

【风险提示】 本文所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期。文中采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险，且数据统计处理方式可能存在误差。

市场可期 谨防“高买低卖”

——沪深 300 ETF 投资价值分析

今年以来，我国 ETF 市场出现爆发式增长，其中，沪深 300ETF 尤其火爆，截至 2024 年三季度末，规模已超万亿元。沪深 300 指数由 A 股市场上规模大、流动性好、最具代表性的 300 只证券组成，其成分股选取的是 A 股市场上规模大、流动性强的股票，偏好金融与部分消费行业，风格上偏好大市值。

长期来看，沪深 300ETF 具有上涨空间，但也有行业及风格方面的风险暴露。对比华泰柏瑞沪深 300ETF、嘉实沪深 300ETF、华夏沪深 300ETF 和易方达沪深 300ETF，在跟踪误差方面没有明显差别，从收益率角度分析，易方达沪深 300ETF 目前稍优。机构投资者可以根据自己的投资策略及交易目的选择合适的沪深 300ETF。

需要进行提示的是，现在沪深 300 指数估值水平已经处于较高位置，投资者可以考虑定投策略，赚取企业价值增长的收益，谨防“高买低卖”。

一、沪深 300 指数介绍

沪深 300 指数是最具有代表性的宽基指数之一，其样本包括沪深市场上规模大、流动性好、最具有代表性的 300 只证券，沪深 300 指数通常被用来反映沪深市场上市公司的整体表现。

表 1：沪深 300 指数编制方法

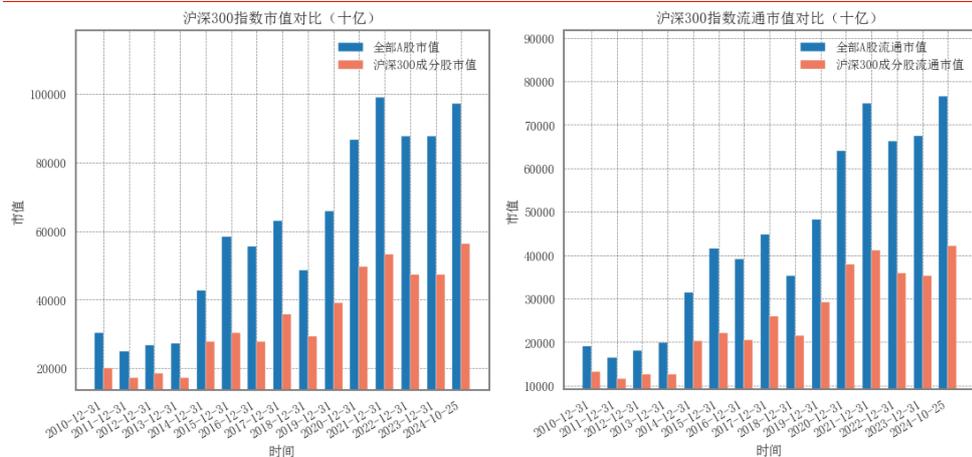
编制方法	沪深 300 指数
指数简介	沪深 300 指数由沪深市场中规模大、流动性好的最具代表性的 300 只证券组成，于 2005 年 4 月 8 日正式发布，以反映沪深市场上市公司证券的整体表现。
样本空间	指数样本空间由同时满足以下条件的非 ST、*ST 沪深 A 股和蓝筹企业发行的存托凭证组成： 科创板证券、创业板证券：上市时间超过一年。 其他证券：上市时间超过一个季度，除非该证券自上市以来日均总市值排在前 30 位。
选择方法	沪深 300 指数样本是按照以下方法选择经营状况良好、无违法违规事件、财务报告无重大问题、证券价格无明显异常波动或市场操纵的公司： 对样本空间内证券按照过去一年的日均成交金额由高到低排名，剔除排名后 50% 的证券； 对样本空间内剩余证券，按照过去一年的日均总市值由高到低排名，选取前 300 名的证券作为指数样本。

