



Research and
Development Center

基于陆股通席位持仓构建选股策略

陆股通专题系列之一

2021 年 04 月 07 日

张雨蒙 分析师
执业编号: S1500520080001
联系电话: +86 15000734462
邮箱: zhangyumeng@cindasc.com



证券研究报告

金融工程研究

量化专题报告

张雨蒙 分析师

执业编号: S1500520080001

联系电话: +86 15000734462

邮箱: zhangyumeng@cindasc.com

乐威 联系人

执业编号: S15005xxxxxxx

联系电话: +86 13871494693

邮箱: yuewei@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

基于陆股通席位持仓构建选股策略

2021年04月07日

- 陆股通中的香港中央结算系统参与者主要分为五类: 结算结构参与者、托管商参与者、直接结算参与者、股份质押参与者、香港中央结算有限公司。其中, 直接结算参与者在中央结算系统中的占比最大(约91.09%), 以券商类机构为代表, 编码B开头, 代表机构有高盛(亚洲)证券有限公司。
- 本报告基于陆股通增持比及机构席位因子, 构建如下三种选股策略:
- 策略一: 根据个股前R名机构席位平均增持速率指标, 构建选股策略, 组合累计盈利198.53%, 年化收益率26.55%, 夏普比率0.71, 相对沪深300表现较优。
- 策略二: 根据陆股通增持比因子选股, 每期选取指标最大的前5只股票构建TOP5组合, 该组合全历史年化收益45.17%、夏普比率1.52, 显著高于全样本组合(年化收益24.26%、夏普比率1.01)和沪深300(年化收益12.22%、夏普比率0.58)。
- 策略三: 在策略二基础上, 加入机构席位增持比例条件, 缩小选股池范围, 加入该因子后, TOP5的全历史年化收益59.49%、夏普比率2.11, 显著高于原始组合(年化收益45.17%、夏普比率1.52)、全样本组合(年化收益30.67%、夏普比率1.23)和沪深300(年化收益12.22%、夏普比率0.58)。
- 风险因素: 新冠疫情恶化、中国经济超预期下滑, 金融监管政策收紧, 资本市场波动对基金影响的不确定性等。



目 录

| | |
|-------------------------------|----|
| 一、陆港股通概述及运作机制 | 4 |
| 1. 陆股通概述 | 4 |
| 2. 港股通概述 | 4 |
| 3. 运作机制 | 4 |
| 4. 北向资金对 A 股的影响 | 9 |
| 二、策略一：基于前 R 名机构席位平均增持速率构建选股策略 | 11 |
| 1. 策略构建 | 11 |
| 2. 参数 | 11 |
| 3. 回测方法 | 11 |
| 4. 回测结果 | 11 |
| 5. 策略一组合风险收益指标 | 12 |
| 三、策略二：基于陆股通增持比因子选股 | 14 |
| 1. 策略构建 | 14 |
| 2. 参数 | 14 |
| 3. 回测方法 | 14 |
| 4. 回测结果 | 14 |
| 四、策略三：策略二基础上加入机构席位扩散条件 | 17 |
| 1. 策略构建 | 17 |
| 2. 参数 | 17 |
| 3. 回测方法 | 17 |
| 4. 回测结果 | 17 |
| 五、风险因素 | 21 |

表 目 录

| | |
|--|----|
| 表 1: 陆股通中的中央结算系统参与者 | 7 |
| 表 2: 陆股通、港股通股票交易范围（以沪股通为例） | 8 |
| 表 3: 陆股通股票交易披露义务及持股限制 | 9 |
| 表 4: 陆股通股票交易的汇率安排 | 9 |
| 表 5: 陆股通与 QFII/QDII 对比 | 10 |
| 表 6: 过去 N 日陆股通和买入 H 只个股参数取不同值时，组合收益率分布 | 12 |
| 表 7: 策略一组合风险收益指标 | 13 |
| 表 8: 策略一近期选股（调仓频率：15 个交易日） | 13 |
| 表 9: 策略二风险收益指标 | 16 |
| 表 10: 策略二分年收益 | 16 |
| 表 11: 策略三风险收益指标 | 19 |
| 表 12: 策略三分年收益 | 19 |
| 表 13: 策略三 TOP5 组合历史选股 | 19 |

图 目 录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图 1: 陆港股通运作机制（以沪股通为例） | 5 |
| 图 2: 不同类型中央结算系统参与者占比（以陆股通为例） | 7 |
| 图 3: 沪港通政策大事记 | 8 |
| 图 4: 北向资金累计流入 A 股市场金额（单位：亿元） | 10 |
| 图 5: 北向资金持股股票数量 | 10 |
| 图 6: 外资持有 A 股市值（单位：亿元） | 10 |
| 图 7: 策略一组合净值 | 12 |
| 图 8: 策略一组合收益统计（调仓频率：15 个交易日） | 13 |
| 图 9: 策略二分组回测净值：组 5 表现最优 | 15 |
| 图 10: 策略二 TOP5 组合净值 | 15 |
| 图 11: 策略三分组净值 | 18 |
| 图 12: 策略三 TOP5 组合净值 | 18 |
| 图 13: 策略三 TOP5 组合选股日后一个季度平均收益 | 20 |



