

2019-1-31

金融工程 | 专题报告

基金研究

当下如何看待沪深 300 指数？

报告要点

■ 回顾与沪深 300 指数有关的二十年

萌芽：1998 年，对于统一指数的需求迫切，展开探索与研究。

筹备：2003 年，沪深证券交易所成立编制跨市场指数的联合工作小组。

试运行：2004 年，沪深证券交易所分别每半年轮流担当主计算方和主发布方。

上市：2005 年 4 月 8 日，沪深 300 指数通过沪深两个证券交易所实时发布。

衍生品：2010 年 4 月 16 日，第一张股指期货合约沪深 300 股指期货合约上市。

ETF：2012 年 5 月，沪深 300ETF 上市。

■ 沪深 300 指数成分股变迁是一部我国经济近代史

从初上市，成分股公司以传统成熟行业为主，到金融股成为第一权重，再到互联网新科技公司注入新的活力。沪深 300 指数的成分股公司是跟随我国经济发展成长起来的实力最强的一批上市公司，并且成分股公司的行业权重也随着我国产业结构升级在不断调整。

■ 当下如何看待沪深 300 指数？

沪深 300 指数具有**周期性、低风险性、估值低、盈利能力强、股息率高等特点**，决定了沪深 300 指数适合做**中长期投资和配置为王**的属性。

我们对沪深 300 指数再平衡策略和大类资产配置平衡策略进行历史回测，看到无论是通过沪深 300 指数来对 A 股市场进行中长期投资，还是进行大类资产配置都能得到理想收益。

■ 指数化投资理念深入人心，沪深 300 ETF 逆市爆发

2018 年底沪深 300ETF 规模达到约 880.30 亿元，相比 2017 年增长率为 26.04%，份额增长率为 87.26%。沪深 300ETF 能逆市爆发的原因主要有：

- 1、费率低，管理成本低，投资透明，仓位稳定，流动性好，操作简单；
- 2、被动管理的理念被越来越多的投资者认可；
- 3、随着资产配置业务发展，长期资金低位布局和外资流入。

■ 流动性为王：华夏沪深 300ETF

华夏沪深 300ETF 规模约为 228 亿，日均成交额约为 1.124 亿，占全市场沪深 300ETF 交易额 11.15%；

隐含流动性估算约为 40 亿元左右，华夏沪深 300ETF 与多家头部券商紧密合作，完善做市商机制，强大的隐含流动性足以支持大资金的交易需求；

2018 年日均跟踪偏离度为 0.0064%，跟踪误差为 0.1327%，跟踪误差远低于考核标准，是投资沪深 300 指数的优质标的。

分析师 秦瑶

☎ (8627) 65799830

✉ qinyao@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513080002

相关研究

《因子投资：策略概述及收益回测》2019-1-1

《小马过河——2019 年金融工程年度投资策略》2018-12-29

《FOF 系列之债基绩效归因体系（下）》2018-12-23

风险提示： 对指数历史数据评测和策略历史回测，不能完全代表指数和策略未来表现

目录

回顾与沪深 300 有关的二十年	4
萌芽	5
筹备	5
试运行	5
上市	5
衍生品	6
首只沪深 300ETF 上市	6
现况	6
沪深 300 指数成分股变迁是一部我国经济近代史	7
初上市成分股公司以传统成熟行业为主	7
金融股成为第一权重	7
科技公司注入新的活力	8
当下如何看待沪深 300 指数？	10
等待微笑曲线的出现	12
沪深 300 再平衡策略	13
大类资产配置平衡策略	14
指数化投资理念日渐深入人心，沪深 300 ETF 逆市爆发	16
流动性为王：华夏沪深 300ETF	17
二级市场流动性好，交易额占比不断攀升	17
隐含流动性同样表现优异	18
跟踪误差远低于考核标准	19

图表目录

图 1: 沪深 300 指数发展历程	4
图 2: 股票型基金和偏股混合型基金中以沪深 300 及其衍生指数为业绩基准的基金数量	6
图 3: 金融业与第三产业 GDP 占比	8
图 4: 科技产业主营业务收入与增速	9
图 5: 沪深 300 指数的成分股公司金融、周期、消费、成长行业占比	10
图 6: 沪深 300 指数近十年 PE	10
图 7: 沪深 300 指数历史股息率水平	12
图 8: 沪深 300 指数净利润增速 (TTM)	12
图 9: 沪深 300 指数微笑曲线 (2015 年 6 月至 2018 年 2 月)	13
图 10: 沪深 300 指数定期再平衡策略收益率曲线	13
图 11: 沪深 300、中证全债、GSCI 黄金、能源 CFCI 指数收益率曲线	14
图 12: 大类资产配置平衡策略收益率曲线	15
图 13: 大类资产配置平衡策略分年收益	15
图 14: 沪深 300ETF 规模 (亿) 与份额 (亿份) 变化	16
图 15: 华夏沪深 300ETF 规模 (亿)	17
图 16: 华夏沪深 300ETF 日均成交额占比	17
图 17: 沪深 300 指数成份股流动性瓶颈排序 (亿)	18
图 18: 华夏沪深 300ETF 历史跟踪偏离度	19
表 1: 2005 年沪深 300 指数上市时权重最大的成分股公司	7
表 2: 沪深 300 指数后继纳入的部分金融成分股	8
表 3: 沪深 300 指数部分科技成分股纳入详情	9
表 4: 沪深 300 指数与市场核心指数详情	11
表 5: 沪深 300、中证全债、GSCI 黄金、能源 CFCI 指数相关系数	14
表 6: 沪深 300ETF 规模与份额变化	16
表 7: 华夏沪深 300ETF 跟踪偏离度与跟踪误差	19

毋庸置疑，沪深 300 指数是我国 A 股市场的中流砥柱。

作为核心指数，沪深 300 指数汇集了全市场市值最大、流动性最好的 300 只股票，是 A 股市场蓝筹公司的代表，代表了中国经济的发展方向，被大量的主动型基金作为业绩比较基准。