数据来源：中证指数有限公司官网

1. 成分股特点：市值大、流动性好、代表性强

沪深 300 指数在选择样本时将成交金额和总市值作为标准进行选取，显示出明显的大市值和高流动性的大盘风格。我们选取 2010 年以来沪深 300 和全部 A 股市值和流通市值数据进行对比分析，沪深 300 指数的总市值占全部 A 股市值的比重一直较大，仅 300 只股票规模覆盖了全市场总市值一半以上，截至 2024 年 10 月 25 日，沪深 300 总市值与全部 A 股市值的比例为 57.77%。从流动性角度来看，沪深 300 指数成分股流通市值在全部 A 股流通市值中也一直占比较大，高达 54.98%。

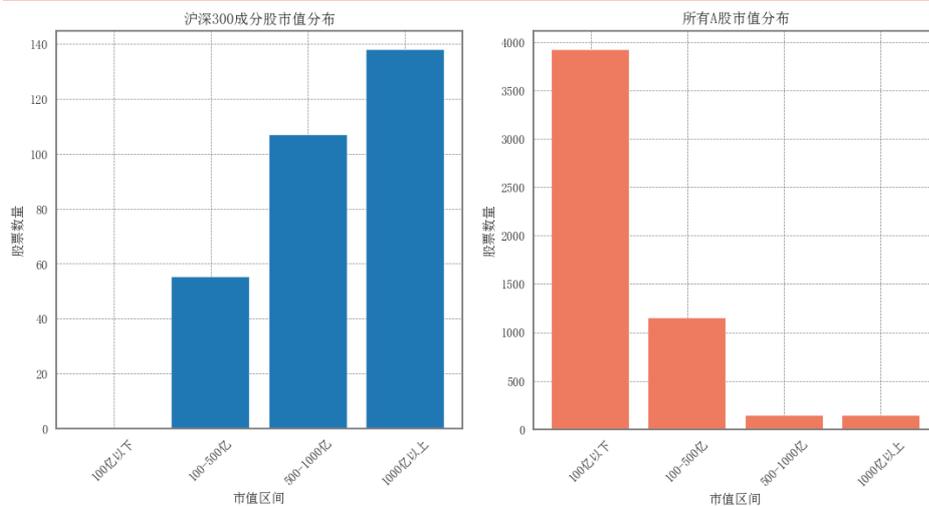
图表 1：沪深 300 指数市值、流通市值与全部 A 股对比



数据来源：iFind、中证报基金研究，时间区间：2010/12/31-2024/10/25

沪深 300 指数的规模占比一定程度反映了我国 A 股市场具有的龙头结构，数量不到 6% 的企业，市值或流通市值相加超过所有股票总和的一半，可见龙头企业在市场中的份量。这些龙头企业通常具有稳健的业绩表现，选择了沪深 300 指数，几乎就是选择与 A 股市场共同进退。但需要注意的是，沪深 300 指数具有明显的大盘风格，成分股中中小盘股较少，即该指数在大盘股方面具有多头暴露，在小规模股票方面具有空头暴露。