一、陆股通概述及运作机制

1. 陆股通概述

2014年4月10号，香港证券及期货事务监察委员会与中国证券监督管理委员会，原则上批准开展沪港股票交易互联机制（沪港通）。中国结算、香港中央结算有限公司（下称“香港结算”）采取直连的跨境结算方式，相互成为对方的结算参与人，实现A股与港股市场的资金相互流动。深港通采取与沪港通相类似的机制的模式推出。其中，沪港通分为沪股通和港股通两部分，深港通分为深股通和港股通两部分。沪股通与深股通合称“陆股通”，陆股通可划分为两类：

沪股通：沪股通于2014年11月17日推出，是指投资者委托香港经纪商，经由港交所设立的证券交易服务公司，向上交所进行申报（买卖盘传递），买卖规定范围内的上交所上市的股票。

深股通：深股通于2016年12月5日推出，深股通是指香港投资者委托香港经纪商，经由联交所深圳设立的证券交易服务公司（SPV），向深交所进行申报，买卖规定范围内的深交所上市的股票。

2. 港股通概述

港股通是指投资者委托内地证券公司，经由上交所设立的证券交易服务公司，向港交所进行申报（买卖盘传递），买卖规定范围内的港交所上市的股票。境内投资者买卖香港证券市场的股票，以港币报价，以人民币作为支付货币。

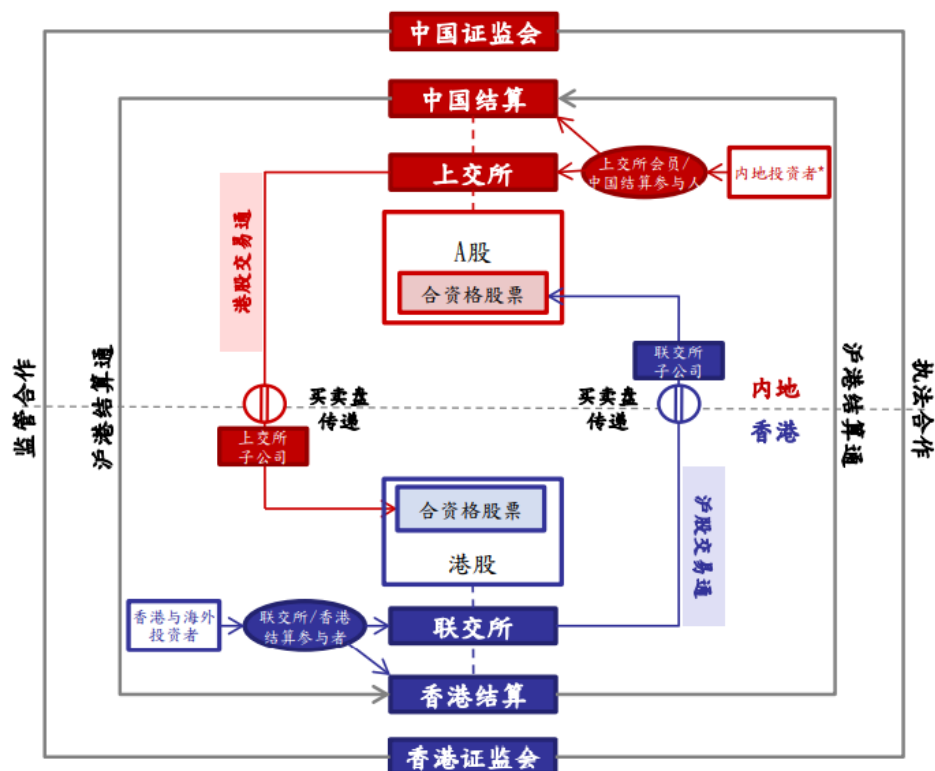
由于地理上，内地位于香港北面，因此从香港市场流入A股的资金被称为“北向资金”。同时，由A股流向香港市场的资金被成为“南向资金”。

3. 运作机制

在结算上，香港中央结算有限公司（香港结算；香港交易所全资附属公司）与中国证券登记结算有限责任公司（中国结算）通过沪港交易执行交易的中国内地及香港的投资者进行结算及交收并提供包括存款、名义持有和其他相关服务。投资者可以根据自身的需求，选择不同中央结算系统参与者进行结算。

在交易所，为实现香港海外投资者透过沪港通买卖沪股通股票（北向交易），联交所于上海成立一家独资公司（联交所子公司），负责接收来自交易所参与者买卖沪股通股票的订单，并将该订单传递到上交所的交易平台以在上交所对盘及执行交易。交易执行后，从上交所收到确认将转发予交易所参与者。就深港通而言，联交所已在深圳前海成立另外一家联交所子公司，负责接受来自交易所参与者买卖深股通股票的订单，并将该订单传递到深交所平台，以执行对盘和交易。

