

# ETF“抢尾盘”压力缓解 套利逻辑或生变数

随着A股交易新规正式执行,ETF采取盘后固定价格交易机制,沪市基金尾盘由连续竞价调整为收盘集合竞价。当ETF采取盘后固定价格交易分流机构集中调仓需求、缓解尾盘供需挤压,当ETF尾盘成交从“谁最后扫一笔谁影响价格”变成“最后三分钟订单集中后统一定价”,业内机构普遍反馈,ETF尾盘“抢成交”的压力正得到明显缓解,尾盘操作节奏也变得更加从容。

此前在沪市基金尾盘采取连续竞价的情况下,一度出现百万元级资金就足以拉动迷你ETF涨停的情况。而此番收盘价形成机制的优化,一定程度上有利于增强迷你ETF尾盘价格稳定性。随着投资者交易习惯从抢尾盘转向盘后交易,迷你ETF的流动性或更加连续和真实,改善其“因小而弱、因弱更小”的恶性循环。同时,交易新规将ETF的套利逻辑从“速度与操纵的博弈”转向“定价能力与流动性的博弈”,有利于市场的长期公平与效率。

● 本报记者 王鹤静



视觉中国图片

## 盘后成交规模较小

7月6日新版A股交易规则执行首日,场内基金的尾盘交易机制随之做出最新调整。

从交易机制变化来看,一方面,盘后固定价格交易适用品种由科创板、创业板股票扩展至全部A股和交易型开放式基金(ETF),每个交易日的15:05至15:30为盘后固定价格交易时间,交易系统按照时间优先顺序对收盘定价申报进行撮合,并以当日收盘价成交。上交所接受交易参与人收盘定价申报的时间为每个交易日9:30至11:30、13:00至15:30,深交所盘后固定价格交易申报的时间为每个交易日9:15至11:30、13:00至15:30。

另一方面,沪市基金收盘阶段交易方式由连续竞价调整为收盘集合竞价,并通过集合竞价产生收盘价,与股票保持一致,相关调整有利于进一步提升基金收盘阶段价格稳定性和定价效率,提高市场机制一致性。收盘集合竞价时间为14:57至15:00。

交易新规执行首日,中信证券研究所观测到,7月6日A股ETF盘后成交额为0.56亿元,热门行业主题ETF占比较大,海外股票型ETF、港股ETF盘后分别成交0.12亿元、0.14亿元。中韩半导体、创业板、通信、香港证券、半导体材料设备等主题ETF盘后成交额靠前。

中信证券研究所还注意到,7月6日

ETF盘后交易中平均每笔成交额仅为0.8万元,推测个人投资者可能参与较多。

## 操作节奏更加从容

在交易新规落地前,迷你ETF在尾盘阶段遭遇资金拉升异动的情况时有发生,此前曾上演过百万元级资金就能拉动迷你ETF尾盘涨停的情况。

沪上某公募指数投资部总监对中国证券报记者表示:“此类ETF不仅规模小,市场参与者也比较少,流动性相对匮乏,此前沪市基金以最后3分钟为连续竞价交易,采用逐笔实时成交,可随时挂单撤单,收盘价为最后一笔交易前一分钟所有交易的成交量加权平均价(含最后一笔),所以容易出现少量资金造成迷你ETF较大幅度异动的情况。”

并且结合做市来看,鹏华基金指数与量化投资部总经理助理、基金经理余展昌提到,由于最后3分钟A股股票已进入收盘集合竞价,不可连续交易,而ETF却在连续成交,套保难度上升,因此做市报价会更加谨慎,价差可能拉宽,迷你ETF本身成交少、盘口浅,这一问题会被进一步放大。

此次交易新规将沪市基金由连续竞价调整为收盘集合竞价,在国泰基金看来,优化了收盘价形成机制,一定程度上有助于增强迷你ETF尾盘价格稳定性。同时,ETF采取盘后固定价格交易机制,所有申报均按当日收盘价统一成交,此举可将尾盘交易需求转移至盘后执行,有望为