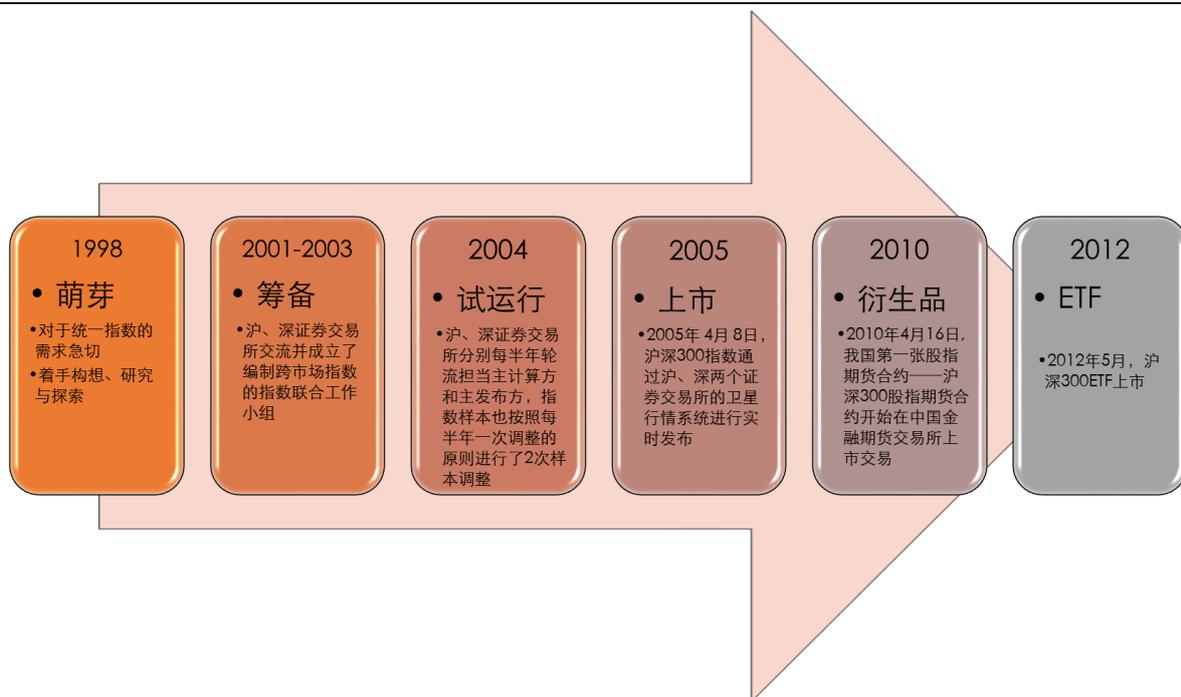
这只“王牌”指数从酝酿初期至成熟上市历时数年，凝结大量金融工作者的努力与心血，是一部我国经济和金融市场发展变迁的浓缩近代史。

回顾与沪深 300 有关的二十年¹

沪深 300 指数是**第一支跨沪、深两大市场**反映 A 股整体走势的指数，由上交所和深交所共同合作研发，是我国指数发展历史上**重大创新**，于 2005 年 4 月 8 日正式上市。

当时，A 股投资者结构开始出现机构化趋势，市场产品创新和衍生品发行也迫切需要反映沪深市场整体走势的标的，统一指数上市迫在眉睫，沪深 300 指数便是众望所归、翘首以待。

图 1：沪深 300 指数发展历程



资料来源：中证指数公司，长江证券研究所

¹ 资料来源：中证指数公司。

萌芽

自 1998 年起，沪、深证券交易所已经开始展开对跨市场指数的探索与研究，分别成立了研究跨市场指数的工作小组，以满足市场对统一指数、市场产品创新和衍生品发行的迫切需求，并且希望能够进一步推动机构化投资，降低机构管理成本。另外多家证券公司、高校也都对跨市场指数进行了大量研究探索。

当时市场普遍希望统一指数能够反映 A 股市场全貌，可以覆盖 A 股市场大部分的市值、流动性与主要行业。²

筹备

2003 年，沪、深证券交易所在对统一指数进行充分交流并达成共识后，成立了编制跨市场指数的联合工作小组，经过大量努力，反复在编制、选样、计算、调整、发布、管理等多方面研究论证后，攻克了重重难关，设计完成了“既借鉴国际先进经验又结合国内实际情况的沪深 300 指数”。³

试运行

2004 年初开始进行沪深 300 指数试运行。

“由沪、深证券交易所分别每半年轮流担当主计算方和主发布方，指数样本也按照每半年一次调整的原则进行了 2 次样本调整”。⁴

上市

2005 年 4 月 8 日，沪深 300 指数通过沪、深两个证券交易所进行实时发布。

沪深 300 指数是以 2004 年 12 月 31 日为基期，基点为 1000 点，采用分级靠档法确定成分股权重的方法。

在选样中，沪深 300 指数以流动性和市值作为两大标准，并且更重视流动性：“先对样本空间股票在最近一年的 A 股日均成交金额由高到低排名，剔除排名后 50% 的股票；再对剩余股票按照最近一年 A 股日均总市值由高到低排名，选取前 300 名股票作为指数样本”。

2005 年 9 月，中证指数公司成立。之前沪深 300 指数由沪、深交易所联合工作小组进行维护和管理。中证指数公司成立后，移交与中证指数公司进行维护和管理，每半年进行一次成分股调整。⁵

² 资料来源：中证指数公司。

³ 资料来源：中证指数公司。

⁴ 资料来源：中证指数公司。

⁵ 资料来源：中证指数公司。

衍生品

2006年9月8日，上海，中国金融期货交易所获批准成立，正式开始筹备股指期货上市工作。

在沪深300指数成功上市5年之际，2010年4月16日，我国第一张股指期货合约——沪深300股指期货合约开始在中国金融期货交易所上市交易。⁶

首只沪深300ETF上市

2012年5月，沪深300ETF上市，整体规模超过500亿。通过以一篮子股票或者现金替代的方式进行申购，实现了“T+0”回转交易，可进行高频套利。

现况

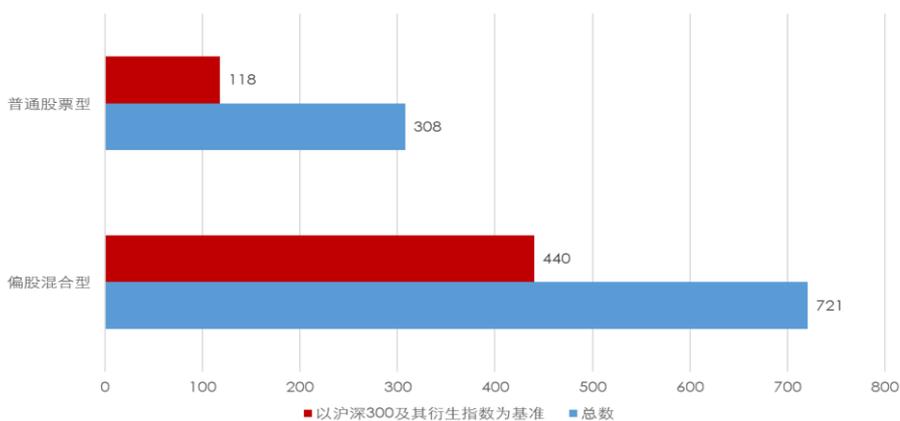
当前，沪深300指数已经成为了A股市场的标杆，覆盖全市场约60%的市值，是A股市场最具有影响力的指数之一。