图 1：陆港股通运作机制（以沪股通为例）



资料来源：港交所，信达证券研发中心

（1）中央结算系统

中央结算指的是结算公司设立及管理的中央结算及交收系统，该系统于 1992 年 6 月成立，他是一个为参与者提供无须付款或银货银对付形式进行证券账面交收的结算及交收系统，是香港在这方面第一个系统。只有已在或将会在联交所上市的证券才被接纳为透过中央结算系统交收的合格证券，而只有以香港为记得的经济、结算机构，托管人、贷股人、股份质押人，以及结算公司根据一般规则不时决定的其他人是方会获接为参与者。结算公司可不时接纳在或不在联交所上市的其他种类证券为合格证券及其他种类参与者。

（2）中央结算系统参与者

参与者的基本要求：按结算公司制定的方式剔除申请，并向结算公司证明其具备稳健的财政基础，具有符合中央结算系统要求的运作能力，且在其他方面均为合适及正确认选才可获接纳为参与者，根据港交所相关资料，中央结算参与者主要划分为六类：

a. 结算机构参与者：

受香港证监会或其他有关监管机构或者海外的政府机构或证券监管相关权力机构及认可经营中央证券结算及交收系统（或中央证券存款系统和相类似系统）的机构。同时香港中央结算有限公司也为其结算参与者。

向结算公司证明其有经营有关中央证券结算及交收系统及/或中央证券存款系统或相类系统业务已有稳固基础，或证明具有经营此类系统的财政及运作方面的能力及系统内处理证券（须包括合

资格证券)。

参与费用：100 万港元参与费。

b. 托管商参与者：

《银行业条例》注册认可机构；《受托人条例》注册的信托公司；《证券及期货条例》获发牌进行第一类受管制活动的持牌法人团体，其本身并非交易所参与者；或《外汇基金条例》的金融管理专员。

向结算公司证明其经营有关联交所上市证券的托管业务已有稳固基础，或具有经营有关联交所上市证券的托管业务的财政及运作能力；具有符合结算公司有关中央结算系统的交易运作规定的财政及运作能力。

参与费用：100 万港元参与费；以保险形式或其他结算公司接纳的担保形式提供不少于 1 亿港元的担保。

c. 直接结算参与者

《证券及期货条例》获发牌进行第一类受监管活动的持牌法人团体；根据《证券及期货条例》成功登记进行第一类受监管活动注册机构。

香港注册成立的股份有限公司；拥有不少于 3 亿港元或《财政资源规则》所规定水平（取较高者）的速动资金；或拥有不少于 3 亿港元的实缴资本，以及拥有不少于 1 亿港元的或《财政资源规则》所规定水平（取较高者）的速动资金。

银行业（资本）规则的一级资本不少于 3.9 亿港元，向结算公司证明其经营有关联交所上市证券的托管业务已有稳固基础，或具有经营有关联交所上市证券的托管业务的财政及运作能力。

参与费用：5 万港元参与费；或申请人持有的每个联交所交易权缴纳 5 万港元。

d. 贷股人参与者

向结算公司证明其经营有关联交所上市证券的贷股业务已有稳固基础，或有经营有关联交所上市证券的财政及贷股业务运作能力。并具备充足数量的联交所上市证券供贷出之用。

参与费用：20 万港元，将其于中央结算系统内进行的合资格证券交易限制为贷股交易。

e. 股份承押人参与者

《银行业条例》注册认可机构或根据《放贷人条例》获发牌的贷款人。

向结算公司证明其于香港经营贷款而以联交所上市证券作为抵押的业务已有稳固基础，或证明其具有财政及运作方面的能力于香港经营联交所上市证券的作为抵押物业务。

参与费用：20 万港元，将其于中央结算系统内进行的合资格证券交易限制为股票按揭交易。

f. 投资者专业户

个人：年满 18 岁；持有香港或澳门居民身份证；非未接触破产的破产人或法律上无行为能力的；遵守投资者户口持有人规则。

联名投资者：年满 18 岁；持有香港居民身份证；非未接触破产的破产人或法律上无行为能力的；共同及个别承担联名投资者户口持有人的责任；管理同一投资者股份户口的个人成员对该户口证券有共同拥有权；除非书面通知，授权结算公司可按照任何个人成员指示行事；遵守投资者户

口持有人规则。

公司：必须是“原有公司”，根据香港以外任地方的法例成立的法人团体，获结算公司就投资者参与中央结算系统服务所认可；有效的存在并由良好身份；在公司章程内注明一切所需身份及权力；除非授权，结算公司可按照公司任何一位获授权签署人士行事；遵守投资者户口持有人规则。