大宗订单提供承接通道,一定程度上可以减轻尾盘压力。

通过观测7月6日交易新规执行首日部分ETF的尾盘结构,余展昌注意到了其中的典型变化:“迷你ETF的交易形态发生了改变,14:57之后不再出现连续竞价下的逐笔滚动成交;14:58、14:59阶段,很多迷你ETF分时成交显示为零,尾盘成交从‘谁最后扫一笔谁影响价格’变成了‘最后三分钟订单集中后统一定价’。”

在华东某公募人士看来,交易新规依靠收盘集合竞价不可撤单机制抬高尾盘操纵门槛、重构成公允定价逻辑,同时通过盘后固定价格交易分流机构集中调仓需求、缓解尾盘供需挤压,二者形成组合约束,可以看到ETF尾盘“抢成交”的压力得到明显缓解,异常波动减少,价格曲线更加平滑。“由于盘后新增交易窗口,投资者不必像以前一样把订单挤在收盘前几分钟内完成,可通过盘后交易按收盘价完成交易,不仅尾盘的操作节奏明显更加从容,也降低了隔夜价格跳空的风险。”

## 有利于市场的长期公平与效率

此前在沪市基金尾盘连续竞价阶段,少量资金就可能把迷你ETF的收盘价推高或压低,给部分资金制造了利用尾盘价格失真进行套利的机会。

中国证券报记者从业内了解到,部分资金利用迷你ETF盘口薄的特征,在收盘前最后3分钟连续成交过程中快速打出

折溢价,实现扫单套利;根据IOPV水平或同类ETF价格,在最后3分钟抢成交,捕捉尾盘折溢价瞬时修复;通过少量交易,可影响最后成交价、收盘价或者技术信号;押注最后几笔成交造成的价格偏离次日修复,捕捉尾盘机会。

当沪市基金与A股的尾盘交易机制统一为收盘集合竞价后,余展昌表示,做市商和套利资金更容易围绕预期收盘价报价,尾盘价差和异常跳动有望收敛。并且,由于收盘集合竞价把3分钟内基金的买卖需求集中起来,按统一规则撮合,单笔订单影响力下降。上述依赖沪市基金尾盘连续竞价的套利策略也将明显受到抑制,同时可能衍生出收盘集合竞价不平衡、盘后固定价格流动性等新的套利策略。

但余展昌提示,这一交易机制的变化并不代表能够完全消灭ETF尾盘异动的情况:“迷你ETF如果本身没有足够对手盘,集合竞价可能表现为少成交甚至无成交;如果买卖严重失衡,收盘价仍可能跳动。新的交易机制改善的是尾盘价格被少量连续成交放大后的问题。”

不过,随着投资者交易习惯从抢尾盘转向盘后交易,有业内人士认为,迷你ETF的价格或更加连续和真实,有利于吸引中长期配置资金入场,改善迷你产品“因小而弱、因弱更小”的恶性循环。同时,交易新规将ETF的套利逻辑从“速度与操纵的博弈”转向“定价能力与流动性的博弈”,有利于市场的长期公平与效率。

红利资产提供了较为稳定且更高的现金流回报。

其次,市场波动加剧,投资者的防御需求显著提升。在地缘博弈、经济数据反复、海外政策不确定性等多重因素叠加下,权益市场波动率中枢明显抬升。从寻求相对确定性及优化组合结构角度来看,具有防御属性的高股息红利资产受到资金青睐。同时,目前AI主线行情交易拥挤度、公募持仓占比、行情斜率均处于历史极值水平,尽管AI硬件产业链景气度未来不一定会有明显回落,但在追涨AI主线的同时,部分投资者会考虑适当分配红利策略仓位,以增强防御、优化结构。

最后是政策与资金面双重加持。在政策端,监管层持续健全上市公司常态化分红机制,提升投资者回报。在资金端,社保基金、保险资金、养老金等长期机构投资者持续入市,其配置偏好天然倾向于稳定分红的资产。由于股息率处于历史高位,红利策略在低利率环境下的优势持续扩大;高波动及行情的极致演绎放大了防御需求;政策支持与资金偏好提升了配置信心——上述因素叠加,红利策略配置价值凸显。

