

外资行为散户化 (III) —— “配置型” VS “交易型” 选股能力因子化谁更强？



分析师及联系人

• 覃川桃

(8621)61118766

qinct@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490513030001

• 陈洁敏

(8621)61118706

chenjm5@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490518120005

MAIN POINTS OF REPORT

报告日期 2020-10-26
金融工程 专题报告

相关研究

- 《资金流跟踪系列二十八：外资行为“散户化”？（II）——“配置型”VS“交易型”谁是“Smarter Money”？》2020-10-10
- 《机构重仓因子构建》2020-09-30
- 《高频因子（九）：高频波动中的时间序列信息》2020-09-28

资金流跟踪

资金流跟踪系列三十：外资行为“散户化”？ （III）——“配置型”VS“交易型”选股能力 因子化谁更强？

● “配置型”VS“交易型”谁是“Smarter Money”

在结合托管机构持仓分布和交易特征后，大致将不同机构托管的资金区分为“配置型”和“交易型”，基于这个分类来看：行业动态配置上，从近期调整方向和幅度上看，“交易型资金”在此次短期调整博弈中表现出了更强的行业调整优选能力；净值表现上看，外资投行、港资券商和内资机构代表的“交易型资金”表现出更强的超额收益能力。

● “配置型”VS“交易型”：资金持有占比因子

对不同托管机构所持有的股票，以北上资金持有市值占个股自由流通市值的比例为指标进行分组，构建资金持有占比因子，从组别单调性、最优组 IC 及分年风险收益表现来进行比较。整体来看，因子分组靠前组别单调性尚可，2018 年均无超额收益；外资投行持有占比因子最优组多头收益最高，银行系配置型资金外资银行及港资银行最优组也有较好的超额收益表现，简单分成两类并不足以区分指标表现，建议关注机构细分持股变化。从最优组测算区间内年化收益率来看，多数在 10% 以内，并无较大超额。

● “配置型”VS“交易型”：资金净流入占比因子

对不同托管机构所持有的股票，以北上资金资金净流入占个股自由流通市值的比例为指标进行分组。整体看来，除港资券商外，其他四类机构资金净流入占比因子分组都呈现“U”型分布，一定程度上说明外资交易活跃度低的个股确实相对表现较为弱势，而头尾则无较大区分度；几类机构比较，外资银行资金净流入最低组别超额表现最好。

● 结合时序&截面比较：由“增量逻辑”转向“存量逻辑”

考虑到 17 年迄今的 3 年多时间内，北上资金体量得到了长足的发展，是否带来了“增量逻辑”到“存量逻辑”的状态变化？此处“存量逻辑”并不代表外资通过陆股通渠道进入 A 股市场已经到达上限，而是从微观角度上看，对于有些基于北上资金持有而定义的所谓“价值股”、“白马股”是不是达到对其持有比例的“上限”？

时序比较上看：机构资金净流入占比因子更多代表了边际变化，根据其分组的多数组别表现出在 2018 年和 2020 年超额收益上的分化，一般在 2018 年有大幅调整的组别往往在今年表现尚可，反之亦然；多数机构靠前组在今年超额收益显著强于第十组，一定程度上说明了当前相对于 2018 年市场状态有转变；截面比较上看：今年资金净流入占比因子靠前组超额收益显著高于资金持有占比因子，与时序上比较的结论一致，相对于静态持仓，当前选择资金净流入较高的个股能获取更高组合超额收益。比较结果也一定程度上说明了即使在较短时间区间内因子有效性在市场逻辑变化下也在发生一些变化，投资是一个动态的过程，需要结合整体大背景来判断单个指标当前适用性。

风险提示：

1. 本文所提供的托管机构分类方式仅供参考；
2. 本文所有测算均是基于历史数据并不代表未来走势。

目录

“配置型”VS“交易型”资金谁是“Smarter Money”?	5
“配置型”VS“交易型”：资金持有占比因子	5
基于资金持有占比因子的效果	6
港资券商	6
港资银行	7
外资投行	8
外资银行	9
内资机构	10
“配置型”VS“交易型”：资金净流入占比因子	11
基于资金净流入占比因子的效果	12
港资券商	12
港资银行	13
外资投行	14
外资银行	15
内资机构	16
资金持有占比因子 VS 资金净流入占比因子谁更强?	17
深入结构：北上资金有哪些变化?	18
时序比较：由“增量逻辑”转向“存量逻辑”	18
截面比较：由“配置主导”转向“交易主导”	20

图表目录

图 1：港资券商持有市值比例因子分组表现	6
图 2：港资券商持有市值比例因子 IC	6
图 3：港资银行持有市值比例因子分组表现	7
图 4：港资银行持有市值比例因子 IC	7
图 5：外资投行持有市值比例因子分组表现	8
图 6：外资投行持有市值比例因子 IC	8
图 7：外资银行持有市值比例因子分组表现	9
图 8：外资银行持有市值比例因子 IC	9
图 9：内资机构持有市值比例因子分组表现	10
图 10：内资机构持有市值比例因子 IC	10
图 11：港资券商资金净流入占比因子分组表现	12
图 12：港资券商资金净流入占比因子 IC	12
图 13：港资银行资金净流入占比因子分组表现	13
图 14：港资银行资金净流入占比因子 IC	13
图 15：外资投行资金净流入占比因子分组表现	14
图 16：外资投行资金净流入占比因子 IC	14

图 17: 外资银行资金净流入占比因子分组表现	15
图 18: 外资银行资金净流入占比因子 IC	15
图 19: 内资机构资金净流入占比因子分组表现	16
图 20: 内资机构资金净流入占比因子 IC	16
表 1: 港资券商持有市值比例因子各组风险收益表现	6
表 2: 港资券商持有市值比例因子分组最优组别的各类指标表现	6
表 3: 港资银行持有市值比例因子各组风险收益表现	7
表 4: 港资银行持有市值比例因子分组最优组别的各类指标表现	7
表 5: 外资投行持有市值比例因子各组风险收益表现	8
表 6: 外资投行持有市值比例因子分组最优组别的各类指标表现	8
表 7: 外资银行持有市值比例因子各组风险收益表现	9
表 8: 外资银行持有市值比例因子分组最优组别的各类指标表现	9
表 9: 内资机构持有市值比例因子各组风险收益表现	10
表 10: 内资机构持有市值比例因子分组最优组别的各类指标表现	10
表 11: 港资券商资金净流入占比因子各组风险收益表现	12
表 12: 港资券商资金净流入占比因子分组最优组别的各类指标表现	13
表 13: 港资银行资金净流入占比因子各组风险收益表现	13
表 14: 港资银行资金净流入占比因子分组最优组别的各类指标表现	14
表 15: 外资投行资金净流入占比因子各组风险收益表现	14
表 16: 外资投行资金净流入占比因子分组最优组别的各类指标表现	15
表 17: 外资银行资金净流入占比因子各组风险收益表现	15
表 18: 外资银行资金净流入占比因子分组最优组别的各类指标表现	16
表 19: 内资机构资金净流入占比因子各组风险收益表现	16
表 20: 内资机构资金净流入占比因子分组最优组别的各类指标表现	17
表 21: 港资银行资金净流入占比因子分组分年超额收益	18
表 22: 外资投行资金净流入占比因子分组分年超额收益	18
表 23: 外资银行资金净流入占比因子分组分年超额收益	19
表 24: 内资机构资金净流入占比因子分组分年超额收益	19
表 25: 几类机构资金持有占比因子和资金净流入占比因子分组分年超额收益	20
表 26: 几类机构资金持有占比因子和资金净流入占比因子分组分年超额收益	21

“配置型” VS “交易型” 资金谁是 “Smarter Money” ?

