

股票型 ETF 持续净流入，配置仍以低波防守类为主

— ETF 市场及配置策略跟踪月报（240531）

核心观点：

- **市场表现回顾：**过去一个月，大类资产表现商品>债券>股票。其中沪深 300 下跌 0.68%，中证 500 下跌 2.44%，中证 1000 下跌 2.59%，中证 2000 下跌 1.88%；创业板指和北证 50 跌幅最大，分别下跌 2.87%、5.24%。分行业来看，房地产利好政策的出台刺激购房需求，地产板块表现亮眼。此外，煤炭、农林牧渔、银行和交通运输等板块表现较为出色，TMT 板块回调明显。债市方面，5 月信用债>利率债。5 月以来，一方面基本面继续缓步修复、资产荒的底层逻辑未发生反转，债市走牛基础未改变，另一方面特别国债发行落地，计划发行时间拉长至两个季度，此前市场普遍关注的供给冲击利空明显缓释。5 月大宗商品整体小幅走强，其中南华农产品、南华金属指数涨幅较高，分别上涨 2.94%、2.63%；南华能化指数涨幅较小，5 月上涨 0.65%，5 月黄金先涨后跌。
- **ETF 市场变化：**截至 2024 年 5 月 31 日 ETF 共 956 只，规模 24114.99 亿元。本月 ETF 增加 18 只，整体规模减少 336.28 亿元。股票型基金依旧占据大多数，从数量上看，股票型基金共 817 只，新增 17 只，占比达到 85.5%；；从规模上看，规模达 18432.8 亿元，减少了 359 亿元（其中股票基金（规模）减少 585.1 亿元，行业主题减少 56.3 亿元），占比 76.4%。宽基 ETF 规模仍主要集中在沪深 300，规模达到 5717.4 亿元，占比超过股票型基金的 1/3。其次是科创 50、上证 50 和中证 500，规模分别为 1259.61 亿元、1183.8 亿元和 1121 亿元。5 月新上市 ETF 共 18 只，新成立的 ETF 中，宽基 ETF 新增 2 只，分别为上证 50ETF 和科创 50ETF 增强。策略 ETF 新增 3 只，其中红利相关 2 只。
- **ETF 策略表现：****宏观择时策略：**我们改良美林投资时钟并将其应用于大类资产配置，以 ETF 作为投资标的构建可交易的 ETF 宏观择时策略。我们构建经济指数与流动性指数，并将经济状态划分为四个周期。2024 年 5 月策略实现收益率 0.96%。**动量择势策略：**ETF 动量择势策略使用 XGBoost 预测出的 ETF 上涨概率作为动量指标，以基金份额历史分位数代表拥挤度，选择动量排名前七且（1-拥挤度分位数）排名前五的板块，最后选择板块内动量最大的 ETF。2024 年 5 月，基于动量和拥挤度构建的动量择势 ETF 策略实现收益率 3.32%。**低波扩散行业轮动策略：**基于低波扩散行业轮动模型，将模型结果应用在 ETF 配置，5 月份策略实现收益率 1.20%。
- **风险提示：**报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

分析师

马普凡

☎：021-68597610

✉：mapufan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522040002

吴金超

☎：021-20252648

✉：wujinchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523080002

研究助理：刘璐

✉：liulu_yj@chinastock.com.cn

研究助理：白拙朴

✉：baizhuopu_yj@chinastock.com.cn

相关研究

【银河金工】宏观经济周期划分下的 ETF 配置方法

【银河金工】结合价格动量和拥挤度的两融 ETF 交易策略探索

【银河金工】行业轮动模型在行业及主题 ETF 配置上的应用

【银河金工】医疗 ETF 净流入居前，策略 4 月收益稳健

目 录

一、市场表现.....	3
（一）大类资产及主要宽基表现回顾.....	3
（二）行业指数表现.....	4
二、ETF 市场变化.....	5
（一）市场整体表现.....	5
（二）本月新发 ETF.....	6
（三）资金流入情况.....	7
三、ETF 配置策略跟踪.....	9
（一）宏观择时策略.....	9
（二）动量择势策略跟踪.....	13
（三）低波扩散行业轮动策略跟踪.....	14
四、风险提示.....	16

一、市场表现

(一) 大类资产及主要宽基表现回顾

过去一个月，大类资产表现商品>债券>股票。

5月A股市场表现先升后降，房地产“517”一系列利好政策密集出台，供给侧重点落在去库存缓解房地产市场压力，需求侧降低首付比例、下调住房贷款利率降低居民购房门槛，刺激购房需求。政策密集出台的利好效应短期内带动整个房地产板块快速上涨，但由于地产景气改善有待数据验证，房地产板块在上涨后持续回调，整个A股市场也呈现下跌趋势。当前A股市场结构性行情明显，缺乏持续的热点板块，需要更为有利的宏观经济与流动性基本面为A股表现提供支撑。

债市方面，5月信用债>利率债。5月以来，一方面基本面继续缓步修复、资产荒的底层逻辑未发生反转，债市走牛基础未改变，另一方面特别国债发行落地，计划发行时间拉长至两个季度，此前市场普遍关注的供给冲击利空明显缓释；叠加房地产支持政策频发但数据好转仍待观测，对债市影响不大，长端利率窄幅震荡格局较明显。信用债方面，整体收益率仍在下降，低收益率券数量继续增长，反映资产荒格局仍在加剧。

5月大宗商品整体小幅走强，其中南华农产品、南华金属指数涨幅较高，分别上涨2.94%、2.63%；南华能化指数涨幅较小，5月上涨0.65%。5月黄金先涨后跌，5月上半月由于美国CPI下降引发降息预期、疲软经济数据与地缘政治冲突增强避险需求、全球央行净购金行为的推动，黄金价格持续攀升；而5月下旬美联储会议纪要释放鹰派信号使得金价再次回调，全月南华黄金指数小幅上涨0.98%。原油供应端OPEC+减产计划的不确定性与美国产量增加、美国经济和通胀放缓对油价构成压力，5月原油价格震荡偏弱运行。