图表2：沪深 300 指数成分股与所有 A 股市值分布

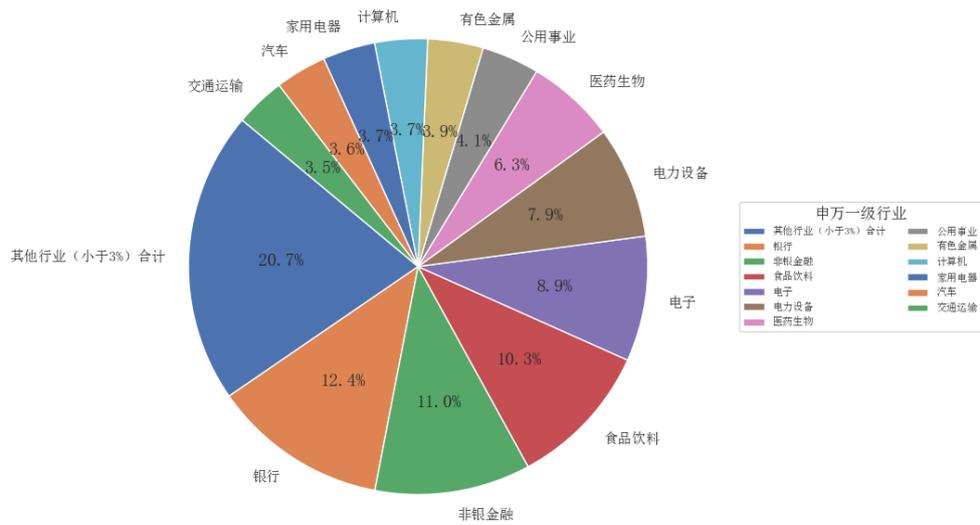


数据来源：iFind、中证报基金研究，时间：2024/09/30

2. 成分股行业：偏好金融与部分消费行业

沪深 300 指数的行业分布较为集中，金融和消费板块在指数中权重较高，按照申万一级行业分类，截至 2024 年 9 月 30 日，沪深 300 指数成分股共涉及 30 个行业，其中银行和非银金融权重分别为 12.36% 和 10.98%（合计 23.34%），食品饮料行业权重为 10.32%，权重在 5% 到 10% 之间的行业有电子、电力设备和医药生物行业。

图表3：沪深 300 指数成分股行业分布



数据来源：iFind、中证报基金研究，时间：2024/09/30

沪深 300 指数行业分布也说明了蓝筹股的行业分布并不均衡，金融和部分消费类行业明显规模比例较大，尤其是银行、券商、啤酒、白酒等行业，而周期性较强及部分消费行业规模占比较小，例如钢铁、建筑材料、房地产等周期性行业及纺织服饰、轻工制造、美容护理等消费类行业。也就是说沪深 300 指数在金融和白酒行业具有多头风险暴露，而在周期性及涉及酒类之外的消费品行业具有空头暴露。

二、沪深 300 指数投资价值分析

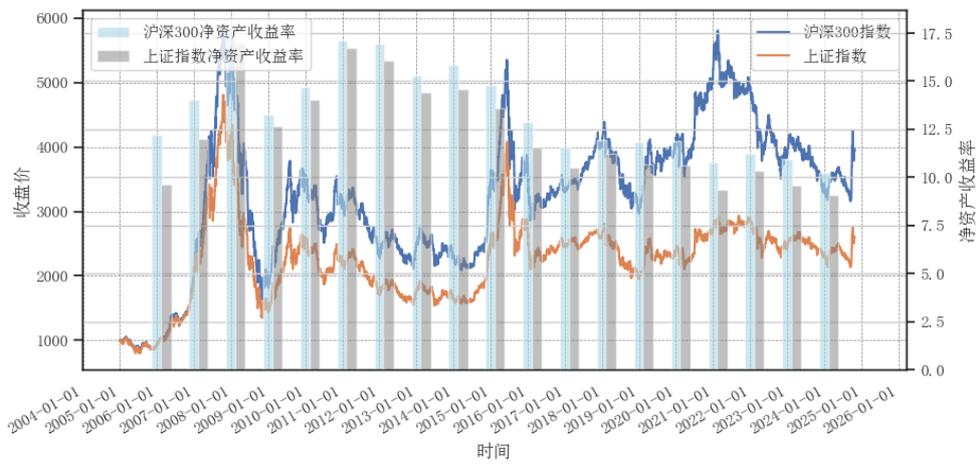
1. 业绩特点：历史表现优于上证指数，长期看仍具上涨空间

就沪深 300 指数本身的收盘价走势分析，沪深 300 指数与上证指数相比走势相同，涨跌趋势变化较为一致。如果以年度收益率和年度最大回撤作为沪深 300 指数业绩表现的具象化指标，分析不同市场情况下沪深 300 指数的表现。在市场较为火爆的 2006、2007、2009、2014、2017、2019、2020 等年份，沪深 300 指数表现不俗，大多年份的年度收益率都大于上证指数。在市场较差的 2008、2011、2018、2022 等年份，沪深 300 指数年度收益率与上证指数差距不大，最大回撤略大于上证指数。自 2005 年至 2024 年三季度，沪深 300 的年度收益率均值为 17.54%，大于上证指数的

12.94%。最大回撤均值为 24.38%，略大于上证指数的 22.36%。

沪深 300 之所以有优于上证指数的表现，是因为其成分股多为 A 股优质企业，这些企业的共性就是业绩稳定，以净资产收益率为例，沪深 300 指数的净资产收益率始终高于上证指数的净资产收益率。优质的企业有能力创造更多价值，从基本面角度分析沪深 300 指数有强劲的内生增长动力，因此从长期看沪深 300 指数仍然具有上涨空间。