在上篇系列一中，对于北上资金进行了更为细致的拆解，根据托管机构特征和资金的交易特征将北上资金区分为“配置型”和“交易型”。在系列二中主要是从各类资金行业配置及组合净值表现两个方面来比较哪类资金才是更有跟随价值的“Smarter Money”。

行业动态配置：以最新一期各类机构在行业上的动态调整作为考察对象，结合 9 月份各个行业的表现，来看哪类机构在近期表现出较强的行业选择能力。9 月份整体来看涨幅靠前的 5 大行业有休闲服务、电气设备、汽车、家电及非银，而仅前面三大行业有绝对收益，电气设备是几大机构同步有较高幅度的加仓，汽车和休闲服务的配置出现了一定的分歧，**但是从本月调整方向和幅度上看，内资机构、外资投行和港资券商所代表的“交易型资金”在此次短期调整博弈中表现出了更强的行业调整优选能力。**

净值表现：通过测算各类机构的个股持仓构建投资组合并进行区间回测，得到组合净值表现来比较衡量各类机构中长期获取超额收益能力。测算区间为 2018 年 7 月至 2020 年 9 月，以沪深 300 走势作为比较基准，大体上看来，大盘调整区间内北上资金组合收益表现不及沪深 300，在 18 年下半年及今年一季度沪深 300 深度回调阶段都有明显表现；除此之外，北上资金组合相对沪深 300 指数有相对稳定的超额收益，其中外资投行组合表现最佳，近两年观察期内净值收益率达到 49.1%，超额沪深 300 逾 10%，港资券商与内资机构净值收益率分别达到 42.1%和 41.0%。**从净值表现上看，外资投行、港资券商和内资机构代表的“交易型资金”表现出更强的超额收益能力。**

“配置型” VS “交易型”：资金持有占比因子

在行业配置上由于资金有明显偏好尤其是在早期，大量配置型资金进入 A 股市场，以指数跟踪为目的决定了这些资金在行业上并无太大自主选择及灵活调整空间，但是在行业内部细分领域的分化机会或也值得关注，我们将放在系列后面进行详细分析测算。本篇关注于个股选择维度，使用各类托管机构资金持有占比及资金增量数据分别进行因子化，定量评估两类数据是否具备选股能力。

对不同托管机构所持有的股票，以北上资金持有市值占个股自由流通市值的比例为指标进行分组，按如下规则进行测算：

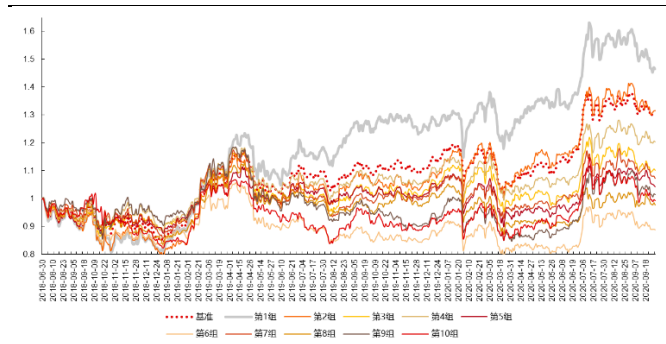
- 回测区间：2018 年 7 月至 2020 年 9 月
- 策略构建：以北上资金持有占比高低作为分组标准，分成 10 组，每月月底调整组合
- 组合内部个股按照北上资金持有市值加权，比较基准为沪深 300 指数

基于资金持有占比因子的效果

按照托管机构进行区分后，主要衡量各类机构持有市值比例因子的分组效果，从分组单调性、因子 IC 及最高组分年风险收益表现等维度来展开。

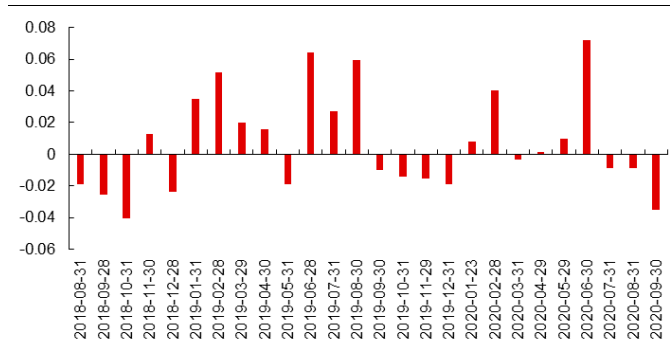
港资券商

图 1：港资券商持有市值比例因子分组表现



资料来源：天软科技，长江证券研究所

图 2：港资券商持有市值比例因子 IC



资料来源：天软科技，长江证券研究所

各组别在测算区间内的风险收益表现如下表所示：

表 1：港资券商持有市值比例因子各组风险收益表现

组别	年化收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
第 1 组	19.88%	6.38%	0.79	19.29%
第 2 组	13.95%	0.46%	0.56	20.89%
第 3 组	4.70%	-8.80%	0.22	18.56%
第 4 组	9.21%	-4.28%	0.42	15.99%
第 5 组	2.02%	-11.48%	0.10	19.42%
第 6 组	-5.50%	-19.00%	-0.26	25.36%
第 7 组	3.39%	-10.11%	0.16	20.93%
第 8 组	-1.12%	-14.62%	-0.05	22.73%
第 9 组	0.67%	-12.82%	0.03	28.59%
第 10 组	-0.35%	-13.85%	-0.02	21.40%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

第一组表现最优，各组之间具备较好单调性，靠前组别单调性较好，靠后组单调性相对较弱，第一组年化收益表现最佳，分年来看除 18 年未能跑赢基准，去年到今年相对于基准均有超额收益。