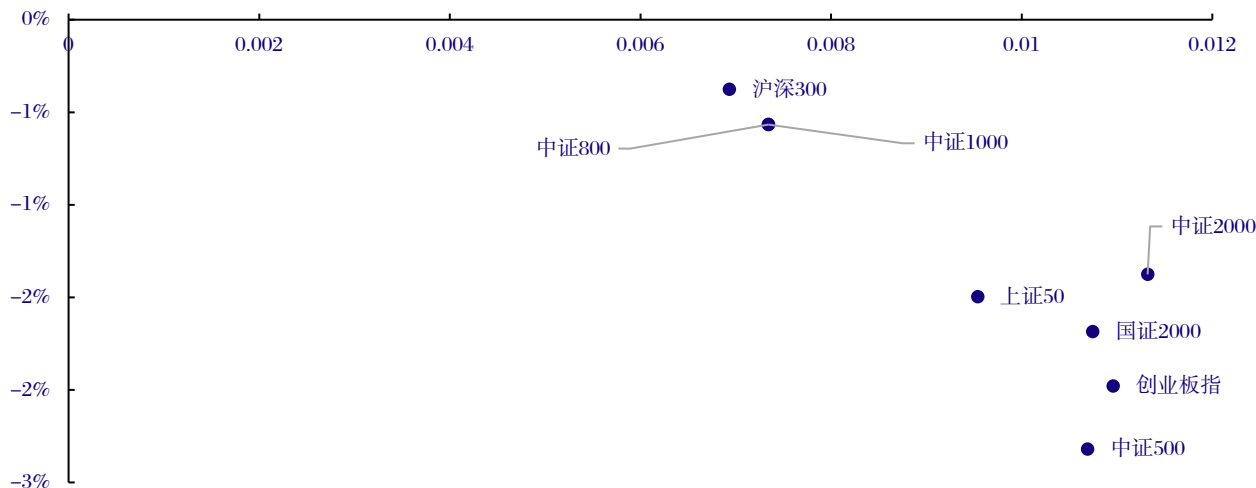
表1：大类资产表现回顾

权益资产			收益率%			
指数代码	指数名称	年初至今	过去一个月	过去三个月	过去一年	
000300.SH	沪深300	4.34	-0.68	1.82	-5.76	
000905.SH	中证500	-2.22	-2.44	-0.72	-12.22	
000852.SH	中证1000	-9.04	-2.59	0.20	-18.39	
399006.SZ	创业板指	-4.56	-2.87	-0.11	-17.70	
固定收益资产			收益率%			
指数代码	指数名称	年初至今	过去一个月	过去三个月	过去一年	
931279.CSI	国开债	2.66	0.46	1.15	5.11	
931189.CSI	信用债AAA	2.97	0.72	1.36	5.37	
931198.CSI	信用债中高等级	2.94	0.71	1.36	5.44	
大宗商品			收益率%			
指数代码	指数名称	年初至今	过去一个月	过去三个月	过去一年	
NH0200.NHF	南华工业品	5.75	0.95	5.79	25.89	
NH0300.NHF	南华农产品	2.87	2.94	3.72	7.39	
NH0008.NHF	南华黄金	14.82	0.98	14.99	22.01	
NH0500.NHF	南华能化	5.64	0.65	4.44	27.69	
NH0400.NHF	南华金属	6.26	2.63	8.53	22.75	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2024 年 5 月主流宽基指数截至月底整体下跌，呈现大盘>中盘>小盘的态势；其中沪深 300 下跌 0.68%，中证 500 下跌 2.44%，中证 1000 下跌 2.59%，中证 2000 下跌 1.88%；创业板指和北证 50 跌幅最大，分别下跌 2.87%、5.24%，创业板指、中证 500、中证 2000 及国证 2000 过去一个月收益率波动较大。

图1：主要宽基 ETF 产品月度收益率(纵轴)及波动率(横轴)分布

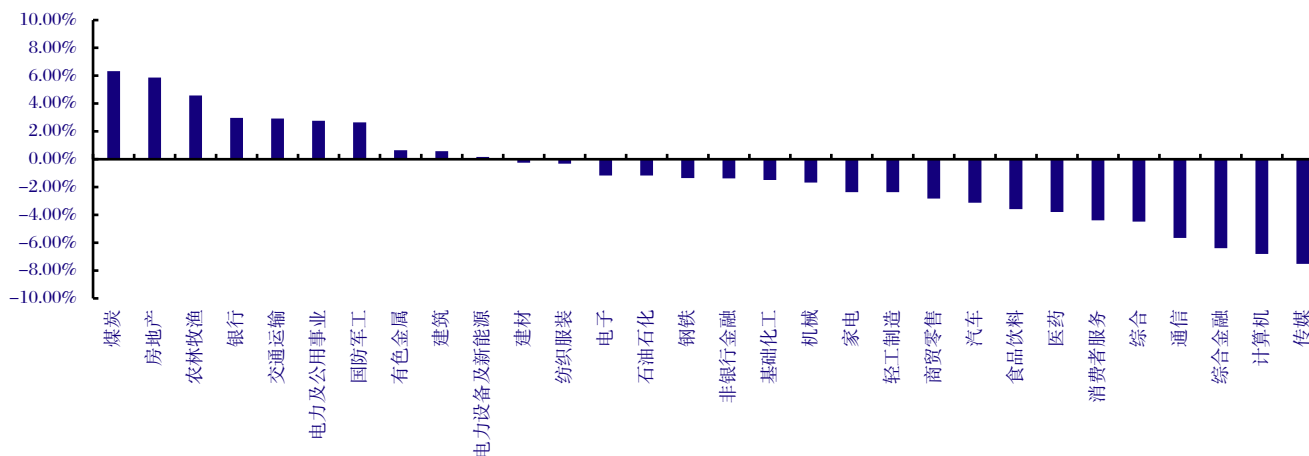


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）行业指数表现

从行业指数表现来看，上个月涨幅前五的行业分别是煤炭（6.34%）、房地产（5.86%）、农林牧渔（4.59%）、银行（2.96%）和交通运输（2.92%），涨幅后五的行业分别为综合（-4.47%）、通信（-5.66%）、综合金融（-6.38%）、计算机（-6.82%）和传媒（-7.52%）。

图2：中信一级行业指数月涨跌幅

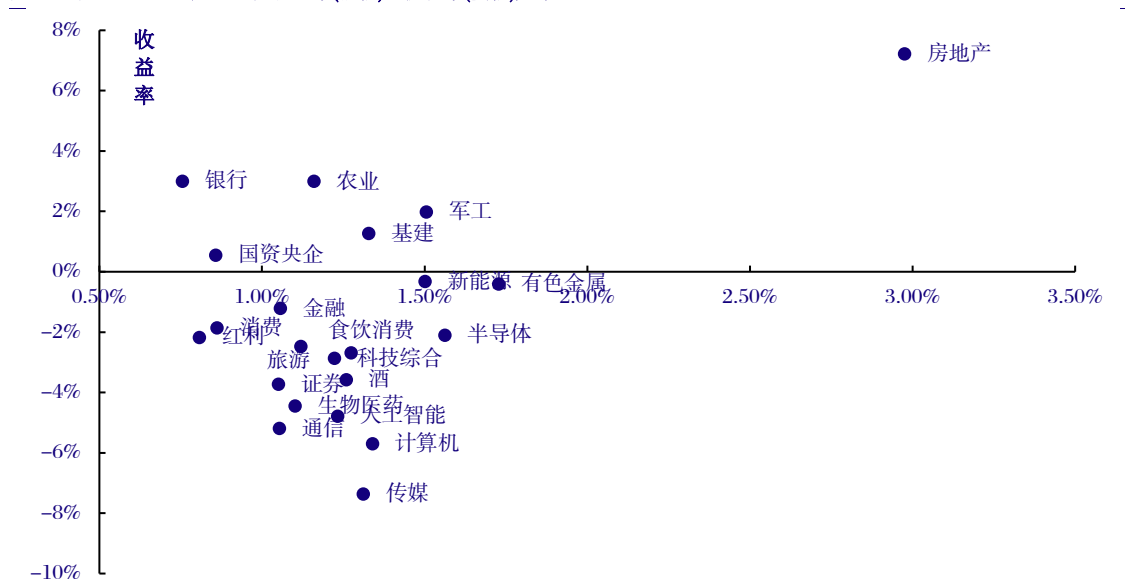


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2024 年 5 月大部分热门行业主题 ETF 收跌，规模前 20 的行业中房地产表现亮眼，获得 7.22% 的收益率，农业、银行、军工、基建和国资委央企实现正收益，平均收益率 1.96%。传媒、计算机和通信行