图表4：沪深 300 指数、上证指数收盘价及净资产收益率对比图



数据来源：iFind、中证报基金研究，时间区间：2005/01/01-2024/10/25

2.相对收益特点：随市场风格变化有起有伏，注意风格方面风险暴露

将沪深 300 指数与上证指数、中证 500 指数收盘价相比得到的相对强弱线，用以直观的对比沪深 300 指数相对其他指数的业绩变化。如果用上证指数作为股票市场整体情况的替代，那么沪深 300 指数相对股票市场有较为明显的趋势变化。在 2007 年之前及 2010 至 2016 年之间，二者收盘价差距不大，相对强弱线几乎一直在横盘震荡。

涨幅较为明显的时间是 2017 到 2020 年，这段时间也是沪深 300 相对中证 500 强弱线上行明显的区间，A 股经历了一波大盘股行情，投资者“以大为美”，大市值股票估值明显较高，沪深 300 指数估值水平达到历史高位¹，“核心资产”的概念较为火热。由于沪深 300 指数具有大盘股方面多头暴露，业绩表现优异。

¹截止到 2024 年 10 月 25 日，沪深 300 指数的估值水平达到其过去五年日收盘估值中 70%分位数，即在过去 5 年的历史日收盘估值数据中，当前的估值高于 70%的历史时期。

图表5：沪深 300 指数与上证指数、中证 500 指数相对强弱线



数据来源：iFind、中证报基金研究，时间区间：2005/01/01-2024/10/25

2021 年市场风格发生变化，沪深 300 指数与上证指数和中证 500 的强弱线均呈现下行趋势，小市值股票成为投资者新的投资审美。2021 年中证 500 指数收益率为 15.58%，而沪深 300 指数收益率却为 -5.20%。沪深 300 指数由于小盘股方面的空头暴露，当市场风格偏向小盘股时，其相对收益可能表现不佳，即沪深 300 指数由于其成分股特点，其相对收益会随着市场风格的变化而变化。

3.交易面特点：作为衍生品合约标的，价格公允性强指数波动小

除了现货市场的情况，沪深 300 指数同样是衍生品市场的重要组成部分。沪深 300 股指期货合约是中金所推出的第一个股指期货品种，之后中金所又推出了沪深 300 股指期权。这两种衍生品为其合约标的——沪深 300 指数注入了更多活力。沪深 300 股指期货使投资者有了更多交易机会和策略选择，投资者可以利用基于对市场趋势的预测进行投资，也可以利用衍生品合约来对冲风险，还可以利用价差进行套利，这些交易提高了沪深 300 指数的活跃程度，使指数的价格具有极高的公允性，也反映了更多市场信息。而沪深 300 股指期权使得沪深 300 指数出现极端情况的概率更小，有助于降低指数波动率。

