

2021 年 05 月 20 日

【安信金工】多资产策略研究之四：北向资金席位数据中的Beta 和 Alpha

- 本报告使用香港证券交易所披露易数据，基于沪深股通（以下简称北向）整体和细分席位对应的持股数量，对北向资金重仓股票与增量资金所属行业分别进行测算，并拟合行业轮动因子。
- **北向细分席位资金因子表现优于北向整体资金因子。**以席位性质作为划分依据，计算不同类别的北向资金行业选择能力，我们可以筛选出有效的席位信息。经过拆分调整后因子能够较为明确的刻画北向资金的投资偏好，同时取得持续稳定的超额收益。
- **陆股通北向整体资金流数据的不足：**尽管整体陆股通增仓金额映射到一级行业上已经能够较好地刻画北向资金行业轮动并取得超额收益，但由于资金性质与体量的差异可能导致交易行业驳杂，行业轮动变化速度较快难以把握。不同种类的市场参与者、不同性质的资金在交易侧重点与逻辑层面存在分歧。
- **细分席位划分：**细分后的北向资金配额因子代表了长线配额类资金席位的投资逻辑，基于该因子构建策略的回测收益率亦优于代表短线资金的交易类席位。截止至 2021 年 5 月，我们总计跟踪 1324 个在香港交易所取得陆股通交易资格的席位。
- **因子构建：**依据北向资金细分席位数据，我们将其映射到行业层面构建行业选择因子。我们选取了 2019 年 6 月至 2021 年 5 月作为回测周期进行最优因子参数的选取。
- **策略构建：**我们列举了两类资金各自的六种衍生因子。根据选定参数调整后，我们可得到用于构建个股及行业轮动策略的具体因子。
我们分别提供双周和五周两个频率的行业 ETF/个股混合组合，自 2020 年至今，五周组合年化收益 78.07%，双周组合年化收益 110.7%，在 2021 年 2 月后的市场下行中表现稳健，连续三月超额为 0.47%、8.96%、3.88%。
- **信号跟踪：**北向细分资金流和相应行业选择信号，请参考《安信金工-仓位和资金流周报》，或联系销售和对口研究员
- 研究助理 马晨，实习生 黄子轩 对本文有贡献
- **风险提示：**数据全部来自公开市场数据，市场环境出现巨大变化模型可能失效。

金融工程主题报告

证券研究报告

吕思江

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040003
lvsj@essence.com.cn

相关报告

FOF 和资产配置周报：反弹预期不改，国内首支 5GETF 成立	2019-09-23
FOF 和资产配置周报：配置组合普遍获利，A 股反弹行情有望延续	2019-09-16
FOF 和资产配置周报：中短期组合转向看多，9 月增配创蓝筹和恒生通 ETF	2019-09-08
FOF 和资产配置周报：首批商品期货类 ETF 获批，白酒板块延续强势	2019-09-03

内容目录

1. 陆股通持仓数据介绍	4
1.1. 陆股通席位划分原则	5
1.2. 席位性质	6
1.3. 北向席位行业轮动收益率测算	10
1.4. 北向一级行业暴露	11
2. 因子合成与调整	12
2.1. 因子构建	12
2.2. 因子参数调整	13
3. 策略构建	15
3.1. 一级行业指数行业轮动回测	15
3.1. 个股 ETF 混合行业轮动回测	17
3.2. 选股组合回测	19
4. 总结	21

图表目录

图 1: 陆股通持股数据的使用流程	5
图 2: 细分席位陆股通资金流入测算	7
图 2: 北向资金对不同板块的流入测算	7
图 3: 北向配额盘对主要板块的流入测算	8
图 4: 北向交易盘对主要板块的流入测算	8
图 3: 北向资金配额盘一级行业加权持仓占总体仓位百分比测算	9
图 4: 北向资金交易盘一级行业加权持仓占总体仓位百分比测算	9
图 5: 北向资金一级行业持仓市值测算	10
图 6: 北向资金配额盘行业轮动利润测算	11
图 7: 北向资金交易盘行业轮动利润测算	11
图 12: 细分席位组合权重变化测算: 配额盘	12
图 13: 细分席位组合权重变化测算: 交易盘	12
图 14: 配额盘周增仓因子行业数量与收益率变动趋势	14
图 15: 配额盘月增仓因子行业数量与收益率变动趋势	14
图 16: 观测周期数与最佳持仓时长: 期末净值: 配额盘增仓金额	15
图 17: 行业数量	15
图 18: 配额盘净买入: 5 行业: 观测 2 周持有 2 周净值表现	16
图 19: 配额盘净买入: 4 行业: 观测 7 周持有 5 周净值表现	16
图 20: 配额盘净增仓: 集中: 观测 7 周持有 2 周净值表现	17
图 21: 配额盘净增仓: 分散: 观测 4 周持有 4 周净值表现	17
图 24: 配额盘净买入: 双周频次调整: ETF 个股混合收益率测算	18
图 22: 配额盘净买入: 五周频次调整: ETF 个股混合收益率测算	19
图 26: 配额盘净买入 4 行业 5 只个股组合表现	20
图 27: 配额盘净买入 5 行业 4 只个股组合表现	20
表 1: 沪深港通和 QFII 政策对比	4
表 2: 主要活跃席位前 20 及持股市值	5

表 3: 中信一级行业映射表	17
表 4: 混合策略组合相应评价	19
表 6: 行业个股策略组合相应评价	20

1. 陆股通持仓数据介绍

自 2016 年开始，陆股通标的名单不断扩容，覆盖行业增多。除了陆股通持仓市值屡创历史新高之外，高频的持仓披露、不断扩充的可投资标的，也使得跟踪陆股通数据的意义不断显现。我们梳理了部分沪深港通与 QFII 政策对比，以此说明跟踪陆股通北向资金的必要性。

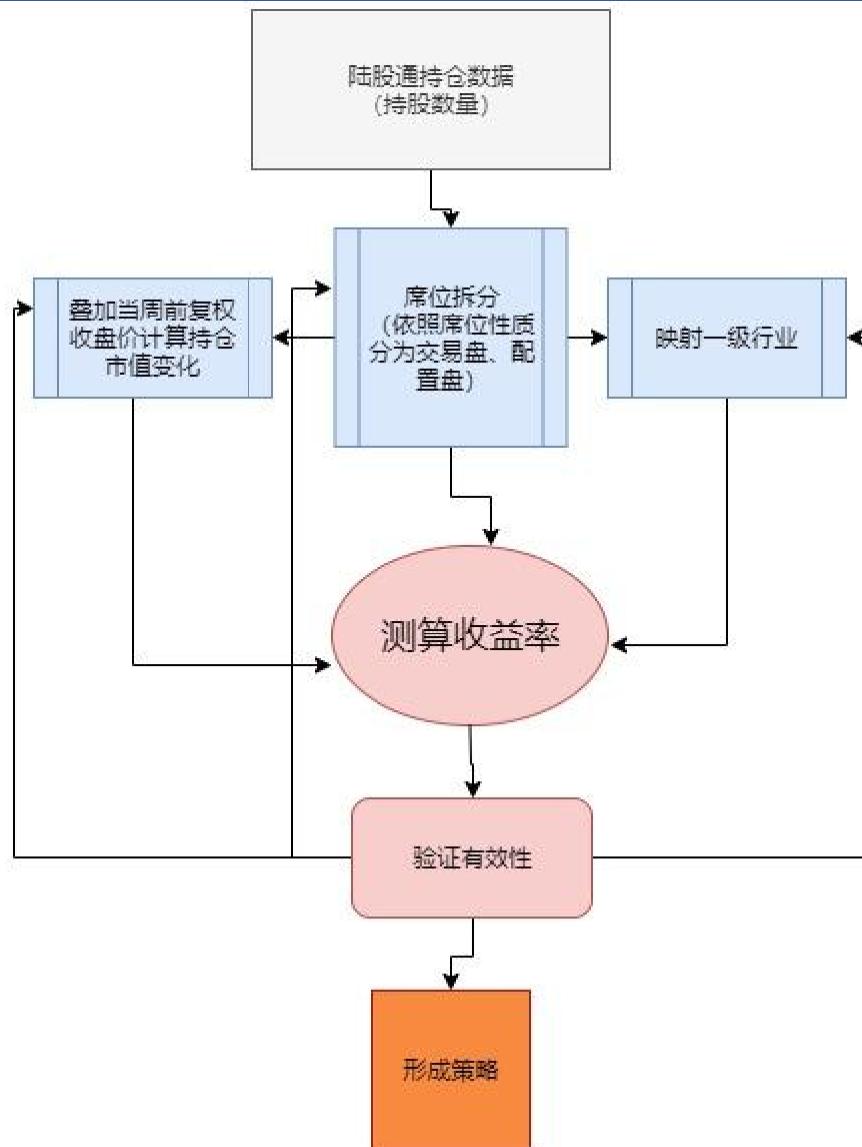
表 1：沪深港通和 QFII 政策对比

通道名称	QFII	沪深港通
资金来源	境外资金进行境内证券期货投资的境外机构投资者	资产达标的内地和香港投资者
资格要求	合格境外投资者通过境内证券公司、期货公司作为托管人交易，托管人需具有经营外汇业务和人民币业务的资格	证券公司及经纪商，香港投资者通过沪股通买入的股票登记在香港中央结算公司名下
分账管理	托管人自有资产和受托资产严格分开，实行分账托管。	未要求分账管理。
清算要求	具有相应结算资格的机构	香港中央结算公司
持股比例限制	单个境外投资者对单个上市公司的持股比例，不得超过该上市公司股份总数的 10%；所有境外投资者对单个上市公司 A 股的持股比例总和不得超过该上市公司股份总数的 30%。每日额度 520 亿	单个境外投资者对单个上市公司的持股比例，不得超过该上市公司股份总数的 10%；所有境外投资者对单个上市公司 A 股的持股比例总和不得超过该上市公司股份总数的 30%。每日额度 520 亿
披露频率	遵循 QFII 信息披露有关规则（季频）	香港投资者通过沪股通买入的股票登记在香港中央结算公司名下（日频）