业表现较差，平均收益率-6.08%。房地产、有色金属、半导体、军工、新能源等板块的收益率波动较大。

图3：行业主题 ETF 产品月度收益率(纵轴)及波动率(横轴)分布



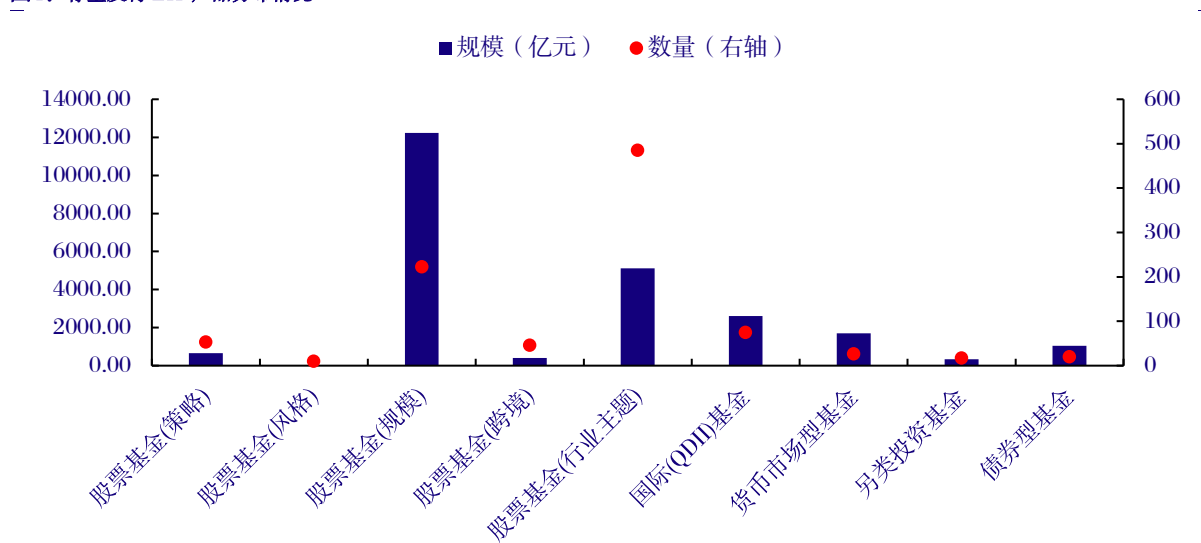
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、ETF 市场变化

(一) 市场整体表现

截至 2024 年 5 月 31 日，整体 ETF 共 956 只，规模 24114.99 亿元。本月 ETF 增加 18 只，整体规模减少 336.28 亿元。股票型基金依旧占据大多数，从数量上看，股票型基金共 817 只，新增 17 只（其中行业主题 10 只，策略 3 只，规模 2 只，风格与跨境各 1 只），占比达到 85.5%；从规模上看，规模达 18432.8 亿元，减少了 359 亿元（其中股票基金（规模）减少 585.1 亿元，行业主题减少 56.3 亿元），占比 76.4%。

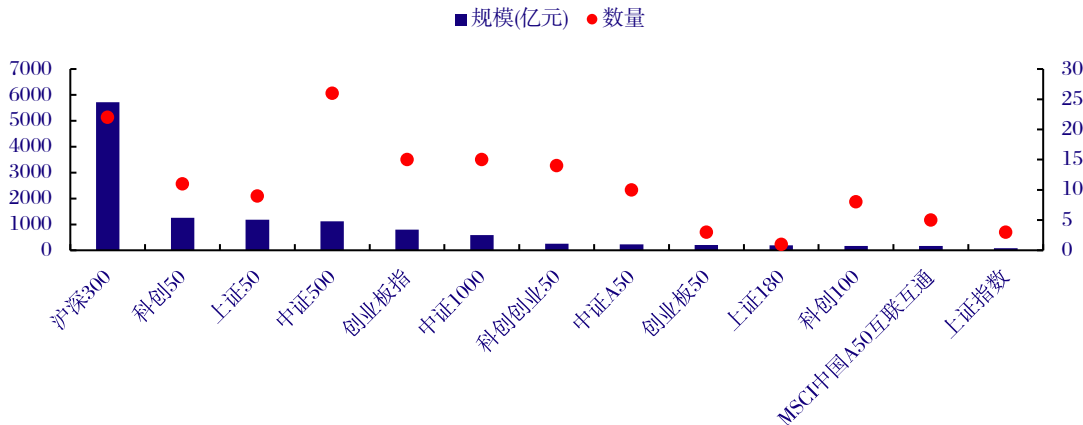
图4：存量发行 ETF 产品分布情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

进一步看股票型基金，宽基 ETF 规模集中在沪深 300，有 22 只 ETF，规模达到 5717.4 亿元，占比超过股票型基金的 1/3。其次是科创 50、上证 50 和中证 500，规模分别为 1259.61 亿元、1183.8 亿元和 1121 亿元。

图5：主要宽基 ETF 产品数量及规模分布

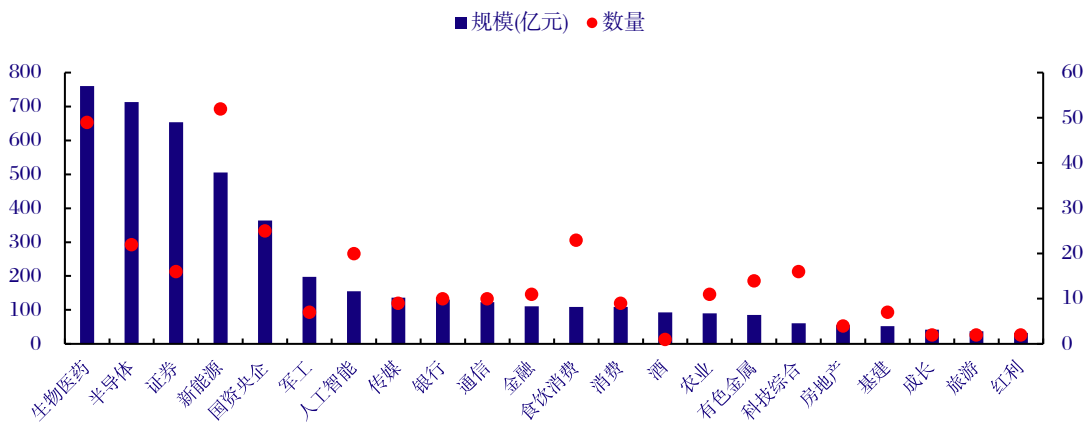


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

行业和主题 ETF 总规模为 5111.1 亿元，合计规模约占全部股票型产品规模的 27.7%。存量规模主要集中在证券、半导体、生物医药板块，分别占行业主题 ETF 的 14.9%、14.0%和 12.8%；

