

## 总量研究

## 细“颗粒度”下北向资金的配置能力

## ——量化策略研究系列报告之三

## 要点

**掘北水，细分流：**近年来，北向资金在 A 股市场的重要性逐步提升。2022 年以来，“北水”波动加剧、备受市场瞩目。被誉为“聪明钱”的它，也不乏被利用进行择时和行业轮动策略的构建。

我们从市场覆盖度、影响力和交易行为特征出发，对北向资金托管机构进行细分，将北向资金拆解为“激流勇进”的交易盘和“细水长流”的配置盘，定期调整机构划分结果，以便更有效地捕捉机构特征的变化。

从总量角度上看，交易盘与配置盘表现大相径庭。配置盘资金持续保持净流入态势，交易盘资金体量大致不变，整体资金流向流量与市场行情走势较为相关。

行业配置方面，二者大同小异。从截面配置情况看，截至 2022 年 11 月 30 日，均偏好电力设备及新能源、食品饮料、医药和银行行业，较市场显著超配食品饮料和家电行业，低配非银行金融。从各自的行业资金配比上看，交易盘资金在不同市场热点下重点配置行业变化较快，配置盘则有明显的长期配置趋势。

**善观风色，善择时机：**北向资金短期内的资金流向转变及流量波动往往暗含着对市场中短期的投资机会看法，故关注北向资金超额净流入是关注其择时能力的重中之重。

从超额净流入视角看，北向资金的阈值择时策略可以判断短期市场行情。拆解后交易盘资金的市场择时能力提升显著。交易盘资金更能捕捉波段行情并攫取较高收益，而不太受短期市场扰动的配置盘资金的择时策略能更稳定的获取收益。

**北向资金的行业轮动策略：**从行业绝对配置比例变化出发构建北向行业净流入因子，北向资金在行业上的选择具备前瞻性，因子值 TOP 组与其他组之前存在显著分层，周和双周的行业轮动均可获得超额收益。

**北向交易盘和配置盘在不同频率下的行业轮动策略上各有优势。**二者在行业上的配置特点也印证了资金的划分逻辑，即交易盘在捕捉行业短期配置机会上超额收益显著，配置盘则更擅长长期价值投资。在以行业 ETF 基金作为基础资产时，交易盘和配置盘的行业轮动策略仍可获得超额收益。

**交易盘聚焦少数行业的短期市场投资机会。**相比于北向全口径资金，在剔除非重要及长期配置的部分资金后，交易盘资金在周及双周等短期行业轮动的收益表现上提升显著。另一方面，交易盘总体资金量不大，短期重点配置行业较为集中，建议投资者关注交易盘双周-TOP5 行业轮动组合。

**配置盘看重较为均衡的长期价值投资。**短期的行业轮动策略并不能为组合带来超额收益，其对行业配置收益需要更长的周期兑现。鉴于其存在潜在的反转效应，在因子构建上以剔除近一个月的资金流入的方式进行因子优化。建议关注配置盘 6 周-TOP5 行业轮动组合。

**风险分析：**报告结果均基于历史数据，历史数据存在不被重复验证的可能。

## 作者

分析师：祁嫣然

执业证书编号：S0930521070001

010-56513031

qiyaran@ebsecn.com

联系人：陈颖

010-56513039

chenying6@ebsecn.com

## 相关研报

单日净流出创历史新高，集中减持食品饮料龙头股——北向资金跟踪动态点评（2022-10-26）

布局加速，再创记录，北向资金 2021 年盘点——量化策略系列研究报告之二（2022-01-10）

逐层画像，多维度拆解北向资金——量化策略研究系列报告之一（2021-08-28）

# 目 录

<b>1、掘北水，细分流：北向资金再拆解.....</b>	<b>5</b>
1.1、机构的划分规则与定期调整 .....	6
1.1.1、机构划分规则 .....	6
1.1.2、定期调整规则 .....	6
1.2、划分后机构层面平均换手率和持股规模 .....	7
1.3、交易盘与配置盘的资金画像 .....	8
1.3.1、总量维度：大相径庭 .....	8
1.3.2、行业维度：大同小异 .....	9
<b>2、善观风色，善择时机：北向择时策略 .....</b>	<b>11</b>
2.1、北向资金对指数的覆盖情况 .....	11
2.1.1、覆盖广度：对沪深 300 指数、中证 800 指数的覆盖率最高.....	11
2.1.2、覆盖深度：对沪深 300、中证 800 指数持股规模占比近 5%.....	12
2.2、北向资金的择时能力 .....	13
2.2.1、阈值法构建北向择时策略.....	13
2.2.2、北向资金择时策略.....	13
2.3、交易盘与配置盘的择时表现 .....	16
2.3.1、拆解后资金同样具有择时能力.....	16
2.3.2、拆解后资金择时能力有所上升.....	16
2.3.3、交易盘求“进”，配置盘在“稳” .....	18
<b>3、披沙拣金：北向资金行业轮动.....</b>	<b>20</b>
3.1、北向资金行业净流入因子 .....	21
3.2、北向资金周与双周行业轮动 .....	22
3.2.1、行业选择具备前瞻性 .....	22
3.2.2、北向资金周与双周行业轮动 .....	23
3.3、交易盘的行业轮动 .....	25
3.3.1、组合收益率提升明显 .....	25
3.3.2、关注月度资金流向动态.....	25
3.3.3、倾向聚焦少数行业 .....	26
3.3.4、交易盘的双周-TOP5 行业轮动策略.....	27
3.4、配置盘的行业轮动 .....	28
3.4.1、潜在的“反转”效应 .....	28
3.4.2、更长的兑现周期 .....	28
3.4.3、特殊的因子调整 .....	29
3.4.4、配置盘更长周期下的行业选择.....	30
3.5、行业轮动在 ETF 基金上的表现 .....	31
3.5.1、ETF 基金选取规则 .....	31
3.5.2、策略在 ETF 基金上的表现 .....	32
<b>4、总结.....</b>	<b>33</b>
<b>5、风险分析.....</b>	<b>33</b>

## 图目录

图 1: 北向资金持股市值及占比 .....	5
图 2: 2022 年北向资金月度成交金额 (亿元) .....	5
图 3: 2020 年 11 月以来资金累计净流入 .....	8
图 4: 2020 年 11 月以来交易型资金净流入与中证 800 指数 .....	8
图 5: 2022 年以来资金累计净流入 .....	8
图 6: 2022 年以来交易型资金净流入与中证 800 指数 .....	8
图 7: 交易盘当前行业配置比例与超配 .....	9
图 8: 配置盘当前行业配置比例与超配 .....	9
图 9: 交易盘历史行业配置比 .....	10
图 10: 配置盘历史行业配置比 .....	10
图 11: 2022 年以来交易盘行业净流入 (单位: 亿元) .....	10
图 12: 2022 年以来配置盘行业净流入 (单位: 亿元) .....	10
图 13: 对数市值分布图 .....	11
图 14: 北向资金覆盖指数成分股的情况 .....	11
图 15: 北向持股规模占指数市值比 .....	12
图 16: 各指数北向持股规模占北向资金总规模比 .....	12
图 17: 北向资金对沪深 300 指数成分股的持股规模与占比 .....	12
图 18: 北向资金对中证 800 指数成分股的持股规模与占比 .....	12
图 19: 北向择时策略多空组合的夏普比率-基准: 沪深 300 .....	13
图 20: 北向择时策略多空组合的夏普比率-基准: 中证 800 .....	13
图 21: 北向择时策略纯多头组合的夏普比率-基准: -沪深 300 .....	14
图 22: 北向择时策略纯多头组合的夏普比率-基准: 中证 800 .....	14
图 23: 北向资金对沪深 300 指数择时策略净值 .....	14
图 24: 北向资金对中证 800 指数择时策略净值 .....	15
图 25: 交易盘择时策略多空组合的夏普比率-基准: 沪深 300 .....	16
图 26: 配置盘择时策略多空组合的夏普比率-基准: 沪深 300 .....	16
图 27: 交易盘择时策略多空组合的夏普比率-基准: 中证 800 .....	16
图 28: 配置盘择时策略多空组合的夏普比率-基准: 中证 800 .....	16
图 29: 多头组合净值曲线-基准: 沪深 300 .....	17
图 30: 多头组合超额净值曲线-基准: 沪深 300 .....	17
图 31: 多头组合净值曲线-基准: 中证 800 .....	17
图 32: 多头组合超额净值曲线-基准: 中证 800 .....	17
图 33: 多空组合净值曲线-基准: 沪深 300 .....	18
图 34: 多空组合超额净值曲线-基准: 沪深 300 .....	18
图 35: 多空组合净值曲线-基准: 中证 800 .....	18
图 36: 多空组合超额净值曲线-基准: 中证 800 .....	18
图 37: 北向资金行业净流入 .....	20
图 38: 北向资金行业轮动分层-净值曲线 .....	22
图 39: 北向资金行业轮动分层-超额净值曲线 .....	22

图 40: 北向资金周度行业轮动-净值曲线 .....	23
图 41: 北向资金周度行业轮动-超额净值曲线 .....	23
图 42: 北向资金双周行业轮动-净值曲线 .....	24
图 43: 北向资金双周行业轮动-超额净值曲线 .....	24
图 44: 交易盘与北向总口径下周度行业轮动-净值曲线 .....	25
图 45: 交易盘与北向总口径下周度行业轮动-超额净值曲线 .....	25
图 46: 交易盘行业轮动平均超额夏普比率（左）和超额夏普比率-带交易费（右） .....	26
图 47: 交易盘不同 TOP 组合行业轮动净值曲线-周度 .....	26
图 48: 交易盘不同 TOP 组合行业轮动净值曲线-双周 .....	26
图 49: 交易盘不同 TOP 组合行业轮动超额净值曲线-周度 .....	27
图 50: 交易盘不同 TOP 组合行业轮动超额净值曲线-双周 .....	27
图 51: 配置盘周度行业轮动-TOP5 组合 .....	28
图 52: 配置盘双周行业轮动-TOP5 组合 .....	28
图 53: 配置盘行业轮动平均超额夏普比率（左）和超额夏普比率-带交易费（右） .....	29
图 54: 剔除近一个月净流入数据后的配置盘行业轮动平均超额夏普比率 .....	29
图 55: 配置盘不同 TOP 组合行业轮动-净值曲线 .....	30
图 56: 配置盘不同 TOP 组合行业轮动-超额净值曲线 .....	30
图 57: 交易盘双周-TOP5 策略在 ETF 基金上的净值曲线 .....	32
图 58: 配置盘 6 周-TOP5 策略在 ETF 基金上的净值曲线 .....	32

## 表目录

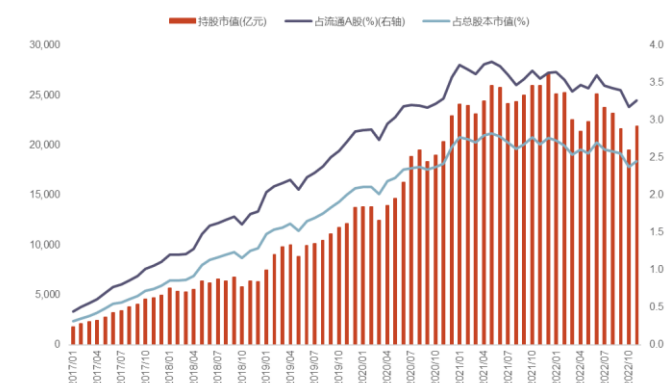
表 1: 交易型与配置型机构平均换手率和持股规模统计 .....	7
表 2: 交易型与配置型机构的月度换手率 .....	7
表 3: 交易盘与配置盘持股规模与超配比 .....	9
表 4: 北向资金对沪深 300 指数的择时策略评价指标 .....	14
表 5: 北向资金对中证 800 指数的择时策略评价指标 .....	15
表 6: 北向资金择时策略多头组合评价指标 .....	17
表 7: 北向资金择时策略多空组合评价指标 .....	19
表 8: 北向资金对部分行业配置情况一览 .....	21
表 9: 北向资金行业轮动分层策略表现 .....	22
表 10: 北向资金周度行业轮动策略表现 .....	23
表 11: 北向资金双周行业轮动策略表现 .....	24
表 12: 交易盘与北向总口径下周度行业轮动策略对比 .....	25
表 13: 交易盘周与双周行业轮动策略表现-无交易费率 .....	26
表 14: 交易盘周与双周行业轮动策略表现-考虑交易费率 .....	27
表 15: 配置盘周与双周行业轮动策略表现 .....	28
表 16: 配置盘行业轮动策略表现 .....	30
表 17: 选取的行业 ETF 基金一览 .....	31
表 18: 行业轮动策略在 ETF 基金上的表现 .....	32

# 1、掘北水，细分流：北向资金再拆解

近年来，北向资金在 A 股市场的重要性逐步抬升，截至 2022 年 11 月 30 日，北向持有 A 股市值约 2.19 万亿元，占流通 A 股比 3.26%。

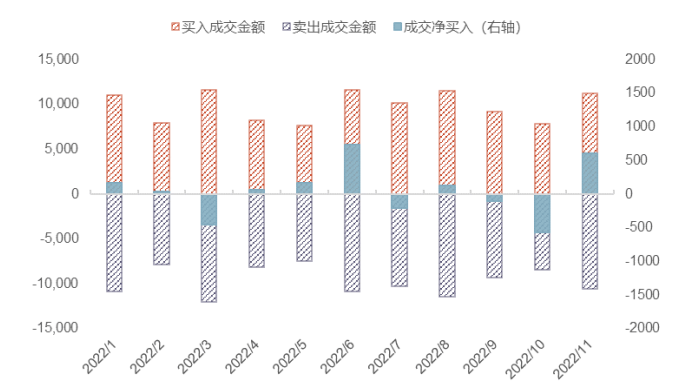
2022 年以来尤其是 2022 年 10 月以来，北向资金的波动性也愈渐受到市场的关注。10 月北向资金合计净卖出 573.0 亿元，位列制度开通以来第三大月度净卖出。11 月，“北水”强势回流，11 月 11 日、14 日连续两个交易日净买入超百亿元，其中 14 日当日净买入 166.01 亿元，刷新今年以来最大日度净流入。

图 1：北向资金持股市值及占比



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据区间：2017.01.01-2022.11.30

图 2：2022 年北向资金月度成交金额（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据区间：2022.01.01-2022.11.30