至2018年底，跟踪沪深300指数的ETF有8只，规模约880亿；跟踪沪深300指数的LOF有44只，规模约436亿。

以沪深300指数及其衍生指数为业绩比较基准的基金达到1964只，整体规模约13874.27亿元，为A股市场之最。

按照WIND基金分类，在1029只普通股票型基金和偏股混合型基金中，以沪深300及其衍生指数为业绩比较基准的基金数量为558只，比例为54.23%，规模约5318亿元。

图2：股票型基金和偏股混合型基金中以沪深300及其衍生指数为业绩基准的基金数量



资料来源：Wind，长江证券研究所

⁶ 资料来源：中金所。

沪深 300 指数成分股变迁是一部我国经济近代史

近二十年来是我国经济高速发展的二十年，沪深 300 指数的成分股公司也是跟随我国经济发展成长起来的实力最强的一批上市公司，并且成分股公司的行业权重也随着我国产业结构升级在不断调整。

沪深 300 指数成分股的变迁记录了中国特色经济发展、产业结构升级的历史进程。

初上市成分股公司以传统成熟行业为主

从 90 年代起，工业发展为我国经济增长最主要的贡献力量。2005 年，第二产业对 GDP 的贡献率超过 50%。

可以看到，当 2005 年 4 月 8 日沪深 300 指数上市时，权重最大的成分股公司多为能源与重工业等成熟传统行业公司。当时第一大金融权重股为招商银行，市值仅为 633.46 亿元，而贵州茅台市值为 196.23 亿元。

表 1：2005 年沪深 300 指数上市时权重最大的成分股公司

代码	简称	行业	纳入时市值(亿元)
600028	中国石化	能源	3,797.57
600011	华能国际	公用事业	883.66
600019	宝钢股份	材料	764.48
600036	招商银行	金融	633.46
600050	中国联通	电信服务	587.15
600188	兖州煤业	能源	393.16
600026	中远海能	工业	384.15
600688	上海石化	能源	339.12
600009	上海机场	工业	338.37

资料来源：Wind，长江证券研究所

金融股成为第一权重

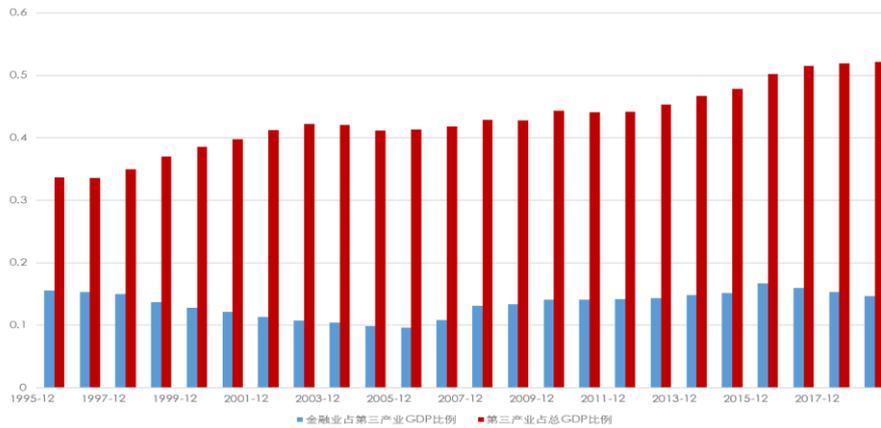
经济发展到一定程度，必然将带动经济结构调整和产业结构升级，从而带动第三产业的发展。在我国经济高速发展下，第三产业保持势头强劲，逐渐取代了第二产业在国民经济中的主导地位。

党的十六届三中全会在《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》中明确提出，要使国有商业银行成为“资本充足、内控严密、运营安全、服务和效益良好的现代金融企业”，“实行股份制改造，加快处置不良资产，充实资本金，创造条件上市”，揭开了国有商业银行股份制改革发展的新篇章。

2005 年是我国大型国有商业银行上市高峰的开始，按照“坚持试点先行逐步推广”的原则，交通银行、建设银行、中国银行和工商银行等大型国有商业银行相继完成了股份制改造并成功上市。

同时，2005 年也是我国金融业的拐点，2005 年之后金融业占第三产业 GDP 比例开始稳步增长，在 2015 年达到了顶峰，金融行业公司大量被纳入沪深 300 指数，金融行业渐渐成为沪深 300 指数中权重最大的行业。

图 3：金融业与第三产业 GDP 占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 2：沪深 300 指数后继纳入的部分金融成分股

纳入日期	代码	简称	行业	权重 (%)	纳入时市值(亿元)
2008-07-01	601939	建设银行	金融	0.53	13,320.28
2007-01-23	601628	中国人寿	金融	0.36	12,444.95
2006-11-10	601398	工商银行	金融	1.20	11,489.58
2010-07-29	601288	农业银行	金融	1.45	8,989.41
2006-07-19	601988	中国银行	金融	0.76	8,884.37
2007-05-29	601328	交通银行	金融	1.56	6,638.74
2007-05-18	601998	中信银行	金融	0.18	4,219.50
2007-03-15	601318	中国平安	金融	7.01	3,302.34
2015-01-26	000166	申万宏源	金融	0.29	2,919.35
2015-06-15	002736	国信证券	金融	0.20	2,624.00