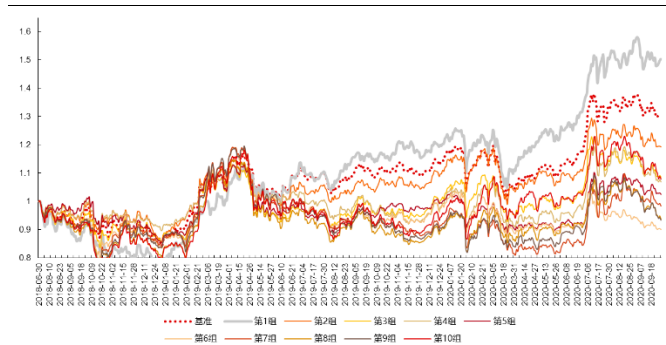
表 2：港资券商持有市值比例因子分组最优组别的各类指标表现

年份	收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
2018	-37.89%	-9.62%	-1.52	19.29%
2019	58.62%	17.05%	2.19	12.26%
2020	17.27%	0.80%	0.75	17.61%
全部区间	19.88%	6.38%	0.79	19.29%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

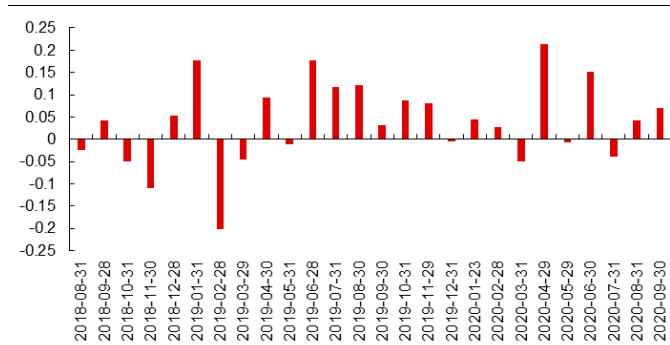
港资银行

图 3：港资银行持有市值比例因子分组表现



资料来源：天软科技，长江证券研究所

图 4：港资银行持有市值比例因子 IC



资料来源：天软科技，长江证券研究所

各组别在测算区间内的风险收益表现如下表所示：

表 3：港资银行持有市值比例因子各组风险收益表现

组别	年化收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
第 1 组	21.41%	7.91%	0.86	22.94%
第 2 组	8.74%	-4.75%	0.39	16.82%
第 3 组	3.96%	-9.53%	0.17	19.49%
第 4 组	3.22%	-10.28%	0.14	20.83%
第 5 组	1.13%	-12.36%	0.05	21.59%
第 6 组	-4.88%	-18.38%	-0.22	26.73%
第 7 组	-0.84%	-14.33%	-0.03	32.10%
第 8 组	-3.04%	-16.54%	-0.12	28.38%
第 9 组	-3.26%	-16.75%	-0.13	31.51%
第 10 组	3.64%	-9.86%	-0.02	26.65%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

与港资券商单调性表现较为类似，前五组分组单调性较强，后五组无单调性区分，且港资银行持股比例因子第一组超额收益表现显著强于后几组。第一组分年收益表现如下，18 年未能跑赢基准，年初至今的收益表现强于港资券商。

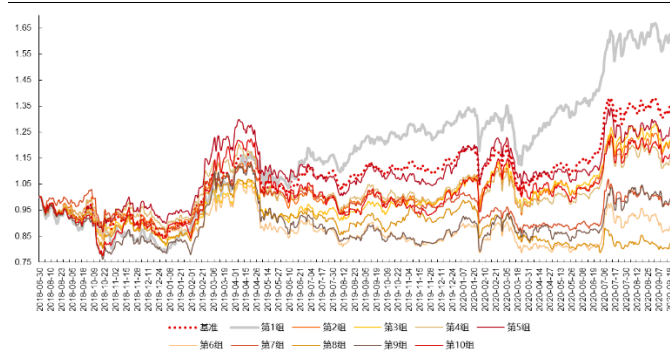
表 4：港资银行持有市值比例因子分组最优组别的各类指标表现

年份	收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
2018	-42.00%	-15.52%	-1.66	22.94%
2019	54.39%	13.60%	2.19	12.26%
2020	30.91%	12.44%	1.21	17.61%
全部区间	21.41%	7.91%	0.86	22.94%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

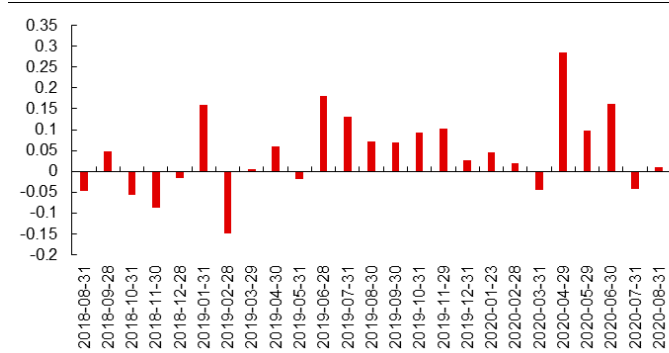
外资投行

图 5：外资投行持有市值比例因子分组表现



资料来源：天软科技，长江证券研究所

图 6：外资投行持有市值比例因子 IC



资料来源：天软科技，长江证券研究所

各组别在测算区间内的风险收益表现如下表所示：

表 5：外资投行持有市值比例因子各组风险收益表现

组别	年化收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
第 1 组	24.45%	10.95%	0.98	21.41%
第 2 组	7.69%	-5.80%	0.33	17.52%
第 3 组	8.12%	-5.38%	0.35	18.81%
第 4 组	4.83%	-8.67%	0.20	21.99%
第 5 组	9.62%	-3.88%	0.40	22.58%
第 6 组	-7.44%	-20.94%	-0.32	25.61%
第 7 组	-2.71%	-16.20%	-0.14	24.19%
第 8 组	-10.63%	-24.12%	-0.51	26.43%
第 9 组	-3.05%	-16.55%	-0.12	29.66%
第 10 组	4.90%	-8.60%	0.19	24.11%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

外资投行持股比例因子第一组表现同样显著强于后面组别，除第一组外其余组别均无超额收益。第一组分年收益表现上看，2019 年超额收益水平高于港资券商及港资银行第一组的同期表现。

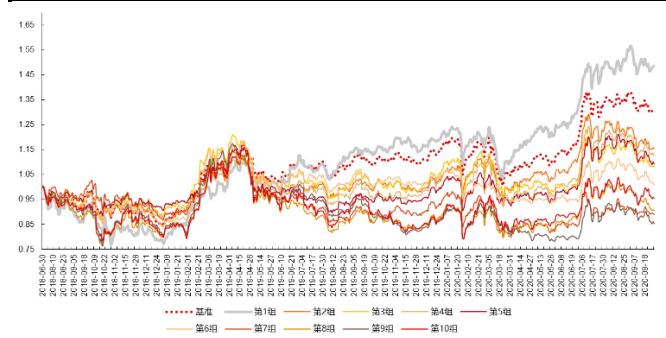
表 6：外资投行持有市值比例因子分组最优组别的各类指标表现

年份	收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
2018	-40.58%	-13.45%	-1.62	20.52%
2019	63.87%	20.67%	2.46	11.74%
2020	27.79%	9.95%	1.10	16.99%
全部区间	24.45%	10.95%	0.98	21.41%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