被誉为“聪明钱”的它，也不乏被利用进行择时策略的构建。本篇报告将聚焦北向资金，尤其关注划分后的北向资金特点与动态，并利用划分后的北向资金来构建择时和行业轮动策略。

由于北向资金的构成较为复杂，因此将其进行合理拆解、提炼关键要素，是深入研究的必要保障。

除沪深港通每日成交金额及额度使用等总量情况外，更细颗粒度的成交数据和资金流动情况是重新拆解北向资金的重要基础。而香港中央结算有限公司提供了各托管机构持有沪深港通标的股的持股明细数据。

划分逻辑上，我们认为，不同托管机构服务的投资者类型存在一定差异，投资者的投资偏好可在托管机构的交易行为中体现。依照此逻辑、依靠各托管机构的持股数据，我们完成了对北向资金的进一步拆解。

在我们于 2021 年 8 月 28 日发布的报告《逐层画像，多维度拆解北向资金》中，我们根据资金的交易行为数据对北向资金进行归类，按照收益来源不同，将其重新拆解为倾向于长期持有和价值投资的配置型资金和倾向于高频交易赚取市场定价误差的交易型资金。



## 1.1、机构的划分规则与定期调整

### 1.1.1、机构划分规则

综合考察机构持股规模、持股数量和换手率三个指标。拆解北向资金的目的是为了为了更好的追踪资金动态和与有效利用，因此机构的划分也将遵循此原则，重点考察陆股通持股机构在市场的地位和交易行为。我们选取机构持股数量、持股规模和换手率这三个衡量指标——持股数量衡量机构对 A 股市场的覆盖程度，持股规模可衡量机构在市场/个股中的影响力，换手率则体现了机构在市场中的交易特点。

其中，日度换手率为：

$$Turn\ Ratio = \frac{\sum_s |(X_{s,t} - X_{s,t-1}) \times VWAP_{s,t}|}{\sum_s X_{s,t-1} \times CLOSE_{s,t-1}}$$

其中  $X_{s,t}$  为机构在 t 交易日持有股票 s 的数量， $VWAP_{s,t}$  为成交均价， $CLOSE_{s,t-1}$  为收盘价。

**剔除“非重要陆股通持股机构”。**在参与沪深港通交易机制的机构中，存在部分机构持股数量少，持仓规模低；对于这类不太具备跟踪价值的“非重要陆股通通道中介机构”，我们对其进行剔除。剔除标准为平均持股规模小于 50 万元，且持股数量处于 75%分位数水平以下（平均来看，持股数量小于 6 只）的机构。

**通过计算不同托管机构的换手率来判断该机构倾向于何种类型。**在剔除非重要参与机构后，按照平均换手率的高低对机构进行排序，将平均换手率较高的 40% 的机构作为交易型机构，其资金对应交易型资金；平均换手率较低的 60% 的机构作为配置型机构，其资金对应配置型资金。

### 1.1.2、定期调整规则

随着陆股通制度的发展，机构通过沪深港通参与 A 股市场交易的程度变化较快，及时调整机构的划分显然是必要的。在此，我们借鉴了指数编制中的调整规则，设置每半年度对陆股通参与机构划分进行调整，调整日设置于每年 5 月和 11 月。考虑到机构参与程度变化较快，在调整样本时，以机构过去半年的市场参与情况作为评判依据。此外，我们还借鉴了缓冲区规则，对老样本优先保留。

总体机构调整思路为：首先剔除本期“非重要陆股通持股机构”，后对重要性机构计算本期换手率，接着按照筛选规则挑选出交易型机构，其余机构则作为配置型机构。在调整过程中设置 10% 作为弹性缓冲区间，具体挑选交易型机构的流程如下：

- (1) 选取本期换手率排名在前  $40\% \times (1-10\%)$  的机构优先进入交易型机构样本池；换手率排名在前  $40\% \times (1+10\%)$  的原样本机构优先保留在交易型机构样本池；
- (2) 判断交易型机构的样本比例是否满足要求，当样本远不满足要求时，用剩余机构进行递补，递补时按照换手率由高到低依次；
- (3) 对样本池的所有样本按照换手率高低重新排序，选取换手率较低的 10 个机构，判断其换手率是否出现显著的分层（10% 的幅度），即误判。对于换手率明显较低的机构进行剔除，在剔除时，用以满足机构数量占比的新进机构应当首先被剔除。

## 1.2、划分后机构层面平均换手率和持股规模

新方式划分后，交易型机构的数量大概可以稳定在剔除后机构总数的 40% 分位数水平，且在这个水平上，换手率会有明显的区分度。

表 1：交易型与配置型机构平均换手率和持股规模统计

		机构个数	个数占比 (占剔除后总数比)	换手率均值	换手率中位数	平均持股规模 (亿元)	持股规模合计 (亿元)	平均持股数量 (只)
区间 1	交易型	59	39.86%	14.48%	4.88%	85.67	5054.73	519
(2020.11-2021.4)	配置型	89	60.14%	0.49%	0.21%	212.01	18868.95	172
区间 2	交易型	60	40.27%	16.20%	6.64%	85.04	5102.45	536
(2021.05-2021.10)	配置型	89	59.73%	0.49%	0.31%	230.22	20489.83	182
区间 3	交易型	61	39.87%	14.54%	3.55%	83.49	5092.71	554
(2021.10-2022.4)	配置型	92	60.13%	0.24%	0.07%	223.95	20603.23	174
区间 4	交易型	60	40.82%	14.81%	3.46%	72.69	4361.34	556
(2022.4-2022.10)	配置型	87	59.18%	0.21%	0.05%	215.31	18731.82	184

资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2020.11.02-2022.10.31

分别以交易型与配置型总口径统计机构的换手率，交易型机构的月度换手率约为 9%，配置型机构的月度换手率约为 0.7%。从下表中数据可以看出，交易型与配置型机构的月度换手率较为稳定，且两者之间存在明显的倍数关系。

表 2：交易型与配置型机构的月度换手率

	交易型-中位数	交易型-均值	配置型-中位数	配置型-均值	中位数比	均值比
2020-11	8.52%	8.51%	0.79%	0.81%	10.77	10.45
2020-12	7.82%	8.26%	0.74%	0.77%	10.58	10.67
2021-01	9.05%	9.04%	0.90%	0.89%	10.00	10.21
2021-02	8.58%	8.89%	0.82%	0.87%	10.44	10.28
2021-03	7.82%	8.08%	0.73%	0.80%	10.64	10.16
2021-04	7.43%	7.55%	0.69%	0.72%	10.70	10.49
2021-05	8.37%	8.36%	0.78%	0.81%	10.79	10.26
2021-06	8.19%	8.23%	0.72%	0.73%	11.40	11.26
2021-07	9.61%	9.90%	0.83%	0.85%	11.63	11.64
2021-08	10.02%	10.17%	0.72%	0.78%	13.98	13.02
2021-09	10.84%	10.84%	0.84%	0.90%	12.86	12.09
2021-10	9.21%	9.48%	0.76%	0.80%	12.09	11.88
2021-11	8.24%	8.48%	0.61%	0.65%	13.41	12.96
2021-12	8.63%	8.56%	0.71%	0.69%	12.10	12.36
2022-01	8.44%	8.52%	0.67%	0.70%	12.61	12.23
2022-02	7.82%	7.81%	0.60%	0.65%	12.93	12.03
2022-03	8.40%	8.85%	0.79%	0.79%	10.65	11.19
2022-04	9.16%	9.38%	0.78%	0.80%	11.81	11.68
2022-05	8.52%	9.00%	0.59%	0.67%	14.46	13.48
2022-06	9.56%	9.92%	0.79%	0.82%	12.04	12.14
2022-07	9.06%	8.94%	0.68%	0.66%	13.25	13.47
2022-08	8.63%	8.82%	0.50%	0.53%	17.15	16.74
2022-09	8.10%	8.06%	0.56%	0.57%	14.52	14.10
2022-10	9.18%	9.44%	0.70%	0.73%	13.14	12.98
2022-11	9.25%	9.43%	0.66%	0.70%	14.06	13.54

资料来源：Wind，港交所，光大证券研究所；注：数据区间为 2020.11.01-2022.11.30

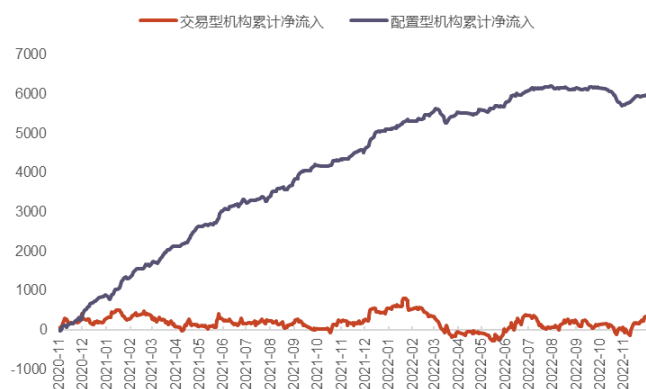
## 1.3、交易盘与配置盘的资金画像

### 1.3.1、总量维度：大相径庭

对两种不同类型资金再度画像可以发现：从总量角度上看，配置型资金保持持续净流入态势，交易型资金则大体保持不变，表现出小额双向波动的特点。

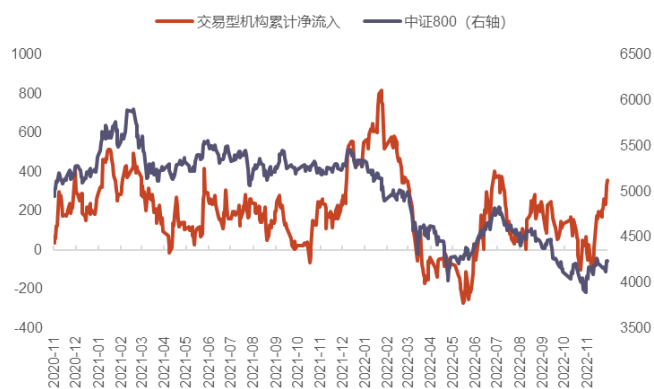
从2020年11月至2022年11月，配置盘资金已累计净流入超5900亿元；而交易盘仅359.46亿元，资金的体量较小但交易频发。对比交易型资金和配置型资金与中证800指数行情发现，交易型资金的净流入趋势与市场行情走势较为相关。

图3：2020年11月以来资金累计净流入



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；单位：亿元；数据区间：2020.11.02-2022.11.30

图4：2020年11月以来交易型资金净流入与中证800指数



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；单位：亿元；数据区间：2020.11.02-2022.11.30

2022年以来，交易盘与配置盘资金在总量上的差异更为明显。2022年初，受美联储加息影响，A股市场出现较大幅度下挫，北向资金的避险情绪急剧上升，资金快速流出。

按照机构类型来看，交易盘资金在前3个月净流出速度快，净流出量大，从2022年以来交易盘资金流向与中证800指数走势来看，交易盘资金的流向与市场涨跌之间的联动性更强。

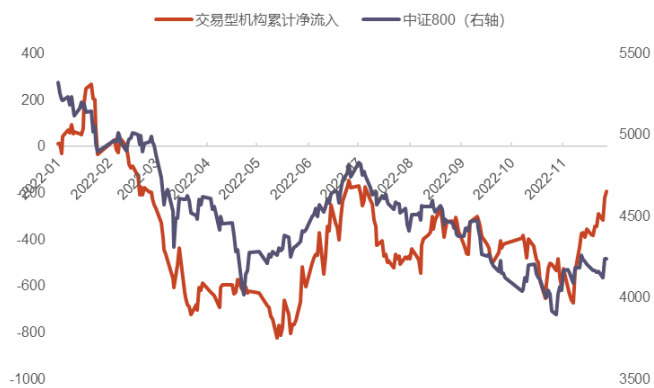
反观配置盘资金，在市场普遍下挫行情中，配置盘仍在小幅加仓A股市场，2022年以来总体仍保持净流入。然而从实现的资金净流入总量上看，相比去年同期（2021年1-11月）的3627.62亿元，今年配置盘总体加仓A股幅度缩减明显，仅实现868.26亿元净流入。

图5：2022年以来资金累计净流入



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；单位：亿元；数据区间：2022.01.04-2022.11.30

图6：2022年以来交易型资金净流入与中证800指数



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；单位：亿元；数据区间：2022.01.04-2022.11.30

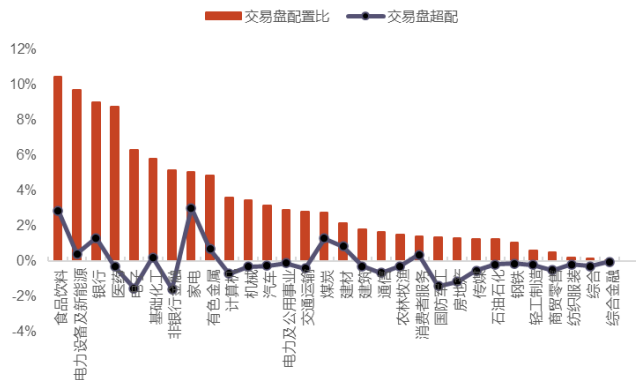


### 1.3.2、行业维度：大同小异

目前交易盘与配置盘的前四大重仓行业相同，均重点配置电力设备及新能源、食品饮料、医药和银行行业。具体看，截至 2022 年 11 月 30 日，配置盘持有电力设备及新能源、食品饮料、医药和银行行业 2693.61 亿元、2300.64 亿元、1615.54 亿元、1222.90 亿元。前四大行业持股规模占比 44.56%；交易盘分别持股 427.03 亿元、461.16 亿元、386.36 亿元、396.88 亿元，合计占交易盘资金总量 37.93%。

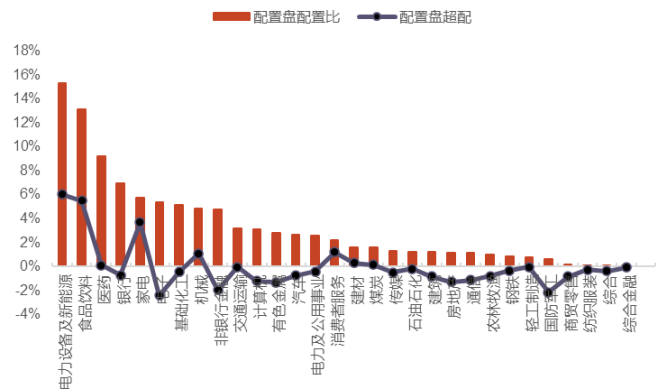
对比 A 股行业自由流通市值占比，均超配食品饮料和家电行业，低配非银行金融、国防军工、电子。配置盘大幅超配电力设备及新能源和食品饮料行业，资金配置比较 A 股标配比超 5%。