行业和主题 ETF 规模增速保持上涨态势。其中，规模靠前的产品中半导体增长 43.0 亿元，证券增长 23.57 亿元，传媒和新能源分别增长 14.8 亿元。

图6：主要行业及主题 ETF 产品数量及规模分布



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）本月新发 ETF

2024 年 5 月新上市 ETF 共 18 只，ETF 规模大多在 2-4 亿元间。在这些新成立的 ETF 中，宽基 ETF 新增 2 只，分别为上证 50ETF（8.06 亿元）和科创 50ETF 增强（2.56 亿元）。汽车零部件相关新增 3 只，包括汽车零件 ETF（2.51 亿元）、汽车配件 ETF（2.63 亿元）、汽车零部件 ETF（2.80 亿元）。黄金新增 2 只，分别为黄金股票 ETF（159321.SZ 2.95 亿元）和黄金股票 ETF（517400.SH 2.14 亿元）。油气新增 2 只，分别为石油天然气 ETF（3.60 亿元）和油气资源 ETF（2.80 亿元）。国资央企、半导体和高股息各新增 1 只，分别为国企改革 ETF（2.81 亿元）、芯片 ETF 基金（2.42 亿元）和高股息 ETF

（2.44 亿元）。策略 ETF 新增 3 只，即红利低波 ETF、红利国企 ETF 和中证 500 成长 ETF。同时，还有 1 只跨境 ETF 和 1 只 QDII ETF 新成立，分别为港股通红利 30ETF 和恒生医疗指数 ETF。

今年 ETF 发行数量和规模相比去年同期都明显增长，除了宽基 ETF 表现突出外，今年跨境 ETF 发行数量也超过去年。

表2：最新上市 ETF 产品

ETF 代码	ETF 名称	跟踪指数代码	跟踪指数名称	上市日期	规模(亿元)	基金资产类型	基金分类
510950.SH	上证 50ETF 指数	000016.SH	上证 50	2024-05-10	8.06	股票型基金	规模
588450.SH	科创 50ETF 增强	000688.SH	科创 50	2024-05-22	2.56	股票型基金	规模
159525.SZ	红利低波 ETF	h30269.CSI	红利低波	2024-05-20	7.96	股票型基金	策略
510720.SH	红利国企 ETF	000151.SH	上证国企红利	2024-05-15	3.03	股票型基金	策略
562340.SH	中证 500 成长 ETF	930939.CSI	500 质量	2024-05-08	4.04	股票型基金	策略
159597.SZ	创业板成长 ETF 易方达	399667.SZ	创业成长	2024-05-27	5.73	股票型基金	风格
159306.SZ	汽车零件 ETF	931230.CSI	汽车零部件	2024-05-14	2.51	股票型基金	主题
159321.SZ	黄金股票 ETF	931238.CSI	SSH 黄金股票	2024-05-27	2.95	股票型基金	主题
159528.SZ	国企改革 ETF	399974.SZ	国企改革	2024-05-20	2.81	股票型基金	主题
159588.SZ	石油天然气 ETF	399439.SZ	国证油气	2024-05-31	3.60	股票型基金	主题
159599.SZ	芯片 ETF 基金	h30007.CSI	芯片产业	2024-05-08	2.42	股票型基金	主题
517400.SH	黄金股票 ETF	931238.CSI	SSH 黄金股票	2024-05-08	2.14	股票型基金	主题
562260.SH	汽车配件 ETF	931230.CSI	汽车零部件	2024-05-10	2.63	股票型基金	主题
562700.SH	汽车零部件 ETF	931230.CSI	汽车零部件	2024-05-14	2.27	股票型基金	主题
563150.SH	油气资源 ETF	931248.CSI	油气资源	2024-05-30	2.80	股票型基金	主题
563180.SH	高股息 ETF	h30366.CSI	高息策略	2024-05-14	2.44	股票型基金	主题
159557.SZ	恒生医疗指数 ETF	HSNLI.HI	恒生医疗保健	2024-05-22	2.36	国际(QDII)基金	
513820.SH	港股通红利 30ETF	930914.CSI	港股通高股息(HKD)	2024-05-16	2.70	股票型基金	跨境

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）资金流入情况

1) 宽基净流入方面，5 月资金有所流出，最新 ETF 份额相比 4 月末减少-143.84 亿元。这个月宽基 ETF 净流入前五分别是创业板 100ETF 华夏、鹏华沪深 300ETF、中证 A50ETF（159591.SZ）、中证 A50ETF 指数基金和中证 A50ETF（563350.SH），净流入分别为 25.85 亿元、16.57 亿元、11.04 亿元、9.75 亿元和 9.43 亿元。增长率位居第一名的创业板 100ETF 华夏，份额环比增长达 511.57%。数据显示，该基金连续 15 个交易日获资金净流入超 26.69 亿元，产品最新规模达 30.84 亿元，创出历史新高。

表3：宽基 ETF 月度净流入 Top5

ETF 代码	ETF 名称	规模(亿元)	净流入(亿元)
159957.SZ	创业板 100ETF 华夏	30.84	25.85
159673.SZ	鹏华沪深 300ETF	28.64	16.57
159591.SZ	中证 A50ETF	25.14	11.04
560350.SH	中证 A50ETF 指数基金	36.97	9.75
563350.SH	中证 A50ETF	19.16	9.43

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

净流入后五分别是沪深 300ETF、中证 1000ETF(159845.SZ)、中证 1000ETF（ 512100.SH）、沪深 300ETF 和中证 500ETF，净流入分别为-22.79 亿元、-26.47 亿元、-28.07 亿元、-41.45 亿元和-68.68 亿元。

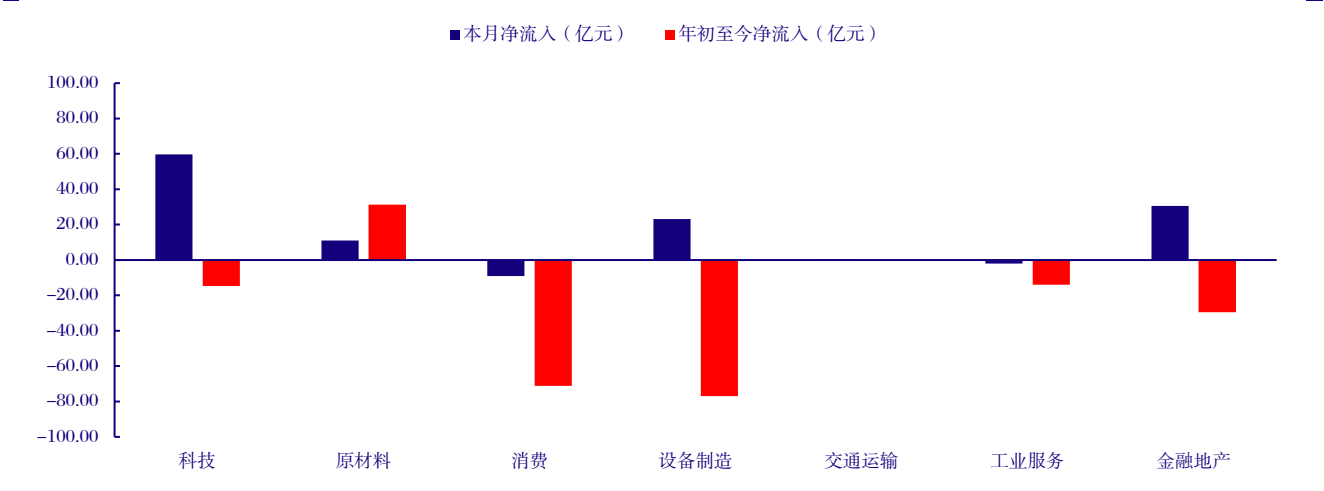
表4：宽基 ETF 月度净流入 Bottom5

ETF 代码	ETF 名称	规模(亿元)	净流入(亿元)
159919.SZ	沪深 300ETF	1013.68	-22.79
159845.SZ	中证 1000ETF	137.03	-26.47
512100.SH	中证 1000ETF	244.37	-28.07
510300.SH	沪深 300ETF	2005.12	-41.45
510500.SH	中证 500ETF	724.91	-68.68