资料来源：Wind，安信证券研究中心

对比外资主要投资通道的披露政策规则与可投资标的数目后，我们认为陆股通资金对市场边际波动的影响相比传统 QFII 较高。我们梳理了陆股通持仓数据（日频披露）的应用流程：

图 1：陆股通持股数据的使用流程



资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.1. 陆股通席位划分原则

细分席位数据主要由香港证券交易所披露易进行每日披露。截止至 2021 年 5 月，我们总计跟踪 1324 个在香港交易所取得陆股通交易资格的席位。进行测算后，我们发现其中有 312 个席位有连续可得的公开交易数据。其中 142 个席位过去一年持股变动明显。除去香港结算、中登结算席位后，部分席位持仓情况如下。

表 2：主要活跃席位前 20 及持股市值

席位名称	持股市值 (亿元)
香港上海汇丰银行有限公司	7475
渣打银行(香港)有限公司	4858
JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	4306
花旗银行	2271
UBS SECURITIES HONG KONG LTD	905
MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD	828
MLFE LTD	745

J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	729
中国国际金融香港证券有限公司	504
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	454
高盛(亚洲)证券有限公司	331
CREDIT SUISSE SECURITIES (HONG KONG) LTD	195
盈透证券香港有限公司	153
中信里昂证券有限公司	138
DBS BANK LTD	87
法国兴业证券(香港)有限公司	74
德意志银行	58
海通国际证券有限公司	56
招商证券(香港)有限公司	54
中信证券经纪(香港)有限公司	51

资料来源：香港证券交易所、Wind、安信证券研究中心

根据前 20 活跃席位持股市值分布易知，**近一年来持股市值占绝大部分的席位性质大多为银行类**。我们将在下一部分对席位进行划分，使得划分后的席位类别中，具体席位的交易特征能够保持一致。

1.2. 席位性质

若我们认为各席位的资金、持有股票数量与存量活跃交易客户较为恒定，且市场投资者由于资金性质不同均对席位有特殊要求，则同类型的投资者会集中依托于特定席位进行交易。例如长线投资资金并不会对交易费率有特殊要求，而是更倾向要求针对特定股票的可买数量。同理，短线资金若更倾向于速度与费率，则不会对其余增值服务过多要求。

我们对活跃的陆股通席位进行如下大类划分，并且后续将定期调整活跃席位名单与陆股通标的，来研究因子的有效性与阶段表现。

配额盘：依托于中资、外资商业银行进行交易的资金。

交易盘：依托于中资、外资、港资券商、投资银行进行交易的资金。

托管盘：依托于公司类席位、其它难以定义的小席位进行交易的资金；中登结算；港登结算。

依照上述席位，我们可以分别统计不同类型席位，乃至对不同行业板块¹个股的流入情况。数据截至 2021 年 5 月。

依照上述席位，我们分别对各类型北向资金流入情况进行测算。

¹ 板块划分如下：

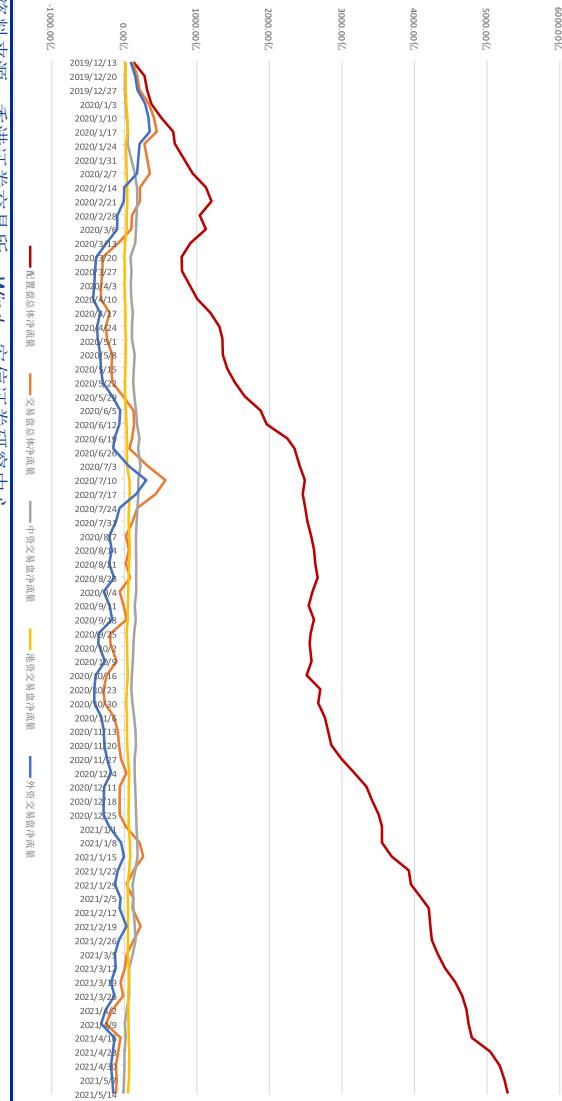
上游：石油石化、煤炭、有色、钢铁、化工、建筑、建材、房地产

中游：电力及公用事业、机械、电力设备及新能源、汽车、家电、交通运输

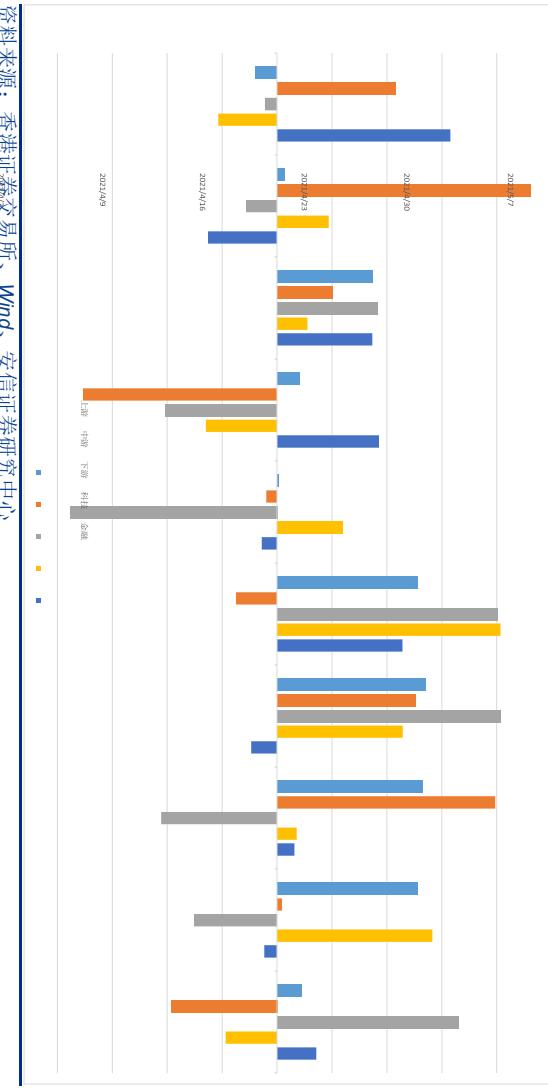
下游：轻工制造、商贸零售、消费者服务、纺织服装、医药、食品饮料、农林牧渔

科技：国防军工、电子、通信、计算机、传媒

金融：银行、非银金融

图 2：细分席位陆股通资金流入测算


资料来源：香港证券交易所、Wind、安信证券研究中心

图 3：北向资金对不同板块的流入测算


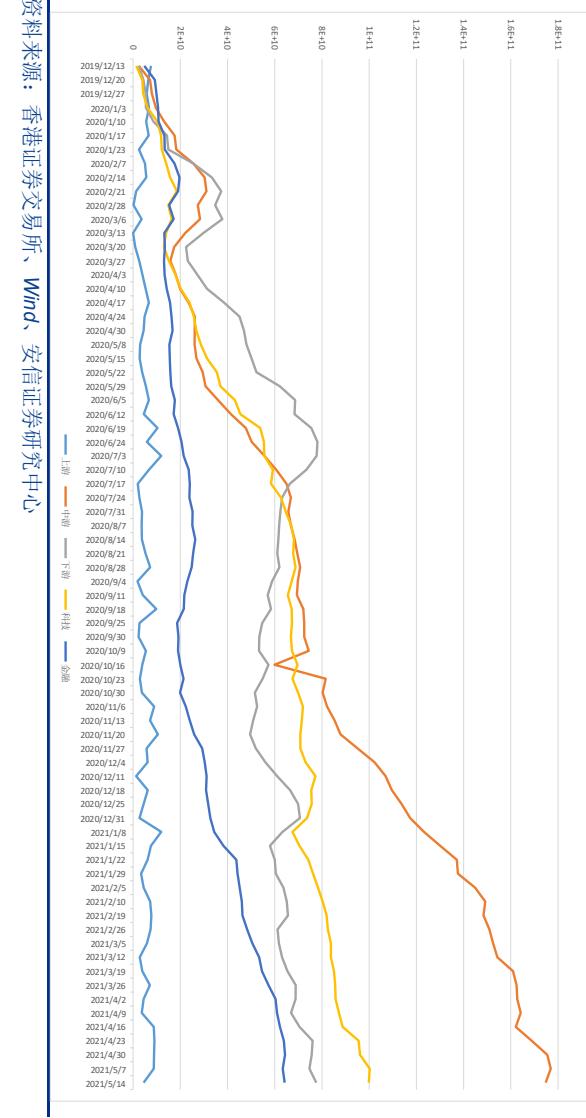
资料来源：香港证券交易所、Wind、安信证券研究中心

可以看到不同类型席位在买入板块和持续性上也有明显的不同：

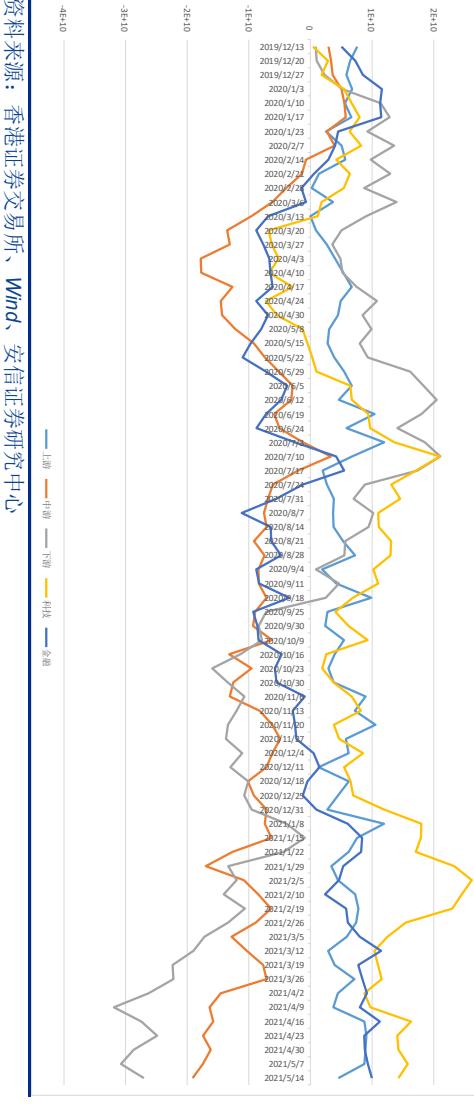
2021/3/13

2021/3/12



图 4: 北向配路演对主要板块的流入测算


资料来源：香港证券交易所、Wind、安信证券研究中心

图 5: 北向交易盘对主要板块的流入测算


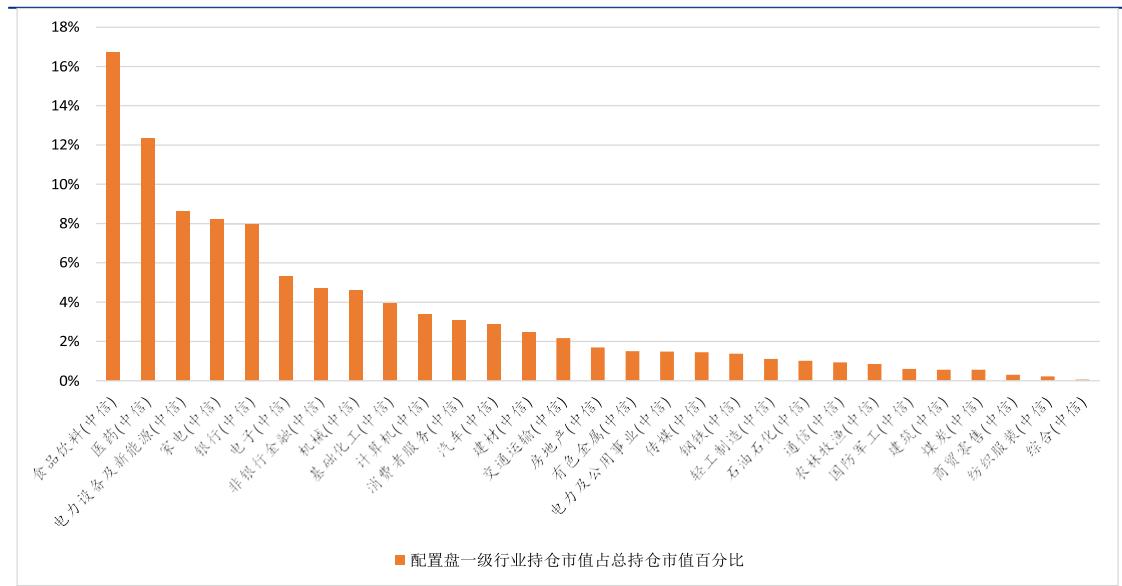
资料来源：香港证券交易所、Wind、安信证券研究中心

我们主要集中在研究资金逻辑、性质均足够明显的北向机构配路演盘与交易盘数据，剔除港登记、中登结中主要处理个人等投资者的持股数量。自 2019 年 12 月 06 日，以沪深 300 为基准，可以看到无论速率还是累计流入净值，依托于商业银行席位的配路演盘资金都要明显高于交易盘资金。

在市场风格切换较快的震荡时间段（2020 年 7 月至 2020 年 11 月）未观测到配路演盘有频繁的流入流出，整体而言累计净增仓金额流入相较交易盘更为持续。配路演盘持续加码 A 股也彰显外资未来长期布局中国股市的信心，对于投资分析具有指导意义。由净流入可见，除去两种不同类别资金的体量影响，交易盘经拆分后在观测期中呈现流入不持续、倾向快进快出等特征。

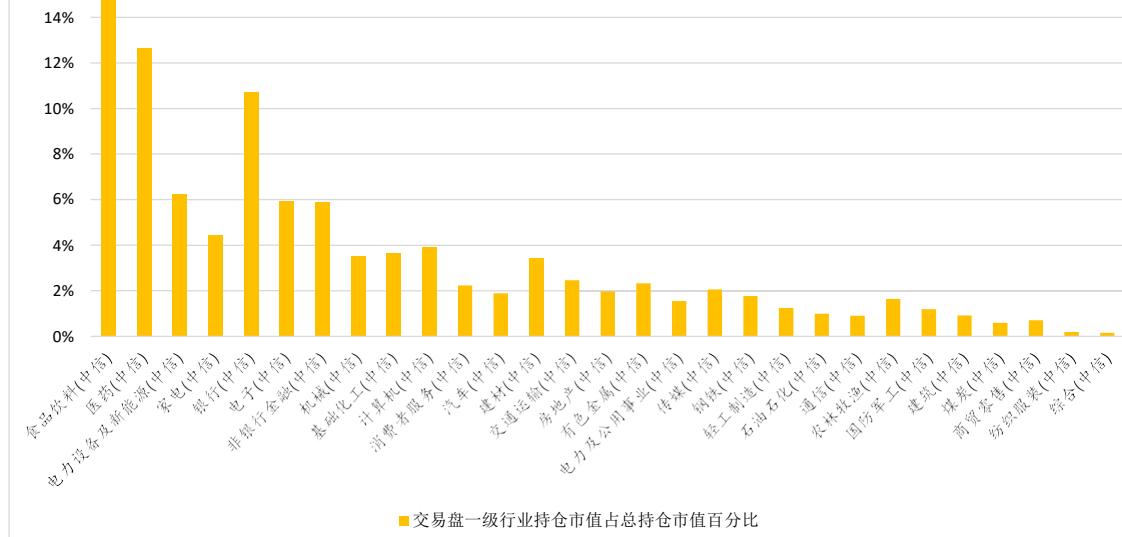
将持仓按照中信一级行业进行分解，发现依托于商业银行席位的配路演盘资金体量要明显高于交易盘资金，而交易盘覆盖的行业较为分散。