图 7：交易盘当前行业配置比例与超配



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2022.11.30，采用中信一级行业分类

图 8：配置盘当前行业配置比例与超配



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2022.11.30，采用中信一级行业分类

表 3：交易盘与配置盘持股规模与超配比

行业名称	配置盘持股规模(亿元)	配置盘配置比	交易盘持股规模(亿元)	交易盘配置比例	陆股通标的标配比	配置盘超配比	交易盘超配比
电力设备及新能源	2693.61	15.32%	427.03	9.69%	9.28%	6.04%	0.41%
食品饮料	2300.64	13.09%	461.16	10.46%	7.60%	5.49%	2.86%
医药	1615.54	9.19%	386.36	8.77%	9.09%	0.10%	-0.32%
银行	1222.90	6.96%	396.88	9.01%	7.69%	-0.73%	1.32%
家电	1008.66	5.74%	222.79	5.06%	2.03%	3.70%	3.02%
电子	949.06	5.40%	276.90	6.28%	7.82%	-2.42%	-1.53%
基础化工	905.57	5.15%	256.09	5.81%	5.59%	-0.44%	0.22%
机械	853.48	4.86%	152.90	3.47%	3.77%	1.09%	-0.30%
非银行金融	833.97	4.74%	226.69	5.14%	6.72%	-1.98%	-1.58%
交通运输	561.25	3.19%	124.49	2.82%	3.24%	-0.04%	-0.41%
计算机	543.00	3.09%	158.78	3.60%	4.30%	-1.21%	-0.70%
有色金属	496.18	2.82%	214.27	4.86%	4.16%	-1.34%	0.70%
汽车	471.54	2.68%	140.03	3.18%	3.43%	-0.74%	-0.25%
电力及公用事业	457.88	2.60%	128.73	2.92%	3.02%	-0.42%	-0.10%
消费者服务	392.69	2.23%	62.51	1.42%	1.05%	1.19%	0.37%
建材	281.79	1.60%	93.96	2.13%	1.29%	0.32%	0.85%
煤炭	280.72	1.60%	120.65	2.74%	1.44%	0.16%	1.30%
传媒	227.97	1.30%	55.08	1.25%	1.77%	-0.48%	-0.52%
石油石化	220.80	1.26%	54.99	1.25%	1.44%	-0.19%	-0.19%
建筑	217.36	1.24%	78.60	1.78%	2.08%	-0.84%	-0.29%
房地产	206.20	1.17%	57.35	1.30%	2.46%	-1.29%	-1.16%

通信	203.44	1.16%	71.97	1.63%	2.29%	-1.14%	-0.66%
农林牧渔	173.75	0.99%	66.11	1.50%	1.77%	-0.79%	-0.27%
钢铁	148.31	0.84%	46.07	1.05%	1.18%	-0.34%	-0.13%
轻工制造	137.07	0.78%	26.58	0.60%	0.80%	-0.02%	-0.20%
国防军工	106.23	0.60%	59.49	1.35%	2.75%	-2.14%	-1.40%
商贸零售	29.34	0.17%	21.30	0.48%	0.99%	-0.82%	-0.50%
纺织服装	21.61	0.12%	9.01	0.20%	0.40%	-0.28%	-0.19%
综合	14.39	0.08%	6.88	0.16%	0.44%	-0.36%	-0.29%
综合金融	4.39	0.02%	3.18	0.07%	0.12%	-0.09%	-0.04%

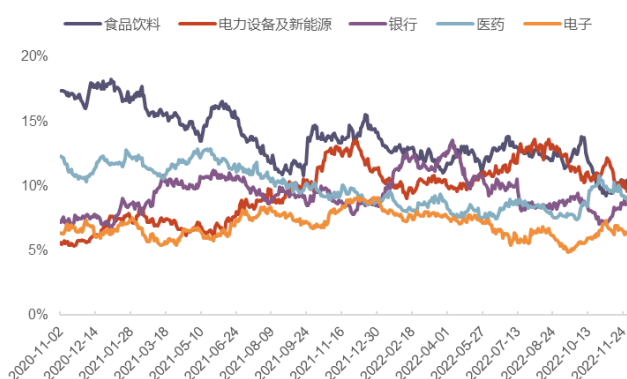
资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2022.11.30，采用中信一级行业分类，下同

从历史行业配置变化上看，行业布局思路差异显著，交易盘“善变”，配置盘“存稳”。

交易盘在不同时间行业配置随市场热度和行业景气度影响较大，配置重心变化较快。2022 年以来截至 11 月 30 日，减配食品饮料、电力设备及新能源和电子三个行业规模较大，对应行业区间涨跌幅和涨幅排名分别为-22.57% (26/30)、-21.03% (23/30)、-33.02% (30/30)。

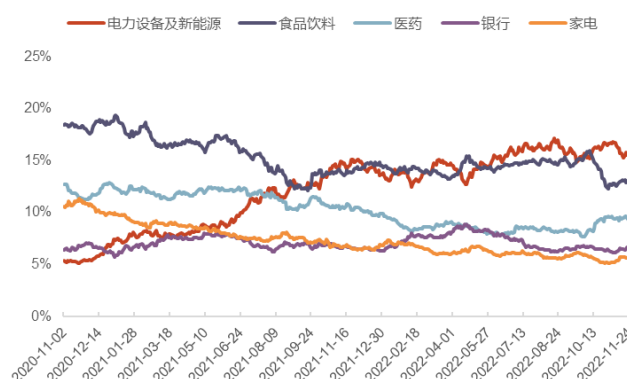
配置盘长期布局的投资思路较为明显，短期内资金行业配置变化不大，长期上减配食品饮料、增持电力设备及新能源行业明显。近一年以来，配置盘着重布局食品饮料的特性已不在，电力设备及新能源与食品饮料交替最高配置宝座。

图 9：交易盘历史行业配置比



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2022.11.30

图 10：配置盘历史行业配置比



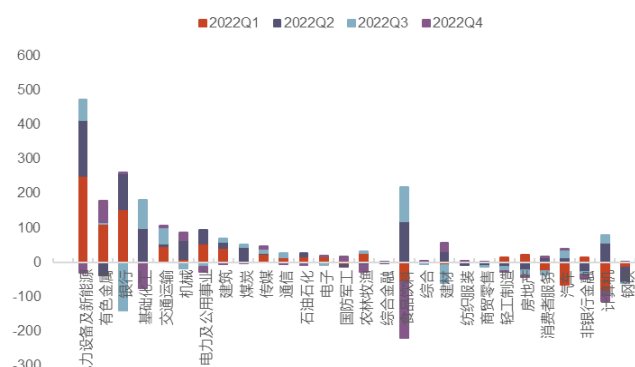
资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2022.11.30

图 11：2022 年以来交易盘行业净流入（单位：亿元）



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2022.11.30

图 12：2022 年以来配置盘行业净流入（单位：亿元）



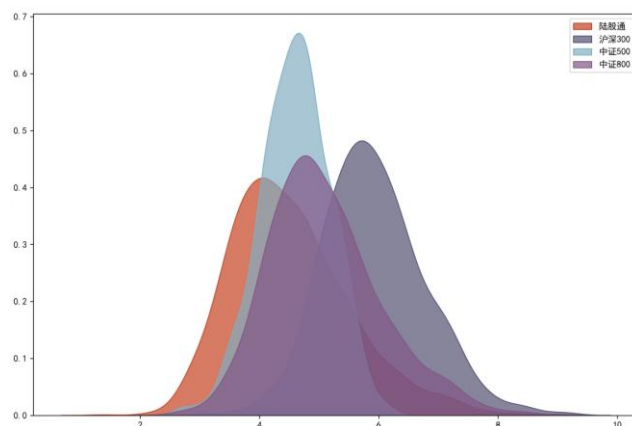
资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2022.11.30

## 2、善观风色，善择时机：北向择时策略

在构建择时策略前，需要选取合适的市场指数作为北向资金策略的业绩基准。

统计陆股通标的股与市场三个宽基指数的市值分布情况。从市值均值来看，陆股通标的的市值均值小于三个宽基指数，与中证 500 和中证 800 更为接近。从偏度与峰度来看，与中证 800 和沪深 300 相似。

图 13：对数市值分布图



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2022.11.30

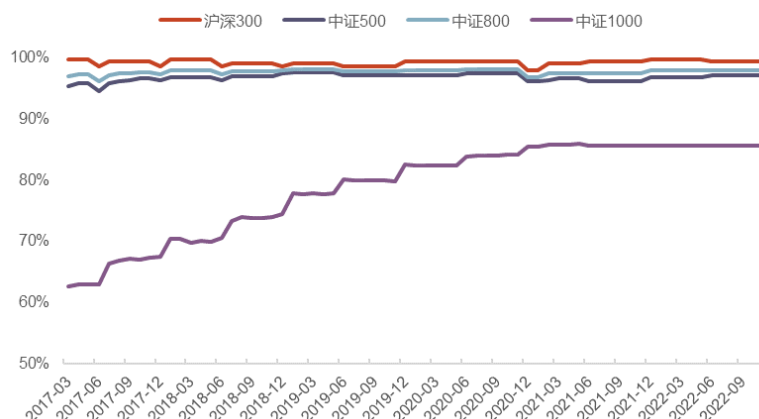
本文将从市场选取的代表性宽基指数中，选取北向资金覆盖面较广、覆盖程度较深的指数作为后续择时策略的标的。

### 2.1、北向资金对指数的覆盖情况

#### 2.1.1、覆盖广度：对沪深 300 指数、中证 800 指数的覆盖率最高

从北向资金对指数成份股的覆盖情况来看，自 2017 年起，北向资金对沪深 300 指数和覆盖率最高，中证 800 指数次之。截至 2022 年 11 月 30 日，北向资金对沪深 300 和中证 800 指数成份股的覆盖率分别为 99.33% 和 98%。

图 14：北向资金覆盖指数成份股的情况



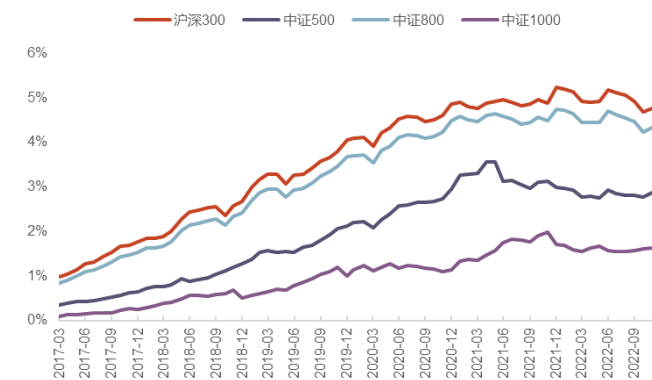
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据区间：2017.03.31-2022.11.30

### 2.1.2、覆盖深度：对沪深 300、中证 800 指数持股规模占比近 5%

陆股通制度的发展，北向资金对 A 股市场的影响力逐步提升。从北向资金持股规模占指数 A 股市值比上看，北向资金在沪深 300 指数上的权重略高于其他宽基指数，中证 800 指数次之。从各指数北向持股规模占北向资金总规模比上看，北向资金在沪深 300 和中证 800 指数的资金配置超 80%。

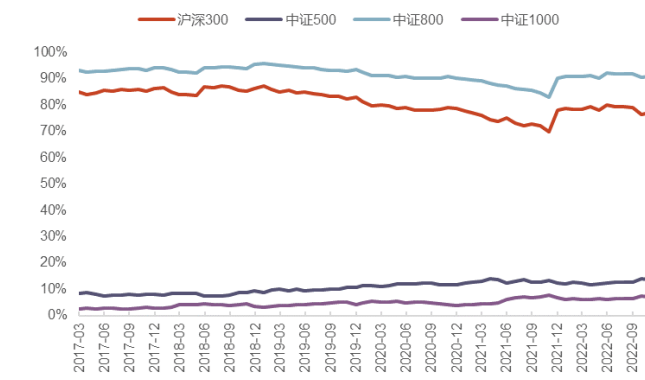
无论是从绝对配置还是相对配置角度，北向资金对沪深 300 和中证 800 指数成份股的覆盖更为全面。

图 15：北向持股规模占指数市值比



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据区间：2017.03.31-2022.11.30

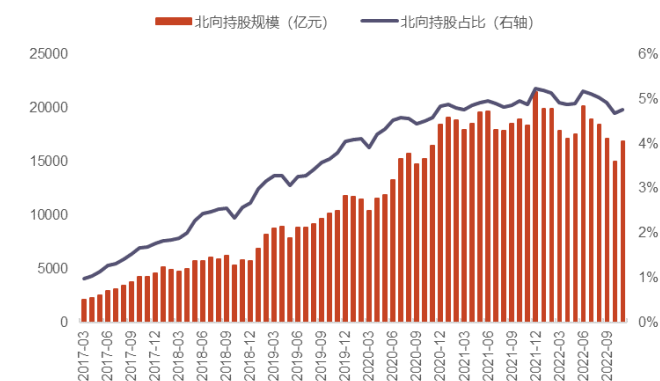
图 16：各指数北向持股规模占北向资金总规模比



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据区间：2017.03.31-2022.11.30

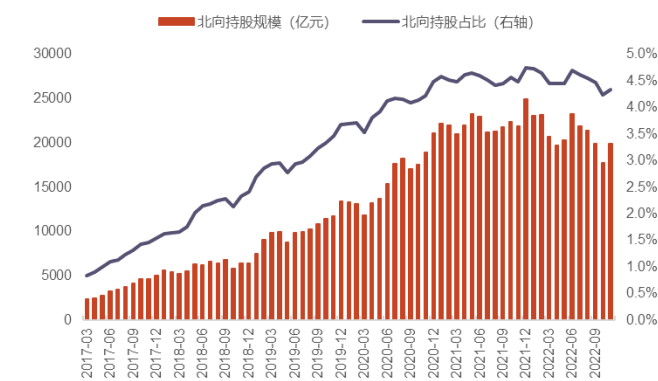
截至 2022 年 11 月 30 日，据测算北向资金持有 A 股市场总规模 2.19 万亿元，覆盖沪深 300 指数成份股 298 只，持股规模合计 1.69 万亿元，占其 A 股市值比 4.77%，占北向资金总规模 76.92%；覆盖中证 800 指数成份股 784 只，持股规模合计 1.99 万亿元，占其 A 股市值比 4.33%，占北向资金总规模 90.67%。