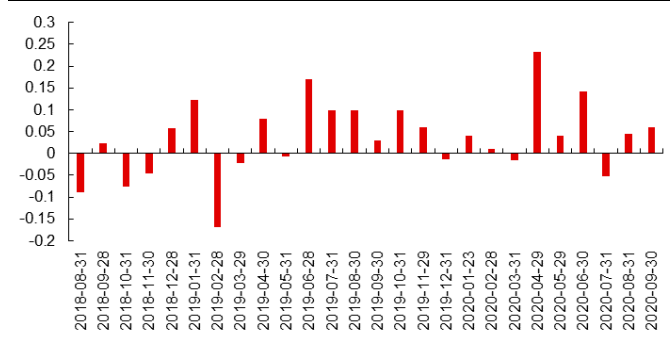
外资银行

图 7：外资银行持有市值比例因子分组表现



资料来源：天软科技，长江证券研究所

图 8：外资银行持有市值比例因子 IC



资料来源：天软科技，长江证券研究所

各组别在测算区间内的风险收益表现如下表所示：

表 7：外资银行持有市值比例因子各组风险收益表现

组别	年化收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
第 1 组	20.71%	7.22%	0.83	23.12%
第 2 组	7.04%	-6.46%	0.31	15.99%
第 3 组	3.60%	-9.89%	0.15	21.15%
第 4 组	5.82%	-7.67%	0.26	17.02%
第 5 组	4.28%	-9.22%	0.20	20.61%
第 6 组	0.38%	-13.12%	0.02	21.97%
第 7 组	-5.43%	-18.93%	-0.25	28.43%
第 8 组	-4.67%	-18.16%	-0.18	30.58%
第 9 组	-7.32%	-20.82%	-0.29	33.30%
第 10 组	-2.15%	-15.64%	-0.08	31.72%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

从分组收益上看，外资银行的组别单调性较好，同样也是第一组表现最优，且前面几组的收益率与港资银行对应组别较为接近，第一组分年收益表现如下所示：

表 8：外资银行持有市值比例因子分组最优组别的各类指标表现

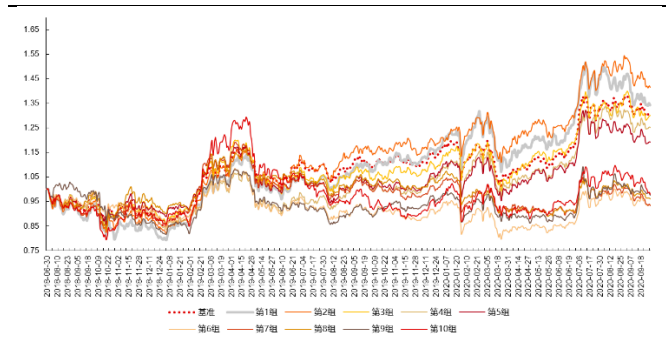
年份	收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
2018	-42.31%	-15.80%	-1.65	23.12%
2019	52.97%	12.62%	2.13	11.57%
2020	30.80%	12.45%	1.20	16.59%
全部区间	20.71%	7.22%	0.83	23.12%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

外资银行最高组分年收益表现与港资银行较为接近，两者持仓及交易偏好相似度较高，不过与外资投行相比，银行系代表的“配置型资金”在选股方面表现相对较弱。

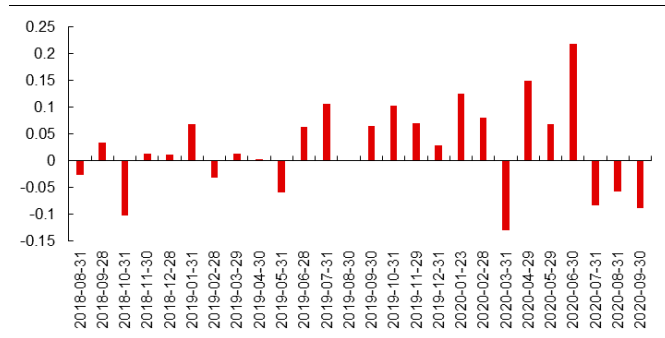
内资机构

图 9：内资机构持有市值比例因子分组表现



资料来源：天软科技，长江证券研究所

图 10：内资机构持有市值比例因子 IC



资料来源：天软科技，长江证券研究所

各组别在测算区间内的风险收益表现如下表所示：

表 9：内资机构持有市值比例因子各组风险收益表现

组别	年化收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
第 1 组	15.02%	1.53%	0.58	20.63%
第 2 组	17.93%	4.44%	0.73	17.93%
第 3 组	13.29%	-0.20%	0.56	18.25%
第 4 组	11.23%	-2.26%	0.47	16.37%
第 5 组	8.70%	-4.80%	0.37	19.81%
第 6 组	-3.15%	-16.64%	-0.15	26.76%
第 7 组	-3.29%	-16.78%	-0.16	25.00%
第 8 组	-1.90%	-15.40%	-0.09	23.78%
第 9 组	-1.20%	-14.69%	-0.05	20.75%
第 10 组	-0.98%	-14.48%	-0.04	32.74%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

内资机构各组别间单调性较强，靠后组也有明显区分度，因此内资机构持有比例较低的组别或需引起注意并适当规避。前两组比较，相对于基准均有超额收益，不过第二组超额收益略高于第一组，第二组分年收益表现如下：

表 10：内资机构持有市值比例因子分组最优组别的各类指标表现

年份	收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
2018	-34.88%	-5.83%	-1.51	17.74%
2019	44.90%	6.86%	1.81	14.60%
2020	23.07%	5.98%	0.94	15.61%
全部区间	17.93%	4.44%	0.73	17.93%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

分年来看，内资机构持有市值比例因子第二组在 18 年回撤相对于其他四类机构持股因子略小，去年到今年的超额收益幅度也小于其他四类最优组，从选股表现上看，在系列第一篇《外资行为“散户化”？（I）——如何识别“配置型”和“交易型”资金》中定