下表展示了陆股通中的香港中央结算系统参与者类型，主要分为五类：

第一类为结算结构参与者，以结算公司为代表，编码为A开头，代表机构为中国证券结算有限责任公司，其在中央结算系统中的占比较小，约为0.53%；

第二类为托管商参与者，以银行类机构为代表，编码C开头，代表机构花旗银行，其在中央结算系统中的占比约为7.47%；

第三类为直接结算参与者，以券商类机构为代表，编码B开头，代表机构有高盛(亚洲)证券有限公司，其在中央结算系统中的占比最大，约为91.09%；

第四类为股份质押参与者，主要以一些财务公司为代表机构，编码P开头，代表机构有南华财务有限公司，该类参与者占比较小，约为0.91%；

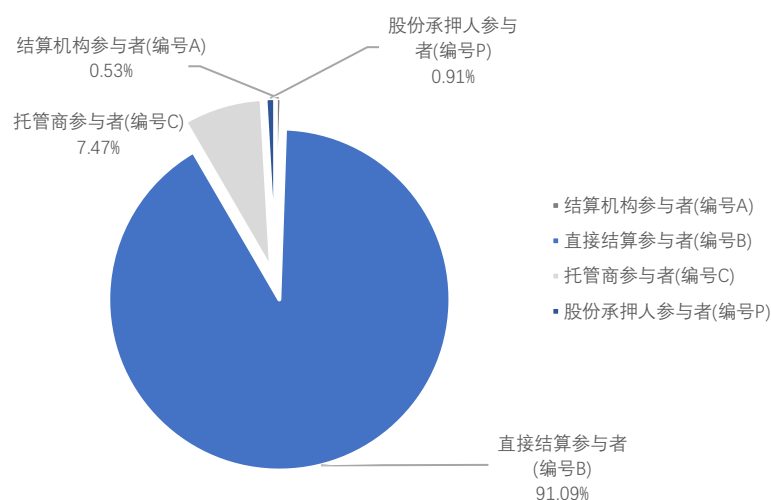
第五类为香港中央结算有限公司也作为机构参与者之一，没有特定的编码。

表 1：陆股通中的中央结算系统参与者

| 中央结算系统参与者 | | | | | |
|-----------|----------------|--------|--------------|----------|------------|
| 参与者类型 | 结算机构参与者 | 托管商参与者 | 直接结算参与者 | 股份质押人参与者 | 香港中央结算有限公司 |
| 属性 | 结算公司 | 银行类机构 | 券商机构 | 财务公司 | |
| 代表机构 | 中国证券登记结算有限责任公司 | 花旗银行 | 高盛(亚洲)证券有限公司 | 南华财务有限公司 | 香港中央结算有限公司 |

资料来源：港交所，信达证券研发中心

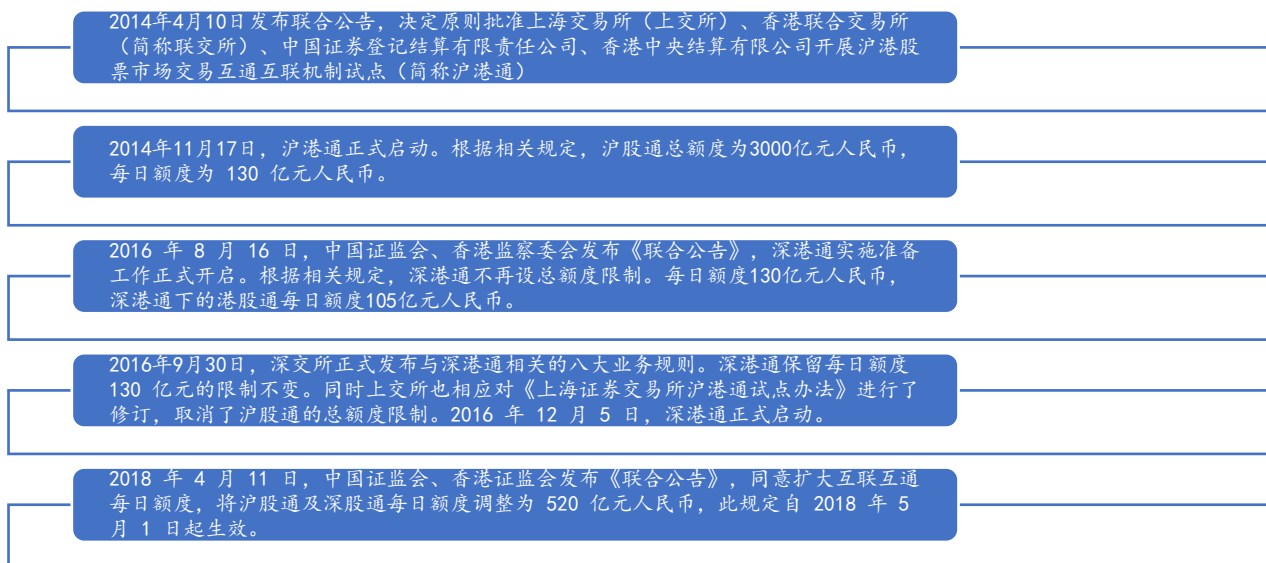
图 2：不同类型中央结算系统参与者占比（以陆股通为例）



资料来源：港交所，信达证券研发中心

(3) 沪港通政策大事记

图 3: 沪港通政策大事记



资料来源：港交所，信达证券研发中心

(4) 陆股通、港股通股票交易范围和汇率安排

如下表所示，沪股通指数成分覆盖了上证180和上证380指数，可交易股票不包括被实时风险警示和非以人民币买卖的A股。截至目前，沪股通和深港通日额度为520亿元人民币。港股通则包括了恒生综合大型股，恒生综合中型股，可交易股票不包含H股对应A股被实时风险警示和并非以港币买卖的H股。随着中国对外开放的步伐继续加大，未来额度的限制的门槛有望大幅降低，并引导境外资本投资中国股市。