图 17：北向资金对沪深 300 指数成份股的持股规模与占比



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据区间：2017.03.31-2022.11.30

图 18：北向资金对中证 800 指数成份股的持股规模与占比



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据区间：2017.03.31-2022.11.30

## 2.2、北向资金的择时能力

### 2.2.1、阈值法构建北向择时策略

从历史上看，当北向资金出现大额净流出时往往伴随着市场的快速下跌。我们认为，当北向资金某日的净流入远大于过去平均表现时，其对市场整体较为乐观，认为市场在未来演绎上涨行情的概率较高。当北向资金转向大额净流出时，认为其对市场整体抱有悲观情绪，从而进行资金避险。

基于以上逻辑，我们构建了基于北向资金流向的择时策略，关注资金的超额净流入量，以资金日度净买量是否触及阈值作为择时依据。

当 T 日资金净流入大于等于 T 日买入阈值时，意味着 T 日北向资金出现超额净流入，对市场 T 日及以后的表现较为乐观，则在 T+1 日以开盘价买入指数；当 T 日资金净流入小于卖出阈值时，认为北向资金出现超额净流出，在 T+1 日以开盘价卖出。

其中：

$$long\_threshold_t = \frac{1}{N} \sum_{i=t-1-N}^{t-1} net\_inflow_i + M * \sqrt{\frac{\sum_{i=t-1-N}^{t-1} net\_inflow_i^2}{N}}$$

$$short\_threshold_t = \frac{1}{N} \sum_{i=t-1-N}^{t-1} net\_inflow_i - M * \sqrt{\frac{\sum_{i=t-1-N}^{t-1} net\_inflow_i^2}{N}}$$

从对指数成份股的覆盖程度和北向持股市值占比两个维度上，本文将分别以沪深 300 指数和中证 800 指数作为基准进行择时策略构建。

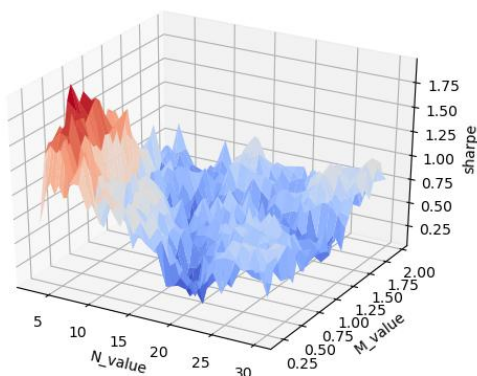
夏普比率可兼顾策略组合收益与风险，本报告将以策略多空组合的夏普比率作为择优标准对参数进行优化。同时分别考虑了无交易费率和交易费率为双边 0.3% 两种情况下的策略表现。

### 2.2.2、北向资金择时策略

选取 2017.3 月至 2022.3 月作为回测区间，同时构建纯多头组合和多空组合。从回测结果来看，无论是沪深 300 指数还是中证 800 指数，基于北向资金超额净流入的择时策略均获得了较好表现。在考虑交易费用后，多头组合的最优参数也未发生改变。

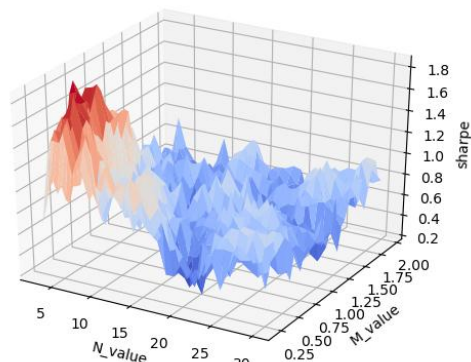
当以北向资金对中证 800、沪深 300 指数择时时，建议关注北向资金过去 4 天的资金动态。

图 19：北向择时策略多空组合的夏普比率-基准：沪深 300



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2017.03.10-2022.03.31

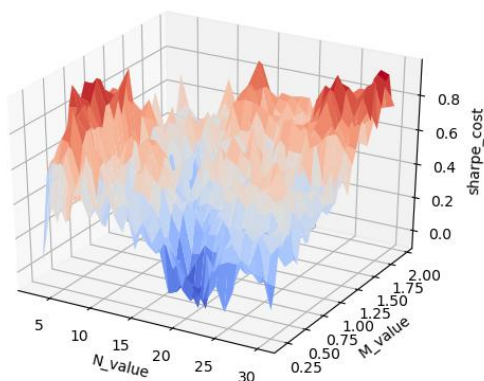
图 20：北向择时策略多空组合的夏普比率-基准：中证 800



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2017.03.10-2022.03.31

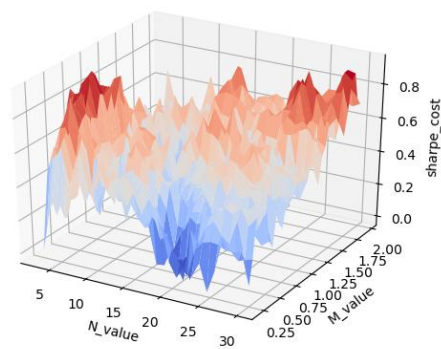


图 21：北向择时策略纯多头组合的夏普比率-基准：-沪深 300



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2017.03.10-2022.03.31

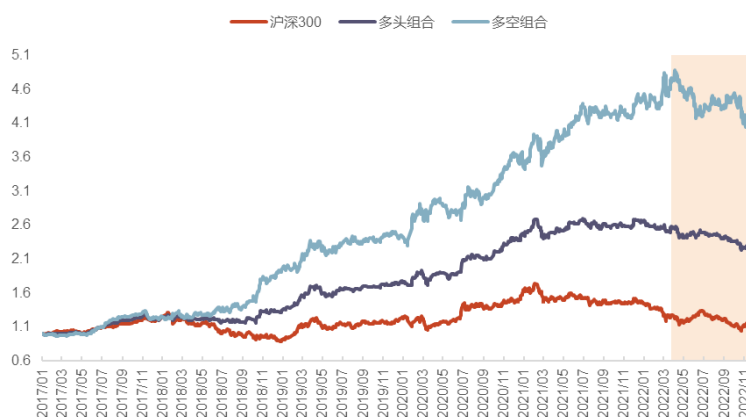
图 22：北向择时策略纯多头组合的夏普比率-基准：中证 800



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2017.03.10-2022.03.31

北向资金在沪深 300 指数上的择时策略在样本区间内实现 154.58%收益率，夏普比率 1.50，较沪深 300 指数超额年化收益 14.94%。纯多头组合平均持仓 3.11 天，盈亏比 1.69 倍。样本外，纯多头组合超额年化收益 0.84%，信号胜率 51.61%。

图 23：北向资金对沪深 300 指数择时策略净值



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：样本内为 2017.01.09-2022.03.31，样本外为 2022.04.01-2022.12.02

表 4：北向资金对沪深 300 指数的择时策略评价指标

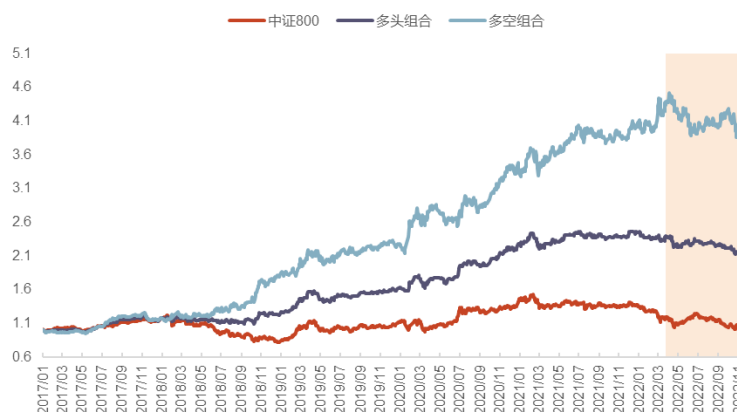
评价指标	样本内			样本外		
	多头组合	空头组合	多空组合	多头组合	空头组合	多空组合
信号胜率	53.65%	50.79%	53.52%	51.61%	43.33%	50.82%
盈亏比	1.69	1.56	1.35	0.55	1.24	0.88
交易次数	192	191	383	31	30	61
平均持仓天数	3.11	3.22	3.16	2.35	2.80	2.57
区间收益率	154.58%	84.54%	370.07%	-7.83%	-1.73%	-9.39%
年化收益率	20.35%	12.92%	35.92%	-11.77%	-2.64%	-14.06%
年化波动率	13.58%	13.61%	55.09%	11.40%	16.32%	19.63%
夏普比率	1.50	0.95	1.88	-1.03	-0.16	-0.72
KL_f	23.12	15.93	13.00	-26.37	-1.63	-3.28
最大回撤	10.60%	14.04%	11.68%	13.26%	13.80%	17.03%

超额年化收益	14.94%	7.84%	29.80%	0.84%	11.27%	-1.77%
年化收益率-交易费	13.05%	-	-	-18.26%	-	-
超额年化收益-交易费	7.96%	-	-	-6.58%	-	-

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：样本内为 2017.01.09-2022.03.31，样本外为 2022.04.01-2022.12.02

北向资金对中证 800 指数的择时同样有效，样本内实现收益率 136.47%，超额年化收益 14.79%，考虑交易费率后年化超额收益 11.41%。

图 24：北向资金对中证 800 指数择时策略净值



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：样本内为 2017.01.09-2022.03.31，样本外为 2022.04.01-2022.12.02

表 5：北向资金对中证 800 指数的择时策略评价指标

评价指标	样本内			样本外		
	多头组合	空头组合	多空组合	多头组合	空头组合	多空组合
信号胜率	55.73%	51.31%	52.22%	51.61%	46.67%	45.90%
盈亏比	1.48	1.53	1.38	0.61	1.11	1.18
交易次数	192	191	383	31	30	61
平均持仓天数	3.11	3.22	3.16	2.35	2.80	2.57
区间收益率	136.47%	83.44%	333.94%	-6.18%	-1.49%	-7.54%
年化收益率	18.61%	12.78%	33.78%	-9.34%	-2.28%	-11.36%
年化波动率	13.41%	13.63%	55.09%	11.39%	16.12%	19.45%
夏普比率	1.39	0.94	1.78	-0.82	-0.14	-0.58
KL_f	21.34	16.14	12.16	-22.48	-0.77	-0.04
最大回撤	9.82%	15.00%	11.18%	11.17%	14.21%	15.35%
超额年化收益	14.79%	9.16%	29.48%	1.15%	9.03%	-1.09%
年化收益率-交易费	11.41%	-	-	-16.01%	-	-
超额年化收益-交易费	7.83%	-	-	-6.29%	-	-

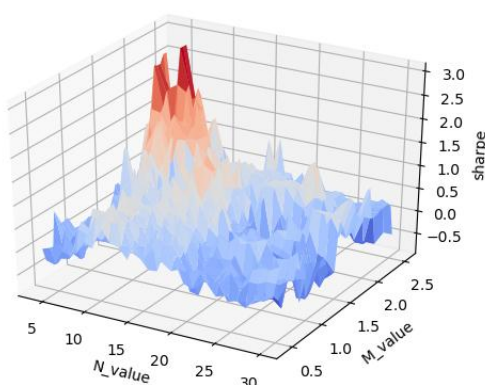
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：样本内为 2017.01.09-2022.03.31，样本外为 2022.04.01-2022.12.02

## 2.3、交易盘与配置盘的择时表现

### 2.3.1、拆解后资金同样具有择时能力

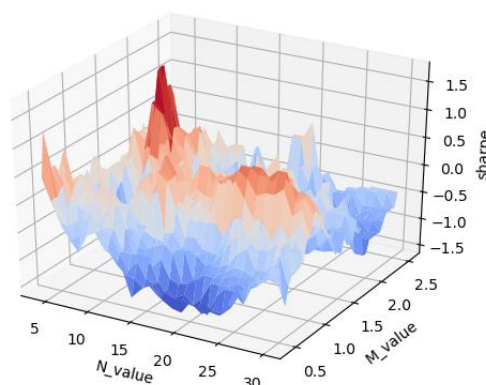
以相同方式分别对交易型和配置资金进行择时策略构建，以多空组合的夏普比率作为选参依据。回测区间内，交易型和配置型资金对沪深 300 指数和中证 800 指数在最优参数下均实现较好表现，拆解后的北向资金延续了全体口径的择时能力。

图 25：交易盘择时策略多空组合的夏普比率-基准：沪深 300



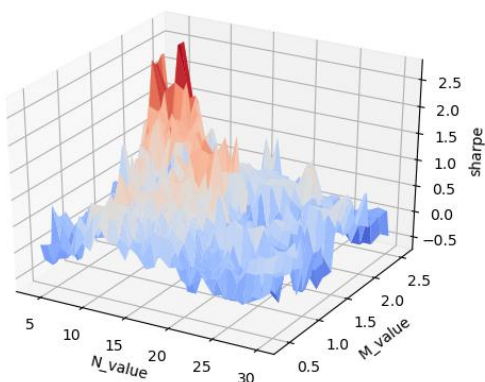
资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2020.12.14-2022.03.31

图 26：配置盘择时策略多空组合的夏普比率-基准：沪深 300



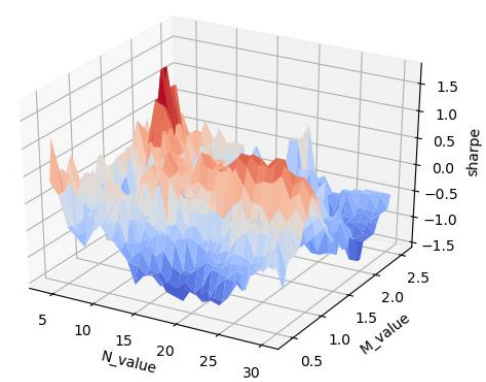
资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2020.12.14-2022.03.31