义的港资券商、外资投行和内资机构所代表的“交易型资金”在选股因子化的表现上还是有较明显差异的，需要分别跟踪。

“配置型” VS “交易型”：资金净流入占比因子

机构的持有比例属于一个相对静态的指标，会明显受到个股本身流通市值影响，整体上看还会受到基数较大的“配置型资金”的干扰。在基于北上资金数据进行测算和量化策略构建时，常遇到的一个问题是数据历史区间太短，即使从 14 年年底跟踪至今也只有短短不到 6 年的时间，而且在 17 年前，这部分数据只覆盖了沪股通通道上的个股并受到较低每日交易额度的限制；17 年迄今的 3 年多时间内，资金体量得到了长足的发展，这也带来了“增量逻辑”到“存量逻辑”的状态变化，此处的“存量逻辑”并不代表我们认为外资通过陆股通渠道进入 A 股市场已经到达资金上限，而是从微观角度上看，受到外资持股比例限制的政策影响，对于有些基于北上资金持有而定义的所谓“价值股”、“白马股”是不是持有比例已经到达了一个“上限”？因此，从“存量逻辑”出发或是更适合在当前市场状态下构建策略的思路。

基于资金净流入占比因子的效果

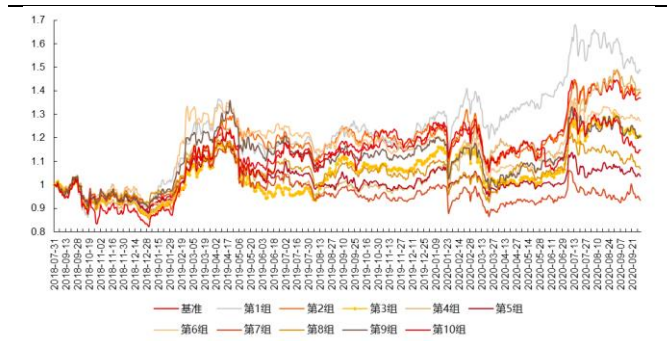
资金净流入是相对“持股比例”更能体现资金边际变化的动态指标，同样按照资金持有占比因子的构建方式，对五类机构的资金净流入进行因子化测算，从分组单调性效果、因子 IC 及组别分年风险收益表现来展开。

对不同托管机构所持有的股票，以北上资金资金净流入占个股自由流通市值的比例为指标进行分组，按如下规则进行测算：

- 回测区间：2018 年 7 月至 2020 年 9 月
- 策略构建：以资金净流入占比作为分组标准，分成 10 组，每月月底调整组合
- 组合内部个股按照北上资金持有市值加权，比较基准为沪深 300 指数

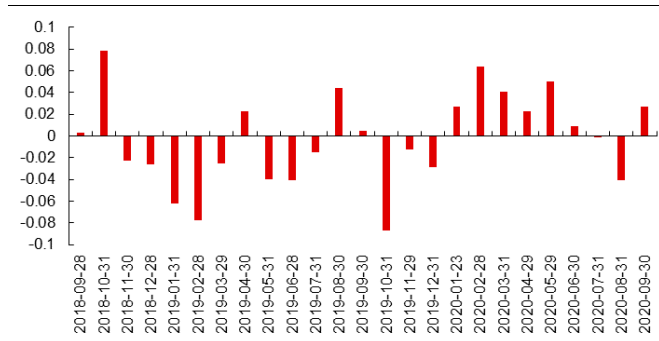
港资券商

图 11：港资券商资金净流入占比因子分组表现



资料来源：天软科技，长江证券研究所

图 12：港资券商资金净流入占比因子 IC



资料来源：天软科技，长江证券研究所

各组别在测算区间内的风险收益表现如下表所示：

表 11：港资券商资金净流入占比因子各组风险收益表现

组别	年化收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
第 1 组	21.72%	4.83%	0.85	19.12%
第 2 组	17.89%	1.00%	0.78	19.10%
第 3 组	9.79%	-7.10%	0.51	20.47%
第 4 组	18.21%	1.32%	0.81	23.19%
第 5 组	1.77%	-15.12%	0.18	20.24%
第 6 组	12.67%	-4.23%	0.63	24.90%
第 7 组	-3.32%	-20.22%	-0.04	25.89%
第 8 组	3.32%	-13.57%	0.25	22.44%
第 9 组	9.65%	-7.24%	0.49	27.88%
第 10 组	7.02%	-9.87%	0.38	19.40%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

从组别的单调性上看，整体单调性表现并不如港资券商持有比例因子，第一组表现最优，前面两组相对于基准均有超额收益表现，且横向比较，区间年化收益率高于港资券商持有比例因子，第四组和靠后组别单调性较弱，这种情况也在券商持有比例因子上有所体现。

表 12：港资券商资金净流入占比因子分组最优组别的各类指标表现

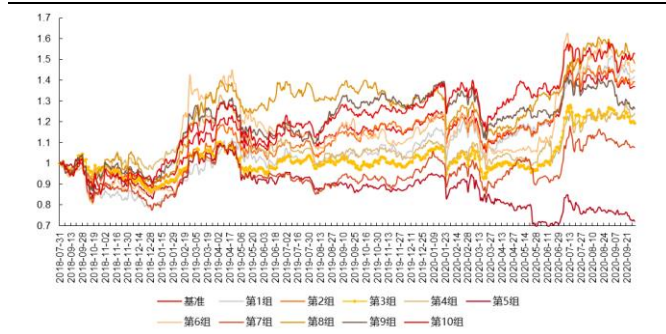
年份	收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
2018	-21.34%	9.38%	-0.69	15.22%
2019	36.05%	0.45%	1.38	19.12%
2020	24.56%	7.46%	0.93	15.23%
全部区间	21.72%	4.83%	0.85	19.12%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

分组表现最优的第一组分年表现上看，今年超额收益尚可，19 年表现并不如持股比例类因子。

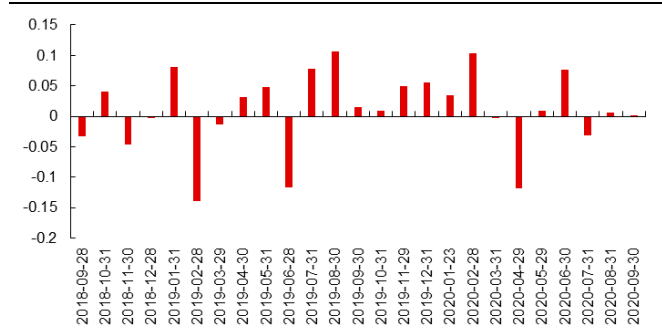
港资银行

图 13：港资银行资金净流入占比因子分组表现



资料来源：天软科技，长江证券研究所

图 14：港资银行资金净流入占比因子 IC



资料来源：天软科技，长江证券研究所

各组别在测算区间内的风险收益表现如下表所示：

表 13：港资银行资金净流入占比因子各组风险收益表现

组别	年化收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
第 1 组	18.90%	2.01%	0.79	22.84%
第 2 组	17.91%	1.02%	0.83	16.07%
第 3 组	9.26%	-7.63%	0.50	17.78%
第 4 组	11.37%	-5.53%	0.55	27.52%
第 5 组	-14.97%	-31.86%	-0.49	36.53%
第 6 组	20.05%	3.16%	0.75	30.18%
第 7 组	3.75%	-13.14%	0.27	23.64%
第 8 组	21.63%	4.73%	0.95	20.34%
第 9 组	12.31%	-4.59%	0.59	20.10%
第 10 组	23.46%	6.56%	0.95	17.47%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