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2）行业净流入方面，2024 年年初至今只有原材料板块实现了净流入 31.38 亿元，其余板块均是负流入。本月，科技板块进一步加大了资金的流入，实现了 59.66 亿元的正净流入，这表明投资者对科技行业的信心进一步增强。原材料板块依然保持较为强劲的净流入，本月净流入人 11.12 亿元。金融地产板块在本月有了 30.65 亿元的净流入，累计年初至今的净流入为 29.44 亿元，扭转了金融地产行业持续流出资金的局势。

图7：板块年初至今及本月资金净流入



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本月以来半导体 ETF、芯片 ETF、游戏 ETF、券商 ETF 和光伏 ETF 有较大净流入，净流入分别为 18.14 亿元、9.93 亿元、9.81 亿元、9.55 亿元和 8.29 亿元。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

表5：行业主题 ETF 月度净流入 Top5

ETF 代码	ETF 名称	规模(亿元)	净流入(亿元)
512480.SH	半导体 ETF	207.93	18.14
159995.SZ	芯片 ETF	226.13	9.93
159869.SZ	游戏 ETF	67.68	9.81
512000.SH	券商 ETF	200.99	9.55
515790.SH	光伏 ETF	99.72	8.29

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

净流入后五分别是消费 ETF、消费 50ETF、农业 ETF、煤炭 ETF 和央企创新驱动 ETF，流入规模分别为-4.27 亿元、-4.36 亿元、-5.03 亿元、-6.45 亿元和-6.53 亿元。

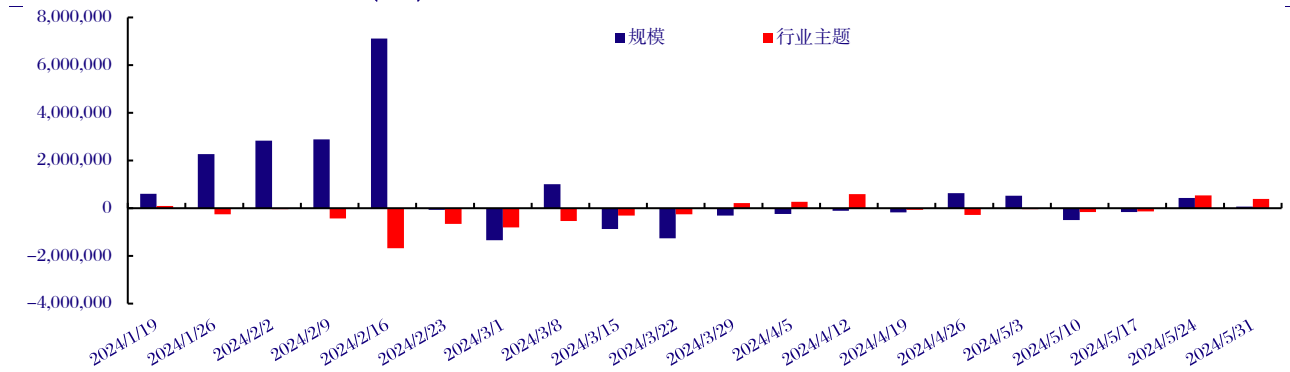
表6：行业主题 ETF 月度净流入 Bottom5

ETF 代码	ETF 名称	规模(亿元)	净流入(亿元)
159928.SZ	消费 ETF	84.76	-4.27
515650.SH	消费 50ETF	15.99	-4.36
159825.SZ	农业 ETF	16.58	-5.03
515220.SH	煤炭 ETF	28.71	-6.45
515900.SH	央企创新驱动 ETF	46.69	-6.53

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3) 申购赎回方面，相较于 3 月份规模 ETF 净赎回 277.4 万份和 4 月份的净申购 12.09 万份，本月规模 ETF 净申购 36.33 万份，进一步显示市场投资的回暖。而行业&主题型 ETF 净申购 60.3 万份，与 4 月份净申购 50.8 万份基本持平。

图8：宽基及行业主题 ETF 申购赎回情况(份额)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、ETF 配置策略跟踪

(一) 宏观择时策略

传统的美林投资时钟依据经济增长与通胀将经济周期划分为复苏、过热、滞胀和衰退四个阶段，被广泛应用于大类资产配置。参考美林投资时钟，依据经济基本面变动和流动性变化可以将经济周期划分为以下四个阶段：“经济上行、流动性宽松”对应“复苏阶段”，应提高股票配置权重；“经济上

行，流动性紧缩”对应“过热阶段”，应提高商品配置权重；“经济下行，流动性紧缩”对应“滞胀阶段”，应提高货币配置权重；“经济下行，流动性宽松”对应“衰退阶段”，应提高债券配置权重。

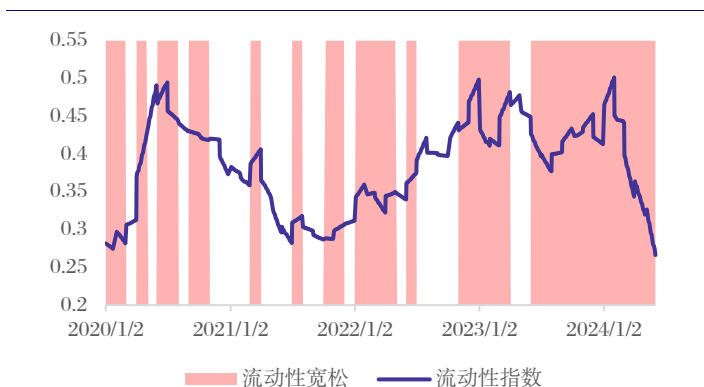
我们分别从市场和基本面的表现评估宏观经济状况，流动性的观测主要从流动性的量价与央行的货币政策两个层面进行观测，其中宏观数据滞后一个月，进而构建经济指数和流动性指数，并基于马尔可夫区制转换模型进行状态划分，判断经济所处的周期阶段（详情可参考银河金工专题报告《宏观经济周期划分下的ETF配置方法》）。根据模型结果，当前经济仍处于衰退阶段，经济指数相比前月基本持平，流动性指数呈现下降趋势，当前经济修复动能有待改善。TED指数处于上行区间，反映出海外流动性处于边际收紧的趋势。