图 27：交易盘择时策略多空组合的夏普比率-基准：中证 800



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2020.12.14-2022.03.31

图 28：配置盘择时策略多空组合的夏普比率-基准：中证 800



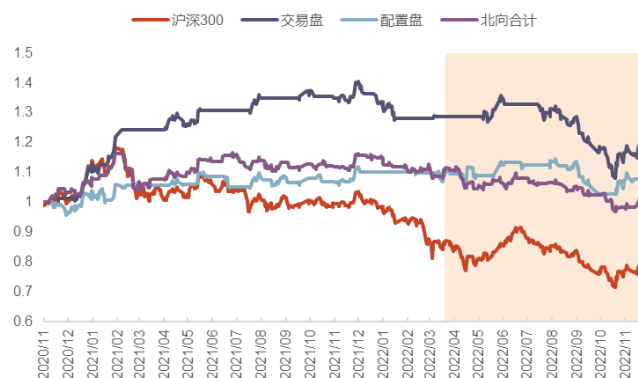
资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2020.12.14-2022.03.31

### 2.3.2、拆解后资金择时能力有所上升

交易型与配置型资金的择时能力总体较全口径收益表现更好。基于交易型和配置型资金的多头组合考虑交易费用下相对于沪深 300 指数的年化超额收益为 33.37%和 17.10%，均较北向全口径下的多头组合（12.96%）有较为明显的提升。

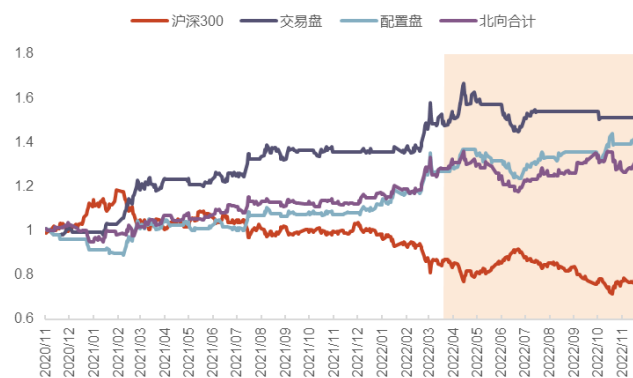
交易型的择时能力总体大于配置型。以对沪深 300 指数的择时策略纯多头组合为例，从净值上看，以交易型资金净流入构建的择时策略期末净值优势显著。从信号胜率上看，样本内交易型多头组合为 81.82%，高于配置型多头组合（58.82%）高于北向多头组合（49.06%）。

图 29：多头组合净值曲线-基准：沪深 300



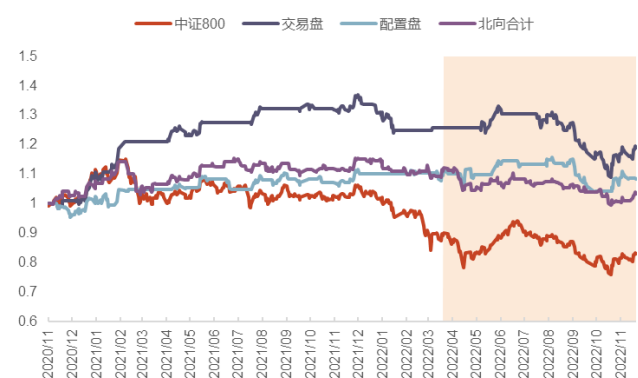
资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2020.11.13-2022.12.02

图 30：多头组合超额净值曲线-基准：沪深 300



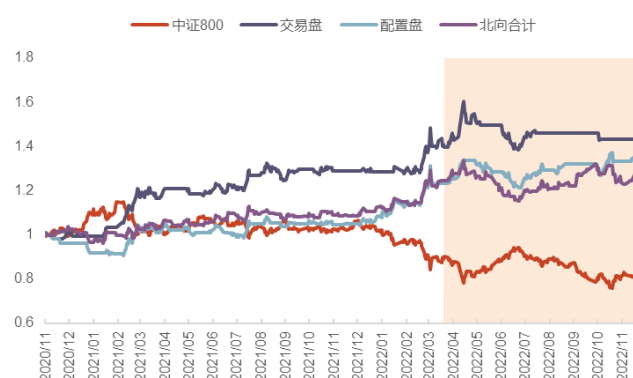
资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2020.11.13-2022.12.02

图 31：多头组合净值曲线-基准：中证 800



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2020.11.13-2022.12.02

图 32：多头组合超额净值曲线-基准：中证 800



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2020.11.13-2022.12.02

表 6：北向资金择时策略多头组合评价指标

评价指标	沪深 300						中证 800					
	样本内			样本外			样本内			样本外		
	交易盘	配置盘	北向合计	交易盘	配置盘	北向合计	交易盘	配置盘	北向合计	交易盘	配置盘	北向合计
信号胜率	81.82%	58.82%	49.06%	66.67%	37.50%	51.61%	81.82%	70.59%	52.83%	66.67%	50.00%	51.61%
盈亏比	1.19	1.48	1.43	0.20	1.49	0.55	1.03	0.96	1.28	0.27	0.94	0.61
交易次数	11	17	53	3	8	31	11	17	53	3	8	31
平均持仓天数	11.73	7.76	2.91	34.33	8.63	2.35	11.73	7.76	2.91	34.33	8.63	2.35
区间收益率	28.60%	9.04%	10.31%	-7.33%	-1.09%	-7.83%	25.64%	9.69%	10.88%	-5.36%	-0.58%	-6.18%
年化收益率	20.77%	6.70%	7.63%	-11.03%	-1.67%	-11.77%	18.67%	7.18%	8.05%	-8.12%	-0.89%	-9.34%
年化波动率	10.55%	10.74%	12.45%	15.03%	13.05%	11.40%	9.89%	10.00%	11.62%	14.49%	12.98%	11.39%
夏普比率	1.97	0.62	0.61	-0.73	-0.13	-1.03	1.89	0.72	0.69	-0.56	-0.07	-0.82
KL_f	21.88	23.67	10.72	-9.04	-2.16	-26.37	19.34	24.06	13.50	-5.34	-1.40	-22.48
最大回撤	9.17%	4.79%	10.60%	20.44%	10.27%	13.26%	9.49%	4.68%	9.82%	18.25%	10.20%	11.17%
超额年化收益	35.20%	19.45%	20.50%	1.68%	12.39%	0.84%	29.38%	16.85%	17.80%	2.51%	10.59%	1.15%
年化收益率-交易费	19.13%	4.60%	0.90%	-11.51%	-3.42%	-18.26%	17.07%	5.06%	1.30%	-8.61%	-2.65%	-16.01%
超额年化收益-交易费	33.37%	17.10%	12.96%	1.14%	10.38%	-6.58%	27.63%	14.54%	10.44%	1.97%	8.61%	-6.29%

资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：数据样本内为 2020.11.13-2022.03.31，样本外为 2022.04.01-2022.12.02

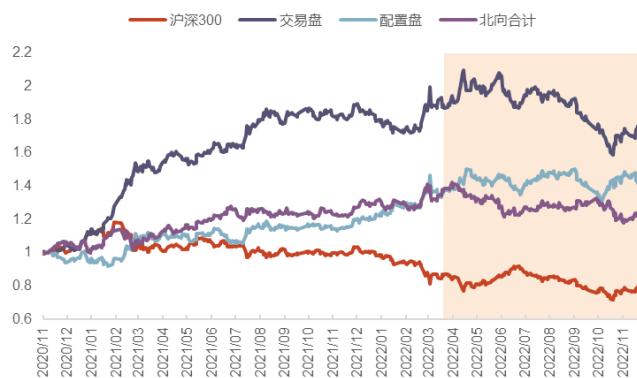
### 2.3.3、交易盘求“进”，配置盘在“稳”

不同类型资金的择时收益表现不同，总的而言，交易盘“激流勇进”，配置盘“细水长流”。

从交易型资金的流向动态和策略表现来看，其资金的净流入与市场涨跌幅关系较为密切，故当市场风格切换较快，行情波动较大时，策略组合收益不稳定，整体净值波动大。以对沪深 300 指数的择时策略为例，样本内，多头组合年化波动率 10.55%，最大回撤 9.17%；多空组合年化波动率 19.20%，最大回撤 9.27%。这也印证了交易型资金的划分逻辑，即快进快出，善于捕捉市场热点，夺取市场短期定价误差。

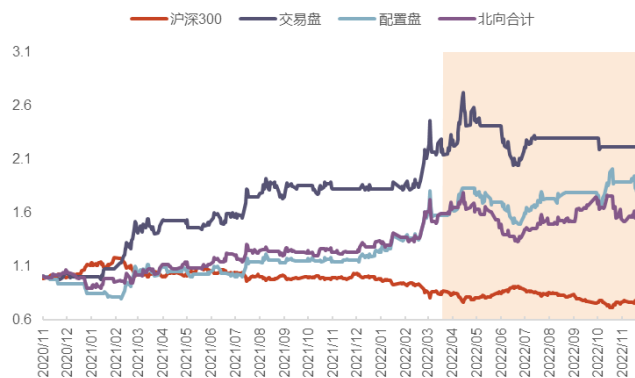
配置型资金流向整体较稳，市场短期的波动并不会改变资金的流向，在以长期价值投资的投资逻辑下，策略组合收益增长较为稳定，以对沪深 300 指数的择时策略为例，多头组合最大回撤为 4.79%，多空组合最大回撤为 9.14%。

图 33：多空组合净值曲线-基准：沪深 300



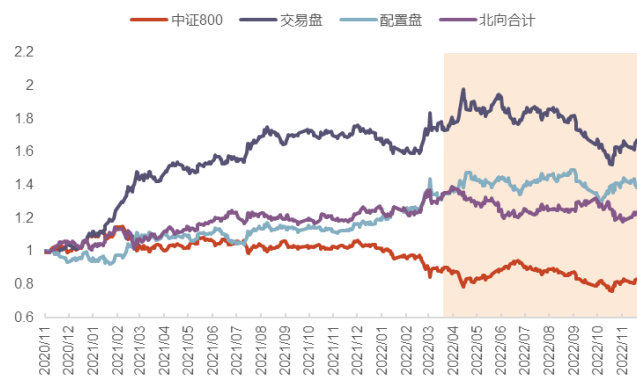
资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2020.11.13-2022.12.02

图 34：多空组合超额净值曲线-基准：沪深 300



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2020.11.13-2022.12.02

图 35：多空组合净值曲线-基准：中证 800



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2020.11.13-2022.12.02

图 36：多空组合超额净值曲线-基准：中证 800



资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2020.11.13-2022.12.02



表 7：北向资金择时策略多空组合评价指标

评价指标	沪深 300						中证 800					
	样本内			样本外			样本内			样本外		
	交易盘	配置盘	北向合计	交易盘	配置盘	北向合计	交易盘	配置盘	北向合计	交易盘	配置盘	北向合计
信号胜率	72.73%	57.58%	52.83%	50.00%	53.33%	50.82%	<b>68.18%</b>	<b>57.58%</b>	<b>52.83%</b>	50.00%	53.33%	45.90%
盈亏比	2.94	1.91	1.16	0.39	1.02	0.88	3.31	1.86	1.15	0.53	0.99	1.18
交易次数	22	33	106	6	15	61	22	33	106	6	15	61
平均持仓天数	14.27	9.52	3.03	26.17	10.47	2.57	14.27	9.52	3.03	26.17	10.47	2.57
区间收益率	89.03%	36.05%	36.90%	-7.99%	4.64%	-9.39%	75.12%	33.55%	33.95%	-5.61%	4.13%	-7.54%
年化收益率	61.21%	25.97%	26.56%	-12.02%	7.21%	-14.06%	52.23%	24.23%	24.51%	-8.48%	6.42%	-11.36%
年化波动率	19.20%	19.16%	19.11%	20.53%	19.54%	19.63%	18.06%	18.09%	18.09%	20.40%	19.24%	19.45%
夏普比率	3.19	1.36	1.39	-0.59	0.37	-0.72	2.89	1.34	1.35	-0.42	0.33	-0.58
KL_f	37.36	21.77	7.52	-14.12	2.32	-3.28	40.46	22.25	7.59	-8.16	2.00	-0.04
最大回撤	<b>9.27%</b>	<b>9.14%</b>	<b>11.68%</b>	24.44%	12.43%	17.03%	9.77%	8.73%	11.18%	23.11%	13.08%	15.35%
超额年化收益	<b>80.48%</b>	<b>41.02%</b>	<b>41.69%</b>	0.56%	22.54%	-1.77%	<b>65.97%</b>	<b>35.44%</b>	<b>35.75%</b>	2.11%	18.74%	-1.09%

资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：数据样本内为 2020.11.13-2022.03.31，样本外为 2022.04.01-2022.12.02

### 3、披沙拣金：北向资金行业轮动

在第一章的分析中，从绝对配置和相对配置角度上看，交易盘和配置盘在行业上的配置“大同小异”。截至 2022 年 11 月 30 日，交易盘和配置盘均着重配置电力设备及新能源、食品饮料和医药行业，且相对于市场，均较大幅度超配食品饮料及家电行业。