港资银行的资金净流入占比因子分组单调性较弱，靠后组别反而能获取整体较高年化收益率，中间组别表现较弱，呈现“U”型特征。第十组整体表现最优，而从其分年表现来看，主要超额收益积累在 2018 年，即在 2018 年这种市场调整较大的阶段资金净流入

入较少表现出了“避风港”特征，但是在今年也有超额收益说明并不能将其作为市场调整阶段的规避风险类因子。

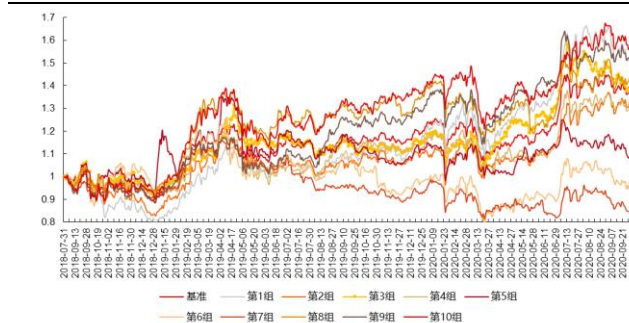
表 14：港资银行资金净流入占比因子分组最优组别的各类指标表现

年份	收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
2018	-19.27%	9.37%	-0.54	16.62%
2019	40.67%	3.22%	1.64	16.50%
2020	24.90%	8.04%	0.97	17.47%
全部区间	23.46%	6.56%	0.95	17.47%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

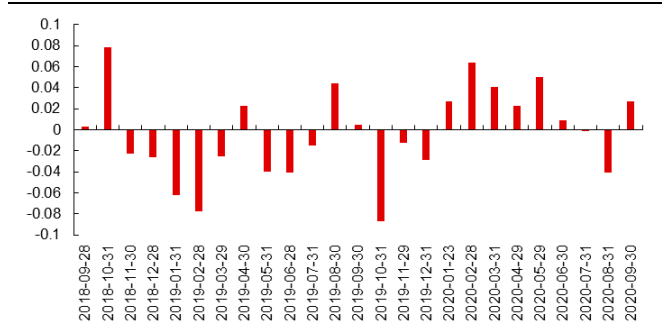
外资投行

图 15：外资投行资金净流入占比因子分组表现



资料来源：天软科技，长江证券研究所

图 16：外资投行资金净流入占比因子 IC



资料来源：天软科技，长江证券研究所

各组别在测算区间内的风险收益表现如下表所示：

表 15：外资投行资金净流入占比因子各组风险收益表现

组别	年化收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
第 1 组	23.07%	6.18%	0.90	23.73%
第 2 组	15.03%	-1.86%	0.67	20.84%
第 3 组	17.52%	0.63%	0.78	21.89%
第 4 组	13.36%	-3.53%	0.63	19.40%
第 5 组	3.88%	-13.01%	0.27	27.03%
第 6 组	-1.27%	-18.16%	0.09	36.93%
第 7 组	-8.03%	-24.92%	-0.27	29.82%
第 8 组	19.63%	2.74%	0.83	18.92%
第 9 组	23.08%	6.19%	0.98	17.44%
第 10 组	25.09%	8.20%	0.98	18.66%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

外资投行资金净流入占比因子表现出来的“U”型特征较港资银行更为明显，前五组单调性表现为净流入占比越高超额收益越丰厚，后五组则是相反，资金净流入占比越少或者说资金净流出占比越高的组别相对超额收益越多，中间资金交易不活跃的个股组别垫底。

表 16：外资投行资金净流入占比因子分组最优组别的各类指标表现

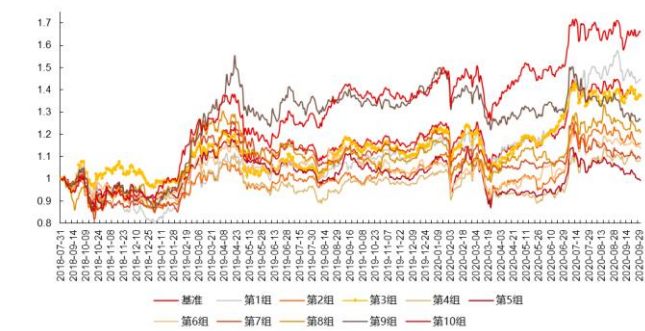
年份	收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
2018	-20.21%	11.35%	-0.63	12.99%
2019	50.38%	11.14%	1.86	18.46%
2020	16.51%	0.09%	0.72	18.66%
全部区间	25.09%	8.20%	0.98	18.66%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

分年来看，18 年、19 年外资投行资金净流入占比因子第十组都有较好超额收益表现，今年超额收益不明显。

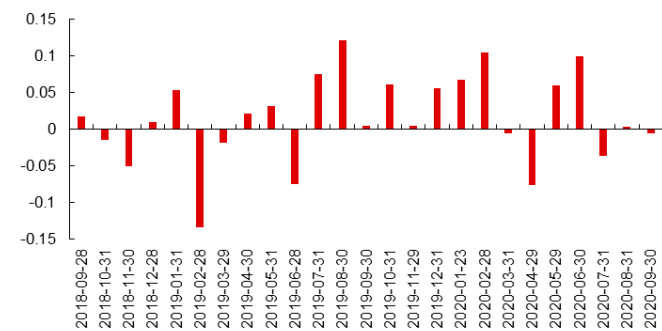
外资银行

图 17：外资银行资金净流入占比因子分组表现



资料来源：天软科技，长江证券研究所

图 18：外资银行资金净流入占比因子 IC



资料来源：天软科技，长江证券研究所

各组别在测算区间内的风险收益表现如下表所示：

表 17：外资银行资金净流入占比因子各组风险收益表现

组别	年化收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
第 1 组	20.28%	3.38%	0.84	23.66%
第 2 组	7.69%	-9.20%	0.43	19.70%
第 3 组	17.13%	0.24%	0.77	18.10%
第 4 组	4.01%	-12.88%	0.28	21.79%
第 5 组	-0.41%	-17.30%	0.09	26.02%
第 6 组	6.68%	-10.22%	0.39	20.73%
第 7 组	4.38%	-12.51%	0.30	21.35%
第 8 组	9.86%	-7.03%	0.49	24.51%
第 9 组	12.48%	-4.41%	0.58	21.52%
第 10 组	28.66%	11.76%	1.15	17.41%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