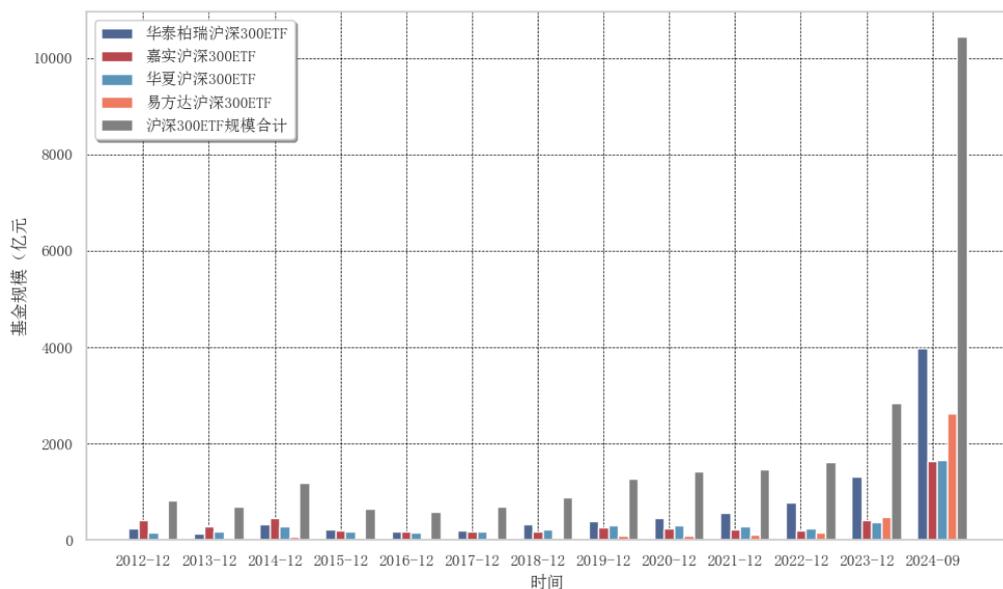
三、沪深 300ETF 投资价值分析

现在市场上有 20 多只追踪沪深 300 指数的沪深 300ETF，其中成立时间最久也是规模最大的四只产品分别是华泰柏瑞沪深 300ETF（基金代码：510300.SH）、嘉实沪深 300ETF（基金代码：159919.SZ）、华夏沪深 300ETF（基金代码：510330.SH）、易方达沪深 300ETF（基金代码：510310.SH），下面从这 4 只 ETF 的规模、跟踪误差、成交额、收益率等方面对其进行对比分析。

1. 沪深 300ETF 规模对比：华泰柏瑞一骑绝尘，易方达增幅较快

自 2012 年第一只沪深 300ETF 成立以来，沪深 300ETF 的规模发生了较大的增长，合计从 2012 年底的 800 亿元左右一路涨到超过万亿元。而这其中，规模最大同时也是成立最久的是华泰柏瑞沪深 300ETF，截至 2024 年三季度末，规模已经接近 4000 亿元。嘉实和华夏的沪深 300ETF 规模上难分伯仲，2017 年之前和 2023 年之后嘉实沪深 300ETF 规模较大，2017 年到 2022 年华夏沪深 300ETF 规模较大。增幅明显的是易方达沪深 300ETF，2022 年底基金规模不足 200 亿元，截止到 2024 年三季度末已经增至 2,634.50 亿元，规模扩大了超过十倍。

图表6：华泰柏瑞、嘉实、华夏、易方达及沪深 300ETF 总规模对比



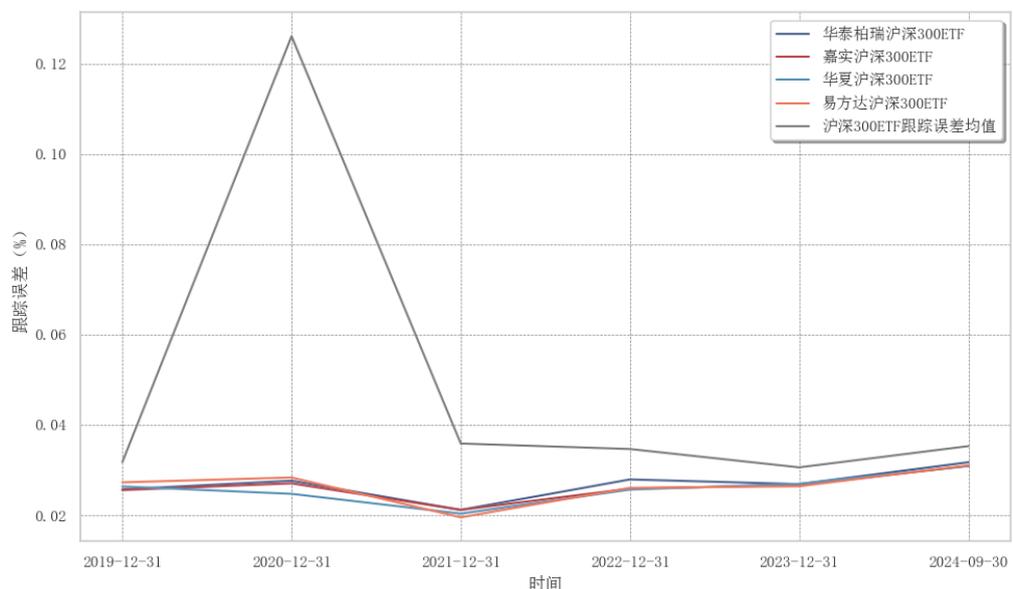
数据来源：聚源数据库、中证报基金研究，时间区间：2012/12/31-2024/09/30