那么，北向资金在行业上的选择是“聪明的”吗？

图 37：北向资金行业净流入

	交易盘9月净流入 (亿元)	配置盘9月净流入 (亿元)	北向9月净流入 (亿元)	行业9月涨跌幅 (%)	行业10月涨跌幅 (%)
医药	32.73	-7.88	24.96	-6.83	6.49
有色金属	2.50	20.22	22.72	-8.80	-3.45
基础化工	-9.40	25.86	16.51	-9.24	-5.62
国防军工	13.43	2.04	15.47	-4.38	11.69
通信	2.59	7.73	10.32	-9.32	6.41
家电	16.69	-7.21	9.48	-5.68	-12.16
交通运输	-11.20	18.27	6.62	-2.74	-2.90
汽车	10.13	-3.84	6.29	-9.94	-2.23
钢铁	2.81	1.83	4.64	-8.14	-2.21
房地产	5.68	-3.08	2.60	-1.16	-13.66
纺织服装	2.48	-0.44	2.04	-6.24	-4.45
综合金融	0.12	0.09	0.21	-12.59	1.51
商贸零售	0.24	-0.90	-0.66	-9.15	-2.27
煤炭	-9.89	8.94	-0.94	1.66	-12.48
综合	-1.62	-0.13	-1.75	-11.66	0.83
计算机	1.06	-2.93	-1.86	-9.47	16.94
电子	8.46	-11.45	-2.98	-12.55	3.34
机械	-7.27	3.85	-3.41	-8.77	4.39
建筑	-4.90	1.05	-3.86	-7.92	-2.13
食品饮料	3.76	-7.68	-3.94	-3.15	-22.14
石油石化	-8.39	3.76	-4.63	-4.15	8.37
传媒	-7.24	1.34	-5.89	-13.59	-1.95
轻工制造	1.23	-7.93	-6.70	-8.17	-4.78
电力及公用事业	5.36	-14.63	-8.05	-7.32	-3.86
非银行金融	-13.39	0.32	-13.12	-8.32	-3.60
消费者服务	-5.54	-7.98	-13.51	-2.21	-9.41
建材	2.41	-19.13	-16.72	-8.55	-10.13
农林牧渔	-17.92	-3.10	-21.02	-10.44	-6.19
银行	-24.02	-17.36	-41.39	-1.72	-9.46
电力设备及新能源	-104.93	29.09	-75.82	-10.23	-0.32

资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据截至 2022.10.31

从资金净流入维度上看，2022 年 9 月北向资金加仓前 5 名中的医药、国防军工和通信行业，10 月行业均实现了不错的上涨。10 月跌幅近 10% 的银行行业，北向资金在 9 月也实现了一定程度的规避。直观上看，北向资金有时能够提前捕捉到市场动态变化，但也存在资金流向和市场行情背离的情况。

为了更好的探究北向资金在行业上的选择上是否有“过人之处”，合理利用北向资金数据，我们将针对北向资金以及拆解后交易盘和配置盘资金进行行业轮动组合构建。

### 3.1、北向资金行业净流入因子

以中信一级行业为行业池基准，鉴于北向资金在商贸零售、纺织服装、综合和综合金融四个行业上资金配置量少，行业占比低，日度平均净流量也较低。过低的资金配置和较少的资金流变化意味着北向资金对行业关注度较低，因此对于以上四个行业予以剔除。

从行业绝对配置角度上看，截至 2022 年 11 月 30 日，北向资金对上述四个中信一级行业持股规模仅 110 亿元，占北向资金持股总规模 0.5%。对比 A 股行业自由流通市值占比看，无论是总口径还是拆解后的交易盘和配置盘，均相对低配。从北向资金对行业的交易热度上看，近两年来，北向资金对此四个行业的平均日度流量不足 1 亿元，其中纺织服装和综合金融两行业更是不足 0.5 亿元，北向资金对以上四个行业的交易少之又少。

表 8：北向资金对部分行业配置情况一览

行业名称	持股规模 (亿元)			资金配置比			超配比			日度平均流量(亿元)		
	北向合计	交易盘	配置盘	北向合计	交易盘	配置盘	北向合计	交易盘	配置盘	北向合计	交易盘	配置盘
商贸零售	50.64	21.30	29.34	0.23%	0.48%	0.17%	-0.75%	-0.50%	-0.82%	0.82	0.78	0.23
纺织服装	30.62	9.01	21.61	0.14%	0.20%	0.12%	-0.26%	-0.19%	-0.28%	0.27	0.25	0.13
综合	21.27	6.88	14.39	0.10%	0.16%	0.08%	-0.35%	-0.29%	-0.36%	0.54	0.54	0.09
综合金融	7.57	3.18	4.39	0.03%	0.07%	0.02%	-0.08%	-0.04%	-0.09%	0.13	0.12	0.04
合计	110.09	40.37	69.73	0.50%	0.92%	0.40%	-1.44%	-1.03%	-1.55%	1.77	1.69	0.49

资料来源：香港交易所，Wind，光大证券研究所；注：持股规模、资金配置比和超配比数据截至 2022.11.30，日度平均流量数据区间为：2020.11.01-2022.11.30

北向资金在一定时期内的行业净流入量可以反映出资金在该区间内的特定行业偏好，我们从北向资金的在不同行业的绝对配置维度构建北向资金行业净流入因子。

行业净流入因子：

$$\begin{aligned}
 net\_inflow_{t,ind} &= \sum_s (X_{s,t} - X_{s,t-1}) \times VWAP_{s,t} \times D_{s,ind} \\
 net\_inflow_{i,ind} &= \sum_{t=T_i}^{t=T_{i+1}-1} net\_inflow_{t,ind} \\
 F_{value} &= \frac{net\_inflow_{i,ind}}{\sum_s X_{s,i} \times CLOSE_{s,i} \times D_{s,ind}}
 \end{aligned}$$

其中， $D_{s,ind}$  为行业虚拟变量  $X_{s,t}$  是在为机构在  $t$  交易日持有股票  $s$  的数量， $VWAP_{s,t}$  为成交均价， $CLOSE_{s,i}$  为收盘价， $net\_inflow_{i,ind}$  为行业在区间内的净流入量。

行业净流入因子考察的是一段时期内北向资金在行业上的净流入量，同时剔除了持有规模的影响。

利用因子打分法选择持有的行业，构建组合：

$$F_{rank} = rank(F_{value})$$

根据上述公式对不同行业的因子值进行排序，选取考察期内因子值前  $N$  行业作为本期持有行业。

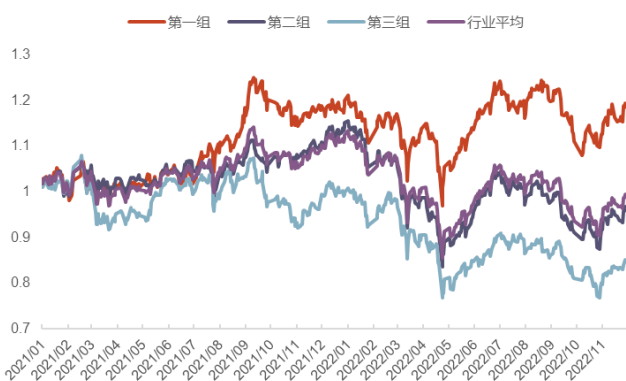
## 3.2、北向资金周与双周行业轮动

### 3.2.1、行业选择具备前瞻性

北向资金在行业上的选择具有一定前瞻性，组间分层较为明显。

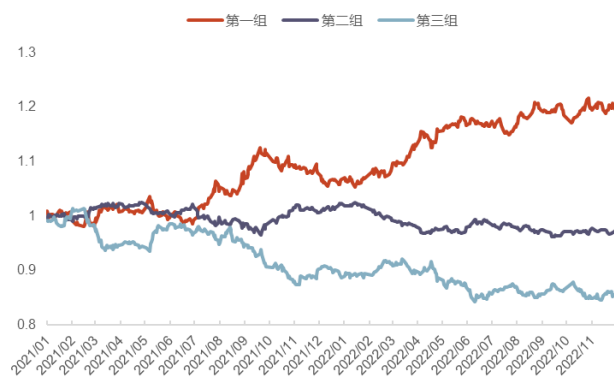
在剔除四个行业后，对剩余 26 个行业按照行业净流入因子值从高到底排序，以 25%、75%分位数水平为界，划分成三个组别，即 1-7、8-20、20-26，并分别持有，以周度换仓频率分别构建组合。以剔除 4 个行业后的 26 个中信一级行业的平均表现作为业绩比较基准，计算组合的策略表现和相对基准的超额表现，下同。

图 38：北向资金行业轮动分层-净值曲线



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02

图 39：北向资金行业轮动分层-超额净值曲线



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02

北向资金在行业层面上的调仓行为具有一定的前瞻性。收益率的组间单调性较为明显，在综合风险后，持有因子值最高的组合的超额夏普比率和最大回撤等指标上的表现明显优于因子值较低的组合。

表 9：北向资金行业轮动分层策略表现

评价指标	第一组	第二组	第三组
区间收益率	18.81%	-3.32%	-15.09%
年化收益率	9.71%	-1.80%	-8.42%
年化波动率	20.38%	18.47%	20.24%
夏普比率	0.48	-0.10	-0.42
日度胜率	54.41%	50.75%	53.33%
最大回撤	22.39%	27.60%	29.01%
年化超额收益率	10.10%	-1.45%	-8.09%
超额夏普比率	1.20	-0.31	-1.09
超额最大回撤	6.42%	6.24%	16.88%

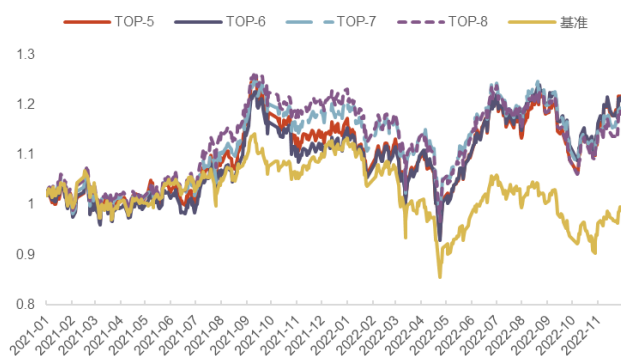
资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02；注：比较基准为行业平均水平

### 3.2.2、北向资金周与双周行业轮动

为了测试在每期持有不同行业个数情况下的策略表现，在每一期调仓时，分别按照当期因子值最高的 5、6、7、8 个行业构建不同的轮动 TOP-N 组合，并分别在周度和双周的频率下进行回测。

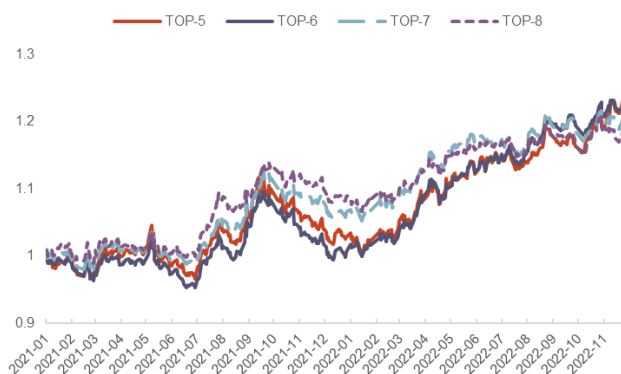
在周度调仓的频率下，以 TOP-5 构建的北向行业轮动策略超额收益最为显著，区间内实现收益 21.41%，年化超额收益 11.39%，超额夏普比率 1.14。在考虑交易费率情况下，组合年化超额收益 7.42%。

图 40：北向资金周度行业轮动-净值曲线



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02

图 41：北向资金周度行业轮动-超额净值曲线



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02

表 10：北向资金周度行业轮动策略表现

评价指标	不考虑交易费率				交易费率双边 0.3%			
	TOP-5	TOP-6	TOP7	TOP-8	TOP-5	TOP-6	TOP7	TOP-8
区间收益率	21.41%	20.96%	18.81%	18.16%	13.47%	13.44%	11.76%	11.49%
年化收益率	11.00%	10.77%	9.71%	9.39%	7.03%	7.02%	6.16%	6.02%
年化波动率	20.87%	20.64%	20.38%	19.94%	20.78%	20.55%	20.29%	19.86%
夏普比率	0.53	0.52	0.48	0.47	0.34	0.34	0.30	0.30
日度胜率	52.04%	53.98%	54.41%	53.98%	52.04%	53.55%	54.19%	53.76%
最大回撤	25.30%	24.23%	22.39%	23.46%	26.50%	25.46%	23.56%	24.53%
年化超额收益率	11.39%	11.17%	10.10%	9.78%	7.42%	7.40%	6.54%	6.40%
超额夏普比率	1.14	1.23	1.20	1.27	0.74	0.82	0.78	0.84
超额最大回撤	10.14%	9.36%	6.42%	6.44%	11.12%	10.03%	7.32%	7.27%

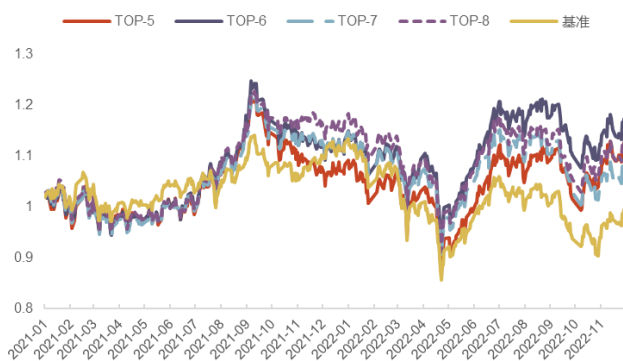
资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02；注：比较基准为行业平均水平



在双周调仓的频率下，以 TOP-6 构建的北向行业轮动策略超额收益最为显著，区间内实现收益 16.78%，超额年化收益 9.09%，夏普比率 0.97。

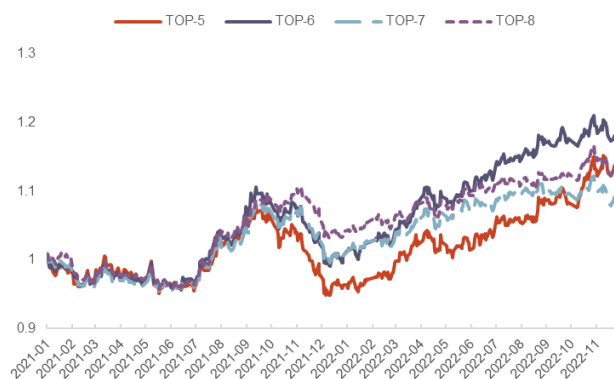
北向资金双周轮动表现略逊于周度轮动，在关注北向资金全部口径下的行业配置时，以周度的视角进行观察更为有效。