表 2: 陆股通、港股通股票交易范围（以沪股通为例）

| | 沪股通 | 港股通 |
|-------|-------------------------|--|
| 指数成份股 | 上证180 | 恒生综合大型股 |
| | 上证380 | 恒生综合中型股 |
| A+H股 | 同时在联交所上市及买卖的沪股 | 同时在上交所上市及买卖的H股 |
| 不包括 | 所有被实施风险警示的沪股并非以人民币买卖的沪股 | H股对应的A股被实施风险警示在其他内地交易所上市及买卖A股的相应H股并非以港币买卖的港股 |
| 每日额度 | 520亿元 | 420亿元 |

资料来源：港交所，信达证券研发中心

如下表所示，外资买入A股上市公司有一定限制，当境外投资者持股上市公司发行股份的5%有相关的信息披露义务。个人外国投资者持有内地上市公司比例不得超过已发行股份总额的10%，所有外国投资者的持股占比不得超过30%。当外国投资者占比超过26%时，上交所或深交所进行公告，达到28%时将采取限制买入的措施，北向订单不被允许。一旦超过30%时，港交所将要求投资者强制卖出股份。



表 3: 陆股通股票交易披露义务及持股限制

| 披露义务 | 持股限制 |
|--|--|
| 投资者持有或控制内地上市公司已发行股份的 5%以上时, 投资者须向中国证监会 ("证监会") 及有关交易所书面报告, 并在达到 5% 后三个工作日内通知内地上市公司。 | 外国投资者在内地上市公司的持股比例不得超过公司已发行股份总额的 10%, 而外国投资者在上市公司 A 股的持股比例不得超过其已发行股份总额的 30%。 |
| 投资者在三天通知期内不得继续买卖内地上市公司的股票。 | 当个人 A 股境外总持股量达到 26% 时, 上交所或深交所将在其网站上发布公告。 |
| 对于此类投资者, 只要其持股增加或减少等于或超过现有持股的 5%, 则必须在变更后三个工作日内披露。自披露义务发生之日起至披露后两个工作日, 投资者不得买卖内地相关上市公司的股票。 | 一旦上交所或深交所通知香港联交所有限公司 (联交所), 深交所或深交所证券的境外总持股量达到 28%, 深交所或深交所证券的进一步北向买入订单将不允许, 直到该上交所或深交所证券的外资总持股比例降至 26%。 |
| 投资者持股比例低于 5%, 但导致其持有或控制的股份低于内地相关上市公司的 5% 的, 投资者须在事件发生后三个工作日内披露有关信息。 | 如果因上海联通或深交所超过 30% 的门槛, 港交所将确定相关中国联交所参与者, 并要求其遵守强制出售要求, 因此, 有关外国投资者应在通知相关中国联交所参与者后五个交易日内, 以先期卖出股票。 |

资料来源: 港交所, 信达证券研发中心

在汇率安排上, 开市前, 换汇银行向中国结算提供双边参考报价及中间价并由上交所向市场发布, 当日日终, 换汇银行确定日中结算报价由中国结算进行换回。中国结算使用调整后汇率确定二次结算和本币应收付金额。

表 4: 陆股通股票交易的汇率安排

| 汇率安排 | |
|-----------------------|--|
| 开市前 | 当日日终 |
| 换汇银行向中国结算提供双边参考报价及中间价 | 换汇银行根据换汇净额 (根据首次清算结果确定) 确定日终结算报价, 中国结算据此进行换汇。 |
| 中国结算及时通过上交所向市场公布 | 中国结算将因净额结算产生的汇率盈余 (亦可视为换汇成本) 按成交金额分摊至每笔交易, 确定交易实际适用的汇率卖出价和买入价。 |
| | 中国结算对买入交易和卖出交易分别使用调整后的汇率卖出价和买入价二次清算, 确定本币应收付金额。 |

资料来源: 港交所, 信达证券研发中心

4. 北向资金对 A 股的影响

北向资金对 A 股市场的影响力不断上升, 北向资金的累计流入规模在过去几年中快速上升, 从最初的近 1500 亿扩大至 13000 亿元人民币。同时, 北向资金持股的标的数自从 2016 年底的 1500 支上升至 2021 年初的 2200 只左右, 随着科创板被纳入陆股通交易标的, 未来北向资金可投资的 A 股标的有望进一步增加。