这 4 只沪深 300ETF 规模较大的原因，除了发行时间早的先发优势，也有政策支持及跟踪误差小、成交额大冲击成本小等原因。近来许多大体量资金通过宽基 ETF “借道入市”，中央汇金、保险、银行理财等大型机构持续增持沪深 300ETF。中央汇金在 2024 年上半年大举增持了多只沪深 300ETF，以华泰柏瑞沪深 300ETF 为例，2023 年末中央汇金对其持仓比例为 16.68%，2024 年中报这一比例提升至 58.70%，增资近 1200 亿。除了“国家队”，保险、券商等大的金融机构的增持使得几只大型沪深 300ETF 规模持续扩张。大规模的资金注入必然要选择大规模基金承接才能把冲击成本降到最低，也只有大规模的 ETF 才有较为成熟的投资经验，能够在规模急增的情况下保持较小跟踪误差，实现机构的配置目标。

2. 沪深 300ETF 跟踪误差对比：大规模沪深 300ETF 跟踪误差均较小

将华泰柏瑞沪深 300ETF、嘉实沪深 300ETF、华夏沪深 300ETF 和易方达沪深 300ETF 的跟踪误差与市场全量沪深 300ETF 跟踪误差均值对比，发现 4 只大规模的 ETF 跟踪误差较为接近，自 2019 年以来基本小于 0.03%，相对同类平均明显较小。

图表7：华泰柏瑞、嘉实、华夏、易方达沪深 300ETF 及全量沪深 300ETF 跟踪误差均值对比



数据来源：聚源数据库、中证报基金研究，时间区间：2019/12/31-2024/09/30

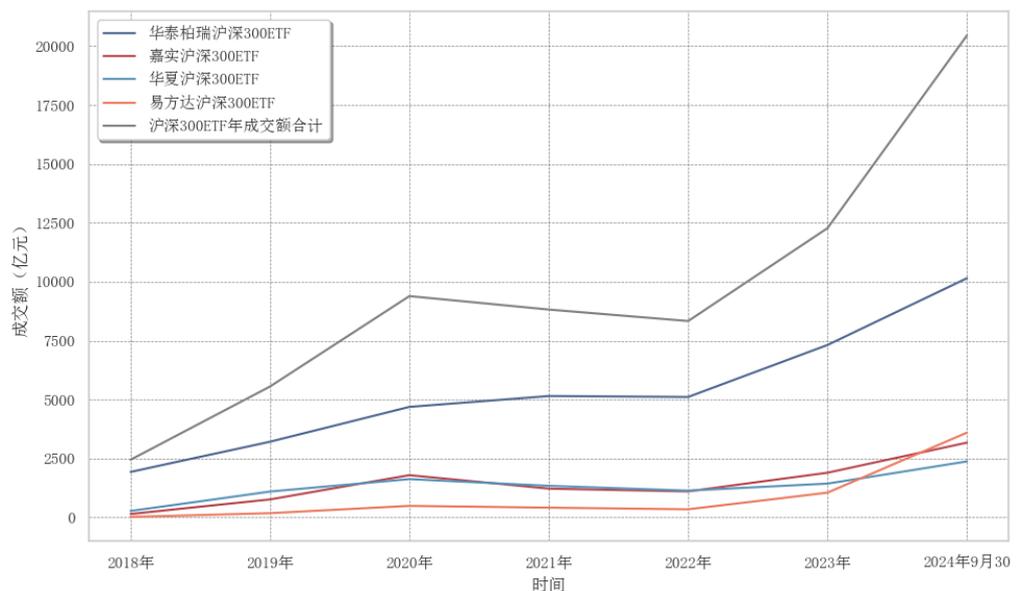
大规模沪深 300ETF 跟踪误差较小可能有两方面原因。第一，沪深 300 指数本身成分股中大市值股票居多，大规模的沪深 300ETF 能够有足够的

资金复制对应指数的成分股，追踪指数的能力优于小规模沪深 300ETF。第二，体量大的 ETF 可以更好的面对资金赎回的冲击。沪深 300 指数的成分股流动性较好，大规模基金面对大额赎回时可以选择将持仓股票按照比例有序卖出，不必担心短时间内大量卖出成分股对 ETF 追踪指数的效果产生影响。

