缩水，而量化和被动管理产品的规模和数量却迎来了崛起。从产品数量来看，截至今年第三季度，主动基金产品有 4392 只，被动基金产品有 1393 只，占比分别为 75.9%和 24.1%。在产品增速上，主动和被动产品的数量从 2021 年开始同比增速放缓，同年主动产品的增速被被动产品反超（20.7% vs 40.3%），今年以来，这一差距进一步扩大，主动产品的数量今年增幅仅 3.3%，而被动产品数量的增幅为 12.2%。

注：主动管理统计普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金、平衡混合型基金的持股市值，被动管理统计被动指数型基金、增强指数型基金（含 ETF、LOF、场外指数）的持股市值。

图表 1 主动资金 vs 被动资金：产品数量



资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

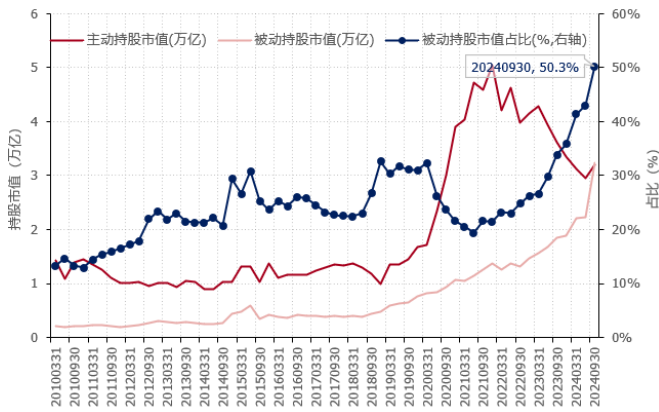
图表 2 主动资金 vs 被动资金：产品数量同比

报告期	主动资金			被动资金		
	产品数量	数量占比(%)	同比(%)	产品数量	占比(%)	数量同比(%)
20101231	404	87.3%		59	12.7%	
20111231	470	83.3%	16.3%	94	16.7%	59.3%
20121231	531	78.8%	13.0%	143	21.2%	52.1%
20131231	583	75.7%	9.8%	187	24.3%	30.8%
20141231	713	77.0%	22.3%	213	23.0%	13.9%
20151231	1139	77.3%	59.7%	334	22.7%	56.8%
20161231	1548	81.5%	35.9%	351	18.5%	5.1%
20171231	2003	83.3%	29.4%	403	16.7%	14.8%
20181231	2149	83.3%	7.3%	430	16.7%	6.7%
20191231	2497	82.3%	16.2%	538	17.7%	25.1%
20201231	2981	82.4%	19.4%	636	17.6%	18.2%
20211231	3599	80.1%	20.7%	892	19.9%	40.3%
20221231	4038	79.0%	12.2%	1075	21.0%	20.5%
20231231	4250	77.4%	5.3%	1241	22.6%	15.4%
20240930	4392	75.9%	3.3%	1393	24.1%	12.2%

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

从持有 A 股的市值来看，截至今年 Q3，主动基金产品持有 A 股市值为 3.20 万亿元，而被动管理产品持有 A 股市值为 3.23 万亿，首次出现了被动持股规模超越主动的情况。回顾近三年来，主动产品的持股市值持续缩水，而被动产品的持 A 股市值却在加速增长，近三年的同比增速分别为 7.1%、27.4%和 71.7%。

图表3 主动资金 vs 被动资金：A 股市值



资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

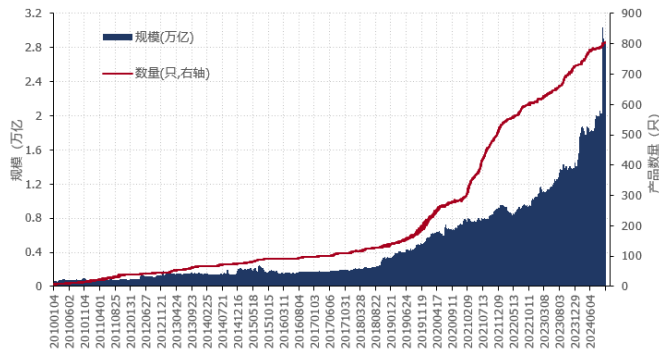
图表4 主动资金 vs 被动资金：A 股市值同比

报告期	主动资金			被动资金		
	持股市值(万亿)	占比(%)	同比(%)	持股市值(万亿)	占比(%)	同比(%)
20101231	1.44	87.1%		0.21	12.9%	
20111231	1.02	83.5%	-29.5%	0.20	16.5%	-6.1%
20121231	1.02	76.6%	-0.2%	0.31	23.4%	53.6%
20131231	1.02	78.7%	0.7%	0.28	21.3%	-10.6%
20141231	1.04	70.6%	1.5%	0.43	29.4%	56.0%
20151231	1.37	76.3%	31.8%	0.42	23.7%	-1.8%
20161231	1.16	74.2%	-15.6%	0.40	25.8%	-5.4%
20171231	1.33	77.4%	14.8%	0.39	22.6%	-3.7%
20181231	1.00	67.4%	-24.8%	0.48	32.6%	25.0%
20191231	1.68	69.0%	68.3%	0.76	31.0%	56.5%
20201231	3.91	78.5%	132.4%	1.07	21.5%	41.7%
20211231	5.04	78.5%	29.1%	1.38	21.5%	28.7%
20221231	4.15	73.8%	-17.6%	1.48	26.2%	7.1%
20231231	3.36	64.1%	-19.1%	1.88	35.9%	27.4%
20240930	3.20	49.7%	-4.8%	3.23	50.3%	71.7%

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

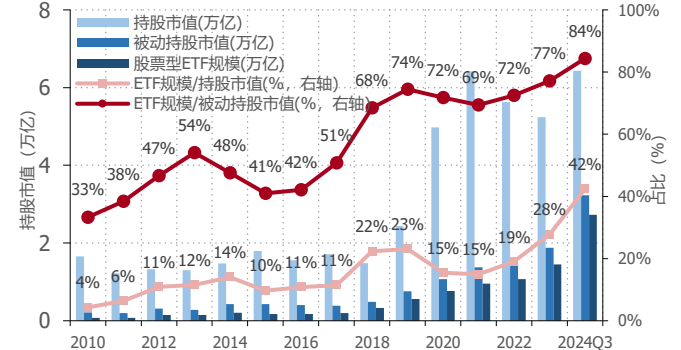
大量资金涌入ETF是被动规模扩张的重要组成部分。截至2024年10月31日，A股股票型ETF的规模达到了2.78万亿元，较年初增加了91%，几乎翻倍，年增速为近10年之最。与此同时，股票型ETF的规模占被动持股和全部持股的比例自2020年一路提升，截至2024年Q3，这一比例达到了84%和42%。

图表5 A股股票型ETF的规模和数量



资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

图表6 股票型ETF vs 被动资金持有A股市值



资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

从结构上来看，股票ETF可以分为宽基ETF（如沪深300ETF）、行业主题ETF（如家电ETF、高端装备ETF等）和风格策略ETF（如沪深300价值ETF、红利ETF等），目前以宽基ETF和行业主题ETF为主导。2017至2020年间，行业主题型ETF快速发展，产品数量和规模占比大幅提升，而宽基ETF则被压缩；但从2021年开始出现了变化，宽基ETF的规模反超行业主题型ETF，尤其是今年，被动化投资理念盛行，宽基ETF的规模占比逐步提升至最新的75.4%，较年初的规模增速达到了149%。