对比陆股通和 QFII/QDII, 从业务载体上看, 陆股通以两地交易所为互联互通的实现相互投资, QFII/QDII 主要通过机构投资者来实现投资。陆股通是双向投资, 通过两地交易所的结算公司以港币或人民币进行股票买卖的清算交收, 而 QFII/QDII 可以使用美元等外币与其客户进行资金募集和清算交收。在跨境资金管理方式上, 陆股通卖出证券的资金需要原路返回不能留存当地市场, 而 QFII/QDII 买卖证券的资金可以留存当地市场。



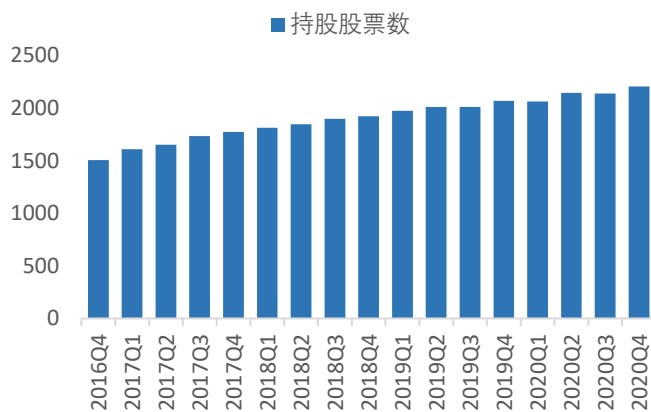
表 5: 陆股通与 QFII/QDII 对比

| | 陆股通 | QFII/QDII |
|----------|----------------------------------|---------------------------------|
| 业务载体 | 以陆港两地交易所为载体、互相建立市场链接, 实现投资者跨市场投资 | 以机构投资者为载体, 通过向投资者发行金融产品吸收资金用以投资 |
| 投资方式 | 包含香港和内地市场的双向投资方式 | 单向投资方式 |
| 清算交收 | 通过两地结算公司对买卖股票进行清算交收 | 可以以美元等外币与其客户进行资金募集和清算交收 |
| 跨境资金管理方式 | 对资金实行闭环路径管理, 卖出证券资金需原路返回不得留存当地市场 | 买卖证券资金可以留存当地市场 |

资料来源: 港交所, 信达证券研发中心

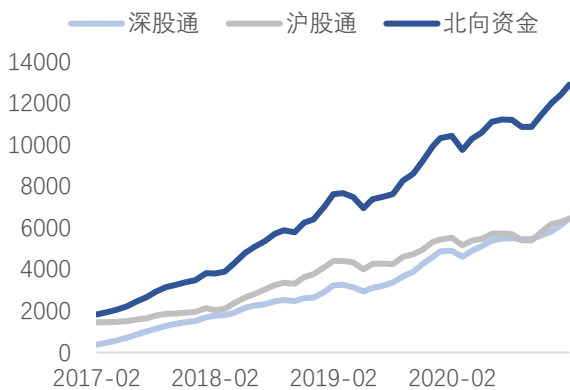
自 2017 年至 2021 年 2 月, 除 2018Q4 和 2020Q1 外, 外资持股总市值持续增长, 陆股通是外资持股的主要渠道。QFII 和 RQFII 持股市值保持稳定, 没有明显的扩张。到 2020Q4, QFII 和 RQFII 的持股市值缩减至较低水平 (25 亿元)。当前, 陆股通已经成为外资配置中国股票资产最重要的渠道和工具, 也是中国股票市场对外开放的显著成果。

图 4: 北向资金累计流入 A 股市场金额 (单位: 亿元)



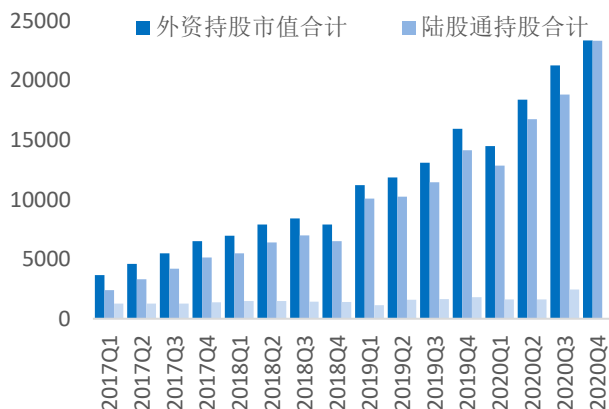
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 北向资金持股股票数量



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 外资持有 A 股市值 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



二、策略一：基于前 R 名机构席位平均增持速率构建选股策略

近年，随着北向资金流入规模的扩大，A 股市场的投资风格和定价体系发生了深刻的变动。北向资金被通常被认为是“聪明钱”，北向资金重仓的部分个股，股价呈现长期向上趋势。本篇报告拆解和梳理北向资金背后不同托管机构的交易行为，并找出隐藏在其行为之下的有效信息，并构建基于外资机构交易行为的选股策略。