对于下半年红利资产的表现,光大保德信基金的基金经理朱剑涛认为,目前已出现积极信号:“当前科技与红利的剪刀差已经达到历史较高水平,红利板块近三个月的调整幅度较大,进一步向下的空间相对有限。”不过他也提醒,科技抱团的持续时间难以预判,目前尚未观察到小微盘流动性修复、市场风格趋于均衡的右侧信号——当前小微盘成交额占全市场比例不到1%,仅为2023年-2024年平均水平的1/3左右,资金仍高度集中于科技赛道,若科技行情持续超预期,红利资产的表现仍可能会阶段性承压。从中长期视角看,红利资产凭借其防御属性,依然是险资等长期资金组合中不可或缺的一环,配置价值并不会单纯因为短期行情波动而改变。

# 布局“非热门赛道” 公募逆势营销重构红利叙事

● 本报记者 魏昭宇

近期科技成长板块炙手可热,赚钱效应集中,红利资产却陷入了持续的震荡调整。然而,与二级市场的冷清不同,公募行业的营销风向悄然生变。中国证券报记者调研发现,近期多家基金公司正逆势加码红利产品的持营推广,不仅渠道端主动提出营销诉求,还有大量资金借道红利类ETF悄然布局。当科技与红利风格的收益剪刀差扩大至历史极值,市场资金为何选择逆向出手,背后既是机构对估值修复的博弈,更是对低利率时代长期配置逻辑的坚守。

有机构认为,红利资产的底层支撑逻辑并未发生动摇。首先,在低利率环境下,高股息资产的稀缺性持续提升,当前红利板块估值仍处于历史低位,股息率优势显著,对长期资金吸引力较强。其次,政策端对上市公司分红、市值管理的引导持续加码,相关政策明确要求央企国企提升分红频次与比例,将进一步夯实沪深300等核心指数的红利属性。此外,从全球比价来看,A股、H股核心资产相较海外对品种仍存在折价和进一步的估值修复空间。

## 基金公司逆势营销

今年以来的A股市场,科技成长行情如火如荼,此前连续数年走牛的红利资产表现不尽如人意。自4月科技板块行情启动以来,两种风格的收益差持续走阔,多只红利主题产品一直在正负收益水平附近徘徊。但值得注意的是,近期多家公募基金公司在逆势加码红利产品的持营推广,渠道端的营销热度悄然回升。

“我们最近正在制作红利类基金的宣传物料。”一家来自上海公募机构的品宣部负责人向中国证券报记者透露,“主要是渠道端那边给过来的诉求,需要我们配合着做一些持营方面的动作。”

中国证券报记者梳理发现,近两个月以来,易方达基金、华夏基金、工银瑞信基金、华宝基金等公募机构都在反复提示红利资产的配置价值。

“这轮调整本质上是4月后科技行情对红利资产的资金虹吸所致,剪刀差走阔的程度已经达到历史极值。此外,宽基类产品的大额赎回一定程度上加剧了红利资产的震荡。”一位基金经理在接受采访时表示,尽管短期红利板块表现承压,但公司旗下红利主题产品近三个月仍有资金持续净流入,“仅某某证券直销渠道近两三个月就新增超3000万元申购,且流入规模还在逐步抬升”。

“当前市场资金属性多元,在科技板块收益可观的同时,也有大量资金在寻求低波动的安全资产,尤其是在低利率环境下,保险等长期机构投资者的配置需求具备刚性,红利资产仍是组合底仓的重要选项。”一位基金经理表示,“从技术面上看,科技短期高位风险几率已经较大,就是在这种情况下,不少资金寻找低位布局的意愿就越强烈。”从市场信号来看,当前红利板块已阶段性处于历史较低水平,叠加策略自身的反转效应,短期存在估值修复的可能性,这也是机构敢于逆势营销的核心底气。

## 增量资金持续流入

从ETF的资金流向来看,即使在科技行情走强的一段时间里,红利类资产依旧是资金净流入的重要方向之一。Wind数据显示,截至7月6日,自5月以来区间净流入规模前20只ETF中,红利类ETF有5只,占了四分之一的比重。

具体来看,这五只ETF分别是红利ETF华泰柏瑞、红利ETF易方达、红利低波ETF华泰柏瑞、红利低波动ETF易方达、中证红利ETF招商,区间净流入规模分别为72.98亿元、46.71亿元、46.36亿元、41.97亿元、40.03亿元。此外,红利低波50ETF南

方、红利低波100ETF博时的区间净流入规模均超20亿元。整体来看,上述七只红利类ETF区间净流入规模共计近300亿元。

红利产品亦成为不少机构在近期布局的方向。值得注意的是,今年财通资管、国泰海通资管、东方红资产管理三家券商资管均在ETF产品布局上迈出了关键一步,且三家机构都将红利产品作为公司迈向ETF市场的第一站。

Wind数据显示,以认购起始日计算,5月以来,全市场共发行了11只红利主题基金,这其中既有像红利低波ETF国泰海通这样的被动指数类产品,也有像交银红利量化选股这样的量化选股类产品。其中,前者首募规模达6.19亿元,后者首募规模超4亿元。

## 红利资产进入配置区

近期,红利资产回调幅度明显。但在华夏基金的基金经理胡一江看来,这也使得红利类指数如标普A股红利机会指数、中证800红利低波指数、中证A500红利低波指数、标普港股通红利低波指数的股息率有明显抬升。从股息率的维度来看,部分红利资产已进入了“甜点”配置区。

“红利资产正处在特殊的历史节点,国债收益率跌破2%、险资以千亿元体量持续配置、监管层推动上市公司提高分红比例——这些结构性力量叠加在一起,可能正在重塑A股的定价生态。”天弘基金的基金经理沙川表示。

谈及红利资产为何能够得到资金的持续青睐,工银瑞信基金表示,当前市场环境为红利策略创造了极佳的生长土壤,三大核心驱动力正在共振。

首先,股息率处于历史高位,在低利率环境下优势持续扩大。回顾近年数据,中证红利指数年末股息率从2017年的3.55%攀升至2022年的6.53%高点,当前仍维持在5.32%的高位。在利率持续下行的趋势中,

# 资金越跌越买 半导体ETF逆势走强

● 本报记者 张韵

7月7日,A股行情回调,市场交投热度有所下降。全市场仅约一成ETF收涨,当天ETF整体成交规模为7月以来最低水平,较7月6日缩量超700亿元。半导体主题ETF走出独立行情,盘中上演V型反转,午后强势拉升领跑市场。医药板块ETF集体回调,占据跌幅榜前列。行情结构分化较为明显。

资金流向上,7月6日资金在A股回调中逆势加仓,股票型ETF获资金净流入超过110亿元,呈现“越跌越买”的布局特征。关于近期市场行情,科技板块的大幅波动成为热议话题。多家公募机构表示,短期科技板块震荡在所难免,但AI产业高景气度不变,短期波动不改长期上行趋势。建议保持对产业上下游供需匹配情况以及具体标的估值的密切关注。

## 半导体ETF上演反转

7月7日,A股市场赚钱效应较弱。数据显示,当日全市场涨幅超1%的ETF产品仅21只,其中约半数均为半导体主题ETF,成为行情中的亮点。

盘面走势来看,半导体主题ETF全天波动剧烈,走出典型的V型反转:早盘冲高后快速回落,盘中一度承压走弱,午后突然强势拉升,在一众ETF中逆势突围。涨幅榜显示,当日全市场涨幅前十的ETF中,半导体主题产品占据超“半壁江山”。

其中,科创半导体设备ETF鹏华、科创半导体设备ETF华泰柏瑞单日涨幅均超3.5%,居全市场涨幅前两位,科创半导体ETF华夏涨幅也超过3%。这三只领涨产品均跟踪上证科创板半导体材料设备主题指数,指数涵盖30只成分股,华海清科、中微公司为前两大权重股,单股权重占比均超10%。

南方中国梦灵活配置混合的基金经理吴春林认为,全球半导体产业进入繁荣阶段,AI拉动需求爆发,但半导体扩产与爬坡需要较长时间,多个环节供应逐渐紧缺,技术开始快速升级迭代。国产半导体支撑起国产AI的底座,或成为新一轮投资主线。尤为紧缺的设备材料零部件、晶圆厂、芯片公司等方向值得长期重点关注。

## 医药板块大幅回调

与半导体板块强势走势形成鲜明对比的是,医药板块ETF7日大幅走弱。2只主投创新药的ETF跌幅居前。

近日,多家公募机构普遍认为,创新药估值已回落至历史低位,叠加产业基本面持续向好,后续有望迎来回升行情。

平安医药精选的基金经理周思聪认为,创新药目前相对估值和绝对估值都处于低位。此前,创新药板块出现了一种典型的错配状态,即产业往前走,股价往后走。正常的获利回吐洗去了浮筹后,为长线资金砸出了极具性价比的“黄金坑”。长达9个多月的回调已经充分消化了前期的估值溢价。调整充分、基本面韧性极强的创新药板块有望再次成为主流资金布局的重点方向。

前海开源医疗健康基金经理范浩认为,从基本面角度看,创新药的基本面持续向好。流动性导致的创新药和医药其他行业的单边调整大概率已经接近尾声,对于后市创新药和CRO的投资持乐观态度。2026年的投资会更追求确定性,创新药和CRO产业链个股之间的表现将出现分化。

中欧基金认为,经过近一年的调整,创新药中长期配置价值凸显。2025年至2026年期间,多项重磅政策密集发布,支持创新药产业发展,国内在研创新药规模和临床申报数量持续领跑,国产创新药管线全球吸引力持续提升,A股、港股创新药板块将迎来盈利性拐点。

## 资金逆势加仓

7月6日ETF逆势获超120亿元资金净流入,其中股票型ETF净流入规模超110亿元,成为资金布局核心方向。值得注意的是,7月以来的多个A股下跌交易日,均出现资金“越跌越买”ETF的特征。

从7月6日资金净流入额前十产品来看,除一只货基外,其余席位均被股票型ETF包揽,资金布局赛道多元,既涵盖中证1000小盘ETF等宽基品种,也覆盖半导体、创新药、机器人、煤炭、卫星等细分行业主题ETF。

在资金逆势加仓部分赛道的同时,宽基ETF延续净流出趋势。数据显示,7月6日宽基ETF成为资金净流出主力,沪深300ETF华泰柏瑞单日净流出12.13亿元,位列全市场之首,该产品自7月以来的4个交易日累计净流出规模已超百亿元。

就近期市场热议的科技板块走势,多家公募机构认为,短期市场震荡更多是资金面调整,不改产业长期向上的高景气逻辑。长城基金高级宏观策略研究员汪立表示,前期科技板块交易拥挤、获利盘丰厚,短期震荡调整风险难以避免。但从中期产业配置来看,科技板块上行趋势或未终结,持续看好新兴科技、高端制造赛道,同时关注券商、银行等低估值板块的补涨机会。

摩根士丹利基金分析,当前AI产业下游需求持续高速扩张,行业核心成长逻辑稳固,短期市场分歧主要源于上下游供需匹配度及个股估值争议,板块波动放大更多是资金情绪驱动,而非基本面恶化,资金调仓再平衡空间相对有限,AI产业持续迭代有望带动半导体、上游元器件材料景气度持续提升。

7月7日涨幅居前的ETF		
代码	简称	涨跌幅(%)
589020	科创半导体设备ETF鹏华	3.63
588710	科创半导体设备ETF华泰柏瑞	3.56
159203	大盘成长ETF博时	3.50
588170	科创半导体ETF华夏	3.36
588550	科创综指增强ETF易方达	2.21
516010	游戏ETF国泰	2.02
159582	半导体ETF博时	1.97
159516	半导体设备ETF国泰	1.93
159869	游戏ETF华夏	1.91
159558	半导体设备ETF易方达	1.89

数据来源/Wind 制表/张韵