图 42：北向资金双周行业轮动-净值曲线



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02

图 43：北向资金双周行业轮动-超额净值曲线



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02

表 11：北向资金双周行业轮动策略表现

评价指标	不考虑交易费率				交易费率双边 0.3%			
	TOP-5	TOP-6	TOP7	TOP-8	TOP-5	TOP-6	TOP7	TOP-8
区间收益率	11.79%	16.78%	7.80%	12.39%	6.74%	11.47%	3.18%	8.05%
年化收益率	6.17%	<b>8.70%</b>	4.12%	6.48%	3.57%	<b>6.01%</b>	1.69%	4.25%
年化波动率	21.14%	20.96%	20.54%	20.19%	21.06%	20.90%	20.48%	20.14%
夏普比率	0.29	<b>0.41</b>	0.20	0.32	0.17	<b>0.29</b>	0.08	0.21
日度胜率	53.12%	54.19%	53.76%	53.76%	53.12%	54.19%	53.55%	53.55%
最大回撤	28.26%	26.00%	26.57%	25.67%	28.86%	26.65%	27.10%	26.10%
年化超额收益率	6.55%	<b>9.09%</b>	4.49%	6.86%	3.94%	<b>6.39%</b>	2.06%	4.62%
超额夏普比率	0.65	<b>0.97</b>	0.54	0.93	0.40	<b>0.69</b>	0.25	0.63
超额最大回撤	12.20%	10.47%	8.23%	6.67%	12.54%	10.84%	8.59%	6.80%

资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02；注：比较基准为行业平均水平

### 3.3、交易盘的行业轮动

#### 3.3.1、组合收益率提升明显

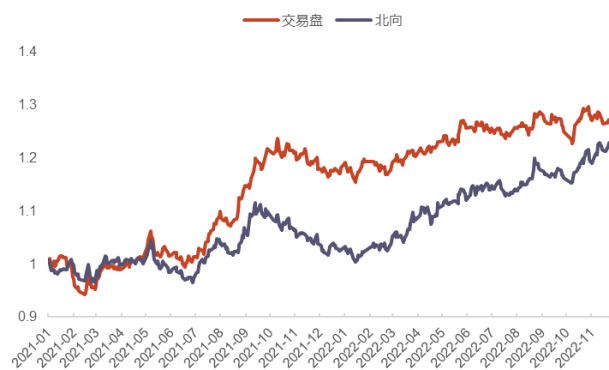
在剔除部分长期配置的资金后，北向资金在短期行业的选择上超额收益得到提升。以周度轮动为例，以过去两周的净流入表现来构建投资组合。对比全口径下的周度行业轮动表现，以交易盘构建的组合在超额收益率、夏普比率和最大回撤上均有了明显的提升。

图 44：交易盘与北向总口径下周度行业轮动-净值曲线



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02

图 45：交易盘与北向总口径下周度行业轮动-超额净值曲线



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02

表 12：交易盘与北向总口径下周度行业轮动策略对比

评价指标	无交易费率		交易费率双边 0.3%	
	交易盘	北向合计	交易盘	北向合计
区间收益率	27.41%	21.41%	16.94%	13.47%
年化收益率	13.91%	11.00%	8.78%	7.03%
年化波动率	20.03%	20.87%	19.93%	20.78%
夏普比率	0.69	0.53	0.44	0.34
日度胜率	52.90%	52.04%	52.47%	52.04%
最大回撤	22.55%	25.30%	23.78%	26.50%
年化超额收益率	<b>14.32%</b>	<b>11.39%</b>	9.17%	7.42%
超额夏普比率	<b>1.52</b>	<b>1.14</b>	<b>0.98</b>	<b>0.74</b>
超额最大回撤	6.68%	10.14%	7.75%	11.12%

资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02；注：比较基准为行业平均水平

#### 3.3.2、关注月度资金流向动态

交易盘应关注过去一个月的资金流向。

在不同的观察期下构建不同换仓频率的轮动策略，例如“观察期 2，调仓频率 2”意味计算行业净流入因子时，净流入使用的是过去两周的情况，以双周的频率进行调仓。

分别在不同参数下构建，通过统计平均超额夏普比率可以看到，交易盘在行业上的月度净流入值是值得关注的指标，存在交易费率下，以月度净流入构建的双周轮动的策略效果优势更为突出。

图 46：交易盘行业轮动平均超额夏普比率（左）和超额夏普比率-带交易费（右）

		观察期						观察期			
		1	2	3	4			1	2	3	4
调仓频率	1	0.17	1.54	1.07	1.37	调仓频率	1	-0.51	0.99	0.63	0.99
	2	0.93	0.92	0.85	1.53		2	0.61	0.57	0.59	1.27
	3	-0.07	0.22	-0.11	0.22		3	-0.31	0.00	-0.35	0.00
	4	0.65	0.26	0.01	0.03		4	0.49	0.10	-0.17	-0.17

资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02；“观察期 2，调仓频率 2”意味着使用过去 2 周的净流入数据，并以双周的频率调仓。

### 3.3.3、倾向聚焦少数行业

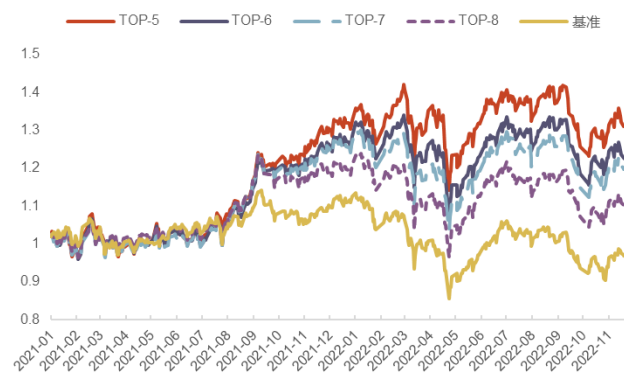
构建交易盘的周度和双周行业轮动，可以发现，当组合每期持有的行业数量较少时，策略的表现更为优异，在交易盘资金净流入的视角下，应着重关注净流入因子排名靠前的行业。

图 47：交易盘不同 TOP 组合行业轮动净值曲线-周度



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02

图 48：交易盘不同 TOP 组合行业轮动净值曲线-双周



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02

表 13：交易盘周与双周行业轮动策略表现-无交易费率

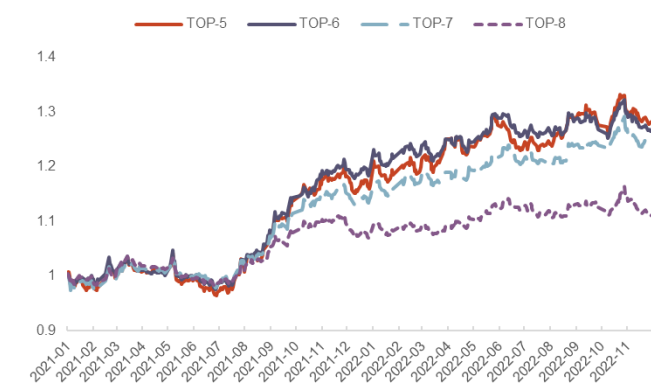
评价指标	周度轮动				双周轮动			
	TOP-5	TOP-6	TOP7	TOP-8	TOP-5	TOP-6	TOP7	TOP-8
区间收益率	27.33%	25.67%	23.31%	10.29%	35.77%	27.16%	24.20%	13.42%
年化收益率	<b>13.87%</b>	<b>13.07%</b>	<b>11.92%</b>	5.41%	<b>17.87%</b>	<b>13.79%</b>	<b>12.36%</b>	<b>7.01%</b>
年化波动率	20.82%	20.31%	19.65%	19.22%	21.08%	20.50%	19.85%	19.43%
夏普比率	0.67	0.64	0.61	0.28	<b>0.85</b>	0.67	0.62	0.36
日度胜率	53.98%	53.12%	52.47%	51.40%	53.98%	52.69%	52.47%	51.61%
最大回撤	22.84%	24.26%	23.68%	24.71%	19.58%	20.44%	20.83%	22.14%
年化超额收益率	14.28%	13.48%	12.32%	5.78%	18.29%	14.20%	12.76%	7.39%
超额夏普比率	1.47	1.55	1.60	0.87	<b>1.85</b>	1.58	1.61	1.06
超额最大回撤	7.45%	6.75%	5.62%	5.38%	7.57%	7.20%	5.30%	4.99%

资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02；注：比较基准为行业平均水平

### 3.3.4、交易盘的双周-TOP5 行业轮动策略

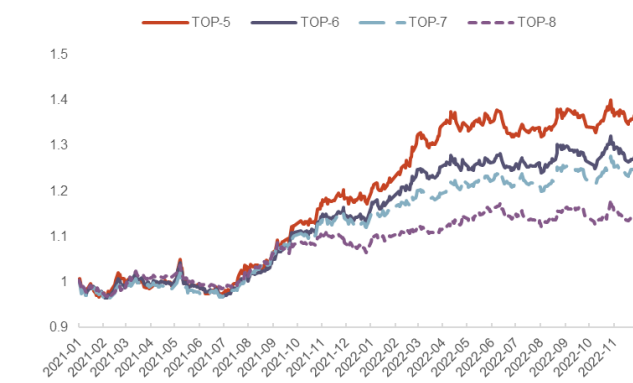
在考虑交易成本情况下，双周轮动、配置每期前 5 行业的组合优势更为明显，区间内实现 30.55% 区间收益率，夏普比率 0.73，超额年化收益 15.82%，超额夏普比率 1.62。

图 49：交易盘不同 TOP 组合行业轮动超额净值曲线-周度



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02

图 50：交易盘不同 TOP 组合行业轮动超额净值曲线-双周



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02

表 14：交易盘周与双周行业轮动策略表现-考虑交易费率

评价指标	周度轮动				双周轮动			
	TOP-5	TOP-6	TOP7	TOP-8	TOP-5	TOP-6	TOP7	TOP-8
区间收益率	19.42%	18.97%	17.12%	5.20%	30.55%	22.43%	19.91%	9.67%
年化收益率	10.01%	9.79%	8.87%	2.76%	15.41%	11.49%	10.26%	5.09%
年化波动率	20.70%	20.20%	19.55%	19.12%	20.98%	20.43%	19.79%	19.37%
夏普比率	0.48	0.48	0.45	0.14	0.73	0.56	0.52	0.26
日度胜率	53.76%	53.12%	52.26%	51.18%	53.98%	52.47%	52.47%	51.18%
最大回撤	23.50%	24.76%	24.15%	25.10%	19.52%	20.43%	20.98%	22.51%
年化超额收益率	10.41%	10.18%	9.26%	3.13%	15.82%	11.89%	10.65%	5.46%
超额夏普比率	1.08	1.18	1.21	0.48	1.62	1.33	1.35	0.79
超额最大回撤	8.02%	7.24%	6.07%	6.22%	7.80%	7.44%	5.53%	5.20%

资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02；注：比较基准为行业平均水平

### 3.4、配置盘的行业轮动

#### 3.4.1、潜在的“反转”效应

延续上述研究策略，根据配置盘的行业净流入值构建行业轮动策略可以发现，无论是周度、双周调仓情况下，以配置盘-TOP5 构建出的组合超额净值曲线存在“向下”趋势。我们认为，北向配置盘资金的净流入因子可能存在潜在的“反转”效应。

图 51：配置盘周度行业轮动-TOP5 组合



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02

图 52：配置盘双周行业轮动-TOP5 组合



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02

表 15：配置盘周与双周行业轮动策略表现

评价指标	无交易费率		交易费率双边 0.3%	
	单周-TOP5	双周 TOP-5	单周-TOP5	双周 TOP-5
区间收益率	-34.12%	-34.23%	-36.59%	-36.34%
年化收益率	-20.10%	-20.17%	-21.72%	-21.56%
年化波动率	21.03%	21.13%	20.98%	21.05%
夏普比率	-0.96	-0.95	-1.04	-1.02
日度胜率	51.83%	52.90%	51.61%	52.69%
最大回撤	41.48%	40.77%	43.01%	42.16%
年化超额收益率	<b>-19.81%</b>	<b>-19.89%</b>	-21.44%	-21.28%
超额夏普比率	<b>-1.91</b>	<b>-1.87</b>	<b>-2.08</b>	<b>-2.02</b>
超额最大回撤	34.57%	34.48%	36.94%	36.48%

资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02；注：比较基准为行业平均水平

#### 3.4.2、更长的兑现周期

在不同的观察期下构建不同换仓频率的轮动策略，通过统计平均超额夏普比率可以看到，配置盘在对某行业配置，需要更长的时间周期才可兑现收益，当调仓频率过快时如周度/双周调仓时，配置盘无法获取超额收益。在考虑调仓手续费后，这种现象更为明显。



图 53：配置盘行业轮动平均超额夏普比率（左）和超额夏普比率-带交易费（右）

		观察期										观察期							
		1	2	3	4	5	6	7	8			1	2	3	4	5	6	7	8
调仓频率	1	-0.65	-1.49	-1.28	-1.55	-1.50	-1.43	-1.60	-1.28	调仓频率	1	-1.12	-1.78	-1.51	-1.74	-1.67	-1.60	-1.76	-1.43
	2	-1.02	-1.76	-1.89	-1.72	-1.76	-1.78	-1.61	-1.21		2	-1.28	-2.00	-2.09	-1.88	-1.90	-1.88	-1.72	-1.32
	3	-1.52	-1.69	-1.49	-1.59	-1.62	-1.50	-0.84	-1.02		3	-1.71	-1.86	-1.67	-1.73	-1.76	-1.62	-0.96	-1.13
	4	-1.36	-1.81	-1.73	-1.65	-1.49	-1.09	-0.93	-1.07		4	-1.51	-1.95	-1.87	-1.75	-1.60	-1.19	-1.03	-1.16
	5	-0.93	-0.20	-1.03	-1.05	-0.80	-0.83	-0.47	0.09		5	-1.05	-0.34	-1.14	-1.15	-0.91	-0.94	-0.58	0.00
	6	-0.80	-1.17	-1.59	-1.00	-1.06	-0.80	-0.26	-0.13		6	-0.90	-1.25	-1.68	-1.08	-1.14	-0.88	-0.34	-0.21
	7	-1.42	-1.17	-0.75	-0.75	-0.77	-0.80	-0.40	0.14		7	-1.48	-1.23	-0.81	-0.81	-0.84	-0.87	-0.48	0.07
	8	-2.03	-0.68	-1.21	-0.99	-0.69	-0.02	0.57	0.68		8	-2.11	-0.75	-1.29	-1.06	-0.76	-0.10	0.49	0.60

资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.02.01-2022.12.02；“观察期 2，调仓频率 2”意味着使用过去 2 周的净流入数据，并以双周的频率调仓。