3. 沪深 300ETF 成交额对比：“马太效应”明显

华泰柏瑞沪深 300ETF、嘉实沪深 300ETF、华夏沪深 300ETF 和易方达沪深 300ETF 的成交额有一定差距。华泰柏瑞沪深 300ETF 成交额更大，一只基金成交额几乎占有同类产品一半，但其规模并未达到全量产品规模的半数。2022 年之前，嘉实沪深 300ETF 和华夏沪深 300ETF 成交额较为相似，均随着规模增长有所上涨，但 2022 年之后嘉实沪深 300ETF 成交额增长速度快于华夏沪深 300ETF。变化较为明显的是易方达沪深 300ETF，该基金成交额在 2022 年之后上涨较快，截至 2024 年三季度已经反超嘉实沪深 300ETF 和华夏沪深 300ETF。

图表8：华泰柏瑞、嘉实、华夏、易方达沪深 300ETF 及全量沪深 300ETF 成交额²对比



数据来源：聚源数据库、中证报基金研究，时间区间：2018/12/31-2024/09/30

“流动性是 ETF 的生命”，在沪深 300ETF 这个赛道上，“马太效应”

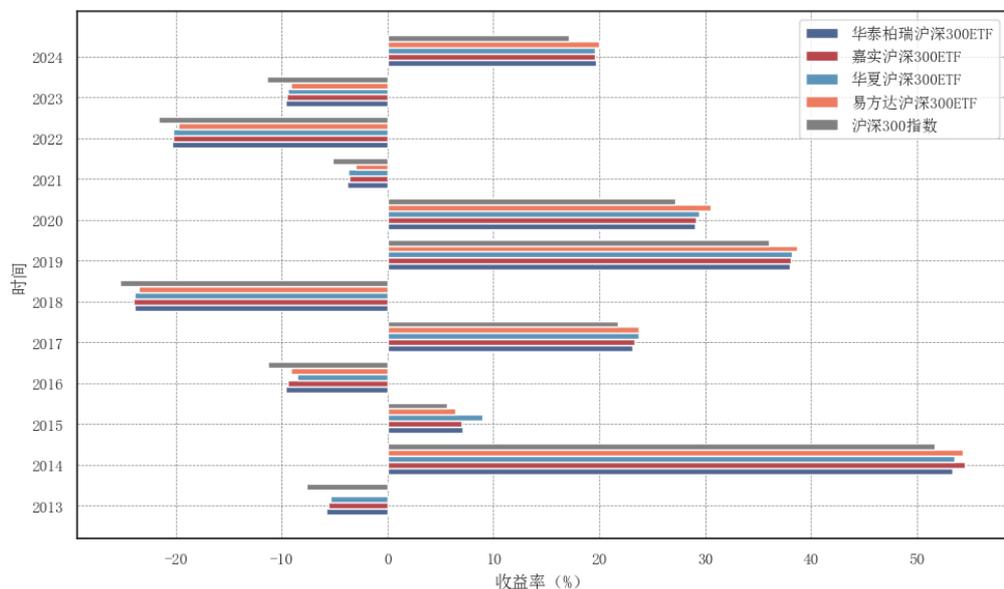
² 此处成交额用的是年成交额，即全年交易日成交额合计，不足一年的产品计算到截止日期。

似乎较为明显。一方面，规模大的产品本身比其他产品有更高的活跃度，而流动性强的优点使得该产品又吸引了更多投资者参与其中，这又会进一步提高产品的流动性，形成正向循环。另一方面，2019 年沪深 300ETF 期权上市，华泰柏瑞沪深 300ETF 和嘉实沪深 300ETF 分别成为上交所和深交所的沪深 300ETF 期权合约标的。沪深 300ETF 期权的实物交割使得华泰柏瑞沪深 300ETF 和嘉实沪深 300ETF 的交易活跃程度进一步提高。以沪深 300ETF 期权上市前两个月与上市后两个月的成交额计算，华泰柏瑞沪深 300ETF 和嘉实沪深 300ETF 在 2020 年 1 至 2 月成交额较前两个月增幅 50%左右。