图表 7 A 股不同类型的股票型 ETF 的分年度规模和数量 (2010-2024.10.31)

	全部			宽基ETF					行业主题ETF					风格策略ETF				
年度	数量 (只)	规模 (万亿)	规模同 比(%)	数量 (只)	规模(万 亿)	数量占 比(%)	规模占 比(%)	规模同 比(%)	数量 (只)	规模 (万亿)	数量占 比(%)	规模占 比(%)	规模同 比(%)	数量 (只)	规模 (万亿)	数量占 比(%)	规模占 比(%)	规模同 比(%)
2010	20	0.07		8	0.058	40.0%	80.8%		10	0.010	50.0%	14.2%		2	0.004	10.0%	5.0%	
2011	38	0.08	8%	15	0.060	39.5%	77.3%	3%	16	0.013	42.1%	16.4%	25%	7	0.005	18.4%	6.3%	36%
2012	46	0.14	87%	22	0.127	47.8%	87.8%	112%	17	0.013	37.0%	8.7%	-1%	7	0.005	15.2%	3.4%	3%
2013	68	0.15	4%	32	0.133	47.1%	88.5%	4%	28	0.014	41.2%	9.1%	8%	8	0.004	11.8%	2.3%	-29%
2014	76	0.21	37%	32	0.185	42.1%	90.0%	39%	36	0.017	47.4%	8.2%	24%	8	0.004	10.5%	1.8%	5%
2015	90	0.17	-15%	40	0.158	44.4%	90.9%	-14%	42	0.015	46.7%	8.4%	-14%	8	0.001	8.9%	0.7%	-67%
2016	98	0.17	-3%	43	0.140	43.9%	82.7%	-12%	48	0.028	49.0%	16.5%	92%	7	0.001	7.1%	0.8%	8%
2017	116	0.20	16%	50	0.167	43.1%	85.1%	20%	59	0.027	50.9%	13.7%	-4%	7	0.002	6.0%	1.2%	75%
2018	141	0.33	68%	64	0.248	45.4%	75.0%	48%	68	0.077	48.2%	23.4%	187%	9	0.005	6.4%	1.6%	135%
2019	221	0.56	70%	90	0.340	40.7%	60.4%	37%	109	0.209	49.3%	37.1%	170%	22	0.014	10.0%	2.5%	160%
2020	294	0.77	37%	118	0.376	40.1%	48.9%	11%	146	0.377	49.7%	49.0%	80%	30	0.016	10.2%	2.1%	18%
2021	532	0.96	24%	153	0.481	28.8%	50.2%	28%	344	0.451	64.7%	47.1%	20%	35	0.026	6.6%	2.7%	56%
2022	620	1.07	12%	166	0.570	26.8%	53.2%	18%	413	0.475	66.6%	44.4%	5%	41	0.026	6.6%	2.4%	1%
2023	727	1.45	36%	210	0.840	28.9%	57.9%	48%	463	0.567	63.7%	39.0%	19%	54	0.045	7.4%	3.1%	75%
2024	805	2.78	91%	245	2.096	30.4%	75.4%	149%	495	0.613	61.5%	22.0%	8%	65	0.072	8.1%	2.6%	58%

资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

这一增长趋势反映了 ETF 作为投资工具在 A 股市场中的重要性日益增加。随着市场对 ETF 产品认可度的提升,越来越多的投资者选择通过 ETF 来参与市场,这不仅增强了市场的流动性,也提高了市场的效率。此外,随着 ETF 持有市值的增加,被动投资在市场中的比重逐渐上升,这可能对市场结构和个股表现产生深远的影响,市场的投资生态将会受到大规模指数化的影响。

2 ETF 资金流动与行业趋势的“变与不变”

鉴于 ETF 数据的高频率特性以及股票 ETF 在市场中日益增长的影响力,我们可以将股票型 ETF 视为衡量被动资金流动的一个重要指标。本节将深入探讨自 2020 年以来股票型 ETF 资金流向对行业投资的潜在启示。

今年以来,我们观察到主动管理型产品的规模有所缩减,而以 ETF 为代表的被动产品规模却呈现出显著的扩张趋势,这表明资金正从主动基金流向被动投资工具,尤其是 ETF。由于 ETF 具有强烈的股票属性,投资者在选择 ETF 时往往基于明确的市场观点:他们可能看好特定 ETF 跟踪的基准指数的潜在表现(配置型资金),或者计划对特定 ETF 进行短期交易以捕捉市场波动(交易型资金)。这种资金流向不仅反映了市场情绪和投资者行为的变化,也为行业投资提供了新的视角和策略。

2.1 被动资金流的定义

行业被动资金相关的指标是通过整体法综合其成分股的数据来合成的(基于中信一级行业分类)。本文所涉及的指标和算法具体如下:

图表 8 报告涉及的被动资金流基础指标及算法列表

指标	释义	算法
share_passive_fund	ETF 份额	含有该个股的目标 ETF 的份额总和
share_passive_diff_fund	ETF 份额变动	期末 ETF 份额 - 期初 ETF 份额
share_passive	个股份额	$\text{sum}(\text{ETF 份额} \times \text{个股在 ETF 中的权重})$
share_passive_diff	个股份额变动	期末个股份额 - 期初个股份额
mv_passive	被动持股市值	股票型 ETF 中持有的市值
w_passive	被动持股占比	被动持股市值 / 当日流通市值
mv_passive_diff	被动持股市值变动	期末被动持股市值 - 期初被动持股市值，包含申赎和涨跌
mv_passive_chg	被动持股市值变化率	区间内，被动持股市值变动 / 期初被动持股市值
w_passive_diff	被动持股市值变动占比	区间内，被动持股市值变动 / 期末流通市值
w_passive_zs	被动持股占比的时序变动	区间内，w_passive 的 z-score 标准化
mv_passive_inflow	被动净流入	区间内，ETF 的申赎导致的持有市值变动，日度累积计算。 $= \text{sum}(\text{日度申赎导致的规模变动} \times \text{个股权重})$ $= \text{sum}\{(\text{日度 ETF 份额变动} \times \text{当日单位净值}) \times \text{个股权重}\}$
w_passive_inflow	被动净流入占比	区间内，被动净流入 / 期末流通市值

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

我们通过以下步骤计算基于指定 ETF 池的中信一级行业的被动资金流动指标：

- (1) ETF 池构建：选取所有目标类型的股票 ETF 构成 ETF 池；
- (2) 个股 ETF 权重确定：确定每只个股在 ETF 池中各个 ETF 的权重；
- (3) 个股被动资金指标计算：针对每只个股，计算其被动资金指标，包括 ETF 份额、ETF 份额变动、个股在 ETF 中的份额、被动持股市值、被动持股占比、被动持股市值变动、被动持股市值变动占比、被动持股占比的时序变化、被动净流入额、被动净流入占比等；
- (4) 行业指标聚合：将个股指标聚合，形成中信一级行业的被动资金流动综合指标。

2.2 ETF 资金流在行业收益预测中的结构性分化

2.2.1 ETF 资金流动与行业表现的关联性探析

首先，我们将所有 ETF 视为一个整体，分析 ETF 资金流入流出对行业投资的影响。图表 9 展示了 2020 年至 2024 年 10 月 31 日间，中信一级行业被股票型 ETF 覆盖的情况。从覆盖度（成分股纳入 ETF 的数量占总数量的比例）来看，大部分行业覆盖度的时序均值超过 50%，全部行业的均值为 72%，而最新的覆盖度均值已达到 84%。其中，覆盖度最高的行业主要集中在传统的周期性行业，如银行、非银行金融、煤炭、钢铁和交通运输。

在被动持股占比（ETF 持股市值占流通市值的比例）方面，行业的时序持股占比显著上升，时序均值范围从 0.4% 至 3.4%，而最新范围为 0.8% 至 7.3%。其中，电子、电力设备及新能源、医药、通信和非银行金融等行业的被动持股占比位居前五，分别为 7.3%、5.5%、5.3%、5.2% 和 5.0%。

此外，涉及 ETF 数量（行业成分股被多少只 ETF 纳入，去重后）和跟踪指数数量（即涉及 ETF 的跟踪指数数量，去重后）与各行业成分股数量呈正相关。成分股数量较多的行业，如机械、电子、基础化工、电力设备及新能源、计算机、医药等，在股票 ETF 数量和跟踪指数数量上也相对丰富。

图表 9 中信一级行业的被动覆盖情况 (2020-2024.10.31)

时序运算	覆盖度 (成分股纳入ETF的数量/总数量)				占流通市值比例 (ETF持股市值/流通市值)				涉及ETF数量 (成分股所在的ETF数量,去重)				涉及跟踪指数数量 (涉及ETF的跟踪指数数量,去重)			
	最小值	均值	最大值	20241031	最小值	均值	最大值	20241031	最小值	均值	最大值	20241031	最小值	均值	最大值	20241031
行业均值	56%	72%	87%	84%	0.8%	1.4%	3.2%	3.0%	120	228	337	336	68	99	122	117
电子	53%	68%	86%	86%	1.6%	3.4%	8.0%	7.3%	152	360	539	539	88	153	197	197
电新	55%	66%	89%	89%	1.1%	2.3%	6.0%	5.5%	152	357	528	523	87	150	191	181
医药	63%	73%	91%	88%	1.1%	2.3%	5.6%	5.3%	145	306	449	449	83	135	165	164
通信	48%	68%	84%	83%	1.1%	2.1%	6.0%	5.2%	143	281	408	408	80	122	151	150
非银行金融	90%	94%	99%	99%	1.8%	2.8%	5.2%	5.0%	123	222	338	338	73	99	125	125
国防军工	68%	80%	89%	81%	1.7%	2.5%	4.2%	3.9%	128	267	386	386	66	114	140	138
农林牧渔	46%	63%	82%	82%	0.7%	1.6%	4.3%	3.9%	114	197	276	276	61	80	91	86
食品饮料	58%	72%	91%	88%	0.7%	1.4%	3.7%	3.7%	127	222	314	314	72	100	117	113
有色金属	72%	81%	95%	91%	0.7%	1.4%	3.6%	3.5%	122	254	400	400	66	99	129	129
计算机	56%	73%	88%	85%	1.4%	2.0%	3.7%	3.4%	153	329	470	470	91	146	175	174
家电	68%	77%	91%	86%	0.6%	1.2%	3.6%	3.4%	108	220	336	335	64	98	117	116
传媒	61%	77%	93%	89%	0.8%	1.4%	3.6%	3.1%	119	216	321	321	71	99	119	119
建筑	40%	59%	80%	69%	0.7%	1.4%	3.0%	2.8%	120	204	312	312	70	85	101	101
消费者服务	54%	68%	89%	89%	0.7%	1.3%	3.1%	2.8%	115	193	245	245	59	78	92	79
煤炭	81%	92%	97%	94%	0.5%	1.1%	2.6%	2.6%	112	173	269	269	63	73	89	89
银行	90%	98%	100%	100%	0.7%	1.1%	2.6%	2.5%	113	196	273	273	65	86	101	98
建材	59%	70%	84%	77%	0.7%	1.1%	2.6%	2.5%	123	217	299	299	73	96	116	104
机械	35%	50%	76%	76%	0.6%	1.1%	2.7%	2.4%	150	344	568	567	89	149	210	209
汽车	43%	72%	88%	85%	0.6%	1.0%	2.6%	2.4%	124	255	396	396	73	114	144	144
基础化工	51%	64%	80%	78%	0.6%	1.1%	2.5%	2.3%	149	347	539	539	88	147	186	186
公用事业	52%	64%	82%	81%	0.3%	0.9%	2.4%	2.3%	127	241	379	379	75	101	127	127
钢铁	83%	91%	94%	94%	0.8%	1.2%	2.4%	2.3%	105	198	304	303	64	87	109	103
房地产	73%	79%	89%	83%	0.8%	1.1%	2.6%	2.3%	122	192	271	271	73	88	101	92
交通运输	60%	78%	95%	93%	0.5%	0.8%	2.3%	2.2%	119	201	301	301	69	92	116	109
综合	33%	49%	70%	60%	0.3%	0.7%	1.5%	1.3%	76	127	170	162	35	50	70	41
商贸零售	47%	65%	82%	80%	0.2%	0.5%	1.4%	1.2%	105	152	226	225	62	76	89	80
石油石化	58%	72%	88%	82%	0.3%	0.5%	1.2%	1.2%	119	198	305	305	66	82	99	99
纺织服装	24%	60%	74%	69%	0.3%	0.6%	1.3%	1.1%	86	128	191	191	50	60	71	65
综合金融	44%	67%	91%	91%	0.3%	0.5%	1.3%	1.1%	55	78	96	84	19	31	41	27
轻工制造	33%	60%	76%	72%	0.2%	0.4%	0.9%	0.8%	93	151	197	194	53	70	81	73

资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

通过分析 2020 年至 2024 年 10 月 31 日的数据, 我们发现在月度频率(20 日)的基础上, 基于 ETF 的行业时序资金变动与未来收益之间的秩相关系数的波动较大。在前四年(2020-2023), 行业份额变动、被动持股市值变动及变动占比与未来收益总体呈负相关, 而被动净流入指标在前两年表现为负相关, 然而在近三年中则呈现出正相关趋势。然而, 到了 2024 年, 所有相关指标与未来一个月的收益秩相关系数均转为正值。具体而言, 行业份额、被动持股市值及占比、被动净流入及其占比的提升的幅度越大, 预示着该行业未来可能获得更高的收益。

图表 10 股票 ETF: 行业时序资金变动和未来收益的秩相关性 (月度, 2020-2024.10.31)

指标	ETF 份额变动		行业份额变动		被动持股市值变动		被动持股市值变动的占比		被动净流入		被动净流入占比	
	share_passive_diff_fund		share_passive_diff		mv_passive_diff		w_passive_diff		mv_passive_inflow		w_passive_inflow	
年度	均值	Prob(大于0)	均值	Prob(大于0)	均值	Prob(大于0)	均值	Prob(大于0)	均值	Prob(大于0)	均值	Prob(大于0)
2020	-22.7%	13.3%	-27.7%	20.0%	-19.9%	26.7%	-20.0%	30.0%	-19.0%	20.0%	-19.8%	16.7%
2021	-4.1%	40.0%	-7.6%	36.7%	-1.5%	50.0%	-1.0%	46.7%	-3.0%	33.3%	-2.5%	43.3%
2022	19.2%	73.3%	5.5%	63.3%	0.5%	53.3%	1.3%	53.3%	28.7%	83.3%	32.0%	86.7%
2023	-8.8%	30.0%	-8.2%	40.0%	-13.0%	36.7%	-12.8%	33.3%	4.2%	63.3%	5.2%	63.3%
2024	15.9%	73.3%	9.4%	50.0%	4.0%	60.0%	4.7%	60.0%	13.9%	70.0%	17.9%	80.0%
全部	2.4%	54.8%	-6.5%	22.6%	-4.2%	35.5%	-3.8%	29.0%	2.6%	54.8%	3.1%	54.8%

资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

由于行业资金流向与未来收益的时序相关性在一定程度上受到市场整体情绪的影响，因此，我们抛开市场整体情况，评估行业资金流向的截面特征及其对未来收益的预测能力、以及是否存在与时序类似的转变。对于“时序变动”类指标，本文选取了近 20 日、40 日和 60 日的时间窗口进行分析。具体而言，我们核心关注的指标包括：

- (1) **被动持股占比 (w_passvie)**: 行业的被动持股市值与当日流通市值的比值。
- (2) **被动持股市值变化率 (mv_passvie_chg)**: 区间内行业被动持股市值的变动与期初被动持股市值的比值。
- (3) **被动持股占比的时序变动 (w_passvie_zs)**: 通过 z-score 标准化方式衡量被动持股占比的时序变动，消除不同行业市值规模和波动性的差异，观察资金的变动情况和变动的稳定性。
- (4) **被动净流入占比 (w_passvie_inflow)**: 行业的被动净流入与期末流通市值的比值。

图表 11 股票 ETF：行业被动资金流基础因子列表

指标	释义	算法
w_passvie	被动持股占比	行业的被动市值/当日流通市值
mv_passvie_chg	被动持股市值变化率	区间内，被动持股市值变动/期初被动持股市值
w_passvie_zs	被动持股占比的时序变动	区间内，w_passvie 的 z-score 标准化
w_passvie_inflow	被动净流入占比	区间内，行业的被动净流入/期末流通市值

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

从 2020 年至 2024 年 10 月 31 日的数据来看，三类变动指标对时间窗口的敏感性较强。在 60 日窗口期，相关指标的预测能力几乎无效；然而，在 20 日窗口期，净流入占比因子和被动持股占比时序变动因子的表现较为突出，净流入占比因子与市场表现整体存在背离关系，而被动持股占比时序变动因子则与市场表现呈现同步趋势。相较之下，被动持股市值变化率因子在所有时间窗口下的收益预测能力较弱，几乎未能展现出有效的预测信号。

净流入占比因子 (w_passvie_inflow): 该因子展现了一定的负向预测能力，被动净流入因子与市场表现之间是背离的。在 20 日窗口期 (w_passvie_inflow_20d)，其 Rank IC 为 -5.68%，五分组的多头端（即因子值最小的组）年化超额回报为 7.38%。从年度表现来看，该因子在 2021-2023 年表现稳定，但 2020 年和 2024 年的 Rank IC 转为了正值，分别为 2.8% 和 3.13%，预测方向出现了反向变化。在多头年度收益上，2020-2023 年均表现出明显的正超额收益，而 2024 年则出现了回撤，跑输基准 -2.6%，这拖累了整体的因子表现。从图表 15 的多空净值曲线也可以看到，净流入因子在 2024 年明显回撤，收益曲线呈现稳定的下行趋势。也就是说，在常规情况下，净流入占比较高的行业与市场表现常常出现反向走势，但 2024 年，资金流向的趋势与实际市场表现趋同，净流入占比较高的行业，未来会获得正向超额收益。

被动持股占比时序变动 (w_passvie_zs): 该因子显示出了一定的正向预测能力。在 20 日窗口期 (w_passvie_zs_20d) 中，其 Rank IC 为 2.23%，五分组的多头端（即因子值最大的组）年化超额回报 8.79%，表明其与未来收益之间存在一定的正向关联，但稳定性一般。从年度表现来看，除了 2023 年，因子在其他年份均表现出正超额收益，尤其是 2024 年，其多头端超额收益高达 26.86%，显示出被动持股占比时序变动在今年的强烈预测能力。具体而言，被动持股占比时序变动越大且越稳定的行业，未来更有可能实现正向超额收益。

图表 12 股票 ETF：行业资金流因子的绩效

	因子方向	Rank IC	RankIC IR	IC胜率	多头年化收益率	多头年化超额	多头胜率	多头调仓超额均值	多空年化收益	多空最大回撤
w_passvie	-1	-0.88%	-0.12	52.5%	0.2%	-4.0%	44.8%	-0.32%	-3.1%	-26.9%
mv_passvie_chg_20d	-1	-0.05%	-0.01	42.4%	0.7%	-3.4%	41.4%	-0.25%	-4.1%	-41.4%
w_passvie_zs_20d	+1	2.23%	0.34	45.8%	13.5%	8.8%	55.2%	0.73%	10.0%	-16.2%
w_passvie_inflow_20d	-1	-5.68%	-0.72	64.4%	12.0%	7.4%	62.1%	0.59%	14.2%	-14.4%
mv_passvie_chg_40d	-1	-2.28%	-0.27	47.5%	4.7%	0.4%	43.1%	0.07%	2.5%	-32.7%
w_passvie_zs_40d	+1	0.84%	0.13	39.0%	6.1%	1.7%	44.8%	0.16%	-2.2%	-42.2%
w_passvie_inflow_40d	-1	-4.87%	-0.68	66.1%	11.0%	6.4%	55.2%	0.52%	10.7%	-23.0%
mv_passvie_chg_60d	-1	0.08%	0.01	45.8%	3.7%	-0.6%	41.4%	-0.02%	-0.2%	-32.0%
w_passvie_zs_60d	+1	1.27%	0.19	50.9%	7.5%	3.0%	50.0%	0.28%	0.4%	-33.7%
w_passvie_inflow_60d	-1	-0.52%	-0.07	61.0%	7.7%	3.3%	53.4%	0.28%	5.2%	-17.3%

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

图表 13 股票 ETF：行业资金流因子的 Rank IC

Rank IC	2020年	2021年	2022年	2023年	2024.10.31
w_passvie	10.3%	-2.8%	-9.0%	-4.1%	3.7%
mv_passvie_chg_20d	13.0%	4.6%	-13.9%	-7.5%	6.7%
w_passvie_zs_20d	7.7%	3.0%	-1.0%	-7.2%	10.6%
w_passvie_inflow_20d	2.8%	-8.3%	-12.7%	-10.7%	3.1%
mv_passvie_chg_40d	14.3%	-6.5%	-14.4%	-9.8%	8.3%
w_passvie_zs_40d	7.9%	4.4%	-5.7%	-12.6%	13.2%
w_passvie_inflow_40d	-6.6%	-2.2%	-7.7%	-12.0%	8.2%
mv_passvie_chg_60d	12.9%	2.5%	-11.2%	-3.2%	0.1%
w_passvie_zs_60d	5.8%	1.3%	-4.6%	-8.0%	14.9%
w_passvie_inflow_60d	-0.5%	3.5%	-1.3%	-9.0%	8.3%

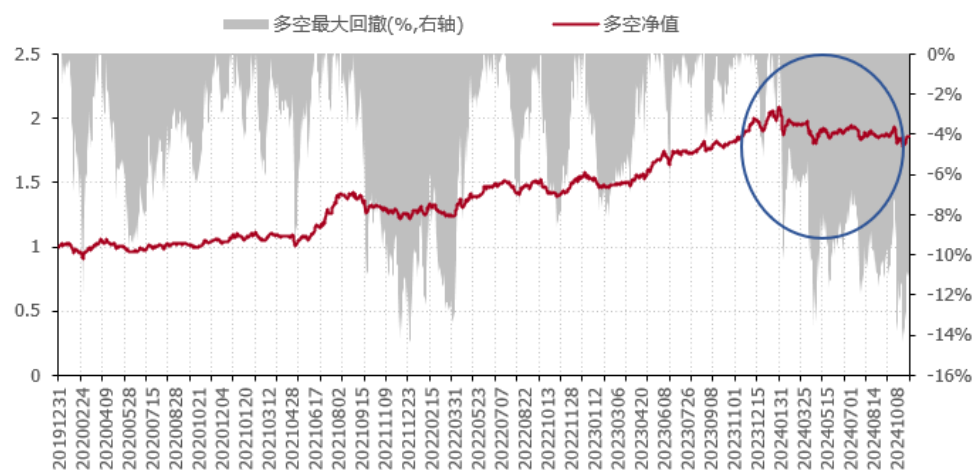
资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

图表 14 股票 ETF：行业资金流因子的多头超额收益

多头超额	因子方向	2020年	2021年	2022年	2023年	2024.10.31
w_passvie	-1	-21.4%	-0.3%	3.7%	1.7%	-5.4%
mv_passvie_chg_20d	-1	-15.3%	-15.7%	16.6%	0.3%	-6.1%
w_passvie_zs_20d	+1	10.0%	13.8%	1.0%	-3.1%	26.9%
w_passvie_inflow_20d	-1	8.3%	9.6%	7.7%	12.5%	-2.6%
mv_passvie_chg_40d	-1	-5.0%	-0.8%	14.4%	-0.7%	-8.4%
w_passvie_zs_40d	+1	0.5%	14.1%	-10.8%	-7.5%	20.8%
w_passvie_inflow_40d	-1	14.2%	10.6%	10.0%	9.3%	-11.8%
mv_passvie_chg_60d	-1	-7.9%	-5.4%	4.3%	4.1%	0.0%
w_passvie_zs_60d	+1	5.0%	8.4%	-10.7%	-1.5%	21.1%
w_passvie_inflow_60d	-1	10.6%	5.9%	-0.7%	7.7%	-6.0%

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

图表 15 股票 ETF：w_passvie_inflow_20d 的多空净值和最大回撤



资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

进一步分析 **w_passvie_zs_20d** 因子的持仓数据，可以发现，在 2024 年 1 至 10 月期间，该因子频繁持有的行业包括银行、综合金融、家电等，这些行业在 2024 年表现亮眼，跻身收益前列的行业榜单（收益前五的行业分别是：综合金融、非银行金融、银行、家电和通信）。根据该因子的构造原理，这些行业今年的表现强劲，表明它们在今年获得了稳定的增量资金流入。边缘资金的大量流入推动了这些行业的持续上涨，表明被动持股占比时序变动因子对未来收益的预测能力。

图表 16 股票 ETF: w_passvie_zs_20d 今年的多头持仓

月份	行业1	行业2	行业3	行业4	行业5	行业6
1月	石油石化	建筑	轻工制造	汽车	农林牧渔	银行
2月	钢铁	轻工制造	国防军工	商贸零售	纺织服装	计算机
3月	石油石化	煤炭	有色金属	家电	食品饮料	银行
4月	煤炭	钢铁	建材	汽车	家电	银行
5月	建材	国防军工	消费者服务	银行	房地产	综合金融
6月	建筑	消费者服务	银行	非银行金融	交通运输	传媒
7月	煤炭	钢铁	国防军工	汽车	纺织服装	银行
8月	煤炭	家电	医药	食品饮料	银行	电子
9月	煤炭	基础化工	轻工制造	农林牧渔	银行	综合金融
10月	轻工制造	国防军工	电子	计算机	综合	综合金融

资料来源: Wind 资讯, 华安证券研究所整理

整体来看,所有指标在 2024 年的表现都显得较为“反常”。无论原本的预测方向如何,2024 年的表现都是正向预测。比如原本预测方向负向的净流入因子(w_passive_inflow)出现了转变,导致了明显的回撤,而原本不太稳定的被动持股占比时序变动因子(w_passvie_zs)在 2024 年却获得了异常高的超额回报。这一现象反映出,2024 年的市场表现与传统的“资金流入-超买-回调”负反馈机制有所不同,而更像是“资金流入-推动上涨-吸引资金流入-再度上行”的正反馈机制,表现出更为紧密的资金流动与市场上涨之间的循环关系。

图表 17 为行业反转因子 Revs 的表现,可以看到,今年行业的 20 日、40 日、60 日收益窗口的表现呈现出明显的短期动量特征,而强调“增量”和“稳定”的 ZS 形式因子(w_passvie_zs)在 2024 年表现尤为耀眼,而强调“增量”的净流入因子(w_passive_inflow)的预测能力由负转正。在原因子的基础上,我们剥离掉 Revs20,发现所有因子今年的表现有所降低,尤其是 zscore 形式的因子。表明,市场的资金流入推动了行业的持续上涨,且这种资金流动具有自我强化的效果,即资金流入不仅推动上涨,还进一步吸引更多的增量资金流入,从而形成一个正向的资金流动与市场表现的循环。

图表 17 行业反转因子的分年度 Rank IC

Rank IC	2020年	2021年	2022年	2023年	2024.10.31	整体
Revs20	13.3%	9.7%	-13.5%	-3.2%	4.9%	1.78%
Revs40	17.2%	-5.1%	-17.4%	-6.0%	2.3%	-2.26%
Revs60	12.5%	-1.2%	-19.1%	0.2%	1.6%	-1.45%

资料来源: Wind 资讯, 华安证券研究所整理

图表 18 股票 ETF：行业 ETF 资金流因子的分年度 Rank IC（剥离反转前后）

Rank IC	剥离	2020年	2021年	2022年	2023年	2024.10.31
w_passvie		10.27%	-2.83%	-9.00%	-4.09%	3.69%
	Revs20	3.89%	-10.22%	-7.34%	-8.31%	1.56%
mv_passive_chg_20d		12.96%	4.63%	-13.90%	-7.53%	6.65%
	Revs20	7.26%	-3.00%	-4.75%	-7.94%	3.99%
w_passvie_zs_20d		7.66%	2.98%	-0.99%	-7.22%	10.63%
	Revs20	4.82%	3.06%	0.13%	-5.05%	1.96%
w_passive_inflow_20d		2.80%	-8.31%	-12.70%	-10.68%	3.13%
	Revs20	2.91%	-5.10%	-13.52%	-15.44%	2.79%

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

这一逻辑与传统观点有所不同。传统理论通常认为，资金大量流入容易导致市场超买，从而出现回调（即“流入-超买-回调”）；而资金大量流出可能表明市场对某些行业的悲观情绪过度，从而带来逆向投资机会（即“流出-超跌-反弹”）。然而，2024 年市场逻辑却呈现出一种新的循环模式：“资金流入-推动上涨-吸引资金流入-再度上行”，或反过来说，“资金流出-导致下跌-资金再度流出-加速下跌”。这表明市场资金流向的影响机制可能已经发生了变化，导致行业表现与资金流向之间呈现出更加紧密的正向关联。

这种转变促使我们思考，是否是 ETF 资金流的属性发生了变化？为了进一步探讨这一问题，我们将焦点转向 ETF 的不同类别。由于我们分析的是资金流对行业的影响，ETF 可以分为宽基 ETF、行业主题 ETF 和风格策略 ETF。逻辑上，不同类别的 ETF 资金流对行业的影响可能存在差异，这为我们提供了进一步分析的方向。

（1）行业主题 ETF：这种类型的 ETF 资金流对行业的影响较为直接。资金流入行业主题 ETF 往往代表着投资者对某一特定行业的主观判断，这种判断可能基于行业的成长潜力、行业截面优势，或者是时序择时策略（如均值回归等）。因此，行业主题 ETF 的资金流动与行业表现之间的关系通常较为密切，行业资金流动的变化能够较直接地反映行业的预期和情绪变化。

（2）宽基 ETF 和风格策略 ETF：这类 ETF 的资金流对行业的影响相对“隐晦”。宽基 ETF 往往力求与基准指数的行业配置保持一致，尽可能避免过度偏离行业分布。若基准指数的行业配置较为均衡，那么整体上，通过宽基 ETF 流入行业的资金流动也会较为均衡。因此，宽基 ETF 的资金流动对单一行业的影响较为分散和间接。

因此，我们的关键问题是，是否是结构分化导致的 ETF 资金流与行业走势出现了转变呢？或者，究竟是哪类 ETF 资金流推动了“流入-上涨-再流入-再上行”这一正反馈机制，我们将分别考察宽基 ETF 和行业主题 ETF 的资金流动对行业表现的收益预测能力。

2.2.2 “不变”：行业主题 ETF 资金流与行业表现的相互反馈

直观看，资金通过行业主题 ETF 流入行业，通常被理解为投资者看好该行业，反之流出则可能代表市场看空该行业。然而，实践证明，资金流入行业主题 ETF 并不总是意味着市场普遍看好该行业，流出也不必然意味着看空某个行业。在大多数年份，这一逻辑甚至是反向的。资金流入行业主题 ETF 可能更多地受到行业特定信息的影响，呈现出“有意识资金”的特征。投资者买入某个行业，可能是因为认为该行业的前景良好，但当众多投资者认可这一逻辑时，大量资金涌入可能会导致行业的集中度过高，形成“过度反应”，从而为后续的回调整埋下伏笔。

基于上述逻辑，我们首先探讨**基于行业主题 ETF 的行业资金变动与未来收益之间的秩相关性**。我们的分析结果表明，所有相关指标的时序相关性普遍为负，即当 ETF 份额、被动持股市值或净流入增加时，未来的负收益概率反而更高。这一发现表明，行业资金流入并不总是预示着短期内的正向回报，可能受到市场的过度反应影响。到了 2024 年，虽然 ETF 份额变动和被动净流入占比的相关性有所转变，变为轻微的正向相关，但其相关性仅为 3% 左右，且统计结果未达到显著性水平。**这表明，尽管 2024 年行业资金流的时序指标有所变化，但这些变化对未来收益的预测能力是否真正发生了转变，仍需进一步的实证检验。**

图表 19 行业主题 ETF：行业时序资金变动和未来收益的秩相关性（月度，2020-2024.10.31）

指标	ETF 份额变动		行业份额变动		被动持股市值变动		被动持股市值变动的占比		被动净流入		被动净流入占比	
	share_passive_diff_fund		share_passive_diff		mv_passive_diff		w_passive_diff		mv_passive_inflow		w_passive_inflow	
年度	均值	Prob(大于0)	均值	Prob(大于0)	均值	Prob(大于0)	均值	Prob(大于0)	均值	Prob(大于0)	均值	Prob(大于0)
2020	-14.7%	20.0%	-18.9%	33.3%	-15.4%	40.0%	-15.6%	36.7%	-11.3%	30.0%	-11.6%	30.0%
2021	-7.5%	46.7%	-12.6%	23.3%	-7.8%	30.0%	-7.7%	30.0%	-5.0%	40.0%	-6.9%	36.7%
2022	15.6%	73.3%	2.7%	53.3%	-9.6%	40.0%	-9.6%	40.0%	6.5%	63.3%	8.3%	66.7%
2023	1.3%	46.7%	-8.2%	26.7%	-16.4%	16.7%	-16.3%	16.7%	-0.5%	43.3%	0.0%	40.0%
2024	3.0%	53.3%	-3.7%	43.3%	-10.3%	36.7%	-10.4%	33.3%	3.1%	63.3%	3.1%	63.3%
全部	-2.9%	38.7%	-9.7%	12.9%	-9.6%	19.4%	-9.6%	19.4%	-4.6%	38.7%	-4.7%	38.7%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

进一步分析行业资金流指标的截面收益预测能力。在 2020 年至 2024 年 10 月 31 日的观察期内，所有因子的预测方向普遍为负。也就是说，净流入比例较高或被动持股变化率较高的行业，往往在后续的收益排名中位居较低。**这一负向关系在 2024 年依然显著，尽管部分因子如绝对持股占比在某些时段有所改善，但其他所有“变动类”因子仍呈现负向预测能力，且未见明显的转变。**

- **时间窗口选择：**随着时间窗口的延长，因子选行业的能力和稳定性表现显著下降，因子的预测能力受到了更多滞后信息的影响，对比之下，基于全部 ETF 没有规律可言。
- **2020-2024.10.31，**净流入占比因子（w_passive_inflow）的负向预测效果最好，紧随其后的是被动持股市值变化率因子（mv_passive_chg），而被动持股占比时序变动因子（w_passvie_zs）则表现较差。与基于所有 ETF 的计算结果相比，有较大差异性，如基于全部 ETF 的被动持股市值变化率因子（chg）几乎没有预测能力。
- **被动净流入占比因子（w_passive_inflow）：**在近 20 日、40 日和 60 日窗口期内，w_passive_inflow 的 Rank IC 分别为 -7.43%、-7.23% 和 -3.44%，其多头端的年化超额回报分别为 10.5%、9.7% 和 6.1%，资金流向与未来收益的负相关性依然存在。
- **从年度表现来看，2020 年**大多数因子表现出了微弱的正向择行业能力，但其余年份**边际资金流因子对行业都是负向预测**。随着时间的推移，净流入占比类因子（w_passive_inflow）表现有所衰减，但今年 w_passive_inflow_20d 仍然呈现负向预测能力，Rank IC 为 -4.03%，流入占比较少的组的超额回报为 7.48%；而被动持股占比时序变动因子（w_passvie_zs）则在 2024 年表现出显著的负向预测水平，w_passvie_zs_20d 的 Rank IC 为 -7.10%，因子值较小的组的超额回报为 10.46%。

- **ETF 资金流与行业表现的对比：**对比基于股票 ETF 和行业主题 ETF 计算的 $w_passvie_inflow_20d$ 因子的多空净值曲线（图表 23），结果表明，基于行业主题 ETF 的行业资金流在 2024 年的回撤明显低于基于所有股票 ETF 得到的因子。这表明行业主题 ETF 净流入资金的影响机制表现出与整体市场 ETF 不同的趋势。

图表 20 行业主题 ETF：行业资金流因子的绩效

	因子方向	Rank IC	RankIC IR	IC胜率	多头年化收益率	多头年化超额	多头胜率	多头调仓超额均值	多空年化收益	多空最大回撤
w_passvie	-1	-1.37%	-0.19	50.9%	-0.6%	-4.7%	41.4%	-0.39%	-2.9%	-29.3%
mv_passvie_chg_20d	-1	-5.98%	-0.84	61.0%	10.1%	5.6%	56.9%	0.46%	12.2%	-21.3%
w_passvie_zs_20d	-1	-1.06%	-0.17	55.9%	7.2%	2.8%	56.9%	0.22%	0.9%	-27.1%
w_passvie_inflow_20d	-1	-7.43%	-1.09	62.7%	15.2%	10.5%	62.1%	0.82%	17.1%	-14.2%
mv_passvie_chg_40d	-1	-5.83%	-0.85	62.7%	10.5%	5.9%	62.1%	0.48%	7.7%	-28.1%
w_passvie_zs_40d	-1	-2.86%	-0.45	59.3%	9.4%	4.9%	60.3%	0.40%	6.1%	-21.8%
w_passvie_inflow_40d	-1	-7.23%	-1.01	69.5%	14.4%	9.7%	63.8%	0.77%	15.0%	-14.6%
mv_passvie_chg_60d	-1	-3.60%	-0.57	57.6%	11.3%	6.7%	62.1%	0.55%	7.6%	-18.4%
w_passvie_zs_60d	-1	-2.84%	-0.43	61.0%	11.4%	6.8%	58.6%	0.56%	10.1%	-24.2%
w_passvie_inflow_60d	-1	-3.44%	-0.50	67.8%	10.6%	6.1%	51.7%	0.49%	8.3%	-19.2%

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

图表 21 行业主题 ETF：行业资金流因子的 Rank IC

Rank IC	2020年	2021年	2022年	2023年	2024.10.31
w_passvie	7.4%	-1.2%	-8.8%	-3.5%	1.2%
mv_passvie_chg_20d	10.9%	-1.9%	-20.6%	-10.8%	-5.9%
w_passvie_zs_20d	17.0%	-0.3%	-8.2%	-6.7%	-7.1%
w_passvie_inflow_20d	3.4%	-12.0%	-11.7%	-11.8%	-4.0%
mv_passvie_chg_40d	13.0%	-8.0%	-11.3%	-19.5%	-0.9%
w_passvie_zs_40d	11.0%	-1.0%	-3.6%	-13.2%	-6.6%
w_passvie_inflow_40d	-2.7%	-9.0%	-7.1%	-14.5%	-1.2%
mv_passvie_chg_60d	13.2%	-2.6%	-8.4%	-11.5%	-9.3%
w_passvie_zs_60d	11.8%	-1.6%	-2.0%	-14.3%	-7.5%
w_passvie_inflow_60d	3.9%	-5.4%	-3.1%	-10.7%	0.0%

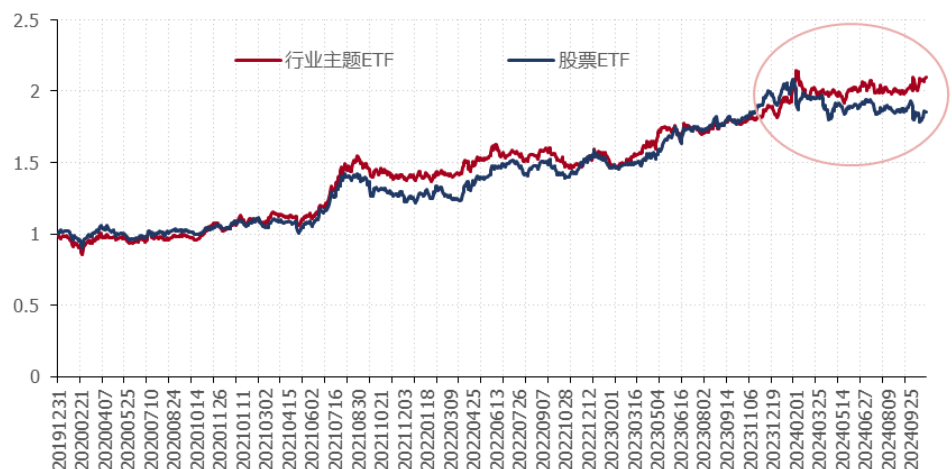
资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

图表 22 行业主题 ETF：行业资金流因子的多头超额收益

多头超额	因子方向	2020年	2021年	2022年	2023年	2024.10.31
w_passvie	-1	-20.2%	-7.8%	3.1%	0.5%	-1.2%
mv_passvie_chg_20d	-1	-8.7%	6.9%	13.0%	7.6%	5.9%
w_passvie_zs_20d	-1	-9.4%	10.8%	1.7%	0.7%	10.5%
w_passvie_inflow_20d	-1	14.7%	18.5%	4.3%	8.5%	7.5%
mv_passvie_chg_40d	-1	-15.6%	17.5%	13.3%	19.2%	-6.8%
w_passvie_zs_40d	-1	-9.1%	5.9%	4.3%	11.3%	10.6%
w_passvie_inflow_40d	-1	15.0%	10.8%	4.7%	11.2%	6.6%
mv_passvie_chg_60d	-1	-7.9%	6.7%	11.8%	9.5%	10.3%
w_passvie_zs_60d	-1	-10.0%	8.0%	9.2%	13.7%	10.4%
w_passvie_inflow_60d	-1	4.4%	16.3%	-3.9%	12.4%	3.1%

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

图表 23 股票 ETF vs 行业主题 ETF：w_passvie_inflow_20d 的多空净值曲线



资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

综上所述，通过行业主题 ETF 流入行业的“有意识资金”对行业的影响基本符合传统的“流入-超买-回调”或“流出-超卖-反转”的传导路径，剥离短期价格涨跌因素后，这种“过度反应”现象显得更加强烈（图表 24）。这种模式表明，行业主题 ETF 的资金流动更容易受到市场情绪和短期判断的驱动，可能会导致行业的过度反应。

图表 24 行业主题 ETF：资金流因子的分年度 Rank IC（剥离反转前后）

Rank IC	剥离	2020年	2021年	2022年	2023年	2024.10.31
mv_passive_chg_20d		10.9%	-1.9%	-20.6%	-10.8%	-5.9%
	Revs20	7.2%	-3.8%	-11.9%	-9.0%	-8.0%
w_passvie_zs_20d		17.0%	-0.3%	-8.2%	-6.7%	-7.1%
	Revs20	15.1%	2.2%	-7.1%	-5.4%	-3.9%
w_passive_inflow_20d		3.4%	-12.0%	-11.7%	-11.8%	-4.0%
	Revs20	0.8%	-2.8%	-12.9%	-16.3%	-7.8%

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

行业主题 ETF 流入行业的“有意识资金”与行业走势整体为负反馈机制，这一传统的传导路径与 2024 年通过所有 ETF 流入行业的资金所展现的正向循环（即“资金流入-推动上涨-吸引资金流入-再度上行”）的市场行为并不一致，后者反映了资金流入与市场表现之间更加紧密的正向反馈机制。在这种模式下，资金的流入不仅推动了行业的上涨，而且通过吸引更多的资金流入形成了自我强化的上涨趋势。这一差异表明，其他类型的 ETF 资金流，如宽基 ETF 和风格策略 ETF，可能在 2024 年主导了整体 ETF 资金流对行业影响机制的变化。