1. 策略构建

将股票的陆股通席位在过去 N 日的增持比例排名，取排名前 R 个席位；将 R 个席位的增持比例取平均值，并由大到小排序，选取排名前 H 的股票。

2. 参数

- (1) 个股·陆股通增持比的测算交易日数：N
- (2) 个股·陆股通排名前 R 个增持平均速率最快的席位：R
- (3) 每组·换仓频率：F
- (4) 每组·持股个数（取 N 日内平均增速最快的 H 个股等权买入）：H

3. 回测方法

- (1) 将陆股通个股前 R 席位平均增持速率比从小到大排序
- (2) 在样本池中，选取陆股通平均增速排名前 H 个股票构建组合，并进行回测
- (3) 回测区间：2018 年 1 月 2 日-2021 年 2 月 10 日

4. 回测结果

下表展示了当取前 5 名席位的平均增持速率 ($r=5$)，换仓频率为 15 个交易日 ($f=15$) 时，过去 N 日陆股通和买入 H 只个股参数取不同值时，组合收益率分布情况。结果显示，当 N 取值为 230 日，H 取值为 5 时，选股模型的年化收益率达到最优 (26.55%)。



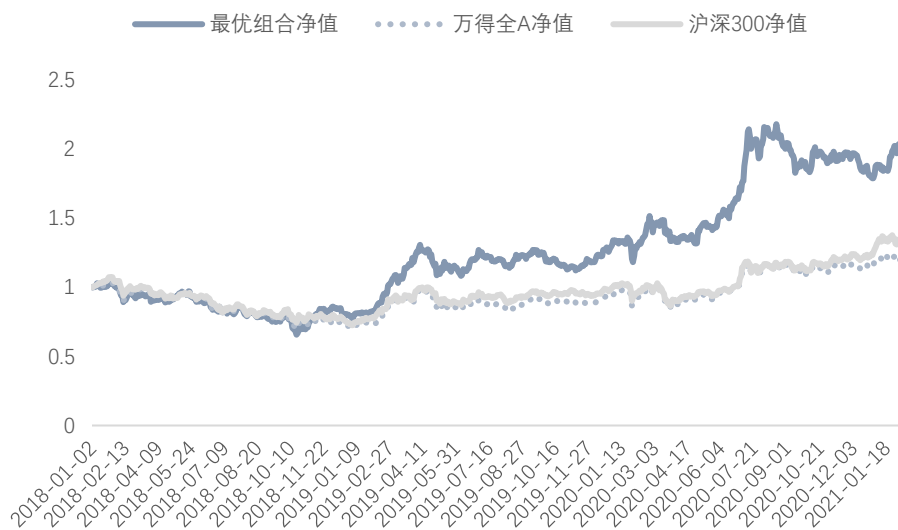
表 6: 过去 N 日陆股通和买入 H 只个股参数取不同值时, 组合收益率分布

| N/H | h=5 | h=10 | h=15 | h=20 | h=25 | h=30 | h=35 | h=40 | h=45 | h=50 |
|-------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| n=10 | -13.56% | -6.90% | -2.23% | -0.30% | -3.59% | -0.62% | -2.57% | -3.31% | -3.22% | -3.13% |
| n=30 | 2.72% | -0.57% | 6.50% | 2.40% | 0.07% | 0.89% | 2.57% | 1.50% | 3.09% | 3.42% |
| n=50 | 6.74% | 0.63% | 2.22% | -1.67% | -1.18% | -3.25% | -1.04% | -0.75% | -0.42% | 2.29% |
| n=70 | 14.14% | 10.06% | 4.94% | 6.37% | 7.80% | 6.02% | 6.10% | 7.05% | 4.81% | 4.51% |
| n=90 | -8.28% | -3.72% | 1.30% | 5.86% | 5.35% | 4.96% | 4.90% | 5.07% | 4.76% | 5.57% |
| n=110 | -1.00% | -2.61% | 5.22% | 1.46% | 2.67% | 2.27% | 0.23% | 1.42% | 1.87% | 3.54% |
| n=130 | -0.52% | -1.60% | -0.13% | -3.76% | -4.55% | -5.12% | -3.89% | -4.06% | -2.69% | 0.38% |
| n=150 | 8.50% | 7.93% | 7.41% | 3.96% | 9.14% | 4.48% | 4.85% | 4.65% | 3.62% | 2.13% |
| n=170 | 1.83% | 3.82% | 6.52% | 8.13% | 6.66% | 6.92% | 5.27% | 5.67% | 4.34% | 3.29% |
| n=190 | -5.86% | 4.87% | 5.18% | 8.79% | 9.18% | 6.72% | 7.83% | 6.72% | 5.77% | 5.70% |
| n=210 | 7.30% | 3.37% | 3.86% | 3.09% | 4.72% | 3.76% | 4.35% | 2.01% | 2.74% | 2.24% |
| n=230 | 26.55% | 19.90% | 16.43% | 18.97% | 15.54% | 13.66% | 10.52% | 9.17% | 7.19% | 5.87% |
| n=250 | 16.49% | 15.71% | 19.09% | 22.95% | 20.17% | 18.45% | 15.49% | 15.04% | 13.44% | 12.16% |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