外资银行资金净流入占比因子第十组年化收益最高，有显著超额且回撤也最小。分年来看，近两年均有超额收益，不过今年并未超过对应的持股比例因子。前面组别虽然单调性尚可但是第一组和第十组年化收益率区别相对港资银行和外资投行两类机构资金流占比因子更大。

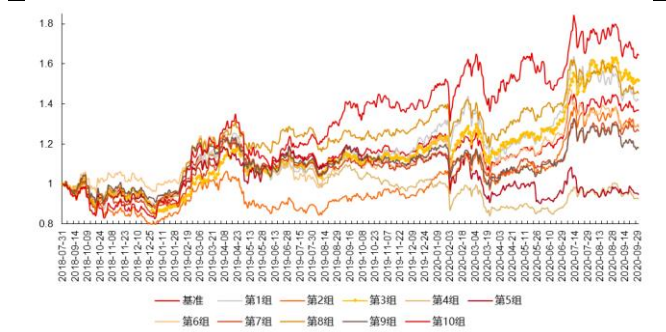
表 18：外资银行资金净流入占比因子分组最优组别的各类指标表现

年份	收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
2018	-42.18%	4.33%	-0.81	15.40%
2019	74.26%	18.45%	2.15	17.41%
2020	20.22%	8.73%	1.01	16.22%
全部区间	28.66%	11.76%	1.15	17.41%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

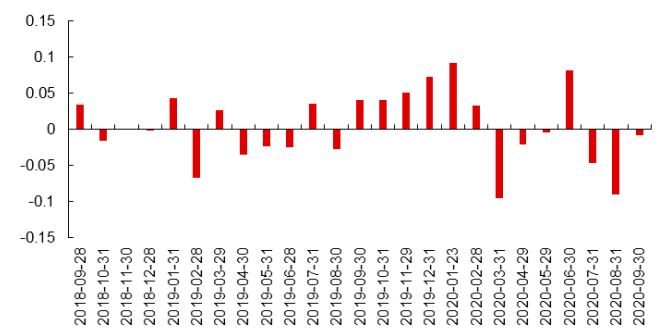
内资机构

图 19：内资机构资金净流入占比因子分组表现



资料来源：天软科技，长江证券研究所

图 20：内资机构资金净流入占比因子 IC



资料来源：天软科技，长江证券研究所

各组别在测算区间内的风险收益表现如下表所示：

表 19：内资机构资金净流入占比因子各组风险收益表现

组别	年化收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
第 1 组	19.08%	2.18%	0.76	22.09%
第 2 组	13.40%	-3.49%	0.62	20.54%
第 3 组	23.07%	6.18%	0.96	17.73%
第 4 组	-3.61%	-20.50%	-0.06	31.19%
第 5 组	-2.63%	-19.52%	0.03	24.56%
第 6 组	13.84%	-3.05%	0.67	20.84%
第 7 组	12.44%	-4.45%	0.63	17.57%
第 8 组	20.40%	3.51%	0.86	16.64%
第 9 组	8.67%	-8.22%	0.45	20.39%
第 10 组	28.06%	11.17%	1.01	20.55%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

内资机构的分组单调性较差，中间第四组和第五组表现最差，不过头尾几组年化收益率也没有规律。整体来看第十组超额收益最高，分年来看近两年均有超额收益，且均高于对应持有比例因子分年表现。

表 20：内资机构资金净流入占比因子分组最优组别的各类指标表现

年份	收益率	超额收益率	夏普比	最大回撤
2018	-42.18%	-13.54%	-0.81	16.74%
2019	74.26%	36.81%	2.15	20.55%
2020	20.22%	3.36%	1.01	17.31%
全部区间	28.06%	11.17%	1.15	20.55%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

资金持有占比因子 VS 资金净流入占比因子谁更强？

大体上看，从当前两类因子分组收益表现及最优组分年表现的比较中可以初步得到以下结论：

- 1) 基于机构资金流入占比因子的效果并没有达到我们预期，但是单纯从分组后最优组的年化收益上比较，机构资金流入占比因子最优组能获取与对应机构的持有占比因子相当甚至是更高的超额收益，是否仍说明资金流入这个边际指标更有效？我们认为当前全部区间的年化收益率比较并不足够去回答这个问题，分组分年比较更能说明资金背后的一些变化；
- 2) 简单从交易特征和持股特征上把不同托管机构资金划分到“配置型”和“交易型”两大类仍然不足以进行细致化的选股能力比较，不同托管机构下的资金表现出了选股能力上的差异；
- 3) 从资金净流入占比因子的表现上看，除港资券商外，其他四类机构资金净流入占比因子分组都呈现“U”型分布，一定程度上说明**外资交易活跃度低的个股确实相对表现较为弱势**。

深入结构：北上资金有哪些变化？

前序引入资金净流入占比因子时，我们认为其更能代表当前市场逻辑，但是从初步分组测算来看，一是在因子方向上，表现出了净流入占比最低组反而有较好表现，二是最优组别与对应机构的持有占比因子最优组别相比也并没有在当前如年初至今表现出更高的超额收益，这是否说明前面的说法并不成立？从更为细致的分组分年表现来回答这个问题。

时序比较：由“增量逻辑”转向“存量逻辑”

基于资金净流入占比因子的分组组别年化收益率代表了几年来综合下来的综合表现情况，除港资券商之外可以看下其他四类机构的资金净流入占比因子每一个组别的分年收益表现，如下所示。

表 21：港资银行资金净流入占比因子分组分年超额收益

超额收益率	2018	2019	2020	全部区间
第 1 组	-21.68%	5.08%	19.87%	2.01%
第 2 组	-5.36%	3.77%	2.62%	1.02%
第 3 组	-6.01%	-17.31%	3.67%	-7.63%
第 4 组	25.07%	-25.98%	1.60%	-5.53%
第 5 组	-12.64%	-26.40%	-46.83%	-31.86%
第 6 组	-10.42%	1.28%	16.29%	3.16%
第 7 组	-22.18%	-10.55%	-6.93%	-13.14%
第 8 组	7.55%	6.56%	0.45%	4.73%
第 9 组	6.02%	7.80%	-23.06%	-4.59%
第 10 组	9.37%	3.22%	8.04%	6.56%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

表现最优的第十组相对于第一组主要是在 18 年超额收益明显，但是在近两年超额收益不如第一组，尤其是在今年年初至今，第一组有显著的超额表现。

表 22：外资投行资金净流入占比因子分组分年超额收益

超额收益率	2018	2019	2020	全部区间
第 1 组	-18.19%	11.62%	20.72%	6.18%
第 2 组	-14.47%	-2.88%	10.10%	-1.86%
第 3 组	10.30%	-11.99%	9.42%	0.63%
第 4 组	5.08%	-11.69%	0.41%	-3.53%
第 5 组	7.96%	-15.18%	-22.80%	-13.01%
第 6 组	12.80%	-33.14%	-18.47%	-18.16%
第 7 组	3.90%	-34.34%	-30.66%	-24.92%
第 8 组	11.00%	12.21%	-12.37%	2.74%
第 9 组	-1.18%	11.45%	5.21%	6.19%
第 10 组	11.35%	11.14%	0.09%	8.20%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