图 6: 北向资金配臵盘一级行业加权持仓占总体仓位百分比测算



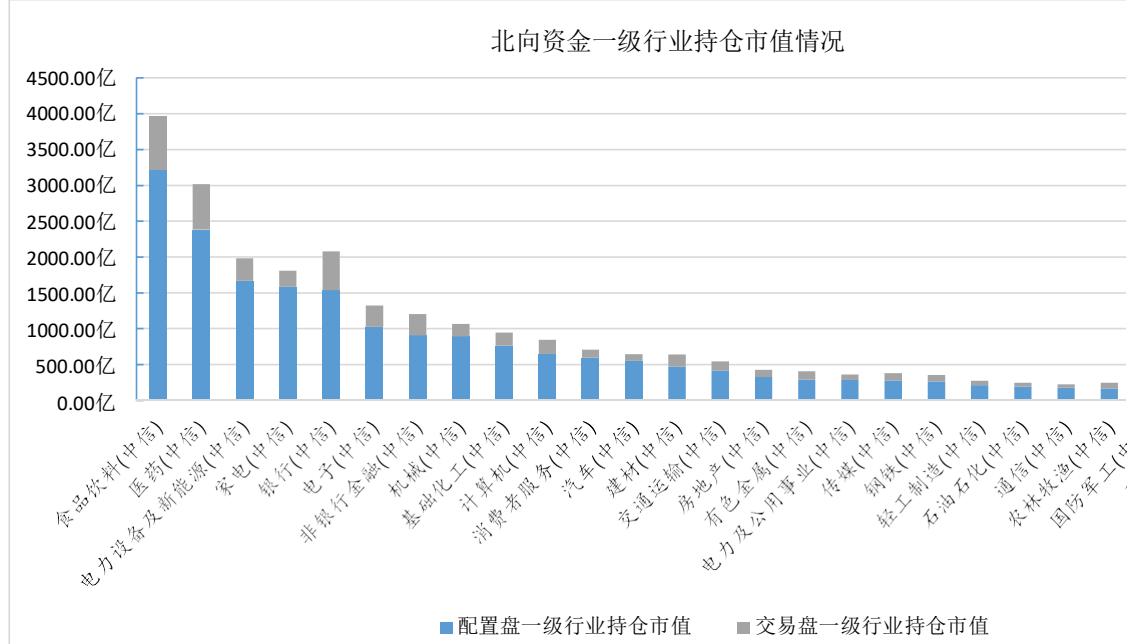
资料来源：香港证券交易所，Wind，安信证券研究中心

图 16: 北向资金交易盘一级行业加权持仓占总体仓位百分比测算



资料来源：香港证券交易所，Wind，安信证券研究中心

图 8：北向资金一级行业持仓市值测算



资料来源：香港证券交易所，Wind，安信证券研究中心

上图中可看出配额盘持股市值主要集中于食品饮料、家电、消费、非银金融等能够容纳大体量资金的多个行业。相对而言，交易盘持股市值占总体百分比更为集中，少有在除食品饮料外的行业重仓超过整体仓位 15%以上。对比二者差异后发现，交易盘在某些如纺织服装、商贸零售等整体市值相对较小的行业上持仓市值大于配额盘，我们认为此现象更说明了交易盘存在更明显的博弈倾向。

若配额盘流入较为持续、长线布局等特征在行业层面依旧成立，配额盘与交易盘将在行业选择上有较为不同的体现。配额盘最佳组合将有更长的持仓时间以使得收益充分展开，而交易盘最佳组合应体现其快进快出，找寻短时热点的特征。

1.3. 北向席位行业轮动收益率测算

由于北向资金并非静态的整体，具有因时点流入流出导致总值时变的特点。我们定义北向席位资金流在行业轮动上的收益率如下：

$$w_{ind,t} = \frac{holding_num_{i,t} * close_{i,t}}{\sum_{i=1}^N holding_num_{i,t} * close_{i,t}} * D_{ind,t}$$

$$r_t = \sum_{i=1}^N r_{i,t} * w_{ind,t}$$

其中 i 为个股， N 为席位所有持仓股票数量， D 为个股所属一级行业哑变量， $close$ 可用时点收盘价或均价（不复权），本报告采用前者。我们将除去综合、综合金融的 28 个行业等分为 7 组计算对应配额盘、交易盘时点组别净值，可以看出**若我们周频频次完全与北向资金同步买卖一级行业指数并且不考虑手续费**，截止至 2021 年 5 月，收益率近似为：

图 9: 北向资金配铬盘行业轮动利润测算

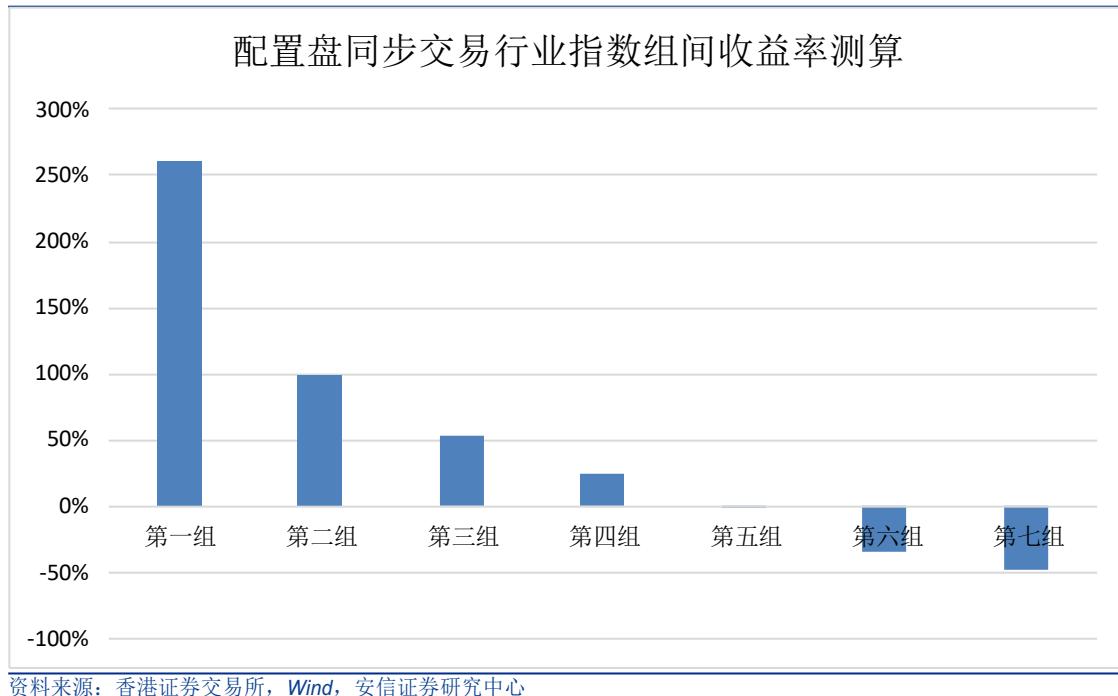
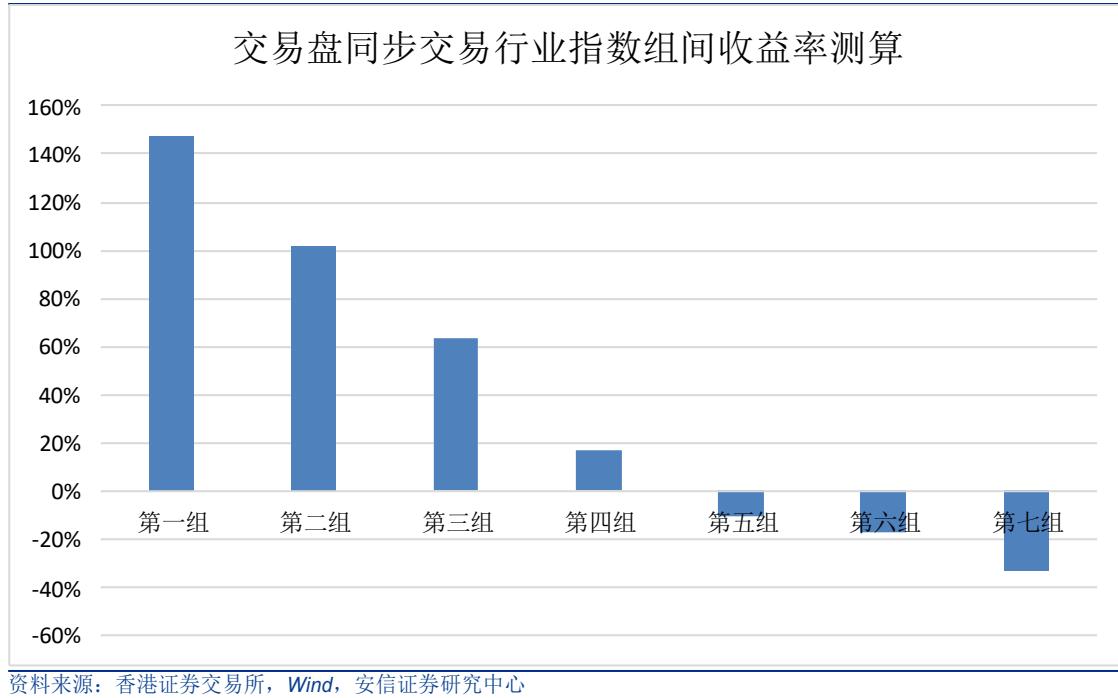


图 10: 北向资金交易盘行业轮动利润测算

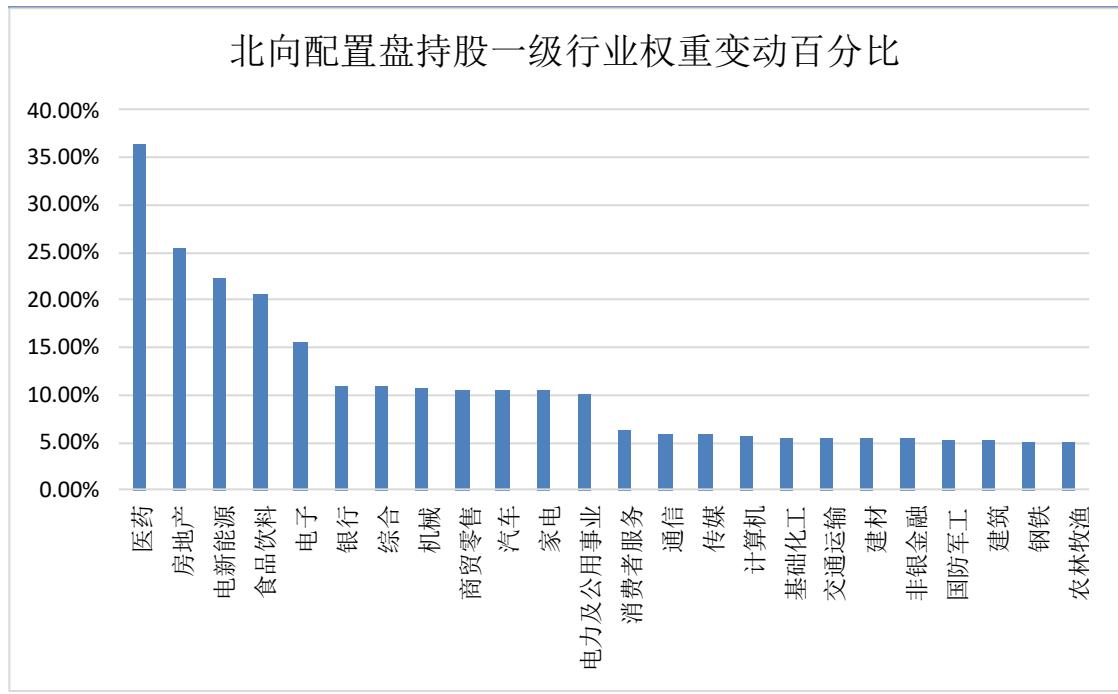


可见北向资金确实具有引领行业轮动的作用。但由于以上测算假定我们完全跟随北向资金同步调仓，而真实情况下单个席位交易统计普遍滞后 9.5-15 个小时，因此以上测算收益实际无法达成。我们需要构建尽量贴近现实交易情况的组合。

1.4. 北向一级行业暴露

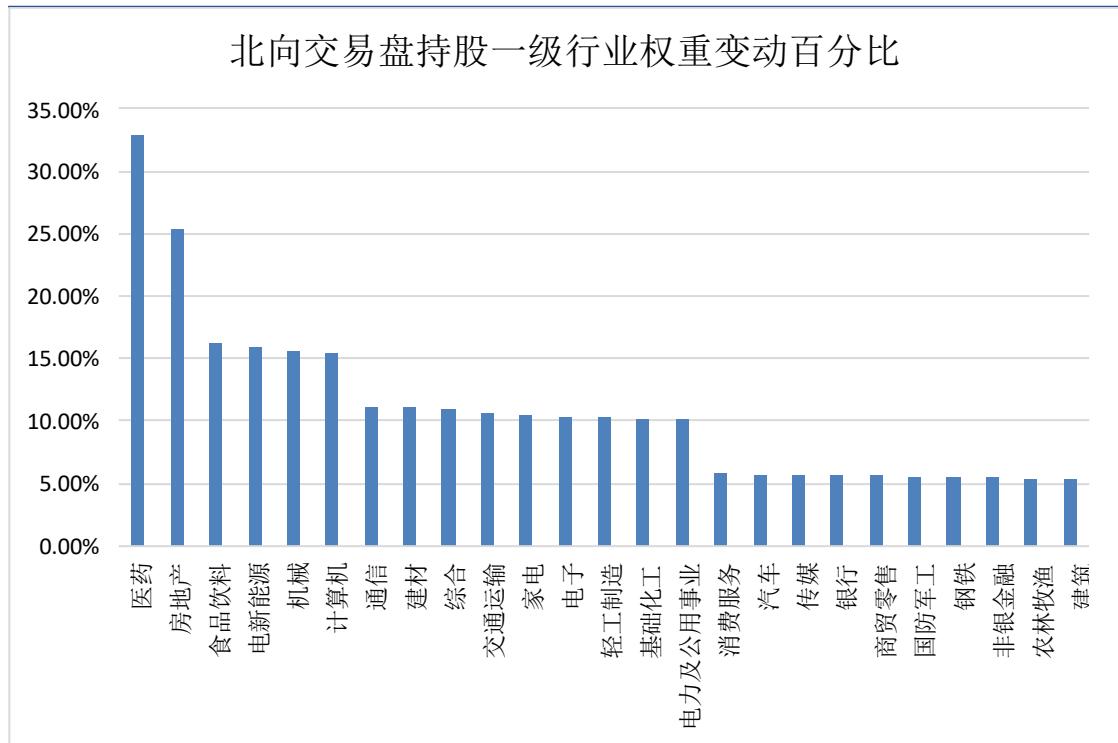
我们发现北向数据在选择行业中的有效性远大于择股。计算最优组合中中信一级行业的权重变化可得：

图 11：细分席位组合权重变化测算：配额盘



资料来源：香港证券交易所、Wind、安信证券研究中心

图 12：细分席位组合权重变化测算：交易盘



资料来源：香港证券交易所、Wind、安信证券研究中心

2. 因子合成与调整

2.1. 因子构建

通过存量持有与增量持有两个不同的测算方法，我们刻画了陆股通静态、动态两个维度的交

易特征。基于划分后的席位持仓数量、占标的流通股比例以及一级行业成分股数据，我们将北向持仓数据映射到中信一级行业上定义下列因子：

定义存量持有因子陆股通配额盘/交易盘重仓前 n 个行业：

$$holding_all_{t,i} = (\sum_{j=1}^N holding_num_{t,j}) * close_{t,i}$$

$$holding_n_{t,ind} = rank(holding_all_t * D_{t,ind})$$

其中， i 为归属于大类资金类别（配额盘或交易盘）的单个席位， i 为单个个股， N 为归属于大类资金类别的席位数量合计， D 为所属中信一级行业哑变量，下同。

定义存量持有因子陆股通配额盘/交易盘重仓占流通市值百分比前 n 个行业：

$$holding_n_ratio_{t,ind} = rank\left(\frac{holding_all_{t,i}}{circulated_market_value_{t,i}} * D_{t,ind}\right)$$

定义增量持有因子陆股通配额盘/交易盘增仓金额前 n 个行业：

$$\Delta holding_n_g_{t,ind} = rank(\Delta holding_all_t * D_{t,ind})$$

定义增量持有因子陆股通配额盘/交易盘持仓百分比增长前 n 个行业：

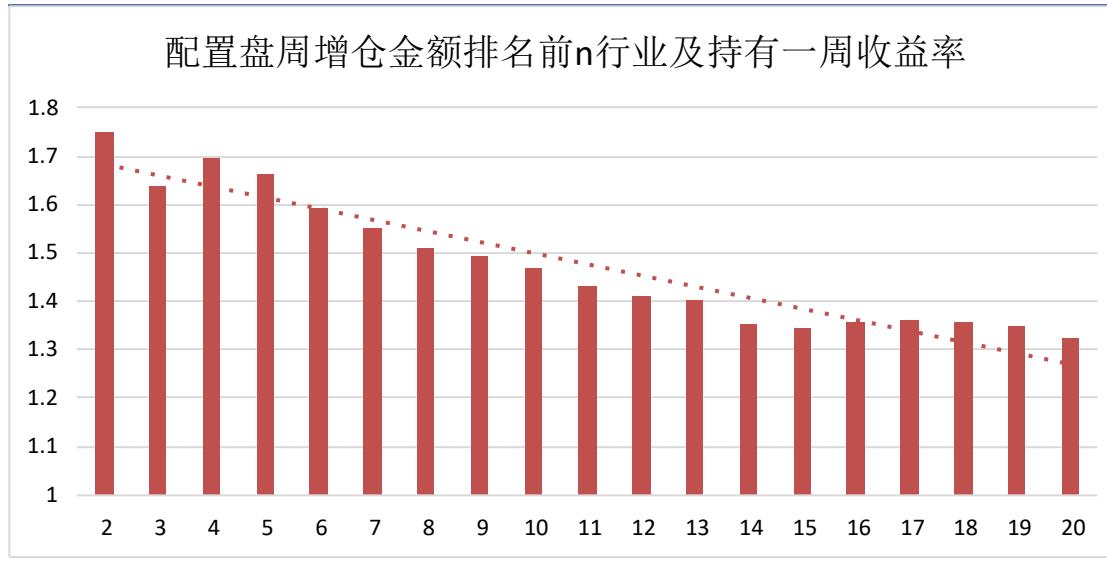
$$holding_n_ratio_g_{t,ind} = rank\left(\frac{\Delta holding_all_{t,i}}{\Delta circulated_market_value_{t,i}} * D_{t,ind}\right)$$

为方便下文中表述，我们特此定义：基于占流通市值百分比增长排名靠前逻辑的因子以净增仓表示，基于市值增长排名靠前逻辑的因子以净买入表示（下同）。

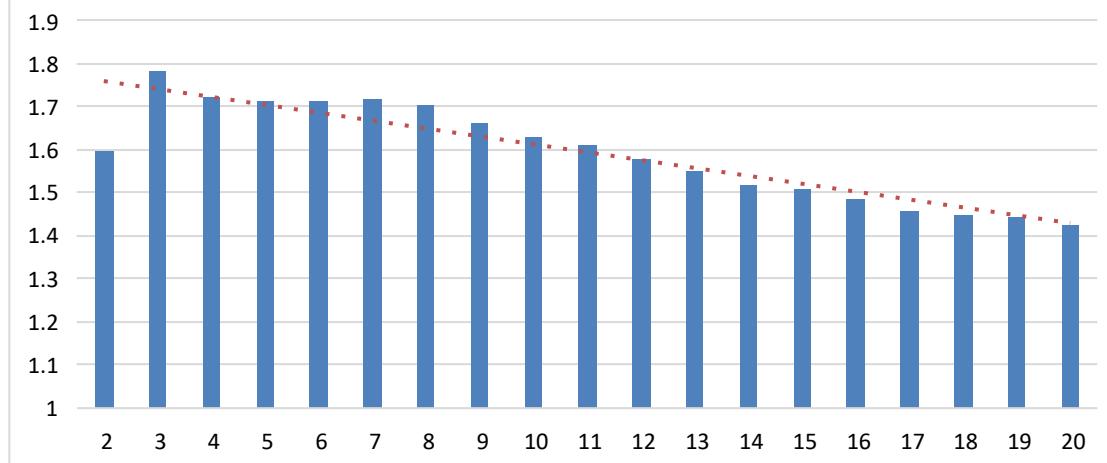
2.2. 因子参数调整

若将多头组的持仓数量限制在 4 到 8 个行业之间，则通过多头组收益率表现，我们可以确定多头持有行业数量的最优值。以周频及月频调整的**配额盘周增仓因子**进行说明。截止至 2021 年 5 月，部分超额收益显著的行业因子结果如下（为避免冗长，具体测算结果如需要请联系对口研究员）。

图 13: 配置盘周增仓因子行业数量与收益率变动趋势



资料来源：香港证券交易所，Wind，安信证券研究中心

**图 14：配置盘月增仓因子行业数量与收益率变动趋势
配置盘月增仓金额排名前n行业及持有一个月收益率**


资料来源：香港证券交易所，Wind，安信证券研究中心

结果显示，配置盘周买入最佳行业数量为前 2 个行业，选择较为集中时组合收益最优，收益率随行业数量增加而下降。而月频买入行业因子下可容纳更多行业数量并且取得同样较为优异的收益率。

然而，上述情况仅考虑以周/月作为观测期、持有期进行行业选择。配置盘月增仓因子收益率近似于周增仓因子收益率表明，周频调仓情境下持有多行业或许仍有收益未充分展开。此外依据我们对配置盘的定义，其对行业买入应是持续不断且具有预先性的。若仅考虑给定的时间窗口将忽略大量的增量信息。

按照上述思路，我们重新以持有期和观察期来定义因子时间窗口参数调整方式。

当我们以周为单位遍历观测期与持有期，可以得到收益率最佳的局部最优时间参数：

图 15: 观测周期数与最佳持仓时长: 期末净值: 配额盘增仓金额

	持有期										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
观测期	1	1.65	1.66	1.57	1.74	1.55	1.61	1.34	1.47	1.59	1.55
	2	1.66	1.70	1.54	1.68	1.55	1.69	1.76	1.57	1.53	1.59
	3	1.61	1.64	1.61	1.60	1.62	1.62	1.68	1.49	1.54	1.56
	4	1.56	1.62	1.56	1.71	1.56	1.62	1.65	1.44	1.52	1.46
	5	1.59	1.61	1.57	1.60	1.57	1.52	1.73	1.41	1.43	1.44
	6	1.69	1.70	1.66	1.58	1.71	1.56	1.74	1.47	1.46	1.45
	7	1.76	1.66	1.58	1.59	1.82	1.52	1.64	1.50	1.43	1.57
	8	1.65	1.63	1.61	1.58	1.58	1.51	1.69	1.50	1.44	1.53
	9	1.59	1.60	1.63	1.54	1.54	1.52	1.59	1.43	1.45	1.43
	10	1.63	1.62	1.62	1.54	1.59	1.51	1.57	1.43	1.45	1.47

资料来源：香港证券交易所、Wind、安信证券研究中心

对应行业数量如下：

图 16: 行业数量

	持有期										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
观 测 期 ↑	1	4	4	5	6	4	5	8	7	4	4
	2	5	5	8	5	4	5	5	4	5	5
	3	6	7	8	7	7	6	4	4	6	6
	4	4	5	5	4	4	4	4	5	4	7
	5	4	7	5	6	7	4	4	7	5	7
	6	4	4	5	4	4	8	4	4	4	6
	7	4	5	4	8	4	8	5	8	4	4
	8	7	7	7	5	8	8	6	5	4	7
	9	6	5	5	5	8	6	8	6	7	6
	10	4	7	7	8	7	8	6	8	7	8

资料来源：香港证券交易所、Wind、安信证券研究中心

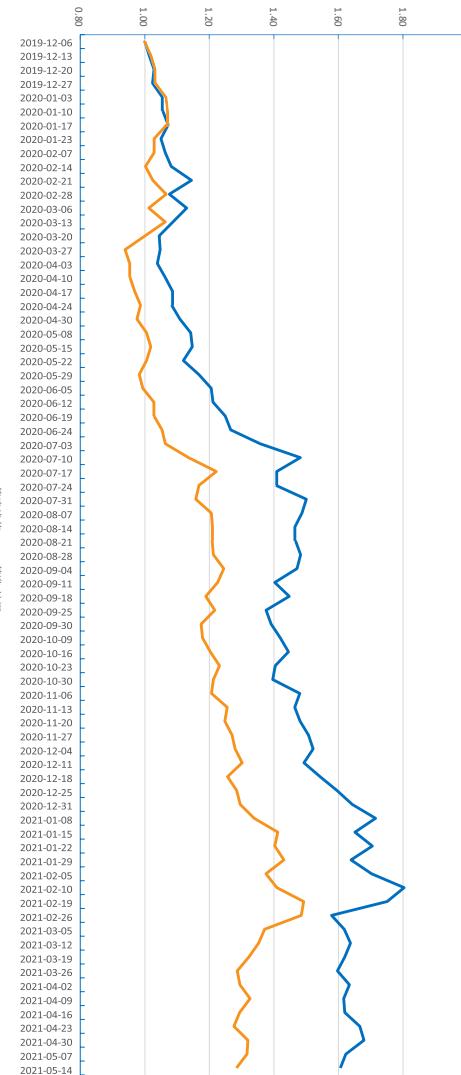
确定局部最优时间参数后，我们对时间参数调整后的数据进行秩相关信息系数测算，以期确认该因子是否能够持续贡献超额收益。经过计算我们可以确定，较为集中的策略 IC 值约为 0.0560，较为分散的策略 IC 值约为 0.0381，二者皆贡献了较为显著且稳定的超额收益获取能力。

3. 策略构建

3.1. 一级行业指数行业轮动回测

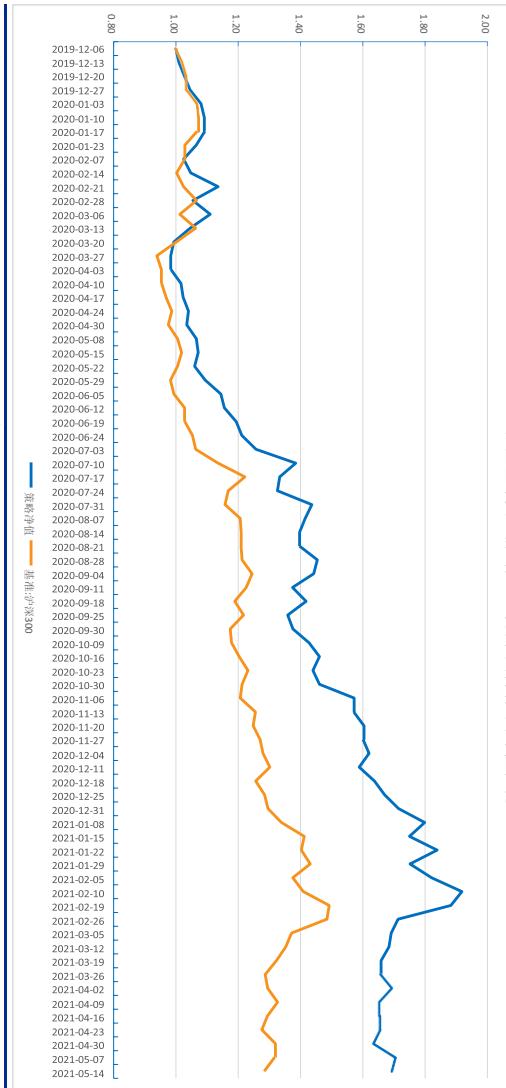
以等权配额 28 个中信一级行业作为基准，以一级行业指数作为底层资产进行回测后组合净值如下：