4. 沪深 300ETF 收益率对比

华泰柏瑞沪深 300ETF、嘉实沪深 300ETF、华夏沪深 300ETF 和易方达沪深 300ETF 跟踪的都是沪深 300 指数，但收益率并非与沪深 300 指数收益率完全相同，对比 2013 年以来 4 只 ETF 与沪深 300 指数的收益率，发现其业绩表现均优于沪深 300 指数，牛市时收益率高，熊市时跌的少。

图表9：华泰柏瑞、嘉实、华夏、易方达沪深 300ETF 及沪深 300 指数收益率对比



数据来源：聚源数据库、中证报基金研究，时间区间：2013/12/31-2024/09/30

如果拿 4 只 ETF 的收益率横向对比，发现除 2013 年和 2015 年外，易方达沪深 300ETF 的收益率一直优于其他几只产品，2024 年初至 2024 年三季度，易方达沪深 300ETF 取得 19.98% 的收益率，大于华泰柏瑞沪深

300ETF（19.67%）、嘉实沪深 300ETF（19.60%）和华夏沪深 300ETF（19.64%）。这个结果或许与运营成本降低、交易费用控制有关。2019 年易方达沪深 300ETF 的管理费率从 0.5%降低到了 0.15%，托管费也从 0.1%降低至 0.05%，其他三只 ETF 的管理费和托管费仍为 0.5%和 0.1%。

根据 4 只 ETF 收益率及年报中利润表数据测算了运营费用（包括管理费与托管费）、交易费用及融券收入在收益率中比例，发现运营费用及交易费用对收益率影响较大，融券收入的区别并不明显。以 2021 年为例，华泰柏瑞沪深 300ETF 的收益率为-3.82%，是 4 只基金中最低的一只，易方达沪深 300ETF 收益率最高为-3.03%，二者收益率有 20.65%的差距。如果去掉融券收入的影响，二者收益率差距为 20.72%，变化并不明显。如果扣除的是交易费用，则收益率差距为 16.73%。但如果扣除掉运营费用的影响，二者收益率差距变为 1.79%。

易方达基金的“敢为天下先”，对其他公司而言或许是一种启示，在凭借融券收入增厚收益难以为继的情况下，通过规模效应降低运营费用、通过专业化管理降低交易费用，是被动型 ETF 基金“脱颖而出”的良策之一。

5. 沪深 300ETF 规模可持续性对比：

从可持续性的角度分析，华泰柏瑞基金的总规模中华泰柏瑞沪深 300ETF 占比较大，从规模到活跃程度均具有较大优势，未来持续大规模运行的可能性较大。嘉实沪深 300ETF 是深交所上市规模最大的沪深 300ETF，从量级上看与其他深交所上市的沪深 300ETF 差距较大，也有较大概率继续大规模运行。此外，易方达沪深 300ETF 未来有较大概率继续位于大规模 ETF 之列。

四、投资建议

沪深 300 指数是一只潜力较大的宽基指数，在活跃程度和稳定性上有一定优势。目前市场上规模最大的华泰柏瑞沪深 300ETF、嘉实沪深

300ETF、华夏沪深 300ETF 和易方达沪深 300ETF，在跟踪误差方面没有明显差别，但收益率方面易方达沪深 300ETF 稍优。机构投资者可以根据投资策略选择合适 ETF，如果是大资金入市，选择规模最大的华泰柏瑞沪深 300ETF 可以避免较大的冲击成本，如果是利用期权进行风险对冲的投资者，可以根据对应市场选择华泰柏瑞沪深 300ETF 或者嘉实沪深 300ETF。对于个人投资者而言，或许费率低且相对业绩更优的易方达沪深 300ETF 为更好选择。需要进行提示的是，现在沪深 300 指数估值水平已经处于较高位置³，投资者可以考虑定投策略，赚取企业价值增长的收益，谨防“高买低卖”。

（作者：金牛研究院 王韦康）

【免责声明】

本文原始数据来源于市场公开信息，仅做数据统计，不涉及指标排名，不做投资参考之用，本公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本文所载的信息或做出的任何建议、意见及推测并不构成任何投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人做出任何形式的保证。投资者应自行决策，自担投资风险。本文对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本文对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据，任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

³ 与上文“估值水平达到历史高位”意义相同。