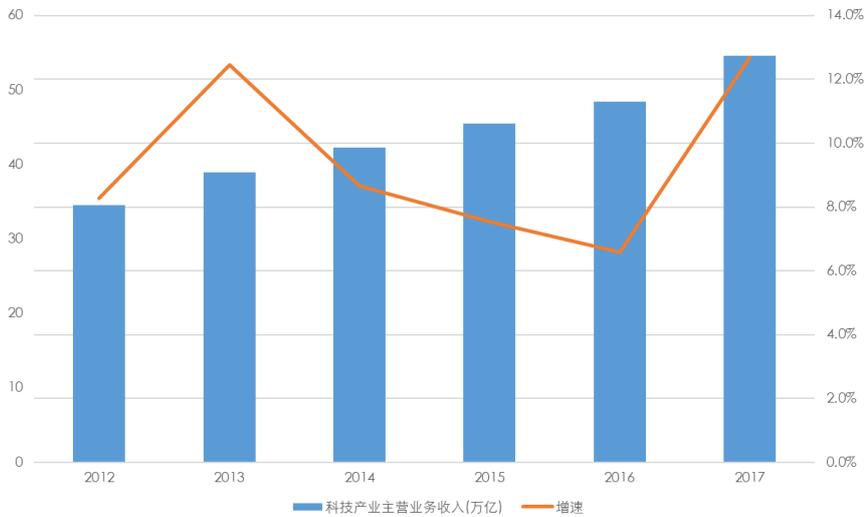
资料来源：Wind，长江证券研究所

科技公司注入新的活力

2008 年金融危机后，中国正面临经济增长缓慢，传统产业转型举步维艰的状况，此时反而给了科技互联网(TMT)行业历史机遇，新科技、新网络、新商业模式如同雨后春笋，给中国经济再次注入一剂强心针。2011 年是科技互联网行业迅速崛起的一年，科技公司开始做大做强，走上 A 股的舞台，走入了沪深 300 指数。

产业升级的故事仍在继续，或许科技股的权重将在沪深 300 指数中越来越大，我们期待优质的中概股回归能促使沪深 300 指数焕发新的活力。

图 4：科技产业主营业务收入与增速



资料来源：Wind, 长江证券研究所

表 3：沪深 300 指数部分科技成分股纳入详情

纳入日期	代码	简称	行业	权重 (%)	纳入时市值(亿元)
2011-01-04	002415	海康威视	信息技术	0.95	474.15
2012-07-02	000725	京东方 A	信息技术	0.72	1,401.06
2011-01-04	600703	三安光电	信息技术	0.39	258.26
2013-12-16	002230	科大讯飞	信息技术	0.39	317.55
2014-06-16	002475	立讯精密	信息技术	0.35	220.89
2014-06-16	002008	大族激光	信息技术	0.34	242.43
2015-06-15	300104	乐视网	信息技术	--	1,224.18
2018-06-11	601360	三六零	信息技术	0.10	2432.35

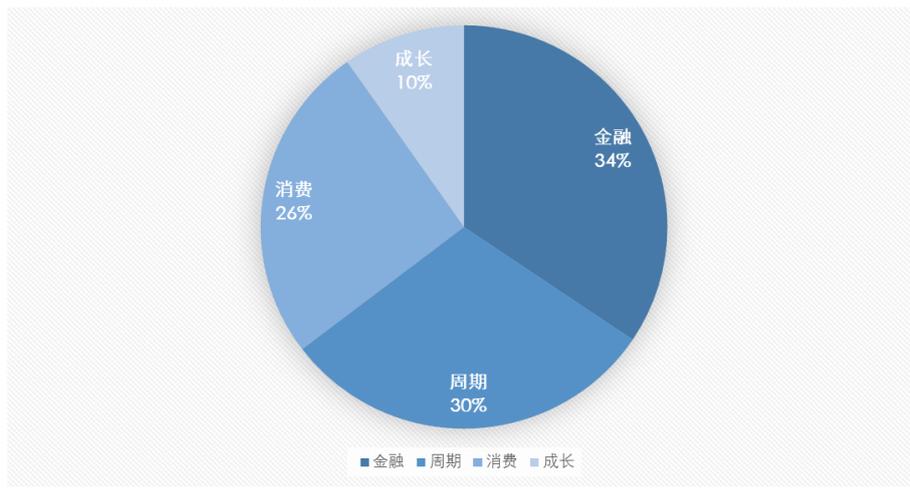
资料来源：Wind, 长江证券研究所

当下如何看待沪深 300 指数？

当下，沪深 300 指数有如下几个特点：

1. 行业配置角度方面，在沪深 300 指数中金融行业和周期行业的成分股公司比例达到 64%，赋予了沪深 300 指数非常强的投资周期性。

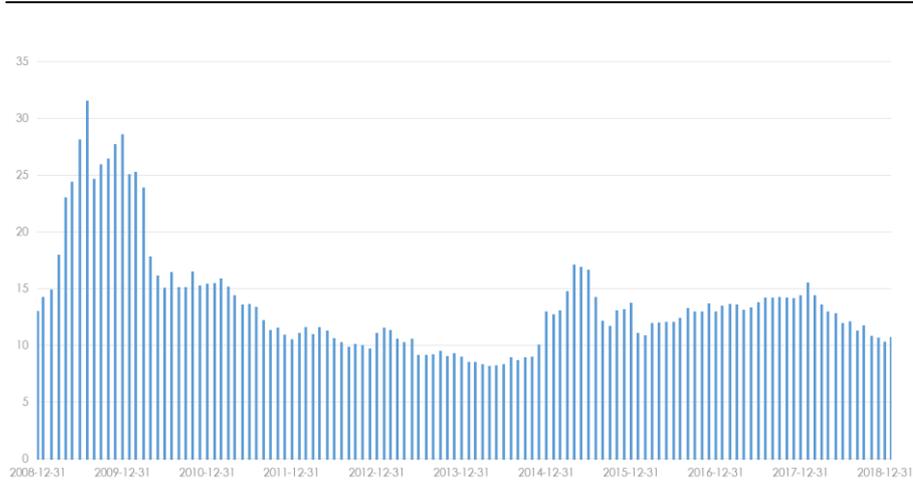
图 5：沪深 300 指数的成分股公司金融、周期、消费、成长行业占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

2. 交易方面，沪深 300 指数市值超过 30 万亿，覆盖 A 股市场约 60% 的市值，具有较强抗操纵性，波动率也较低，风险较小；
3. 估值水平方面，目前沪深 300 指数 PE(TTM) 为 10.6 倍，低于市场绝大多数核心指数，并且处于历史低位；

图 6：沪深 300 指数近十年 PE



资料来源：Wind，长江证券研究所

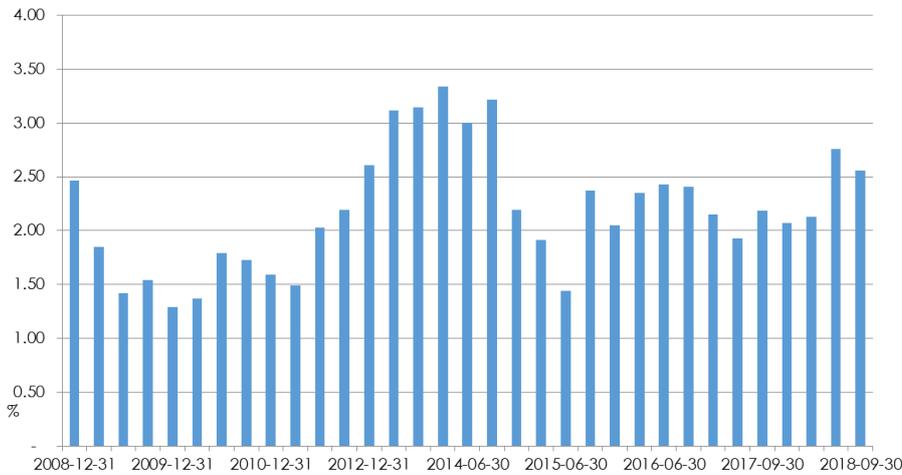
表 4: 沪深 300 指数与市场核心指数详情

代码	名称	PE	PB	股息率	年化波动率	市值 (亿)	净利润 (亿)	ROE(180930)
881001.WI	万得全 A	13.8	10.42	2.08%	23.09%	508,877.63	36,120.29	8.55%
000906.SH	中证 800	11.45	8.39	2.55%	22.61%	362,716.76	31,502.41	9.13%
000001.SH	上证综指	11.47	8.05	2.57%	20.65%	332,283.42	28,324.43	9.01%
000300.SH	沪深 300	10.59	7.49	2.83%	22.49%	300,578.79	28,093.07	9.52%
000010.SH	上证 180	9.62	6.81	3.16%	21.53%	233,402.85	23,978.39	9.60%
399106.SZ	深证综指	22.17	23.21	1.29%	25.64%	177,332.67	7,805.58	7.16%
399107.SZ	深证 A 指	22.18	23.29	1.30%	25.67%	177,195.37	7,829.96	7.16%
000016.SH	上证 50	9.19	6.47	3.43%	22.38%	161,291.85	17,231.72	9.79%
399001.SZ	深证成指	17.33	19.4	1.55%	25.81%	108,900.71	5,893.38	8.55%
399344.SZ	深证 300R	16.59	17.75	1.62%	25.92%	88,406.06	4,911.74	9.16%
000852.SH	中证 1000	21.5	21.15	1.27%	27.81%	63,066.52	2,903.20	6.78%
000905.SH	中证 500	18.86	20.14	1.42%	26.21%	62,137.97	3,409.34	6.63%
399004.SZ	深证 100R	15.97	22.09	1.81%	26.45%	55,336.62	3,454.07	9.45%
399008.SZ	中小 300	21.1	37.02	1.25%	25.89%	50,894.98	2,313.25	8.73%
000009.SH	上证 380	16.11	11.92	1.98%	25.64%	45,212.23	2,787.62	8.42%
399005.SZ	中小板指	20.23	38.43	1.29%	26.62%	31,920.56	1,492.19	10.12%
399012.SZ	创业 300	36.35	52.06	0.74%	30.68%	26,607.76	734.24	6.24%
399006.SZ	创业板指	29.92	39.35	0.66%	30.30%	18,900.46	494.86	7.55%
399673.SZ	创业板 50	31.03	49.25	0.61%	33.85%	11,478.41	299.18	8.43%

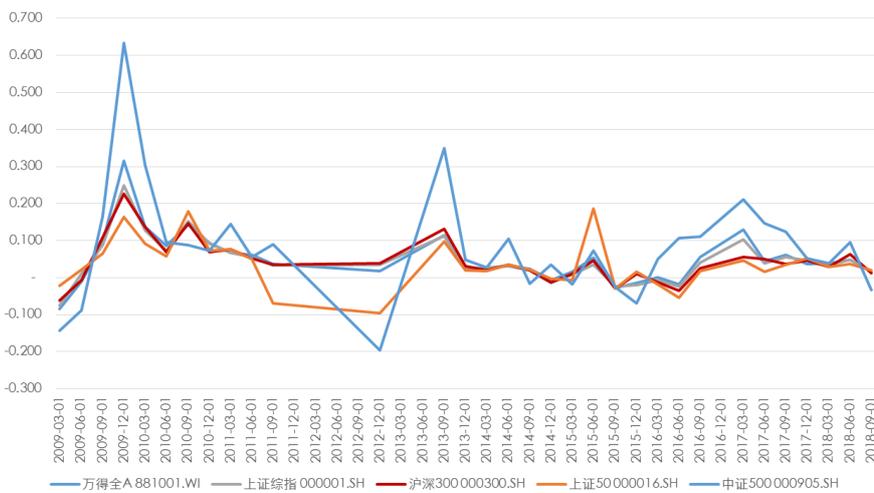
资料来源: Wind, 长江证券研究所

4. 盈利能力方面, 2018 年半年报显示, 沪深 300 指数成分股公司净利润(TTM)总和与上证综指净利润(TTM)总和基本持平, 几乎囊括了 A 股市场最具赚钱能力的上市公司。同时与中证 500、上证 50 等指数相比, 净利润增速变化率最小, 业绩非常稳定。

沪深 300 指数 ROE、股息率水平在市场核心指数中均处于头部地位, 并且股息率在历史较高水平。

图 7: 沪深 300 指数历史股息率水平


资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 8: 沪深 300 指数净利润增速 (TTM)


资料来源: Wind, 长江证券研究所

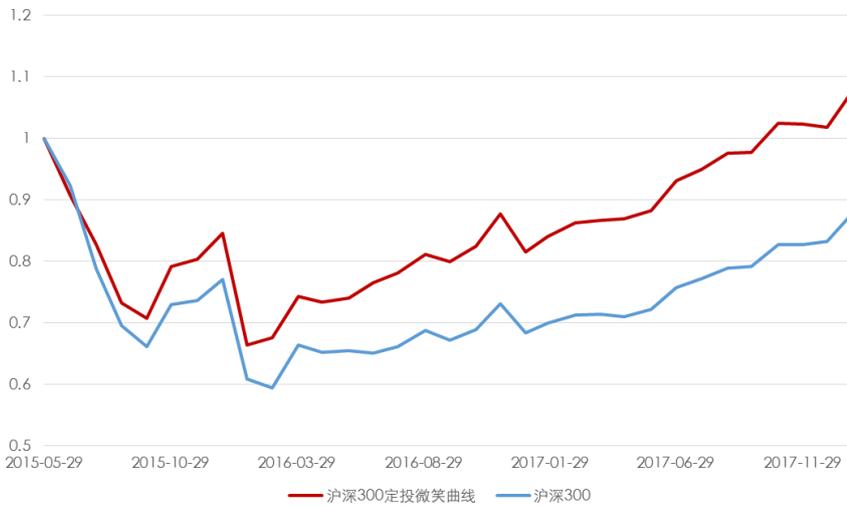
综上, 我们认为沪深 300 指数具有周期性、低风险性, 估值低, 盈利能力强, 股息率高等特点, 决定了其适合做**中长期投资**和**配置为王**的属性。

等待微笑曲线的出现

在市场震荡探底的过程中, 沪深 300 指数非常适合中长期投资, 通过再平衡策略, 等待微笑曲线的出现。

近几年来, 沪深 300 指数完成的最漂亮的微笑曲线(成本再平衡)是在 2015 年 6 月至 2018 年 2 月。

图 9：沪深 300 指数微笑曲线（2015 年 6 月至 2018 年 2 月）



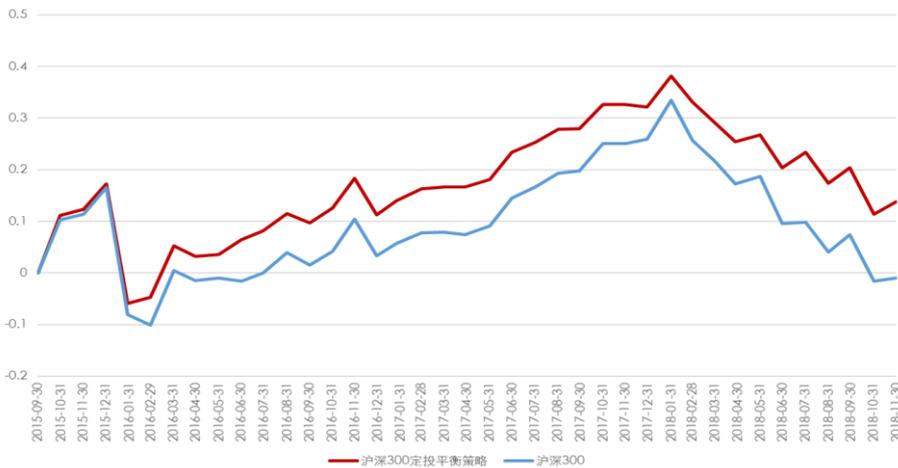
资料来源：Wind, 长江证券研究所

沪深 300 再平衡策略

在当前时间点，对于沪深 300 指数来说，定期再平衡策略不妨为一个比较好的选择。首先确定阶段目标收益率，每阶段根据净值做动态再平衡。

我们尝试预设月度目标收益率 1%，然后月度进行动态再平衡，收益率曲线如下：

图 10：沪深 300 指数定期再平衡策略收益率曲线



资料来源：Wind, 长江证券研究所

可以看到在 2015 年 9 月至 2018 年 11 月阶段，虽然沪深 300 指数点位变化不大，但是定期再平衡策略却获得了 13.8% 的收益，超越沪深 300 指数 14.7%，年化收益率为 4.35%，Sharpe(月度)为 1.66，波动率为 0.11。

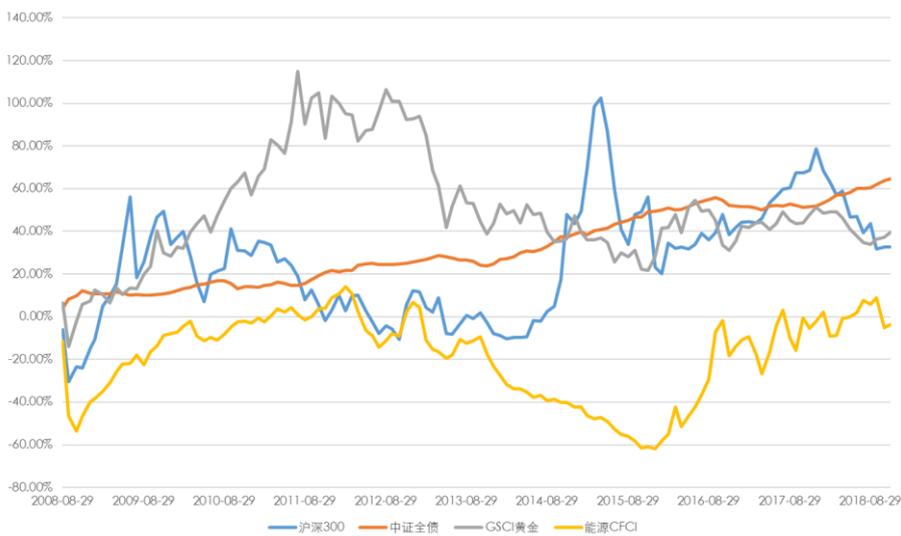
可以看到，在中长期投资中无论是沪深 300 指数先抑后扬，还是震荡横盘，再平衡策略都能有理想收益。

大类资产配置平衡策略

2018年，是我国A股市场资产配置元年，我们在前面已经描述了沪深300指数具有周期性、低风险性，估值低，盈利能力强，股息率高等特点，市值覆盖A股市场60%以上，是最具市场代表性、最适合做配置的指数。

简单地看，如果选取沪深300，债券，黄金，能源四类资产，初始按照1:1:1:1比例配置。当某类资产净值涨幅或者跌幅过高时，通过对于此类资产减仓或者加仓的方式，实现此类资产的再平衡，本质上是完成了止盈或摊薄成本的动作。

图 11：沪深 300、中证全债、GSCI 黄金、能源 CFCI 指数收益率曲线



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 5：沪深 300、中证全债、GSCI 黄金、能源 CFCI 指数相关系数

	沪深 300	中证全债	GSCI 黄金	能源 CFCI
沪深 300	1.00			
中证全债	0.55	1.00		
GSCI 黄金	-0.20	-0.12	1.00	
能源 CFCI	-0.03	-0.16	0.56	1.00

资料来源：Wind，长江证券研究所

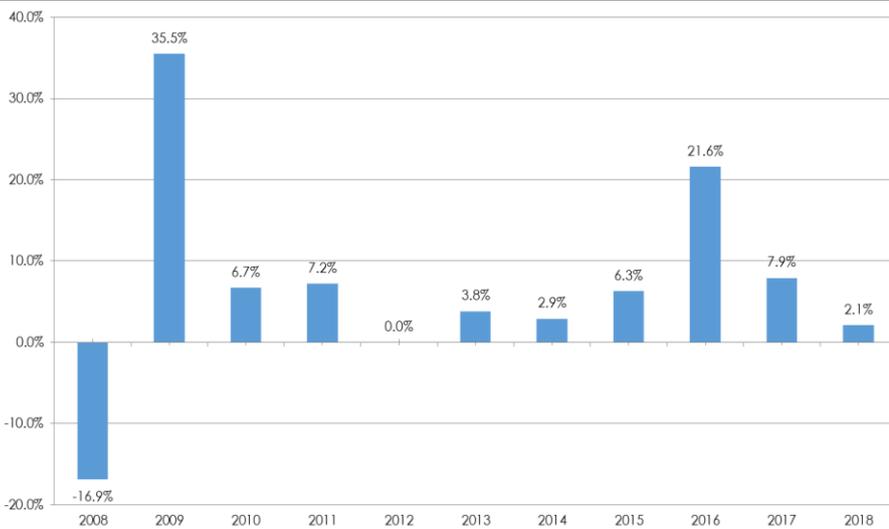
我们选取 2008 年—2018 年十年区间，如果某类资产净值涨幅达到 100%或者跌幅达到 50%，对此类资产进行一次恢复初始净值的再平衡操作。

图 12: 大类资产配置平衡策略收益率曲线



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 大类资产配置平衡策略分年收益



资料来源: Wind, 长江证券研究所

可以看到, 大类资产配置平衡策略年化收益率 7.44%, Sharpe(月度)为 1.89, 波动率为 0.22, 最大回撤为 17%, 效果较为理想。

指数化投资理念日渐深入人心，沪深 300 ETF 逆市爆发

2018 年，虽然 A 股市场表现低迷，ETF 市场却如火如荼，迎来了春天。沪深 300 ETF 规模逆市爆发，相比 2017 年年底的规模 698 亿元，2018 年 12 月 31 日沪深 300ETF 规模约为 880 亿元，增长率为 26.04%。

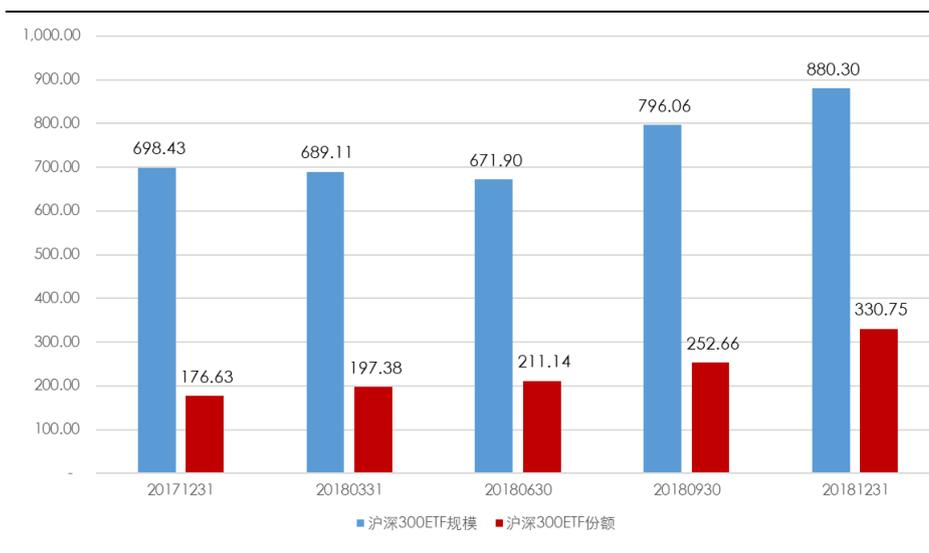
沪深 300ETF 份额由 2017 年年底的 176.63 亿份增长到 2018 年 12 月 31 日的 330.75 亿份，增长率为 87.26%

表 6：沪深 300ETF 规模与份额变化

	20171231	20180331	20180630	20180930	20181231	2018 年增长率
沪深 300ETF 规模(亿)	698.43	689.11	671.90	796.06	880.30	26.04%
沪深 300ETF 份额(亿份)	176.63	197.38	211.14	252.66	330.75	87.26%

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：沪深 300ETF 规模（亿）与份额（亿份）变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

我们认为沪深 300ETF 能逆市爆发的原因主要有以下几点：

- 1) ETF 自身费率低，管理成本低，投资透明，仓位稳定，流动性好，操作简单。
- 2) 被动管理的理念被越来越多的投资者认可。
- 3) 随着资产配置业务发展，长期资金低位布局和外资流入。随着 A 股不断开放，QFII 额度不断提升，市场互通越来越成熟，沪深 300 产品的规模将不断扩大。

流动性为王：华夏沪深 300ETF

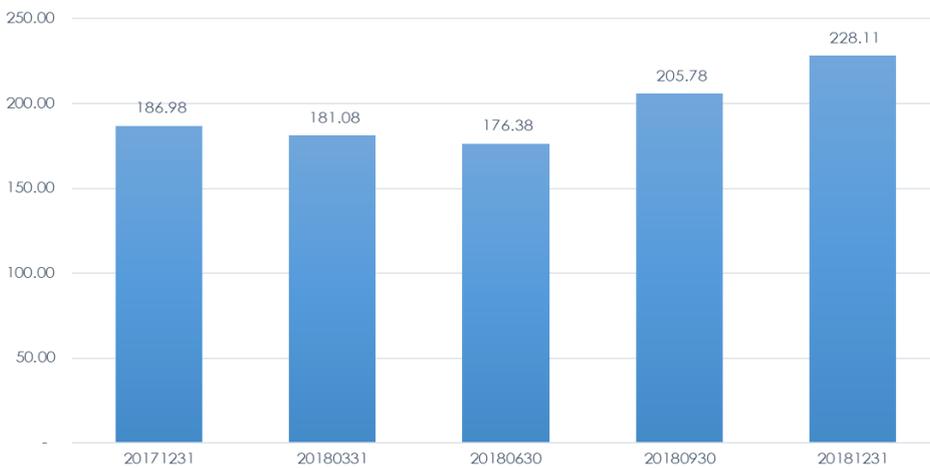
华夏沪深 300ETF 无论在规模还是流动性上，均在沪深 300ETF 中处于头部地位。

华夏沪深 300ETF 发行于 2012 年 12 月 25 日。华夏基金管理有限公司是国内最早发行 ETF 产品的基金管理公司，其发行的华夏上证 50ETF 是我国 A 股市场上第一只 ETF，目前规模约 458 亿，具有成熟丰富的 ETF 管理经验。