图 17：配额盘净买入：5 行业：观测 2 周持有 2 周净值表现



资料来源：香港证券交易所、Wind、安信证券研究中心

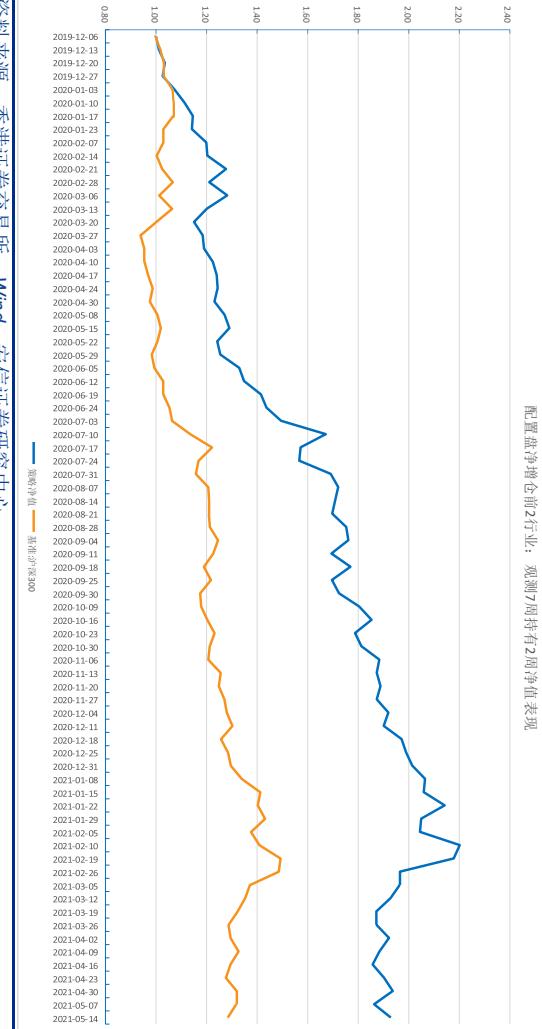
图 18：配额盘净买入：4 行业：观测 7 周持有 5 周净值表现



资料来源：香港证券交易所、Wind、安信证券研究中心

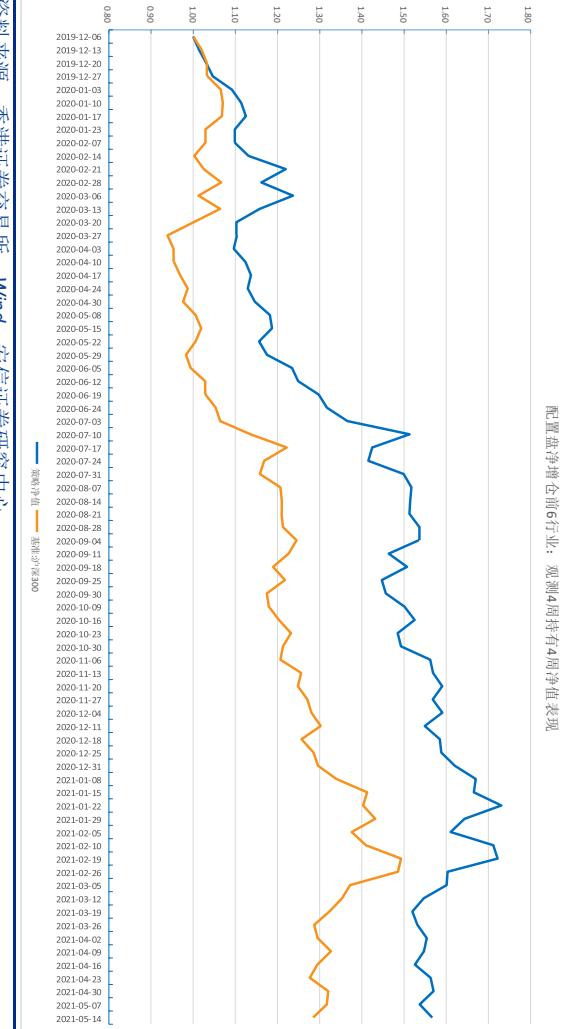
我们发现配额盘结果显示，净增仓因子的表现优于净买入因子。我们推测或许因净买入行业可能存在如下情境：北向逐步减仓该行业，但该行业北向持仓个股市值不断攀升。使用净增仓将剔除个股市值的影响。对持有行业数量较少（较集中）的策略来说，配额盘增仓/买入均能较好揭示热点行业主题，多头组超额收益较好。

图 19：配路演盘净增仓：集中：观测 7 周持有 2 周净值表现



资料来源：香港证券交易所、Wind、安信证券研究中心

图 20：配路演盘净增仓：分散：观测 4 周持有 4 周净值表现



资料来源：香港证券交易所、Wind、安信证券研究中心

交易盘方面，净买入前 2 行业总体收益趋势类似配路演盘对应因子。交易盘因子之间对比亦可见净增仓趋势优于净买入。总体相对比我们发现较为集中的北向行业轮动策略普遍拥有更高的收益率与更大的回撤。由于结果类似，这里略去展示过程。

3.1. 个股 ETF 混合行业轮动回测

行业轮动模型一贯以来的痛点是投资者难以找到合适的交易工具。我们以成分股重合度结合前文报告内容构建了部分一级行业对应 ETF 组合，以期找到一个方便的方法将上述策略进行落地。中信一级行业与对应 ETF 基金产品如下：

表 3：中信一级行业映射表

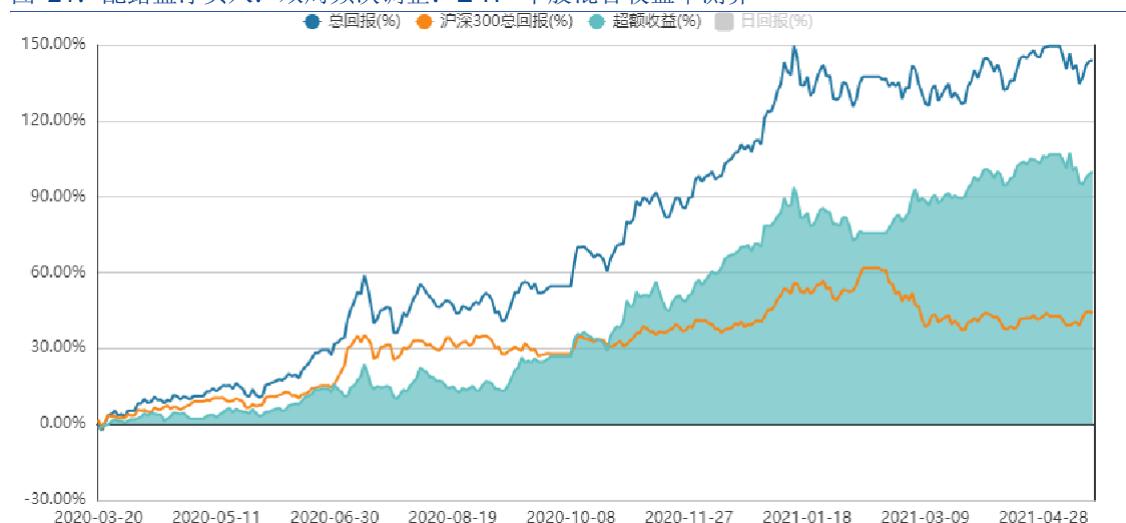
指数代码	指数简称	对应 ETF 代码	ETF 简称
C1005001.WI	石油石化	159930.SZ	能源 ETF
C1005002.WI	煤炭	515220.SH	煤炭 ETF

CI005003.WI	有色金属	512400.SH	有色金属 ETF
CI005004.WI	电力及公用事业	512580.SH	环保 ETF
CI005005.WI	钢铁	515210.SH	钢铁 ETF
CI005006.WI	基础化工	516020.SH	化工 ETF
CI005007.WI	建筑	512950.SH	央企改革 ETF
CI005008.WI	建材	515900.SH	央创 ETF
CI005009.WI	轻工制造	暂无	暂无
CI005010.WI	机械	516960.SH	机械 ETF
CI005011.WI	电力设备及新能源	515790.SH	光伏 ETF
CI005012.WI	国防军工	512710.SH	军工龙头 ETF
CI005013.WI	汽车	515700.SH	新能源车 ETF
CI005014.WI	商贸零售	暂无	暂无
CI005015.WI	消费者服务	159928.SZ	消费 ETF
CI005016.WI	家电	159996.SZ	家电 ETF
CI005017.WI	纺织服装	暂无	暂无
CI005018.WI	医药	512010.SH	医药 ETF
CI005019.WI	食品饮料	159843.SZ	食品饮料 ETF
CI005020.WI	农林牧渔	164403.SZ	农业精选
CI005021.WI	银行	515020.SH	银行 ETF 华夏
CI005022.WI	非银行金融	512880.SH	证券 ETF
CI005023.WI	房地产	512200.SH	房地产 ETF
CI005024.WI	交通运输	510810.SH	上海国企 ETF
CI005025.WI	电子	159997.SZ	电子 ETF
CI005026.WI	通信	515050.SH	5GETF
CI005027.WI	计算机	512720.SH	计算机 ETF
CI005028.WI	传媒	512980.SH	传媒 ETF