外资投行资金净流入占比因子最优组同样是第十组，不过 2019 年分组靠后的三组同样表现出了较高的超额收益，今年分化开始明显，第一组超额收益最高。需要注意的是第一组在 18 年回撤较多，在上面港资银行资金净流入占比因子第一组中也有同样情况出现。

表 23：外资银行资金净流入占比因子分组分年超额收益

超额收益率	2018	2019	2020	全部区间
第 1 组	-17.94%	6.89%	17.62%	3.38%
第 2 组	-7.13%	-13.58%	-4.85%	-9.20%
第 3 组	20.18%	-15.04%	6.14%	0.24%
第 4 组	-6.38%	-20.14%	-8.04%	-12.88%
第 5 组	7.74%	-23.73%	-24.57%	-17.30%
第 6 组	0.73%	-20.00%	-5.48%	-10.22%
第 7 组	-6.44%	-0.66%	-27.28%	-12.51%
第 8 组	-0.68%	-9.67%	-7.94%	-7.03%
第 9 组	-3.69%	26.13%	-31.61%	-4.41%
第 10 组	4.33%	18.45%	8.73%	11.76%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

外资银行资金净流入占比因子分组的第十组整体超额收益最佳，每一年的超额收益较为稳定，第一组则主要也是在今年超额收益明显。

表 24：内资机构资金净流入占比因子分组分年超额收益

超额收益率	2018	2019	2020	全部区间
第 1 组	2.01%	0.33%	4.28%	2.18%
第 2 组	-19.72%	-13.46%	25.15%	-3.49%
第 3 组	-9.24%	2.57%	22.85%	6.18%
第 4 组	-1.53%	-22.22%	-29.40%	-20.50%
第 5 组	-2.44%	-9.71%	-38.00%	-19.52%
第 6 组	19.47%	-16.45%	-1.01%	-3.05%
第 7 组	-9.12%	-4.21%	-0.73%	-4.45%
第 8 组	-2.78%	15.23%	-4.67%	3.51%
第 9 组	7.28%	-10.83%	-14.77%	-8.22%
第 10 组	-13.54%	36.81%	3.36%	11.17%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

内资机构资金净流入因子的表现与其他几类也有一定区别，最高组整体表现不如第三组，在今年年初至今超额收益也较为微弱，不如第二组和第三组，但是与此相对第三组在 2018 年时也没有出现较大调整，反而是第十组在 18 年出现了深度回调。

分年的时序比较体现出了以下共同特征：

- 1) 机构资金净流入占比因子分组的多数组别表现出在 2018 年和 2020 年超额收益上的分化，一般在 2018 年有大幅调整的组别往往在今年表现尚可，反之亦然；

- 2) 即使是从分年来看，除了外资投行之外，其余三类都表现出了中间第四或五组每一年超额收益表现均较差的情况，再次确认了资金交易活跃度不高的个股组合相对而言表现较弱；
- 3) 从各类机构资金净流入占比因子分组组别今年超额收益来看，除内资机构，其余三类都是第一组的超额收益最高；外资投行和内资机构排名靠前的组别在今年超额收益绝对值较大，从边际变化上看，“交易型资金”参考价值或更高。

截面比较：由“配置主导”转向“交易主导”

时间序列上的比较说明了资金流净流入因子在市场逻辑变化下本身有效性在发生一些变化，投资是一个动态的过程，需要结合整体大背景来看单个指标的适用性。那么从截面上看，资金持有占比因子与资金净流入占比因子相比是否也有一些强弱转换？选择几类机构资金持有占比最优组和资金净流入占比因子今年超额收益最高组进行分年收益比较。

表 25：几类机构资金持有占比因子和资金净流入占比因子分组分年超额收益

托管机构	因子类型	2018	2019	2020	全部区间
港资银行	资金持有占比	-15.52%	13.60%	12.44%	7.91%
	资金净流入占比	-21.68%	5.08%	19.87%	2.01%
外资投行	资金持有占比	-13.45%	20.67%	9.95%	10.95%
	资金净流入占比	-18.19%	11.62%	20.72%	6.18%
外资银行	资金持有占比	-15.80%	12.62%	12.45%	7.22%
	资金净流入占比	-17.94%	6.89%	17.62%	3.38%
内资机构	资金持有占比	-5.83%	6.86%	5.98%	4.44%
	资金净流入占比	-19.72%	-13.46%	25.15%	-3.49%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

截面比较来看，今年资金净流入占比因子靠前组超额收益显著高于资金持有占比因子，与时序上比较的结论一致，相对于静态持仓，当前选择资金净流入较高的个股能获取更高组合超额收益。

选择几类机构资金持有占比和资金净流入占比因子最优组进行分年收益比较。

表 26：几类机构资金持有占比因子和资金净流入占比因子分组分年超额收益

托管机构	因子类型	2018	2019	2020	全部区间
港资券商	资金持有占比	-9.62%	17.05%	0.80%	6.38%
	资金净流入占比	9.38%	0.45%	7.46%	4.83%
港资银行	资金持有占比	-15.52%	13.60%	12.44%	7.91%
	资金净流入占比	9.37%	3.22%	8.04%	6.56%
外资投行	资金持有占比	-13.45%	20.67%	9.95%	10.95%
	资金净流入占比	11.35%	11.14%	0.09%	8.20%
外资银行	资金持有占比	-15.80%	12.62%	12.45%	7.22%
	资金净流入占比	4.33%	18.45%	8.73%	11.76%
内资机构	资金持有占比	-5.83%	6.86%	5.98%	4.44%
	资金净流入占比	-13.54%	36.81%	3.36%	11.17%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

并非因为当前市场逻辑偏向于存量就不需要关注资金持有占比因子，随着以后北上资金纳入 A 股的比例提升及 A 股上市公司不断增加，可以预见增量逻辑仍会在某些阶段有较强的体现，届时“配置需求”也将重新变为主导，需要动态的根据市场状态的变化选择恰当因子。同时，在 2018 年机构市场弱势，机构整体持仓难以战胜基准的背景下，资金净流入占比较低组别表现出了获取超额收益能力，但机构持仓比例低的组别在 18 年并未表现出同样特征，市场牛熊下是否也能选择出对应的较好的进攻类或避险类选股因子？可以后续持续跟踪。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10% 之间
中性：	相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间
减持：	相对大盘涨幅小于 -5%
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者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，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