图9：经济指数区制划分



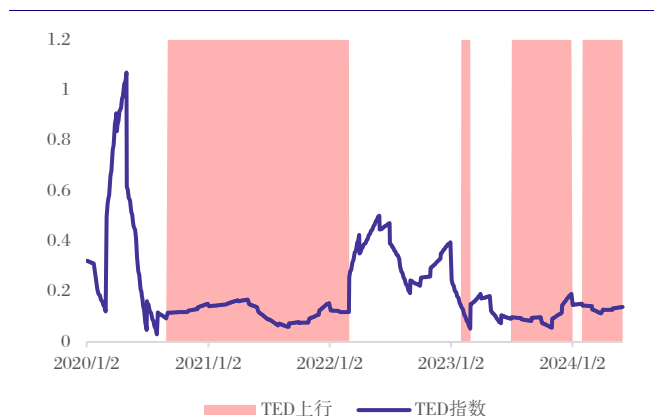
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：流动性指数区制划分



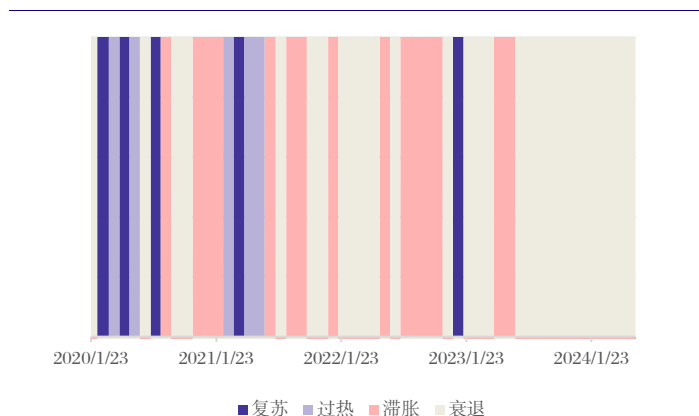
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：TED 区制划分



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：经济周期划分

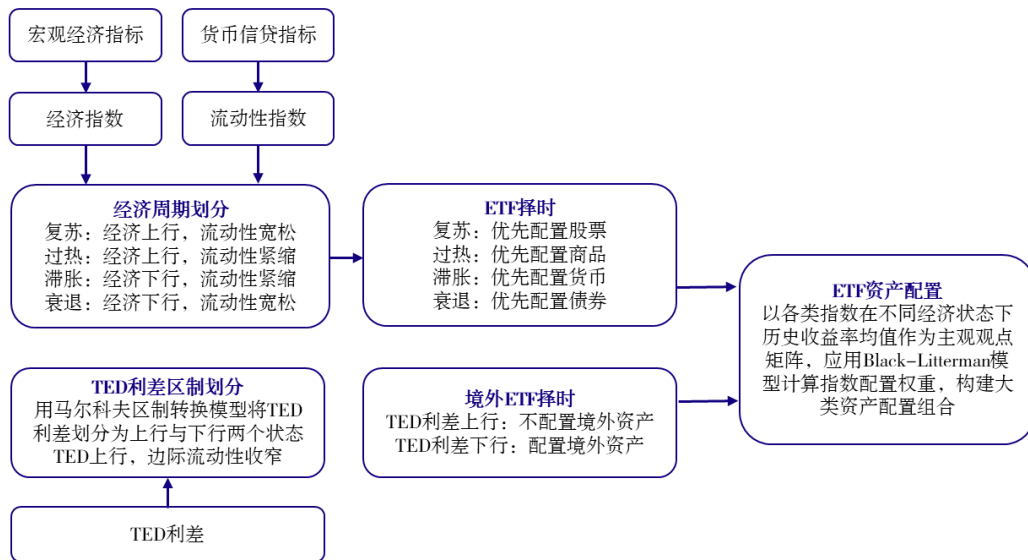


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

宏观经济形势会影响投资者对大类资产收益的预期；配合经济形势的变化，央行往往会施行相应的货币政策以调节流动性，流动性对大类资产价格也具有重要影响，例如宽松的流动性可以直接驱动资产价格上涨，也可以通过刺激总需求影响经济增长，从而间接影响资产价格。因此，基于前文中马尔科夫模型划分的经济周期结果，我们根据当前所处的经济周期提高相应大类资产的权重。另外，我们同时加入了境外资产的配置，对TED利差进行区制划分，以决定是否将境外资产纳入资产组合。为

获得大类资产的配置权重，我们以指数在不同周期的历史均值收益作为观点矩阵输入 Black-Litterman 模型，最终获得大类资产的配置权重，具体流程如图 13 所示。

图13：ETF 宏观择时策略流程图



资料来源：中国银河证券研究院

在大类资产配置上，我们依据经济周期划分的结果对不同类别 ETF 配置权重进行限制；对于海外资产，只有当海外指标发出择时信号时，才将标普 500ETF 纳入股票 ETF 类别中，否则不配置海外资产。大类资产配置权重限制如表 7 所示。

表7：资产配置权重约束

资产类别	代表性 ETF	ETF 代码	复苏	过热	滞胀	衰退	总资产权重
股票 ETF	沪深 300ETF	510300.SH					≥0%且≤100%
	中证 500ETF	159922.SZ	≥50%	≥15%	≥15%	≥15%	
	标普 500ETF	513500.SH					
债券 ETF	国债 ETF	511010.SH	≥15%	≥15%	≥15%	≥50%	
	公司债 ETF	511030.SH					
商品 ETF	豆粕 ETF	159985.SZ					
	有色 ETF	159980.SZ	≥15%	≥50%	≥15%	≥15%	
	黄金 ETF	518880.SH					
货币 ETF	银华日利 A	511880.SH	=5%	=5%	≥5%且≤20%	=5%	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

每月末合成经济指数和流动性指数，并对指数进行状态划分，根据月末状态划分结果设置不同资产的权重约束。同时，将各资产从数据起始日至月末在不同状态下的收益均值作为主观收益，将主观收益和权重限制输入 Black-Litterman 模型，计算约束下最优权重。基于最优权重进行大类资产配置并持有组合一个月，实现动态配置。

根据经济周期划分结果，当前经济处于衰退期，应多配债券。从各资产配置比例来看，在最新一期调仓日 2024 年 5 月 31 日，沪深 300 配置比例为 4.27%，中证 500 配置比例为 10.73%，中债 1-3 年请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

信用债配置比例为 65.00%，南华黄金配置比例为 6.00%，南华农产品配置比例为 2.69%，南华金属配置比例为 0.64%，南华能化配置比例为 5.67%，货币基金配置比例为 5.00%。

表8：最新一期宏观择时策略策略 ETF 持仓

调仓日期	持仓代码	持仓名称	收盘价(元)	持仓权重
2024-05-31	510300.SH	沪深 300ETF	4.33	5.46%
2024-05-31	513500.SH	标普 500ETF	3.59	0.00%
2024-05-31	511030.SH	公司债 ETF	115.76	0.00%
2024-05-31	518880.SH	黄金 ETF	5.34	9.97%
2024-05-31	159985.SZ	豆粕 ETF	2.26	10.58%
2024-05-31	511010.SH	国债 ETF	137.67	52.70%
2024-05-31	159980.SZ	有色 ETF	1.82	6.75%
2024-05-31	159922.SZ	中证 500ETF	6.19	9.54%
2024-05-31	511880.SH	银华日利 ETF	136.21	5.00%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

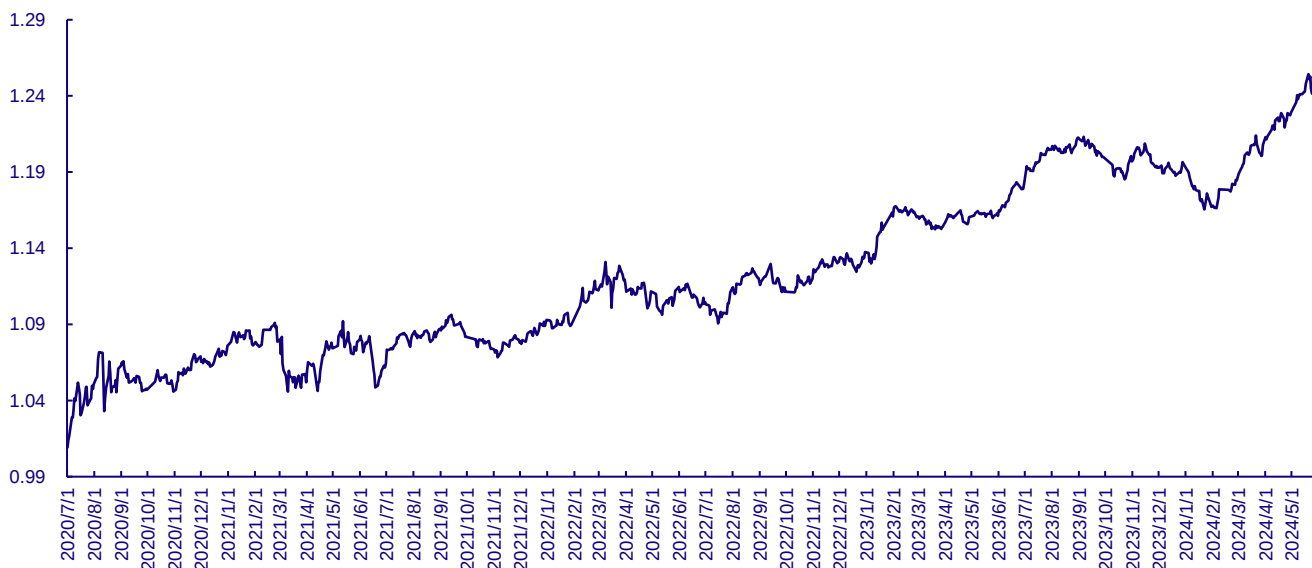
截至 5 月 31 日，今年以来策略年化收益率 9.51%，Sharpe 比率 2.18。该策略本年年化波动率 4.19%，保持在较低的区间内，最大回撤 2.53%。从图 14 宏观择时策略净值表现可以看出，本月该策略上半月保持良好的上升趋势，但下半月出现了回撤，策略最终取得了 0.96% 的收益，

表9：宏观择时策略各年度净值表现

	年化收益率	年化波动率	Sharpe 比率	Calmar 比率	最大回撤
all	5.10%	5.28%	0.97	1.23	-4.14%
2020	13.67%	7.79%	1.70	3.79	-3.61%
2021	1.63%	5.81%	0.31	0.39	-4.14%
2022	4.25%	4.97%	0.86	1.19	-3.58%
2023	5.34%	3.35%	1.57	2.30	-2.32%
2024	9.51%	4.19%	2.19	3.76	-2.53%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：宏观择时策略净值表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）动量择势策略跟踪

基于动量和拥挤度择时构建 ETF 交易策略可以捕捉价格动量，并降低动量结束时“明斯基”时刻的损失。ETF 动量择势策略使用 XGBoost 预测出的 ETF 上涨概率作为动量指标，以基金份额历史分位数代表拥挤度，然后基于板块动量（板块内 ETF 均值）和拥挤度（ETF 个体份额总和作为板块份额）选择动量排名前七且（1-历史分位数）排名前五的板块，最后再选择板块内动量最大的 ETF，并根据拥挤度计算 ETF 配置权重。

我们以股票和债券类两融 ETF 作为样本池，并参考 Wind 对 ETF 的主题分类，将股票 ETF 划分为新能源、生物医药、金融、食品饮料等 20 个板块；同时，我们在样本池中加入债券和黄金两融 ETF 标的，以提高组合分散度、降低策略波动。当前样本池内共有 147 只 ETF。

最新一期调仓时间为 5 月 24 日，持仓由 4 月分的债券为主调整为黄金为主，黄金 ETF 配置 57.08%；其次为养殖 ETF 配置 38.166%，5 年地方债 ETF 配置 4.76%

表10：最新一期动量择势策略 ETF 持仓

调仓日期	持仓代码	持仓名称	收盘价(元)	持仓权重
2024/5/24	511060.SH	5 年地方债 ETF	117.69	4.76%
2024/5/24	159865.SZ	养殖 ETF	0.648	38.16%
2024/5/24	159934.SZ	黄金 ETF	5.284	57.08%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

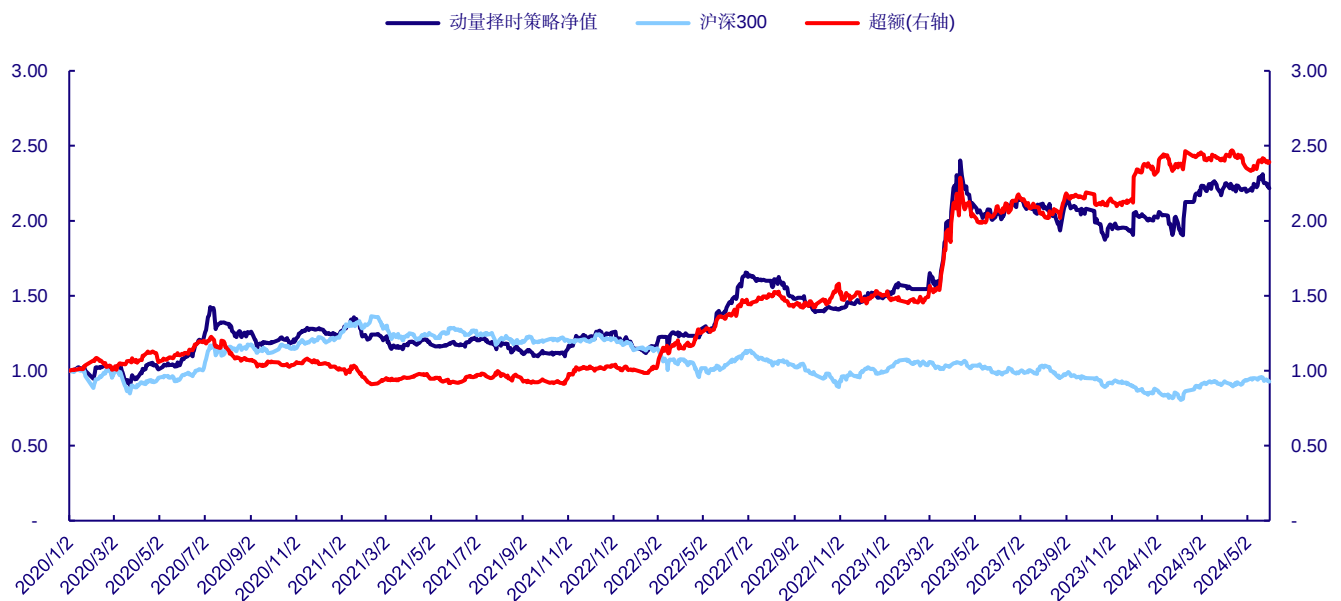
2024 年初至今，该策略共取得 18.8%的收益，年化收益率 25.56%，Sharpe 比率 1.22。年化波动率 20.3%，在保持较高收益的情况下，波动率有所上升，最大回撤 7.62%为近几年最低。策略在 5 月取得绝对收益 2.44%，相对沪深 300 获取 4.23%的超额收益。

表11：动量择势策略各年度净值表现

	年化收益率	年化波动率	Sharpe 比率	Calmar 比率	最大回撤
all	20.78%	21.75%	0.98	0.90	-23.06%
2020	27.33%	23.13%	1.16	1.42	-19.19%
2021	-0.55%	16.92%	0.05	-0.03	-19.15%
2022	19.75%	18.80%	1.05	1.23	-16.10%
2023	37.67%	27.30%	1.31	1.71	-22.00%
2024	25.56%	20.30%	1.22	3.35	-7.62%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15：动量择势策略净值表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）低波扩散行业轮动策略跟踪

波动率对于预测动量因子有效性有一定效果，我们考虑将行业指数波动率纳入扩散指数的计算，构建低波扩散行业因子。公式如下：

$$DV_t = \frac{MOV_m(\sum_{i=1}^N w_{it} I_{i(t-MA,t)})}{Volt_{(t-M,t)}}$$

其中， DV_t 为时间截面 t 时刻的低波扩散指数因子， N 为指数成分股数量， I_{it} 表示第 i 只成分股在时间截面 t 是否为上行状态（上行状态记为1，非上行状态记为0）， MA 为扩散指数回望时间， w_{it} 表示第 i 只股票在时间截面 t 对应的权重； $Volt_{(t-M,t)}$ 为指数在 $t-M$ 至 t 期间的收益波动率， M 为波动率回望期， $MOV_m(0)$ 为移动平滑处理， m 为平滑时间参数。（因子有效性和行业轮动模型介绍请参考银河金工深度报告《行业扩散指数因子作用机理解析及改进方法》）

基于构建的低波扩散因子的行业轮动策略如下：

1) 计算低波行业扩散指数（全行业均采用收盘价计算，统一回望期为 220 日，进行 20 日移动平滑处理）从高到低排序；

2) 根据计算的行业扩散指数值将行业从高到低排序，选出前 6 个行业作为行业轮动组合；

3) 根据行业与 ETF 映射关系，对 ETF 进行均权配置（若无匹配到对应 ETF 则不配置该行业）。

今年以来，策略年化收益率 47.47%，年化波动率 14.03%，最大回撤 4.92%，Sharpe 比率 3.40，在较低的波动率下取得了优异的年化收益。策略在 5 月表现稳健，最终取得绝对收益 1.20%。

表12：行业轮动策略各年度净值表现

	年化收益	年化波动率	最大回撤	Sharpe 比率	年化超额收益	超额最大回撤
all	9.10%	22.86%	-42.98%	0.40	12.51%	-23.65%
2020	78.58%	26.52%	-15.53%	2.96	39.41%	-6.02%
2021	-14.56%	27.62%	-25.39%	-0.53	-9.83%	-23.16%
2022	-14.56%	24.18%	-28.52%	-0.60	9.84%	-11.43%
2023	-0.90%	14.32%	-14.71%	-0.06	12.04%	-5.43%
2024	47.47%	14.03%	-4.92%	3.38	20.84%	-4.38%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图16：低波扩散行业轮动策略净值表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

根据 5 月 31 调仓结果，6 月最新配置组合为农业 ETF、能源 ETF、家电 ETF、绿色电力 ETF、油气 ETF 和金融 ETF，采取等权配置，持仓权重均为 16.7%。

表13：最新一期低波扩散行业轮动策略 ETF 持仓

调仓日期	持仓代码	持仓名称	所属行业	收盘价（元）	持仓权重
2024/5/31	159825.SZ	农业 ETF	农林牧渔	0.73	16.7%
2024/5/31	159930.SZ	能源 ETF	煤炭	1.53	16.7%
2024/5/31	159996.SZ	家电 ETF	家电	1.21	16.7%
2024/5/31	159625.SZ	绿色电力 ETF	电力及公用事业	1.16	16.7%
2024/5/31	159697.SZ	油气 ETF	石油石化	1.05	16.7%
2024/5/31	510230.SH	金融 ETF	银行	1.04	16.7%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

图表目录

图 1: 主要宽基 ETF 产品月度收益率(纵轴)及波动率(横轴)分布	4
图 2: 中信一级行业指数月涨跌幅	4
图 3: 行业主题 ETF 产品月度收益率(纵轴)及波动率(横轴)分布	5
图 4: 存量发行 ETF 产品分布情况	5
图 5: 主要宽基 ETF 产品数量及规模分布	6
图 6: 主要行业及主题 ETF 产品数量及规模分布	6
图 7: 板块年初至今及本月资金净流入	8
图 8: 宽基及行业主题 ETF 申购赎回情况(份额)	9
图 9: 经济指数区制划分	10
图 10: 流动性指数区制划分	10
图 11: TED 区制划分	10
图 12: 经济周期划分	10
图 13: ETF 宏观择时策略流程图	11
图 14: 宏观择时策略净值表现	13
图 15: 动量择势策略净值表现	14
图 16: 低波扩散行业轮动策略净值表现	15

表格目录

表 1: 大类资产表现回顾	3
表 2: 最新上市 ETF 产品	7
表 3: 宽基 ETF 月度净流入 Top5	8
表 4: 宽基 ETF 月度净流入 Bottom5	8
表 5: 行业主题 ETF 月度净流入 Top5	9
表 6: 行业主题 ETF 月度净流入 Bottom5	9
表 7: 资产配置权重约束	11
表 8: 最新一期宏观择时策略策略 ETF 持仓	12
表 9: 宏观择时策略各年度净值表现	12
表 10: 最新一期动量择势策略 ETF 持仓	13
表 11: 动量择势策略各年度净值表现	14
表 12: 行业轮动策略各年度净值表现	15
表 13: 最新一期低波扩散行业轮动策略 ETF 持仓	16

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

马普凡：十二年量化研究经验，曾任职于华泰柏瑞基金、广发证券、中信证券，2022 年加入银河证券研究院。

吴金超：金融工程分析师，曾任职于东北证券、广发证券、德邦证券，2023 年加入银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5% ~ 10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5% ~ 5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	程 曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田 薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	褚 颖	010-80927755	chuying_yj@chinastock.com.cn