资料来源：安信证券研究中心

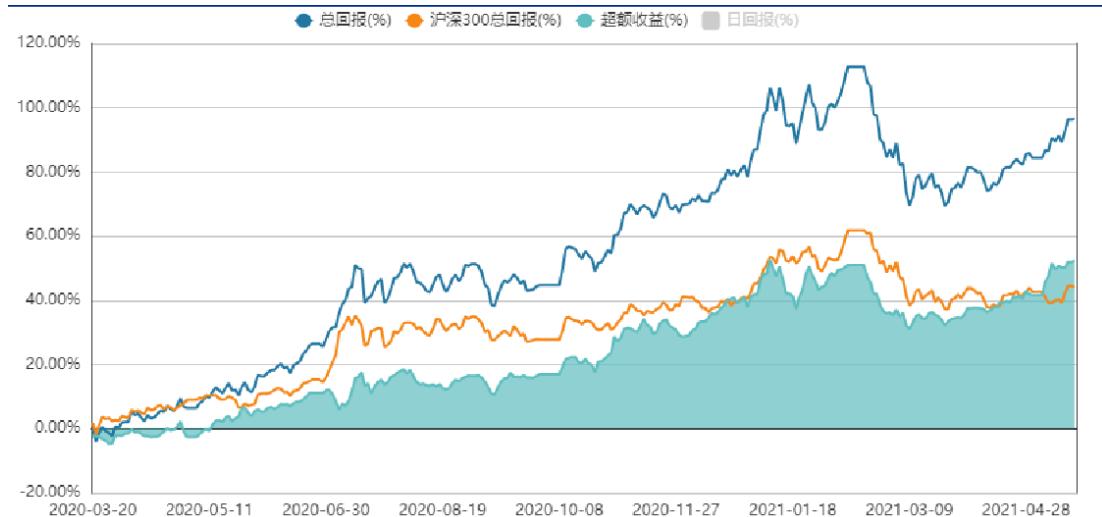
若当期多头组选择一级行业指数无对应 ETF 指数基金，我们将依照个股排名选择观测期买入最多的 2 个个股代替该标的。回测日期选择上述 ETF 上市日期至 2020 年 5 月结果如下：

图 21：配额盘净买入：双周频次调整：ETF 个股混合收益率测算



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 22：配额盘净买入：五周频次调整：ETF 个股混合收益率测算



资料来源：Wind，安信证券研究中心

相对配额盘而言，交易盘则偏向于选择短期受到资金追捧的热点行业。尽管收益率相近，配额盘与交易盘所选择的行业在多个时点截然不同。因篇幅原因这里略去交易盘结果展示。

表 4：混合策略组合相应评价

策略评价方法	配额盘买入 4 行业	配额盘买入 5 行业
绝对回报	88.42%	75.46%
相对回报	33.24%	20.27%
年化收益率	110.71%	93.76%
年化波动率	22.70%	22.86%
Sharpe	4.81	4.04
Alpha	40.73%	24.41%
Beta	1.03	1.02
跟踪误差	1.76%	1.83%
相关系数	0.81	0.80
最大回撤	-8.50%	-11.19%

资料来源：Wind、安信证券研究中心

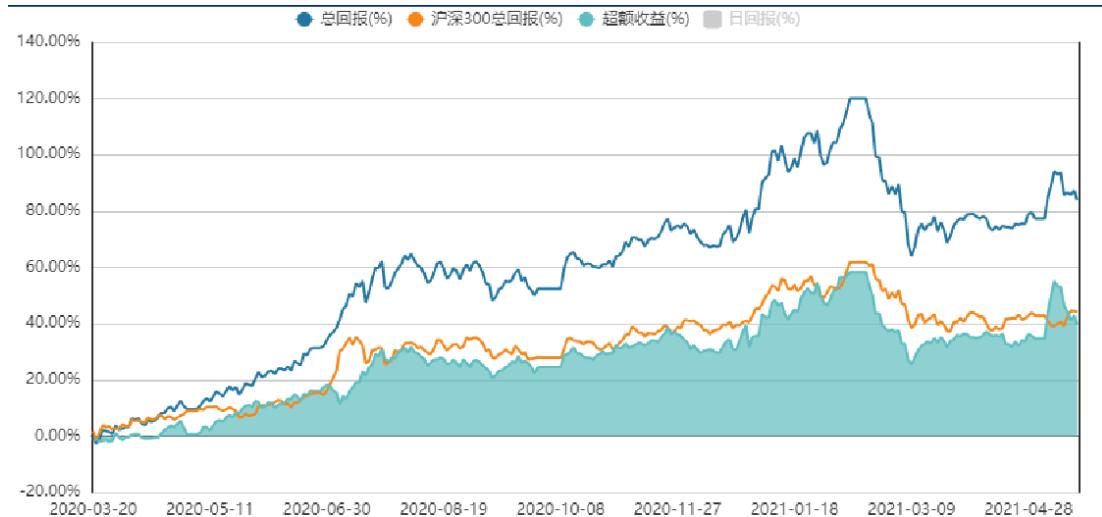
整体而言，该拟合方法可在集中暴露于少数特定行业的情况下模拟行业轮动。

3.2. 选股组合回测

我们曾在《北向资金交易能力一定强吗 20200624》一文中探讨过周频、月频情境下，以先选行业再选股的思路对北向全量数据构建相应组合（1.<安信北水行业增强选股月频> 2.<安信北水行业增强周频>）。延用此思路我们对上述调整行业数量及时间参数后的北向细分席位进行相应测算，结果如下：

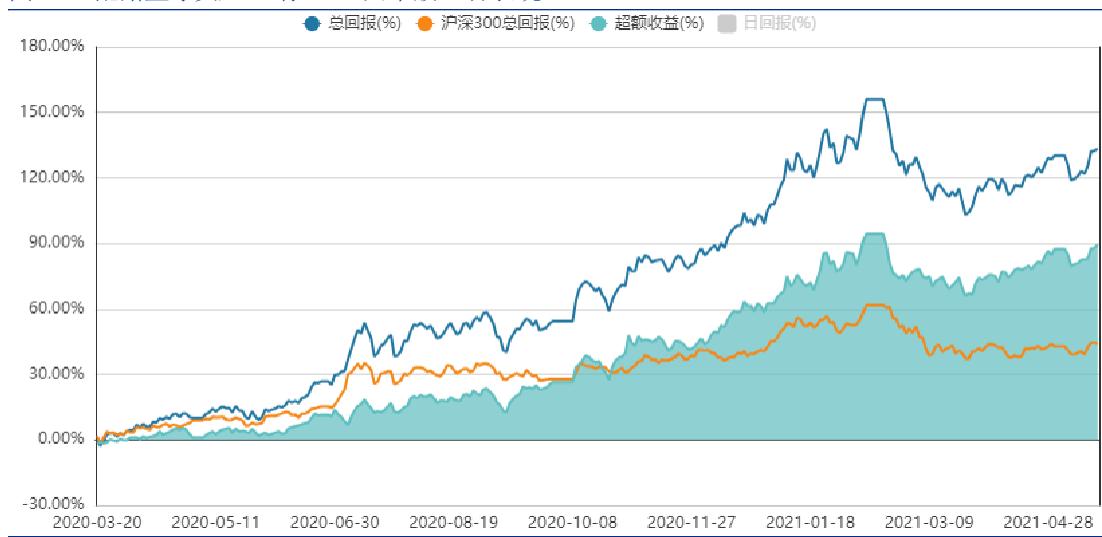
对于配额盘五周调整策略的持仓，选择每个行业滚动观测期流入前 4 只个股进行构建，策略持仓共 20 只个股。对于双周调整策略持仓选择该 5 行业滚动观测期流入前 20 只个股进行构建。我们希望将该策略直接与 ETF 混合策略进行对比，研究是否有新的发现。

图 23：配臵盘净买入 4 行业 5 只个股组合表现



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 24：配臵盘净买入 5 行业 4 只个股组合表现



资料来源：Wind、安信证券研究中心

上图中我们发现，运用个股作为底层资产后，由于过去两年中集中持股策略表现较好，策略收益有一定增幅，但也引入了更大的波动率。

表 5：行业个股策略组合相应评价

策略评价方法	配臵盘买入 5 行业个股策略	配臵盘买入 5 行业个股策略
绝对回报	94.17%	127.28%
相对沪深 300 回报	38.99%	72.09%
年化收益率	118.30%	162.71%
年化波动率	23.56%	24.56%
Sharpe	4.96	6.56
Alpha	50.09%	92.15%
Beta	1.01	1.04
跟踪误差	2.06%	2.18%
相关系数	0.76	0.76
最大回撤	-9.67%	-10.39%
最大持仓	20	20
调仓频率	双周频	五周频

资料来源：Wind、安信证券研究中心

在同样的回测时段中，较为分散的配铬盘个股策略能够有效地贡献增量超额收益。并且由于配铬盘体量相对较大，其持续配铬增持的热点行业、个股风险均较交易盘更小。因此，我们认为配铬盘能够合理地在更长的观测期与持有期下获得超额收益，即持续贡献较长周期的行业轮动和个股选择信号。

4. 总结

北向资金的高频披露等特质帮助其在 A 股市场中越发扮演了重要角色。自 2018 年来，A 股市场逐渐告别“炒破炒小”，行业配铬在当今热点频频切换、行业之间收益率分化严重的背景下更加重要。我们构建北向因子作为重要资金流因子之一，以期帮助投资者更好地刻画行业轮动模型。

综上所述，我们认为：

- 1、整体而言北向资金均有一定的行业选择能力，两种主要性质席位追逐热点水平都较为出色，且对部分行业持有类似的观点。
- 2、进行席位拆分后可进一步增强行业轮动组合收益，控制最大回撤。经席位性质划分后资金性质较为明确，能够刻画对应资金在行业选择上的偏好特征。
- 3、其中配铬盘较交易盘热点轮换速度更慢，选择行业更为分散，排名靠前的行业组别均有较好的收益。
- 4、静态持仓因子每期选择行业变动较小，难以及时提供增量信息。动态增仓因子在控制回撤、收益趋势的表现上较优。

■ 分析师声明

吕思江声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇好	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯		

安信证券研究中心**深圳市**

地址: 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海市

地址: 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层
邮编: 200080

北京市

地址: 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层
邮编: 100034