宽基 ETF 通常与基准指数的行业配置保持一致，因此其资金流动往往较为均衡，不容易产生过度的行业偏向。与此同时，风格策略 ETF 的资金流可能更多地受到市场风格变化的驱动，进而对某些行业产生了更为集中的资金流入。为了更全面地理解这一变化趋势，我们还需进一步分析其他类型 ETF 的资金流对行业表现的具体影响路径，以期通过细分 ETF 类别，能够更准确地揭示各类 ETF 资金流如何在当前市场环境中影响行业走势，从而为未来的市场预测和投资决策提供更有力的支持。

2.2.3 “变”：宽基 ETF 资金流对行业收益预测的影响与变动

首先，我们采用了类似的方法来观察资金通过宽基 ETF 流入行业的情况，并分析这些流动对行业配置的指示作用。图表 25 展示了在月频（20 日）数据下，宽基 ETF 中行业时序资金变动与未来收益的秩相关性。我们发现，这些相关性与通过行业主题 ETF 得到的结果存在显著差异。

具体来说，从全部时间看，基于行业主题 ETF 的资金流与未来收益的相关性整体为负，而在宽基 ETF 的情况下，ETF 份额变动和被动净流入与未来 20 日收益的秩相关系数为正。到了 2024 年，所有观测指标的相关性均显著为正，ETF 份额变动、行业份额变动、被动持股市值变动、被动持股市值变动比例、被动净流入和被动净流入比例的相关系数分别为 17.0%、14.0%、9.0%、10.1%、16.5%和 20.7%。这表明，资金通过宽基 ETF 流入某个行业，可能有助于推动该行业的上涨，为行业提供了正向的支持。

图表 25 宽基 ETF：行业时序资金变动和未来收益的相关性（2020-2024.10.31）

指标	ETF份额变动		行业份额变动		被动持股市值变动		被动持股市值变动比例		被动净流入		被动净流入比例	
	share_passive_diff_fund		share_passive_diff		mv_passive_diff		w_passive_diff		mv_passive_inflow		w_passive_inflow	
年度	均值	Prob(大于0)	均值	Prob(大于0)	均值	Prob(大于0)	均值	Prob(大于0)	均值	Prob(大于0)	均值	Prob(大于0)
2020	-26.2%	10.0%	-27.9%	16.7%	-9.3%	46.7%	-10.0%	36.7%	-14.7%	20.0%	-15.4%	23.3%
2021	0.9%	43.3%	-4.8%	53.3%	3.0%	50.0%	2.9%	50.0%	3.0%	56.7%	1.7%	50.0%
2022	17.6%	70.0%	-0.7%	46.7%	4.6%	60.0%	4.0%	60.0%	24.0%	86.7%	26.6%	90.0%
2023	-9.0%	36.7%	-9.4%	30.0%	-7.5%	43.3%	-7.2%	43.3%	8.6%	66.7%	10.1%	73.3%
2024	17.0%	73.3%	14.0%	66.7%	9.0%	63.3%	10.1%	63.3%	16.5%	80.0%	20.7%	86.7%
全部	2.9%	54.8%	-5.1%	32.3%	-0.6%	51.6%	-0.1%	54.8%	4.7%	67.7%	5.0%	67.7%

资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

进一步分析表明，由于宽基 ETF 资金流与行业未来收益的正相关性，行业轮动策略可能因此受益。我们尝试通过监测宽基 ETF 的资金流向来调整行业配置，观察这些行业资金流指标的截面收益预测能力。

整体来看，宽基 ETF 资金流对行业的指导作用存在较大的不确定性，且对所选窗口期较为敏感，但所有因子今年对未来收益都有正向预测效果。具体而言：

- 被动持股比例的变动（w_passvie_zs）因子相对表现最好，可以看作一个正向因子，w_passvie_zs_20d 的 Rank IC 为 5.8%；被动净流入比例（w_passive_inflow_20d）因子的 Rank IC 整体为负（-1.26%），这一点与通过所有 ETF 资金流和行业主题 ETF 资金流的结论一致。
- 但今年，我们看到，所有因子均表现出正向收益预测效果。w_passive_inflow_20d 的 Rank IC 为 5.6%，w_passvie_zs_20d 的 Rank IC 高达 21.6%；五分组中因子值最大组的收益均跑赢了基准，w_passvie_zs_20d 的收益达 35.4%，超额收益 27.5%。

图表 26 宽基 ETF：行业资金流因子的绩效

	因子方向	Rank IC	RankIC IR	Prob(IC>0)
w_passvie		-1.88%	-0.22	42.4%
mv_passive_chg_20d		2.34%	0.30	55.9%
w_passvie_zs_20d	+1	5.78%	0.89	61.0%
w_passive_inflow_20d		-1.26%	-0.15	50.9%
mv_passive_chg_40d		-1.69%	-0.19	49.2%
w_passvie_zs_40d	+1	4.36%	0.73	59.3%
w_passive_inflow_40d		2.64%	0.31	61.0%
mv_passive_chg_60d		-1.25%	-0.16	50.9%
w_passvie_zs_60d	+1	1.27%	0.20	52.5%
w_passive_inflow_60d		1.87%	0.22	62.7%

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所整理

图表 27 宽基 ETF：行业资金流因子的 Rank IC

Rank IC	2020年	2021年	2022年	2023年	2024.10.31
w_passvie	10.1%	-8.1%	-11.2%	-3.7%	6.2%
mv_passive_chg_20d	13.5%	7.6%	-12.1%	-3.0%	8.1%
w_passvie_zs_20d	5.1%	3.6%	1.7%	-0.6%	21.6%
w_passive_inflow_20d	-2.3%	-0.4%	-8.2%	-0.2%	5.6%
mv_passive_chg_40d	12.3%	-9.2%	-13.1%	-4.7%	8.7%
w_passvie_zs_40d	1.3%	2.3%	2.3%	-0.1%	18.1%
w_passive_inflow_40d	-4.4%	11.4%	-4.9%	2.8%	10.5%
mv_passive_chg_60d	5.4%	-3.1%	-13.9%	0.4%	5.6%
w_passvie_zs_60d	0.7%	-3.0%	-4.9%	-3.1%	19.2%
w_passive_inflow_60d	-2.1%	5.3%	-3.3%	3.0%	8.7%

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

图表 28 宽基 ETF：行业资金流因子的多头超额收益

多头超额	因子方向	2020年	2021年	2022年	2023年	2024.10.31
w_passvie	+1	20.0%	-9.3%	-4.8%	-2.1%	-0.8%
mv_passive_chg_20d	+1	9.2%	-5.1%	-16.4%	1.6%	9.9%
w_passvie_zs_20d	+1	2.4%	10.0%	-3.0%	-0.2%	27.5%
w_passive_inflow_20d	+1	-11.2%	-18.7%	-15.5%	-4.2%	5.8%
mv_passive_chg_40d	+1	18.4%	-21.8%	-14.9%	-2.1%	5.6%
w_passvie_zs_40d	+1	-3.9%	-0.8%	-1.6%	2.3%	23.6%
w_passive_inflow_40d	+1	-10.8%	-6.9%	0.9%	-3.4%	4.7%
mv_passive_chg_60d	+1	16.4%	-9.1%	-15.5%	0.5%	18.1%
w_passvie_zs_60d	+1	-7.1%	-15.9%	-7.7%	2.3%	25.7%
w_passive_inflow_60d	+1	-16.0%	6.7%	0.1%	-0.6%	6.2%

资料来源：Wind 资讯，华安证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/646001132034011020>