二级市场流动性好，交易额占比不断攀升

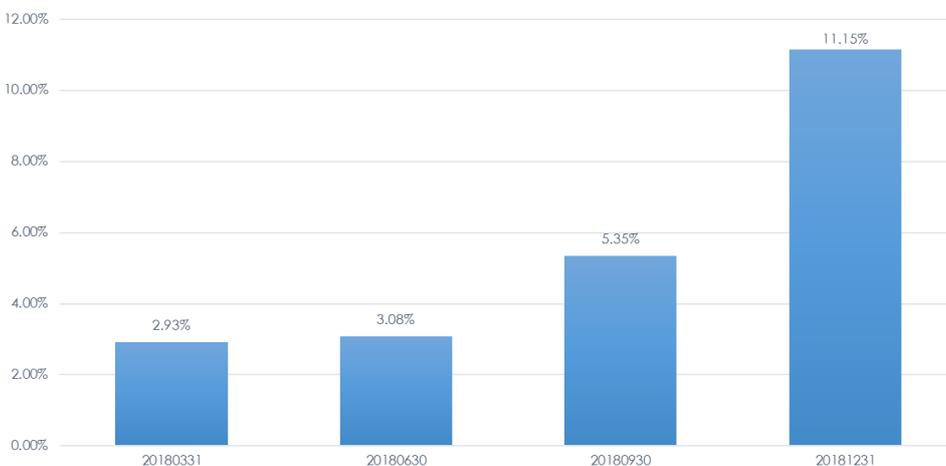
截止 2018 年 12 月 31 日，华夏沪深 300ETF 规模约为 228 亿，日均成交额约为 1.124 亿，占全市场沪深 300ETF 交易额 11.15%，规模和交易额在沪深 300ETF 产品中均处于头部地位，规模大、流动性充裕。

图 15：华夏沪深 300ETF 规模（亿）



资料来源：wind，长江证券研究所

图 16：华夏沪深 300ETF 日均成交额占比



资料来源：wind，长江证券研究所

由图 16 可见，华夏沪深 300ETF 的交易额市场占比不断持续攀升，未来表现值得期待。

隐含流动性同样表现优异

ETF 除了交易层面的流动性之外，还有隐含流动性值得关注。

隐含流动性是 ETF 真实流动性的另一方面体现，由于 ETF 存在做市商机制，做市商可以通过报价买入后赎回、申购后按报价卖出等操作提供流动性，以保证市场交易的稳定。隐含流动性的根本在于成分股的流动性，只要 ETF 成分股流动性充足，做市商便能为二级市场提供源源不断的流动性。我们对隐含流动性进行估算⁷：

指数日均可成交金额： $\min_i \left\{ \frac{Amount_{i,t}}{\omega_{i,t}} \mid Amount_{i,t} > 0 \right\}$ ，其中 $\omega_{i,t}$ 和 $Amount_{i,t}$

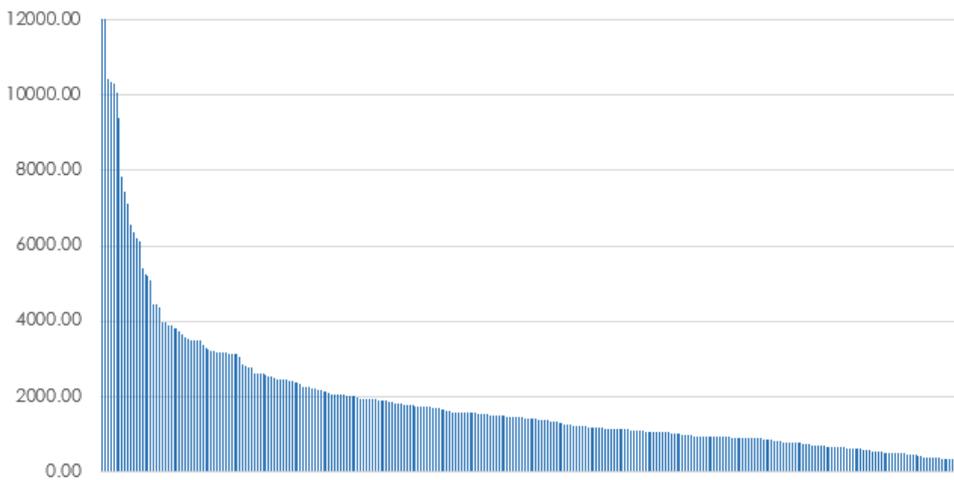
分别为成份股 i 在过往一年的成交金额 $Amount_{i,t}$ 和 t 日的开盘参考权重。

由某个成份股过往一年的日均成交金额与该成份股在指数中所占权重的比值得到该成份股所确定的流动性瓶颈，依次对每个成份股流动性瓶颈进行降序排列，以尾端一定比例成份股流动性瓶颈作为指数日均可成交金额的测度。

以成份股流动性瓶颈最小值来测算，沪深 300 指数日均可成交金额大致维持在 263 亿水平，假设每日成交 10% 的日均可成交金额并不会对市场形成较大的扰动，照此测算沪深 300ETF 日均可安全成交金额或大致为 26.3 亿元左右，即估算隐含流动性为 26.3 亿元左右。

如果以尾端 5% 成份股流动性瓶颈而言，估算隐含流动性约为 40 亿元左右。

图 17：沪深 300 指数成份股流动性瓶颈排序（亿）



资料来源：wind，长江证券研究所

⁷ 风险提示：对隐含流动性历史估算，不能完全代表隐含流动性未来表现。

华夏沪深 300ETF 的做市商机制非常完善，其聘请的流动性服务商包括中信证券、中国银河、中金公司、招商证券、海通证券、国信证券、中信建投证券等头部券商。

即使二级市场的成交量出现低靡，华夏沪深 300ETF 完善做市商机制带来的强大的隐含流动性足以支持大资金的交易需求。

跟踪误差远低于考核标准

华夏沪深 300ETF 的净值收益率与沪深 300 全收益指数收益率对比，从 2013 年 7 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日，最大跟踪偏离度为 0.4969%，日均跟踪偏离度为 0.0236%，年跟踪误差为 0.7361%。

分年来看，华夏沪深 300ETF 最大日均跟踪偏离度，跟踪误差均出现在 2015 年，分别为 0.0504%、1.2095%；2018 年，华夏沪深 300ETF 日均跟踪偏离度，跟踪误差分别为 0.0064%、0.1327%，远小于产品日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.2%，年跟踪误差不超过 2%的考核标准。

图 18：华夏沪深 300ETF 历史跟踪偏离度



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 7：华夏沪深 300ETF 跟踪偏离度与跟踪误差

时间区间	日均跟踪偏离度(绝对值)	跟踪误差(年化)
2013.7.1-2013.12.31	0.0168%	0.2894%
2014	0.0245%	0.5762%
2015	0.0504%	1.2095%
2016	0.0295%	0.5497%
2017	0.0104%	0.2747%
2018	0.0064%	0.1327%

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。