### 3.4.3、特殊的因子调整

众所周知，发达国家股票市场存在短期反转、长期动量效应。以美国股市为例，由于其市场参与者大多是机构投资者，投资者成熟度高且市场较为完善，因此在这样一个成熟市场中，在不同尺度下均存在着短期反转、长期动量效应。反观 A 股市场，由于其个人投资者的占比仍较高，且市场弱有效，并不存在类似效应。而配置型资金作为北向资金或是外资的重要组成部分，其在行业上的选择表现将外资长期动量效应极尽描摹，也体现出其偏好长期价值投资的配置理念。

在美股市场动量因子的构建过程中，通常利用 12 个月收益率减去近 1 个月的收益率来剔除短期反转效应的影响。考虑到北向配置盘行业净流入因子短期不佳的表现，我们借鉴该方式，在因子构建计算时，剔除了资金近一个月净流入数据，以此来减少资金短期表现不佳或是潜在反转效应的影响。

在进行不同观察期和调仓频率的测试时，考虑到配置盘需要更长的时间周期来兑现收益，在调仓频率上设置应至少满足 4 周及以上；另一方面为了避免使用短期数据来决定长期配置问题，观察期设置为满足 8 周及以上（即最终未被剔除的数据窗口至少为 4 周及以上）。

回测结果显示，在剔除近一个月的净流入数据后，北向配置盘的行业轮动收益表现提升显著。区间内，利用过去三个月且剔除近一个月净流入数据构建的行业净流入因子、在以 6 周频率调仓时获得平均超额夏普比率相对占优，在考虑交易费率后同样表现较好，平均超额夏普达 1.86。

图 54：剔除近一个月净流入数据后的配置盘行业轮动平均超额夏普比率

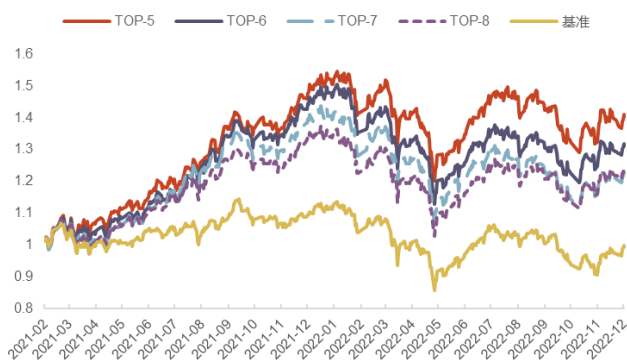
		观察期							观察期				
		8	9	10	11	12			8	9	10	11	12
调仓频率	4	-0.29	-0.21	0.41	1.22	1.22	调仓频率	4	-0.41	-0.33	0.29	1.10	1.11
	5	0.64	1.17	0.93	0.83	1.18		5	0.53	1.05	0.80	0.70	1.07
	6	1.26	1.08	0.41	1.65	1.95		6	1.14	0.96	0.31	1.56	1.86
	7	1.03	1.47	1.38	1.59	1.35		7	0.94	1.38	1.29	1.49	1.26
	8	1.46	1.23	1.30	1.90	1.65		8	1.36	1.13	1.21	1.81	1.57

资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.02.01-2022.12.02；注：右图为考虑交易费用下的结果，“观察期 2，调仓频率 2”意味着使用过去 2 周的净流入数据，并以双周的频率调仓。

### 3.4.4、配置盘更长周期下的行业选择

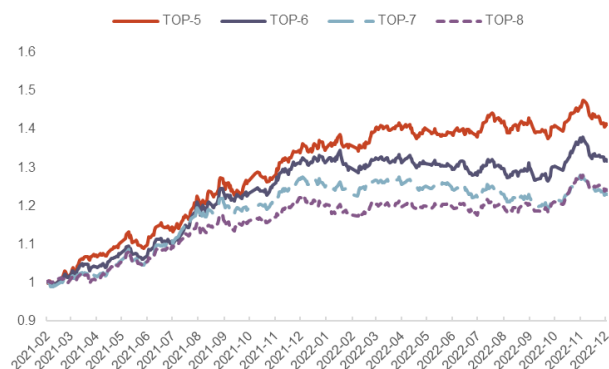
构建配置盘行业轮动发现，从收益率角度上看，TOP5 组合表现最佳；从风险角度上看，TOP8 组合由于更均衡的行业配置，整体净值波动较小，超额最大回撤较小。以每 6 周调仓一次的频率、每期选取 TOP-N 的行业个数构建配置盘行业轮动组合。在不考虑交易费率下，TOP-5 组区间收益 40.57%，年化超额收益 21.37%，超额夏普比率 2.37，超额最大回撤不足 5%。

图 55：配置盘不同 TOP 组合行业轮动-净值曲线



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.02.01-2022.12.02

图 56：配置盘不同 TOP 组合行业轮动-超额净值曲线



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.02.01-2022.12.02

表 16：配置盘行业轮动策略表现

评价指标	不考虑交易费率				交易费率双边 0.3%			
	TOP-5	TOP-6	TOP7	TOP-8	TOP-5	TOP-6	TOP7	TOP-8
区间收益率	40.57%	31.21%	22.47%	23.52%	38.94%	29.62%	21.09%	22.16%
年化收益率	<b>21.09%</b>	16.49%	12.06%	12.60%	20.29%	15.69%	11.35%	11.90%
年化波动率	20.29%	20.28%	20.01%	19.53%	20.30%	20.29%	20.02%	19.54%
夏普比率	1.04	0.81	0.60	0.65	1.00	0.77	0.57	0.61
日度胜率	54.61%	54.16%	55.28%	53.26%	54.38%	54.16%	55.28%	52.81%
最大回撤	22.35%	25.09%	25.65%	25.12%	22.51%	25.27%	25.79%	25.26%
年化超额收益率	<b>21.37%</b>	16.76%	12.33%	12.87%	<b>20.58%</b>	15.97%	11.61%	12.17%
超额夏普比率	<b>2.37</b>	1.95	1.62	1.87	<b>2.28</b>	1.86	1.52	1.77
超额最大回撤	4.78%	5.90%	6.67%	4.30%	4.82%	6.28%	7.01%	4.37%

资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.02.01-2022.12.02；注：比较基准为行业平均水平

### 3.5、行业轮动在 ETF 基金上的表现

为了更好的展现北向资金合成因子在行业轮动上表现,方便投资者在市场上应用该模型,我们选取了中信一级行业对应的 ETF 基金作为持仓对象进行回测。

#### 3.5.1、ETF 基金选取规则

**ETF 基金的选择遵循跟踪对应指数下,规模优先、费率优先。**

在选取 ETF 基金时,首选跟踪中信行业主题指数的 ETF 基金。当市场上并无直接跟踪该行业指数的基金时,对比并选取跟踪指数的成份权重及业绩走势跟踪与中信行业指数较近的指数基金。当存在多个跟踪相同指数的 ETF 基金时,综合考虑,优先选取基金成立时间早、规模较大及费率较低的 ETF 基金。

在上述规则下,为 26 个中信一级行业(剔除了商贸零售、纺织服装、综合、综合金融)选取了 24 个行业 ETF 基金。其中,轻工制造和消费者服务并未有合意的 ETF 基金。

当选取的 ETF 基金成立时间晚于配置时间时,利用跟踪指数的表现作为替代;当需配置未有合适指数和 ETF 基金的两个行业时,以对应行业表现作为替代。

**表 17: 选取的行业 ETF 基金一览**

行业名称	跟踪指数	跟踪指数名称	基金代码	基金简称
医药	000991.SH	全指医药	159938.OF	广发中证全指医药卫生 ETF
石油石化	000928.SH	中证 800 能源	159930.OF	汇添富中证能源 ETF
煤炭	399998.SZ	中证煤炭	515220.OF	国泰中证煤炭 ETF
有色金属	000819.SH	有色金属	512400.OF	南方中证申万有色金属 ETF
电力及公用事业	H30199.CSI	中证全指电力指数	159611.OF	广发中证全指电力公用事业 ETF
电力设备及新能源	399808.SZ	中证新能	516160.OF	南方中证新能源 ETF
建筑	399995.SZ	基建工程	516970.OF	广发中证基建工程 ETF
建材	931009.CSI	建筑材料	159745.OF	国泰中证全指建筑材料 ETF
机械	000812.CSI	细分机械	516960.OF	国泰中证细分机械设备产业 ETF
钢铁	930606.CSI	中证钢铁	515210.OF	国泰中证钢铁 ETF
汽车	H30015.CSI	中证 800 汽车	516110.OF	国泰中证 800 汽车与零部件 ETF
家电	930697.CSI	家用电器	159996.OF	国泰中证全指家电 ETF
农林牧渔	000949.CSI	中证农业	159825.OF	富国中证农业主题 ETF
非银行金融	H30035.CSI	300 非银	512070.OF	易方达沪深 300 非银 ETF
房地产	931775.CSI	中证全指房地产	512200.OF	南方中证全指房地产 ETF
电子	930652.CSI	CS 电子	159997.OF	天弘中证电子 ETF
通信	931160.CSI	通信设备	515880.OF	国泰中证全指通信设备 ETF
计算机	930651.CSI	CS 计算机	159998.OF	天弘中证计算机主题 ETF
传媒	399971.SZ	中证传媒	512980.OF	广发中证传媒 ETF
食品饮料	000815.CSI	细分食品	515170.OF	华夏中证细分食品饮料产业主题 ETF
基础化工	000813.CSI	细分化工	516020.OF	华宝中证细分化工产业主题 ETF
国防军工	399967.SZ	中证军工	512660.OF	国泰中证军工 ETF
银行	399986.SZ	中证银行	512800.OF	华宝中证银行 ETF
交通运输	399433.SZ	国证交运	159662.OF	南方国证交通运输行业 ETF
轻工制造	-	-	-	-
消费者服务	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据截至 2022.12.02

### 3.5.2、策略在 ETF 基金上的表现

以剔除四个行业后的中信一级行业平均表现作为行业基准，分别对交易盘和配置盘行业轮动策略在较优的参数下进行回测。当以 ETF 基金和作为购买资产进行行业轮动时，策略依旧可获得优异的表现。

在不考虑交易费率下，交易盘的行业 ETF 轮动策略在区间内实现了 22.54% 的收益，年化超额收益达 11.06%，超额夏普比率为 0.94。配置盘的行业 ETF 轮动策略在区间内的实现 30.73% 的收益率，年化超额收益 17.55%，超额夏普比率为 1.53。

图 57：交易盘双周-TOP5 策略在 ETF 基金上的净值曲线



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.01.04-2022.12.02

图 58：配置盘 6 周-TOP5 策略在 ETF 基金上的净值曲线



资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：2021.02.01-2022.12.02

表 18：行业轮动策略在 ETF 基金上的表现

评价指标	无交易费率		交易费率双边 0.3%	
	交易盘	配置盘	交易盘	配置盘
区间收益率	22.54%	30.73%	17.60%	29.52%
年化收益率	11.55%	16.25%	9.11%	15.64%
年化波动率	22.07%	21.07%	21.95%	20.99%
夏普比率	0.52	0.77	0.41	0.75
日度胜率	50.97%	53.48%	50.11%	53.48%
最大回撤	18.51%	24.04%	18.03%	24.11%
年化超额收益率	<b>11.06%</b>	<b>17.55%</b>	8.63%	16.94%
超额夏普比率	<b>0.94</b>	<b>1.53</b>	<b>0.73</b>	<b>1.49</b>
超额最大回撤	6.47%	5.78%	7.10%	5.91%

资料来源：港交所，Wind，光大证券研究所；数据区间：交易盘为 2021.01.04-2022.12.02，配置盘为 2021.02.01-2022.12.02；注：比较基准为行业平均水平

## 4、总结

近年来，北向资金在 A 股市场的重要性逐步提升。2022 年以来，“北水”波动加剧、备受市场瞩目。被誉为“聪明钱”的它，也不乏被利用进行择时和行业轮动策略的构建。

我们从市场覆盖度、影响力和交易行为特征出发，对北向资金托管机构进行细分，将北向资金拆解为“激流勇进”的交易盘和“细水长流”的配置盘，定期调整机构划分结果，以便更有效捕捉机构特征变化。

从总量角度上看，交易盘与配置盘表现大相径庭。配置盘资金持续保持净流入态势，交易盘资金体量大致不变，整体资金流向流量与市场行情走势较为相关。

行业配置方面，二者大同小异。从截面配置情况看，截至 2022 年 11 月 30 日，均偏好电力设备及新能源、食品饮料、医药和银行行业，较市场显著超配食品饮料和家电行业，低配非银行金融。从长期各自行业资金配比上看，交易盘资金不同市场热点下重点配置行业变化较快，配置盘则有明显的长期配置趋势。

北向资金短期内的资金流向转变及流量波动往往暗含着对市场中短期的投资机会看法，故关注**北向资金超额净流入**是关注其择时能力的重中之重。

从超额净流入视角看，**北向资金的阈值择时策略可以判断短期市场行情。拆解后交易盘的市场择时能力提升较显著**。交易盘资金更能捕捉波段行情并攫取较高收益，而不太受短期市场扰动的配置盘资金的择时策略能更稳定的获取收益。

从行业绝对配置比例变化出发构建北向行业净流入因子，北向资金在行业上的选择具备前瞻性，因子值 TOP 组与其他组之前存在显著分层，周和双周的行业轮动均可获得超额收益。

**北向交易盘和配置盘资金在不同频率下的行业轮动策略上各有优势**。二者在行业上的配置特点也印证了资金的划分逻辑，即交易盘在捕捉行业短期配置机会上超额收益显著，配置盘则更擅长长期价值投资。在以行业 ETF 基金作为基础资产时，交易盘和配置盘的行业轮动策略仍可获得超额收益。

**交易盘聚焦少数行业的短期市场投资机会**。相比于北向全口径资金，在剔除非重要及长期配置的部分资金后，交易盘资金在周及双周等短期行业轮动的收益上提升显著。另一方面，交易盘总体资金量不大，短期重点配置行业较为集中，建议投资者关注交易盘双周-TOP5 行业轮动组合。

**配置盘资金看重较为均衡的长期价值投资**。短期的行业轮动策略并不能为组合带来超额收益，其对行业配置收益需要更长的周期兑现。鉴于其存在潜在的反转效应，在因子构建上以剔除近一个月的资金流入的方式进行因子优化。在以 6 周调仓频率下，配置盘的行业 TOP-5 组合净值优势明显。

## 5、风险分析

报告结果均基于历史数据，历史数据存在不被重复验证的可能



## 行业及公司评级体系

评级		说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE