

基于资金流分化的 风格择时策略



分析师及联系人

- | | |
|-------------------|---------------------|
| • 覃川桃 | • 陈洁敏 |
| (8621)61118766 | (8621)61118706 |
| qinct@cjsc.com.cn | chenjm5@cjsc.com.cn |
| 执业证书编号: | 执业证书编号: |
| S0490513030001 | S0490518120005 |

MAIN POINTS OF REPORT

报告日期	2020-07-05
金融工程	专题报告

相关研究

- 《如何利用负面因子做指数增强？——高频因子篇》2020-07-01
- 《主动基金的优势何以得到强化？——长江金工2020年度中期投资策略》2020-06-30
- 《资金流跟踪系列十四：今时不同往日，创业板行业、风格变迁及改革推动》2020-06-28

资金流跟踪

资金流跟踪系列之十五：基于资金流分化的风格择时策略

● 北上资金是否具备风格择时能力？

前序报告对北上资金在大盘择时和行业景气判断上的能力进行了测算验证，而在后续资金流跟踪系列报告中也会对北上资金的整体流向、在行业 and 对应细分领域及重仓个股上配置的变化进行周度跟踪，较为高频的跟踪可以在板块或行业到达较高/低位置时进行辅助判断，关于这部分的应用可以参考历史相关报告：《资金流跟踪系列六：从四条线索来看科技强势反弹下风格切换能否持续》、《资金流跟踪系列十：资金流维度看大金融板块接下来有机会吗？》及《资金流跟踪系列十三：北上资金单日流量创历史新高记录，创业板受益多少？》。除此之外，在市场风格到达博弈的极点时，高估值 vs 低估值，价值 vs 成长，科技 vs 消费到底如何抉择？除了传统的技术（动量、反转、成分股涨跌幅等）、基本面（利率、信用利差等）指标，还有哪类可以作为风格切换的信号？本篇专题将从资金流维度考虑，将《资金流跟踪系列四：沪、深股通的资金流分化对市场风格切换的启示》中提到的沪、深股通资金流分化这一情况进行具体测算，来看此类策略在市场风格及板块配置上是否能获取显著的超额表现。构建四类共 11 种策略，大部分整体年化收益率均显著超过配置单一板块，是较好的风格择时参考维度。

● 如何基于外资的资金流分化构建风格择时策略？

对于北上资金在风格切换上的利用，从以下四类策略展开：

- 1) 资金流分化持续度指标：连续多日的资金分化是否代表风格形成？
- 2) 资金流分化的累计量：从成交净买入差额累计量出发，固定阶段内资金流分化累计到一定程度是否蕴含风格切换的信号？
- 3) 资金流分化的边际变化：抛开总量思维，边际资金流速的变化是否更能辅助预判接下来的方向？
- 4) 板块内个股信息：由上而下思路的补充，从微观的个股买卖上的变化出发是否能够较为领先的反映出资金的风格偏好？

● 当前市场怎么看？

今年 6 月份以来，首先是创业板屡创新高，接着低估值板块全面爆发，市场风格到了抉择的分岔口，从本报告跟踪的几类策略表现来看：短期来看，近几周北上资金大幅流入时均以沪股通净买入量占优，创业板指在前期较沪深 300 有大幅超额收益之势或不能持续；从中长期角度上看，今年表现最优的两类策略显示资金流分化的程度并未持续超过设定阈值，增持的个股数量上也未发出逆转信号，仍然有利于创业板配置。

风险提示：

1. 本报告测算内容均是基于历史数据并不保证未来表现；
2. 如无特殊说明报告中数据截止日期为 2020 年 6 月 30 日。

目录

北上资金是否具备风格择时能力？	5
持续度：连续多日的资金分化	10
策略一：连续 N 日两市资金流分化作为择时信号	10
策略二：连续 N 日资金流差额/两市资金流超过阈值	11
策略三：连续 N 日资金流差额/资金总量超过阈值	12
总量变化：阶段内两市资金总量分化	13
策略一：固定频率下的资金流分化作为择时信号	13
策略二：固定频率下资金净流入方向作为择时信号	14
策略三：固定频率下资金流差额/资金总量超过阈值	15
边际变化：板块上资金流变化	16
策略一：固定频率下两市资金边际增速作为择时信号	16
策略二：固定频率下板块资金边际增速作为择时信号	17
个股维度：两个板块上持股量变化	18
策略一：固定频率下板块增持的个股数量作为择时信号	18
策略二：固定频率下板块增持个股比例作为择时信号	19
策略三：固定频率下板块个股增持比例作为择时信号	20
当前市场怎么看？	21

图表目录

图 1：北上资金沪股通中行业平均持仓（%）	6
图 2：北上资金深股通中行业平均持仓（%）	6
图 3：北上资金沪股通中医药细分领域平均持仓（%）	6
图 4：北上资金深股通中医药细分领域平均持仓（%）	6
图 5：北上资金医药细分领域持仓变化（%）	6
图 6：北上资金食品饮料细分领域持仓变化（%）	6
图 7：北上资金沪股通在主要指数中持仓占比	7
图 8：北上资金深股通在主要指数中持仓占比	7
图 9：北上资金持仓占主要指数流通市值比（%）	7
图 10：北上资金持仓占主要指数流通市值比（%）	7
图 11：两市持仓流通市值加权	8
图 12：两市持仓市值加权 PE-TTM	8
图 13：沪、深股通成交净买入差额累计和指数比价	8
图 14：沪、深股通成交净买入差额（亿元）和指数比价（月度）	9
图 15：策略一最优参数下（N=5）净值表现与沪深 300、创业板指比较	10
图 16：策略二最优参数下（N=1, threshold=0.4）净值表现与沪深 300、创业板指比较	11
图 17：策略三最优参数下（N=3, threshold=0.3）净值表现与沪深 300、创业板指比较	12

图 18: 策略一最优参数下 (Frequency=周度) 净值表现与沪深 300、创业板指比较.....	13
图 19: 策略二最优参数下 (Frequency=日度) 净值表现与沪深 300、创业板指比较.....	14
图 20: 策略三最优参数下 (Frequency=周度, threshold=0.3) 净值表现与沪深 300、创业板指比较.....	15
图 21: 策略一最优参数下 (Frequency=月度) 净值表现与沪深 300、创业板指比较.....	16
图 22: 策略二最优参数下 (深股通, Frequency=日度) 净值表现与沪深 300、创业板指比较.....	17
图 23: 策略一最优参数下 (深股通, Frequency=日度) 净值表现与沪深 300、创业板指比较.....	18
图 24: 策略二最优参数下 (全部个股, Frequency=日度) 净值表现与沪深 300、创业板指比较.....	19
图 25: 策略三最优参数下 (深股通, Frequency=月度) 净值表现与沪深 300、创业板指比较.....	20
图 26: 今年 6 月份以来沪、深股通成交净买入差额和指数比价.....	21
表 1: 沪股通和深股通的交易特点 (截止 6 月 30 日)	5
表 2: 策略一最优参数下 (N=5) 的各类指标表现.....	11
表 3: 策略二最优参数下 (N=1, threshold=0.4) 的各类指标表现.....	12
表 4: 策略三最优参数下 (N=3, threshold=0.3) 的各类指标表现.....	12
表 5: 策略一最优参数下 (Frequency=周度) 的各类指标表现.....	13
表 6: 策略二最优参数下 (Frequency=日度) 的指标表现.....	14
表 7: 策略三最优参数下 (Frequency=周度, threshold=0.3) 的各类指标表现.....	15
表 8: 策略一最优参数下 (Frequency=月度) 的各类指标表现.....	16
表 9: 策略二最优参数下 (深股通, Frequency=日度) 的各类指标表现.....	17
表 10: 策略一最优参数下 (深股通, Frequency=日度) 的各类指标表现.....	18
表 11: 策略二最优参数下 (全部个股, Frequency=日度) 的各类指标表现.....	19
表 12: 策略三最优参数下 (深股通, Frequency=月度) 的各类指标表现.....	20
表 13: 各类策略的最新信号日及配置信号.....	21

北上资金是否具备风格择时能力？

前序报告《资金流跟踪系列：北上 vs 南下，行业配置将走向何方？》及《长江金工单行业基本面量化系列研究框架》中均对北上资金在大盘择时和行业景气判断上的能力进行了测算验证，而在后续资金流跟踪系列报告中也会对北上资金的整体流向、在行业 and 对应细分领域及重仓个股上配置的变化进行周度跟踪，较为高频的跟踪可以在板块或行业到达较高/低位置时进行辅助判断，关于这部分的应用可以参考以下相关报告：《资金流跟踪系列六：从四条线索来看科技强势反弹下风格切换能否持续》、《资金流跟踪系列十：资金流维度看大金融板块接下来有机会吗？》及《资金流跟踪系列十三：北上资金单日流量创次高记录，创业板受益多少？》。除此之外，在市场风格到达博弈的极点时，高估值 vs 低估值，价值 vs 成长，科技 vs 消费到底如何抉择？除了传统的技术（动量、反转、成分股涨跌幅等）、基本面（利率、信用利差等）指标，还有哪类可以作为风格切换的信号？本篇专题将从资金流维度考虑，将《资金流跟踪系列四：沪、深股通的资金流分化对市场风格切换的启示》中提到的沪、深股通资金流分化这一情况进行具体测算，来看此类策略在市场风格及板块配置上是否能获取显著的超额表现。

沪股通 VS 深股通

在 2014 年年底陆股通开启之初，只有沪股通渠道，也限制了外资只能参与上证 180、上证 380 成分股等范围内投资，彼时带来的增量资金体量、可投资的个股、行业及涉及到的风格都较为有限；16 年年底深股通开通，扩大了可投范围，也带来了更为丰富的行业风格配置选择，渠道的扩展带来的资金分化也蕴含了机构对于近些年来市场结构化行情的判断，从两个渠道上比较可以看到其在行业、板块、风格上的差异，本部分主要是做这块的基础内容的介绍。

表 1：沪股通和深港通的交易特点（截止 6 月 30 日）

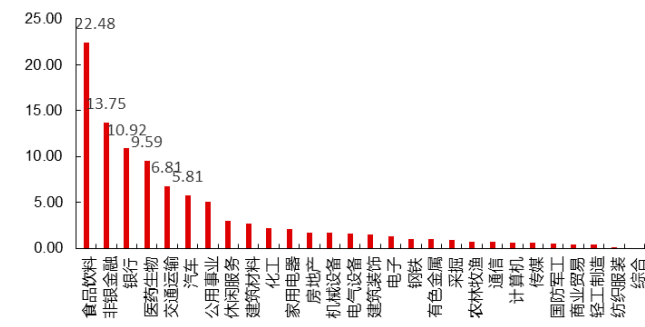
分类	沪股通	深股通
入场资格	无限制	深港通开通初期，深交所创业板参与者仅限于专业机构投资者
投资标的	上证 180 指数成份股；上证 380 指数成份股；A+H 股上市公司在上交所上市的 A 股	深证成分指数及深证中小创指数的成分股；成分股定期调整考察截止日前六个月 A 股日均市值不低于人民币 60 亿元（上市时间不足六个月的按照实际上市时间计算市值）；A+H 股上市公司在深交所上市的 A 股
每日投资额度	2014-11-17 每日额度 130 亿元；2016-08-16 取消总额度限制；2018-05-02 每日额度 520 亿元	2014-11-17 每日额度 130 亿元；2018-05-02 每日额度 520 亿元
持股数量	923 只	1222 只
可投资股票数量	938 只	1299 只
仅供卖出的个股	不再属于有关指数成份股；被实施风险警示；对应的 H 股不再在联交所挂牌买卖	不再属于有关指数成份股；市值经定期审核低于 60 亿元人民币；被实施风险警示；对应的 H 股不再在联交所挂牌买卖
是否可以卖空	可以；融资融券标的	可以；融资融券标的
个股持有限制	单一境外投资者持股比例不超过个股股份总数的 10%；所有境外持股比例不超过个股股份总数的 30%	

资料来源：上交所，深交所，联交所，长江证券研究所

行业、板块、风格分布差异

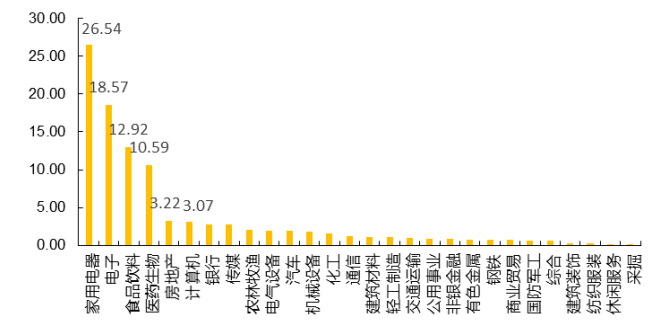
按照北上资金在两市上持有个股所在行业统计，分布特征如下：北上资金重仓行业中食品饮料、非银、银行主要是在沪市中，电子、家电则是在深股通中权重占比较高，医药在两市分布较为均匀。

图 1：北上资金沪股通中行业平均持仓 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

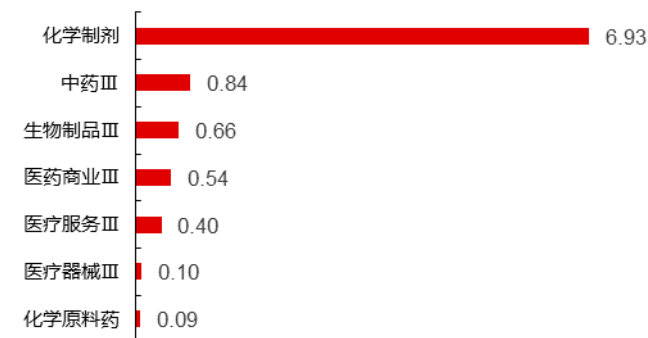
图 2：北上资金深股通中行业平均持仓 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

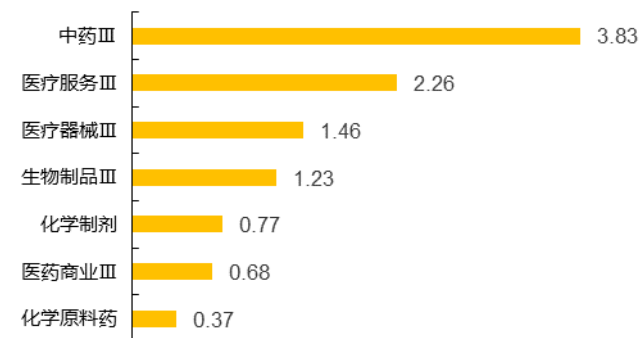
医药整体分布均匀但是细分领域在两市中的分布存在差异，沪股通中持仓权重较高的是化学制剂，深股通中中药及非药品板块医疗服务、医疗器械等平均持仓较高。

图 3：北上资金沪股通中医药细分领域平均持仓 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

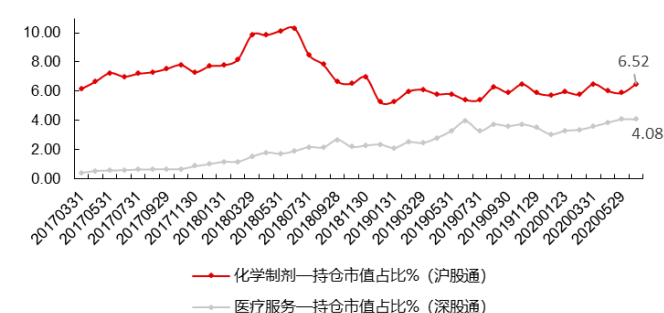
图 4：北上资金深股通中医药细分领域平均持仓 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

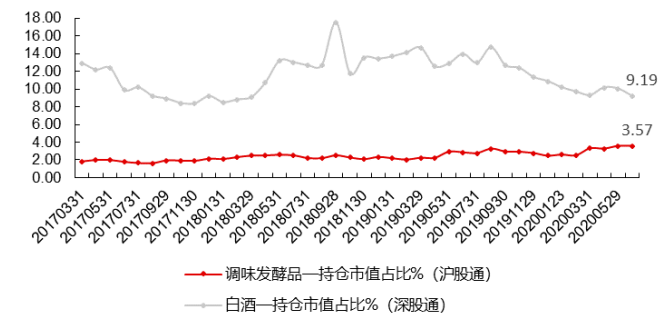
除了平均持仓之外，时间序列上看行业内细分领域也存在明显的趋势变化，医药中沪股通中化学制剂的仓位不断降低，深股通中医疗服务仓位逐年提升；食品饮料中调味品主要是在沪股通中，在一季度的权重占比也有提升，深股通中白酒持仓则是有所下滑。

图 5：北上资金医药细分领域持仓变化 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

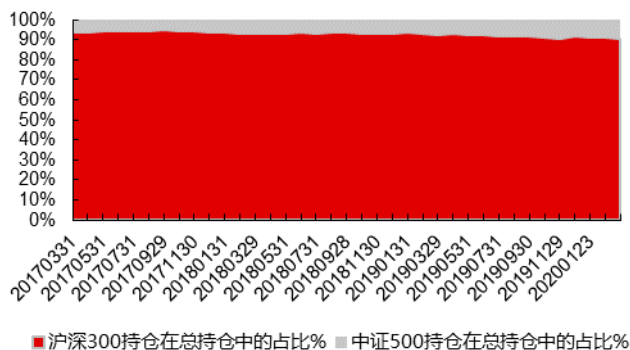
图 6：北上资金食品饮料细分领域持仓变化 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

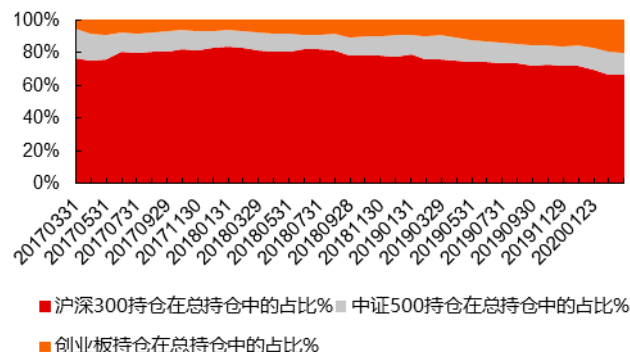
两市北上资金持仓在主要指数中持有市值占比分布如下所示，目前仍然集中在沪深 300 中，不过在中证 500 和创业板中占比呈上升趋势。深股通持有的创业板个股的流通市值占创业板总流通市值比例平均超过 60%，个股数量 200 只左右，以创业板中权重股为主。

图 7：北上资金沪股通在主要指数中持仓占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：北上资金深股通在主要指数中持仓占比

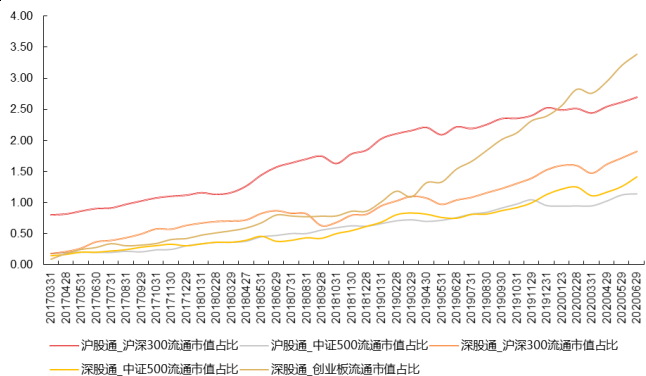


资料来源：Wind，长江证券研究所

从近些年北上资金持有市值占指数流通市值比例可以看到资金的变化趋势和资金流对各个主要指数的边际影响力。

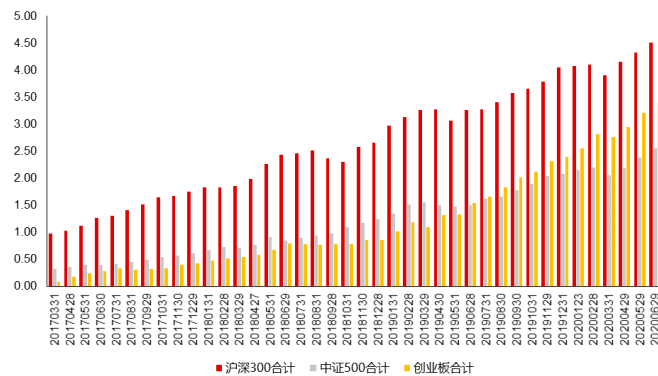
- 1) 整体上看，北上资金的主要持仓仍然是在沪深 300 成分股内，因此测算历史相关性资金流的总量和方向上的变化和沪深 300 指数走势的关联性最高；
- 2) 趋势变化上看，19 年以来，资金在创业板上的持仓占比边际增速最快，反映出北上资金中机构对于创业板板块的偏好；而创业板目前只限于专业机构投资者参与，也意味着一旦限制放开或将产生更多增量资金；

图 9：北上资金持仓占主要指数流通市值比 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

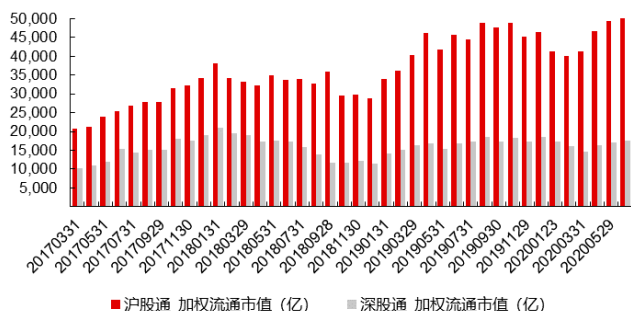
图 10：北上资金持仓占主要指数流通市值比 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

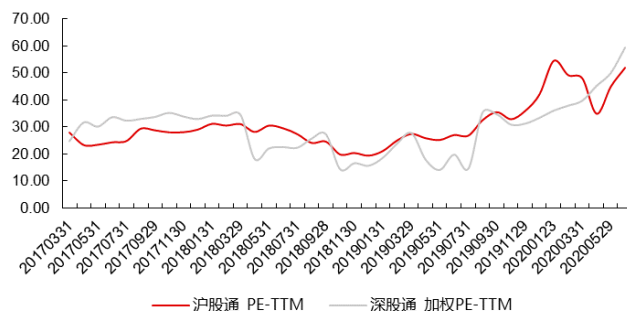
- 3) 从北上资金在两市持仓组合的风格上看，按照北上资金的持股市值进行估值和流通市值加权，沪股通更为偏向于大市值，两者整体估值水平相当，近阶段估值均呈现提升趋势；
- 4) 结合近些年来北上资金风格迁移，深股通的开通和资金持续净流入一定程度上解释了北上资金风格逐渐由低估值转向高成长的变化，我们也将后续报告中对北上资金风格迁移进行详细研究。

图 11：两市持仓流通市值加权



资料来源：Wind，长江证券研究所

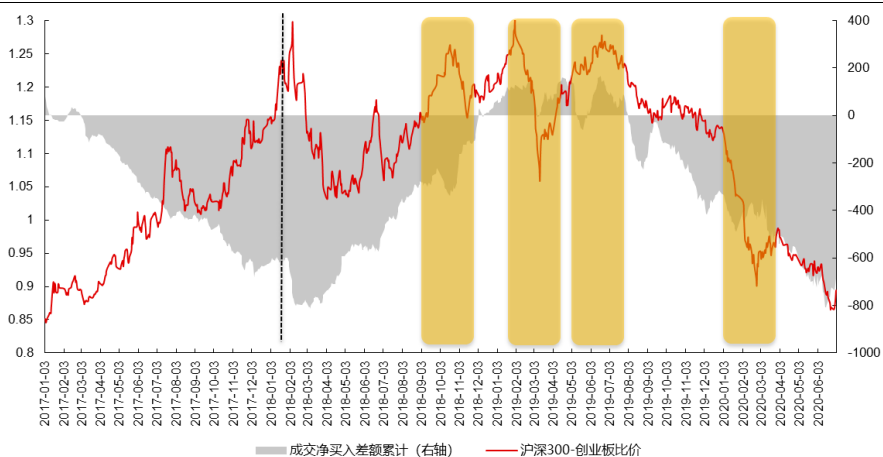
图 12：两市持仓市值加权 PE-TTM



资料来源：Wind，长江证券研究所

两市资金流分化和风格切换的表征

简单的以沪深 300-创业板比价来代表价值-成长风格的强弱，从 2017 年开始计算沪股通成交净买入与深股通成交净买入差值，以 100 亿元作为成交净买入差值的基数计算累计量图中以灰色阴影部分表示，2017 年参考性不强，主要是受到深股通刚开通投资者分散化配置需求而获得大量资金流入产生持续性的负成交净买入差，2018 年开始的几次较明显的沪深 300-创业板行情切换都对应对应着负成交净买入差，尤其是 2019 年以来这一相关性表现得更为明显。

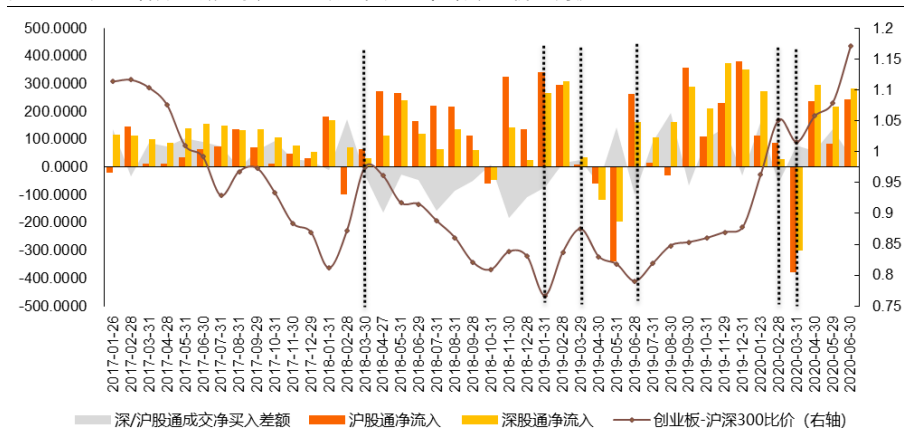
图 13：沪、深股通成交净买入差额累计¹和指数比价

资料来源：Wind，长江证券研究所

成交净买入差额累计图上包含有两类信息，首先从成交净买入差额的累计总量角度上看判断总量走势与指数比价的一致性，从 18 年下半年开始方向上一致性较强；其次，是看在指数比价拐点出现前累计量是否发生了边际上的变化，即北上资金是否能够领先于拐点出现资金流分化的信号，比较有代表性的是在 18 年年底创业板相对于沪深 300 有短暂的阶段性反弹前成交净买入差额负向加深，意味着阶段内资金更多流入深股通渠道。

¹ 从 2017 年 1 月份开始计算，设定 100 亿元为基数。

图 14：沪、深股通成交净买入差额（亿元）和指数比价（月度）



资料来源：Wind，长江证券研究所

除了累计量，高频跟踪中可以关注日、周、月度的成交净买入差额的变化，观察和风格切换的拐点是否一致。

图上直观观察到的结果显示：

- 1) 中长期维度上看，月度成交净买入差额在方向上具有一定的持续性，即符合机构资金中长线持有不会频繁进行切换的特征，对应的是市场主要风格一旦形成会延续一段时间。
- 2) 在形成了一段时间的正负趋势发生了方向发生变化时，拐点的变化往往和风格切换的时点较为一致，说明跟踪资金的方向确实对于判断市场风格切换有一定参考价值。
- 3) 使用月度差额指标往往对切换的判断并不具备领先性，多是同步或滞后特征；日度上看，连续几日持续的方向发生变化时也能对应着指数行情上的切换，使用日度数据或能构建更为及时的切换信号。

可以结合上面两类信息，构建不同类型的策略，来看从何角度的信息挖掘利用能够最大化北上资金在风格择时上的效果。

对于北上资金在风格切换上的利用，从以下四类策略展开：

- 1) 资金流分化持续度指标：连续多日的资金分化是否代表风格形成？
- 2) 资金流分化的累计量：从成交净买入差额累计量出发，固定阶段内资金流分化累计到一定程度是否蕴含风格切换的信号？
- 3) 资金流分化的边际变化：抛开总量思维，边际资金流速的变化是否更能辅助预判接下来的方向？
- 4) 板块内个股信息：由上而下思路的补充，从微观的个股买卖上的变化出发是否能够较为领先的反映出资金的风格偏好？

持续度：连续多日的资金分化

依据资金分化在日度上的持续性发生切换的特征，构建非定期调仓策略。

策略一：连续 N 日两市资金流分化作为择时信号

连续 N 日资金在沪、深两市发生资金流分化时，发出风格切换信号，否则进行等权配置，策略设置如下：

- 回测区间：考虑到 17 年数据参考价值不大，从 2018 年开始进行回测，区间为 2018/01/02~2020/06/30，日频数据
- 滞后天数：滞后一天
- 策略构建：若在过去 N 日持续出现当日成交净买入差（沪股通-深股通） <0 ，则配置创业板指；持续出现成交净买入差 >0 ，则配置沪深 300。持有指数至下一信号触发时点。
- 参数设置：N 设置区间为 [1, 2, 3, 4, 5]

图 15：策略一最优参数下（N=5）净值表现与沪深 300、创业板指比较



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

几个参数中当 $N=5$ 时策略效果最佳，各类指标表现如下：

表 2：策略一最优参数下 ($N=5$) 的各类指标表现

年份	收益率	沪深 300 收益率	创业板收益率	夏普比	最大回撤	胜率
2018	-12.42%	-27.43%	-30.55%	-0.50	23.51%	60%
2019	41.21%	37.25%	45.22%	1.79	17.88%	75%
2020	58.59%	0.70%	69.40%	1.99	17.74%	75%
全部区间	25.91%	0.23%	14.26%	1.03	0.24	70.59%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

策略整体下来年化收益率强于两个指数中较强者，不过主要超额收益积累于 2018 年，在近两年相对于创业板指并无超额收益。

策略二：连续 N 日资金流差额/两市资金流超过阈值

在策略一的基础上，不仅要求有连续的资金流分化，并且成交净买入差额需要满足一定的阈值，主要是考虑到在资金流入体量有较大区别的情况下分化的程度并不能通过成交净买入差额的绝对值比较看出。

- 策略构建：若在过去 N 日持续出现 $(\text{当日深股通成交净买入} - \text{当日沪股通成交净买入}) / \text{abs}(\text{当日深股通成交净买入} + \text{当日沪股通成交净买入}) > \text{threshold}$ ，则配置创业板指；持续出现 $(\text{当日沪股通成交净买入} - \text{当日深股通成交净买入}) / \text{abs}(\text{当日深股通成交净买入} + \text{当日沪股通成交净买入}) > \text{threshold}$ ，则配置沪深 300。持有指数至下一信号触发时点。
- 参数设置： N 设置区间为 $[1, 2, 3, 4, 5]$ ， $\text{threshold} = [0.3, 0.4, 0.5, 0.6]$ 。

图 16：策略二最优参数下 ($N=1$, $\text{threshold}=0.4$) 净值表现与沪深 300、创业板指比较



资料来源：Wind，长江证券研究所

几个参数中当 $N=1$, $\text{threshold}=0.4$ 时策略效果最佳, 各类指标表现如下:

表 3: 策略二最优参数下 ($N=1$, $\text{threshold}=0.4$) 的各类指标表现

年份	收益率	沪深 300 收益率	创业板收益率	夏普比	最大回撤	胜率
2018	-30.14%	-27.43%	-30.55%	-1.19	33.82%	48.61%
2019	80.08%	37.25%	45.22%	3.52	12.26%	58.73%
2020	48.94%	0.70%	69.40%	1.65	17.61%	57.14%
全部区间	24.28%	0.23%	14.26%	0.95	34.39%	54.12%

资料来源: Wind, 天软科技, 长江证券研究所

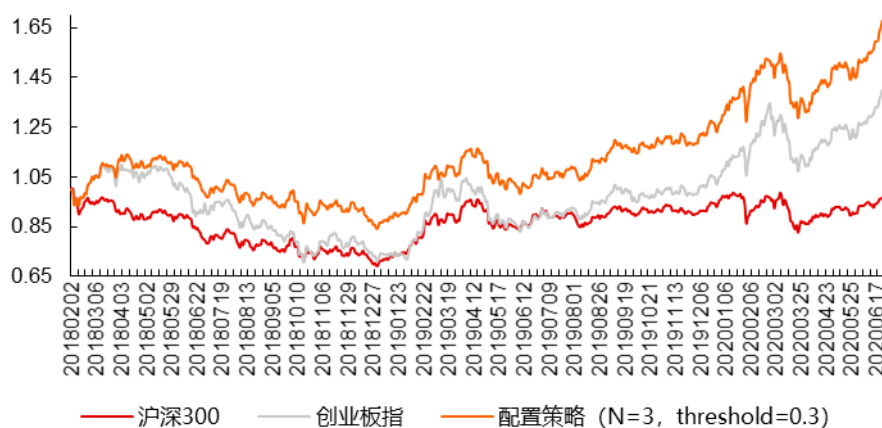
添加了阈值条件之后, 分年来看策略的表现与策略一有较大的区别, 整体下来年化收益率或不如策略一, 主要是受 2018 年拖累, 但在 2019 年表现十分突出。

策略三: 连续 N 日资金流差额/资金总量超过阈值

与策略二一样, 不仅要求有连续的资金流分化, 并且成交净买入差额需要满足一定的阈值, 但是此时比较的不仅是对应的板块上资金流入量, 而是当日整体资金净流入。

- 策略构建: 若在过去 N 日持续出现 $(\text{当日深股通成交净买入}-\text{当日沪股通成交净买入})/\text{abs}(\text{当日北上资金成交净买入}) > \text{threshold}$, 则配置创业板指; 持续出现 $(\text{当日沪股通成交净买入}-\text{当日深股通成交净买入})/\text{abs}(\text{当日北上资金成交净买入}) > \text{threshold}$, 则配置沪深 300。持有指数至下一信号触发时点。
- 参数设置: N 设置区间为 $[1, 2, 3, 4, 5]$, $\text{threshold} = [0.3, 0.4, 0.5, 0.6]$ 。

图 17: 策略三最优参数下 ($N=3$, $\text{threshold}=0.3$) 净值表现与沪深 300、创业板指比较



资料来源: Wind, 天软科技, 长江证券研究所

几个参数中当 $N=3$, $\text{threshold}=0.3$ 时策略效果最佳, 各类指标表现如下:

表 4: 策略三最优参数下 ($N=3$, $\text{threshold}=0.3$) 的各类指标表现

年份	收益率	沪深 300 收益率	创业板收益率	夏普比	最大回撤	胜率
2018	-17.15%	-27.43%	-30.55%	-0.70	24.77%	50.00%
2019	51.78%	37.25%	45.22%	2.33	15.50%	60.00%
2020	70.94%	0.70%	69.40%	2.36	16.74%	100.00%
全部区间	30.80%	0.23%	14.26%	1.23	26.05%	57.14%

资料来源: Wind, 天软科技, 长江证券研究所

综合下来效果强于前面两个策略，在每一年都强于两个基准指数中最优收益，尤其是在今年以来创业板收益强势的背景下仍然获取了相对创业板指的超额表现。不过综合此类逻辑下三个策略的分年效果比较，策略一在 2018 年表现最优，策略二在 2019 年表现最优，策略三在今年年初至今表现最佳，或表明在不同市场环境下观测的窗口和需满足的阈值条件带来的效果有所差异，但是整体而言都能获得显著的超额收益尤其是策略三，说明跟踪北上资金连续多日的资金流分化有参考意义。

总量变化：阶段内两市资金总量分化

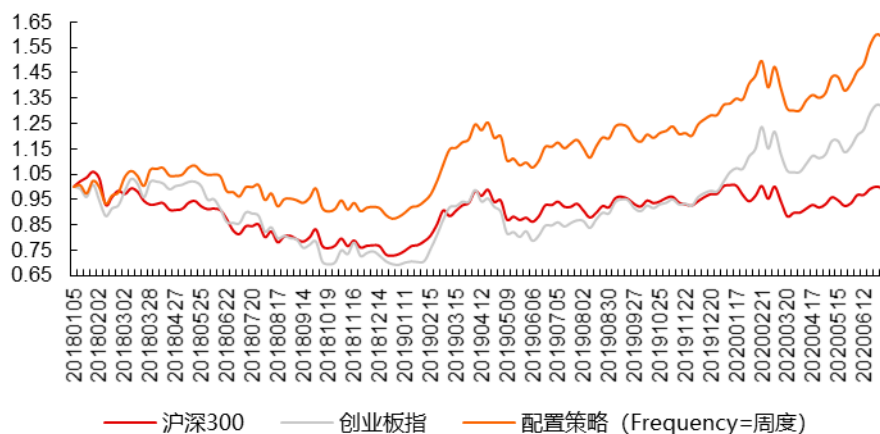
不定期的调整或产生较高的跟踪成本，尤其是日频上或由于某些阶段信号频繁而导致较高换手率，因此除了基于较为高频的当前资金分化量，固定周期内总量的变化也可以作为风格择时的信号。

策略一：固定频率下的资金流分化作为择时信号

固定频率下根据资金成交净买入差额的方向进行配置，基础策略构建如下：

- 回测区间：2018/01/02~2020/06/30，分别测试日频、周频、月频
- 滞后天数：滞后一天
- 策略构建：若期间内成交净买入差（沪股通-深股通）<0，则配置创业板指至下一调仓日期；若期间内成交净买入差>0，则配置沪深 300 至下一调仓日期；其余情况等权配置。
- 参数设置：调仓频率 Frequency 设置区间为【日频调仓，周频调仓，月频调仓】。

图 18：策略一最优参数下（Frequency=周度）净值表现与沪深 300、创业板指比较



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

几个参数中当 Frequency=周度时策略效果最佳，各类指标表现如下：

表 5：策略一最优参数下（Frequency=周度）的各类指标表现

年份	收益率	沪深 300 收益率	创业板收益率	夏普比	最大回撤	胜率
2018	-13.13%	-27.43%	-30.55%	-0.58	19.37%	52.00%
2019	47.87%	37.25%	45.22%	2.43	14.17%	70.59%
2020	47.75%	0.70%	69.40%	1.99	13.09%	65.38%
全部区间	24.18%	0.23%	14.26%	1.09	19.37%	62.20%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

策略一整体年化收益率与第一类策略中连续 N 日资金流差额/两市资金流超过阈值的效果接近，但是分年来看，主要收益是在 2018 年，2019 年相对两个指数也有超额收益但是弱于上面的对比策略，今年也并未跑赢创业板指。

策略二：固定频率下资金净流入方向作为择时信号

在策略一的基础上加上更为严苛的条件，从资金流分化的字面上来看，将资金在两市的净流入方向相反时作为风格择时的信号，策略构建如下：

- 策略构建：若期间内深股通总成交净买入>0，沪股通总成交净买入<0，则配置创业板指至下一调仓日期；若期间内沪股通总成交净买入>0，深股通总成交净买入<0，则配置沪深 300 至下一调仓日期；其余情况等权配置。
- 参数设置：调仓频率 Frequency 设置区间为 [日频调仓，周频调仓，月频调仓]。

图 19：策略二最优参数下（Frequency=日度）净值表现与沪深 300、创业板指比较



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

几个参数中当 Frequency=日度时策略效果最佳，各类指标表现如下：

表 6：策略二最优参数下（Frequency=日度）的指标表现

年份	收益率	沪深 300 收益率	创业板收益率	夏普比	最大回撤	胜率
2018	-28.59%	-27.43%	-30.55%	-1.18	29.85%	46.70%
2019	55.19%	37.25%	45.22%	2.50	14.57%	52.56%
2020	32.86%	0.70%	69.40%	1.19	17.48%	55.86%
全部区间	12.58%	0.23%	14.26%	0.52	29.85%	50.87%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

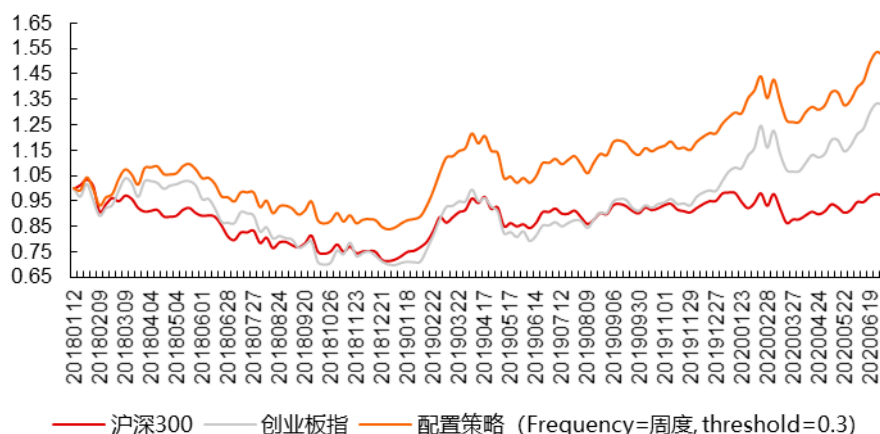
在 2018 年及今年以来表现效果均不佳，整体年化收益率不如创业板指，说明在当前资金整体偏向于净流入背景下进行较为严苛的资金流分化要求并不能产生较好的效果。

策略三：固定频率下资金流差额/资金总量超过阈值

同样参考第一类资金流分化持续度策略中相对增量的概念，在阶段内成交净买入差额累计量比上两市资金净流入超过阈值时进行风格切换，策略构建如下：

- 策略构建：若期间内(深股通成交净买入-沪股通成交净买入)/abs(深股通成交净买入)>threshold，则配置创业板指至下一调仓日期；若期间内(沪股通成交净买入-深股通成交净买入)/abs(沪股通成交净买入)>threshold，则配置沪深 300 至下一调仓日期；其余情况等权配置。
- 参数设置：调仓频率 Frequency 设置区间为 [日频调仓，周频调仓，月频调仓]，threshold = [0.3, 0.4, 0.5, 0.6]。

图 20：策略三最优参数下（Frequency=周度，threshold=0.3）净值表现与沪深 300、创业板指比较



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

几个参数中当 Frequency=周度，threshold=0.3 时策略效果最佳，各类指标表现如下：

表 7：策略三最优参数下（Frequency=周度，threshold=0.3）的各类指标表现

年份	收益率	沪深 300 收益率	创业板收益率	夏普比	最大回撤	胜率
2018	-17.27%	-27.43%	-30.55%	-0.74	23.52%	48.98%
2019	46.06%	37.25%	45.22%	2.21	15.99%	66.67%
2020	50.75%	0.70%	69.40%	2.21	12.53%	65.38%
全部区间	21.62%	0.23%	14.26%	0.96	23.52%	59.52%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

整体效果略差于不加阈值条件的策略一，主要是 2018 年效果与策略一的差距较大，但是在今年年初至今效果则略强于策略一。

边际变化：板块上资金变化

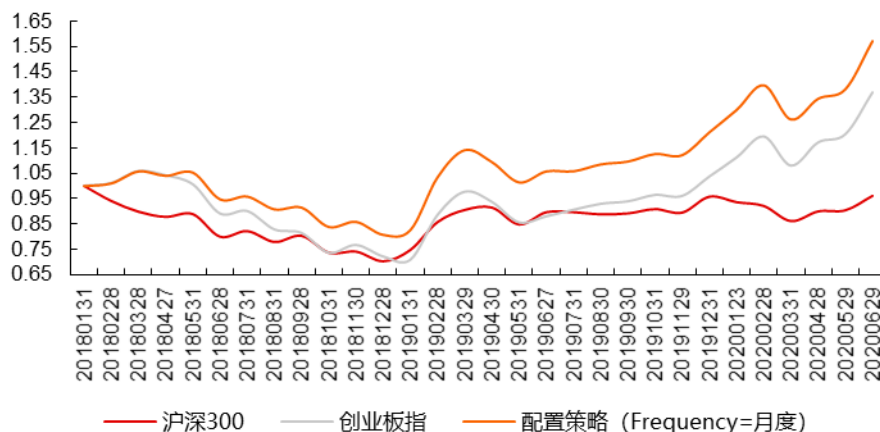
前面两类策略均是从一定周期内资金流分化的绝对量变化展开，抛开总量思维，边际资金流速的变化是否更能辅助预判接下来的方向？考虑在一定期间内北上资金在沪深300、创业板中的边际流速发生分化，构建以下策略。

策略一：固定频率下两市资金边际增速作为择时信号

在固定周期下，比较两市上资金流边际增速，定义资金边际流速为：期间内成交净买入/陆股通开通以来累积成交净买入，构建策略如下：

- 回溯区间：2018/01/02~2020/06/30，分别测试日频、周频、月频
- 择时类型：定期择时
- 滞后天数：均滞后一天
- 策略构建：若期间内资金在沪股通上的边际流速>深股通上的边际流速，且沪股通上的边际流速>0，则配置沪深300指至下一调仓日期，若期间内资金在沪股通上的边际流速<深股通上的边际流速，且深股通上的边际流速>0，则配置创业板至下一调仓日期；其余情况等权配置。
- 参数设置：调仓频率 Frequency 设置区间为 [日频调仓，周频调仓，月频调仓]。

图 21：策略一最优参数下（Frequency=月度）净值表现与沪深300、创业板指比较



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

几个参数中当 Frequency=月度时策略效果最佳，各类指标表现如下：

表 8：策略一最优参数下（Frequency=月度）的各类指标表现

年份	收益率	沪深300 收益率	创业板收益率	夏普比	最大回撤	胜率
2018	-20.82%	-27.43%	-30.55%	-1.32	23.50%	54.55%
2019	49.72%	37.25%	45.22%	1.83	11.06%	75.00%
2020	58.95%	0.70%	69.40%	2.38	9.64%	83.33%
全部区间	23.53%	0.23%	14.26%	0.94	23.50%	68.97%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

边际变化下月频的效果最好，相对于之前的几类策略考量的周期相对较长，从效果上看近两年较好，不过今年至今并未跑赢创业板指。

策略二：固定频率下板块资金边际增速作为择时信号

除了考虑外资在沪、深两市上资金流的分化，更为直接的方式是将北上资金在沪深 300 和创业板两个板块上的资金流入进行比较作为风格择时信号，构建策略如下：

- 策略构建：若期间内资金在创业板上的边际流速>沪深 300 上的边际流速，则配置创业板指至下一调仓日期，若期间内资金在创业板上的边际流速<沪深 300 上的边际流速，则配置沪深 300 至下一调仓日期；其余情况等权配置。
- 参数设置：用于计算信号的股票池 universe = [北上全部持仓个股，深股通持仓个股]，调仓频率 Frequency 设置区间为 [日频调仓，周频调仓，月频调仓]。

图 22：策略二最优参数下（深股通，Frequency=日度）净值表现与沪深 300、创业板指比较



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

深股通中包含了沪深 300 和创业板成分股因此单独以深股通持股作为股票池测算效果，几个参数中当 universe = 深股通，Frequency = 日度时策略效果最佳，各类指标表现如下：

表 9：策略二最优参数下（深股通，Frequency=日度）的各类指标表现

年份	收益率	沪深 300 收益率	创业板收益率	夏普比	最大回撤	胜率
2018	-27.22%	-27.43%	-30.55%	-1.11	26.87%	45.81%
2019	55.46%	37.25%	45.22%	2.42	15.00%	52.99%
2020	48.04%	0.70%	69.40%	1.62	18.06%	57.66%
全部区间	16.98%	0.23%	14.26%	0.68	27.81%	51.05%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

在 2018 年效果不佳，基本上与沪深 300 收益相当，近两年效果也并不突出，整体来看并没有沪、深股通两个渠道的资金流分化作为信号的效果好。

个股维度：两个板块上持股量变化

除了前面三类由上而下维度把握资金流分化的特征外，还可以从板块内个股增减持变化出发构建择时策略。

策略一：固定频率下板块增持的个股数量作为择时信号

考虑在两个板块内增持个股的数量差异，由于北上资金的持股周期一般较长，一旦发生买卖具有一定的持续性，因此增减持个股一旦发生分化或会产生量变导致质变的结果，根据增持个股的数量构建如下策略：

- 回溯区间：2018/01/02~2020/06/30，分别测试日频、周频、月频
- 择时类型：定期择时
- 滞后天数：均滞后一天
- 策略构建：若期间内在沪深 300 增持的个股数量>在创业板上增持的个股数量，则配置沪深 300 至下一调仓日期；若期间内在沪深 300 增持的个股数量<在创业板上增持的个股数量，则配置创业板指至下一调仓日期；其余情况等权配置。
- 参数设置：用于计算信号的股票池 universe = [北上全部持仓个股，深股通持仓个股]，调仓频率 Frequency 设置区间为 [日频调仓，周频调仓，月频调仓]。

图 23：策略一最优参数下（深股通，Frequency=日度）净值表现与沪深 300、创业板指比较



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

几个参数中当 universe = 深股通，Frequency = 日度时策略效果最佳，各类指标表现如下：

表 10：策略一最优参数下（深股通，Frequency=日度）的各类指标表现

年份	收益率	沪深 300 收益率	创业板收益率	夏普比	最大回撤	胜率
2018	-27.19%	-27.43%	-30.55%	-0.95	34.33%	46.90%
2019	45.54%	37.25%	45.22%	1.75	20.43%	51.71%
2020	72.46%	0.70%	69.40%	2.22	20.12%	60.36%
全部区间	18.50%	0.23%	14.26%	0.65	34.33%	51.49%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

整体年化收益率表现上来看并不是特别突出，但是今年以来的收益表现是目前几个策略中最佳的，随着北上资金对于 A 股两市覆盖率的提升，个股维度信号的有效性加强。

策略二：固定频率下板块增持个股比例作为择时信号

在策略一的基础上考虑北上资金在板块内持有个股的总量上有一定差异，尤其是早期沪深 300 中持有个股绝对数量显著大于创业板上的持有量，以两个板块上持股数量作为分母，比较数量增加比例的差异，构建如下策略：

- 策略构建：若期间内在沪深 300 增持的个股比例 > 在创业板上增持的个股比例，则配置沪深 300 至下一调仓日期；若期间内在沪深 300 增持的个股比例 < 在创业板上增持的个股比例，则配置创业板指至下一调仓日期；其余情况等权配置。
- 参数设置：用于计算信号的股票池 universe = [北上全部持仓个股，深股通持仓个股]，调仓频率 Frequency 设置区间为 [日频调仓，周频调仓，月频调仓]。

图 24：策略二最优参数下（全部个股，Frequency=日度）净值表现与沪深 300、创业板指比较



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

几个参数中当 universe = 全部个股，Frequency = 日度时策略效果最佳，各类指标表现如下：

表 11：策略二最优参数下（全部个股，Frequency=日度）的各类指标表现

年份	收益率	沪深 300 收益率	创业板收益率	夏普比	最大回撤	胜率
2018	-21.03%	-27.43%	-30.55%	-0.83	29.40%	45.13%
2019	50.77%	37.25%	45.22%	2.19	14.80%	52.14%
2020	25.96%	0.70%	69.40%	0.88	16.82%	55.86%
全部区间	14.59%	0.23%	14.26%	0.57	30.34%	50.09%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

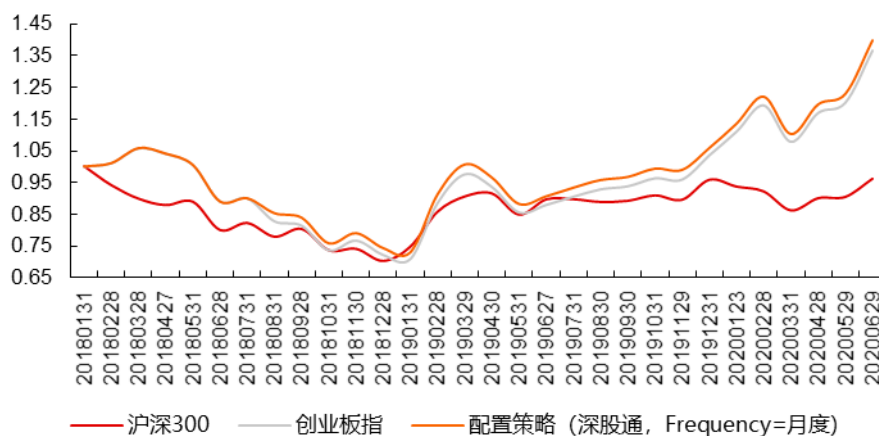
同构建策略时猜想一致，确实在早期 18、19 年时由于板块上个股持有总量的差异，使用数量比例提升作为信号能够对策略一做出较好的改善效果，但是今年以来收益率显著下滑，指标择时效果不佳，并不适用于当前环境下的风格择时。

策略三：固定频率下板块个股增持比例作为择时信号

从个股数量绝对和相对提升角度上看有一定的参考价值，不过在个股上的资金量分配或有差异不能单纯通过数量变化体现，因此可以从个股增持的资金量即增持资金量相对于个股本身流通市值来看比较在两市上的个股增持比例，构建如下策略：

- 策略构建：若期间内在沪深 300 增持的个股平均增持比例 > 在创业板上增持的个股平均增持比例，则配置沪深 300 至下一调仓日期；若期间内在沪深 300 增持的个股平均增持比例 < 在创业板上增持的个股平均增持比例，则配置创业板指至下一调仓日期；其余情况等权配置。
- 参数设置：用于计算信号的股票池 universe = [北上全部持仓个股，深股通持仓个股]，调仓频率 Frequency 设置区间为 [日频调仓，周频调仓，月频调仓]。

图 25：策略三最优参数下（深股通，Frequency=月度）净值表现与沪深 300、创业板指比较



资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

几个参数中当 universe = 深股通，Frequency = 月度时策略效果最佳，各类指标表现如下：

表 12：策略三最优参数下（深股通，Frequency=月度）的各类指标表现

年份	收益率	沪深 300 收益率	创业板收益率	夏普比	最大回撤	胜率
2018	-28.01%	-27.43%	-30.55%	-1.62	29.73%	36.36%
2019	42.45%	37.25%	45.22%	1.52	12.39%	66.67%
2020	63.89%	0.70%	69.40%	2.53	9.64%	83.33%
全部区间	16.43%	0.23%	14.26%	0.63	31.00%	58.62%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

两市上个股增持比例指标相较而言信号触发频率低，跟踪的周期较长，在 2018 年效果不佳，今年以来效果尚可。

当前市场怎么看？

各个策略当前信号总结，今年回测表现最好的两个策略（相对于沪深 300 和创业板指均有超额收益）在 3 月中下旬发出配置创业板指信号后至今没有发生信号的变化，其余有 8 个策略则均在 6 月下旬相继发出由创业板指切换至沪深 300 的信号，个股维度的策略三信号周期较长，在 19 年年底发出配置创业板指策略后当前也无新信号。

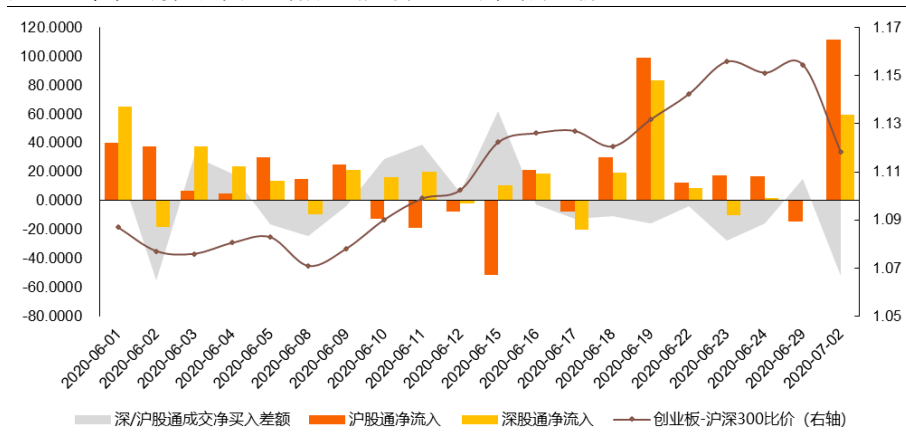
表 13：各类策略的最新信号日及配置信号

策略类型	策略分组	当前配置	信号日	全部区间年化收益率	今年以来年化收益率
持续度	策略一	沪深 300	2020-06-23	25.91%	58.59%
	策略二	沪深 300	2020-06-18	24.28%	48.94%
	策略三	创业板指	2020-03-11	30.80%	70.94%
总量变化	策略一	沪深 300	2020-06-24	24.18%	47.75%
	策略二	沪深 300	2020-06-24	12.58%	32.86%
	策略三	沪深 300	2020-06-24	21.62%	50.75%
边际变化	策略一	沪深 300	2020-03-31	23.53%	58.95%
	策略二	沪深 300	2020-06-29	16.98%	48.04%
	策略一	创业板指	2020-03-24	18.50%	72.46%
个股维度	策略二	沪深 300	2020-06-29	14.59%	25.96%
	策略三	创业板指	2019-11-29	16.43%	63.89%

资料来源：Wind，天软科技，长江证券研究所

6 月份以来，高频的数据跟踪来看，近几周北上资金大幅流入时均以沪股通净买入量占优，从短期上看，创业板指在前期较沪深 300 有大幅超额收益之势或不能持续；但是中长期角度上看，资金流分化并未持续超过设定阈值，增持的个股数量上也未发出逆转信号，仍然有利于创业板配置。

图 26：今年 6 月份以来沪、深股通成交净买入差额和指数比价



资料来源：Wind，长江证券研究所

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。