如下图, 最优组合净值在 2019 年前与万得全 A 和沪深 300 走势接近, 自 2019 年 2 月开始显著跑赢沪深 300 和万得全 A 指数。

图 7: 策略一组合净值



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

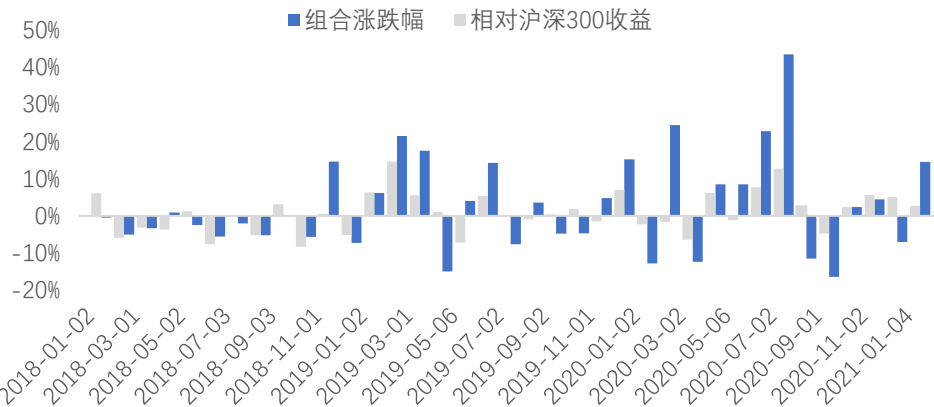
5. 策略一组合风险收益指标

回溯期内, 组合最大的相对回撤发生在 2020 年 9 月, 相对沪深 300 的回撤为-18.79%, 在 2020 年 7-8 月获得最大的涨幅, 相对沪深 300 获得超额收益 40.91%。组合累计盈利 198.53%, 年化收益率 26.55%, 夏普率为 0.71, 相对沪深 300 表现较优。回溯区间, 组合整体跑赢沪深 300, 但是在进入 2019 年波动有所加大。

表 7：策略一组合风险收益指标

| | 最优组合 | 沪深 300 |
|-------|----------|----------|
| 起始日 | 2018/1/2 | 2018/1/2 |
| 累计收益率 | 198.53% | 124.81% |
| 年化收益率 | 26.55% | 11.68% |
| 夏普比率 | 0.71 | 0.62 |
| 年化波动率 | 37.21% | 18.80% |
| 最大回撤 | 28.95% | 29.59% |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：策略一组合收益统计（调仓频率：15 个交易日）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

下表展示了策略一近期的选股情况。

表 8：策略一近期选股（调仓频率：15 个交易日）

| 日期 | 策略一组合近期选股 | | | | |
|------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 2020/1/13 | 海印股份 | *ST 海航 | 招商轮船 | TCL 科技 | 天坛生物 |
| 2020/2/11 | 海印股份 | *ST 海航 | 天坛生物 | 北信源 | 天康生物 |
| 2020/3/3 | 海印股份 | 盛路通信 | *ST 海航 | 安洁科技 | 天坛生物 |
| 2020/3/24 | 罗牛山 | *ST 海航 | 海印股份 | 美好置业 | 安洁科技 |
| 2020/4/17 | 中公教育 | 海印股份 | *ST 海航 | 安洁科技 | 中国人保 |
| 2020/5/14 | 海印股份 | 苏宁环球 | 安洁科技 | 韶钢松山 | *ST 海航 |
| 2020/6/4 | *ST 海航 | 万年青 | 酒鬼酒 | 安洁科技 | 老白干酒 |
| 2020/6/29 | 深赛格 | 瀚蓝环境 | 金达威 | 二六三 | 安洁科技 |
| 2020/7/21 | 二六三 | *ST 海航 | 安洁科技 | 深赛格 | 云南锗业 |
| 2020/8/11 | 二六三 | *ST 海航 | 深赛格 | 金能科技 | 中粮糖业 |
| 2020/9/1 | *ST 海航 | 深赛格 | 二六三 | 龙大肉食 | 东港股份 |
| 2020/9/22 | *ST 海航 | 东北制药 | 二六三 | 龙大肉食 | 易事特 |
| 2020/10/21 | 二六三 | *ST 海航 | 宁波韵升 | 明阳智能 | 英飞拓 |
| 2020/11/12 | 二六三 | 盛路通信 | 宁波韵升 | 英飞拓 | 金发科技 |
| 2020/12/3 | 英飞拓 | *ST 海航 | 宁波韵升 | 金能科技 | 二六三 |
| 2020/12/24 | 金发科技 | 中粮糖业 | 深赛格 | 易事特 | 龙大肉食 |
| 2021/1/18 | 金发科技 | 拓邦股份 | 云海金属 | 联化科技 | 中粮糖业 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心



三、策略二：基于陆股通增持比因子选股

1. 策略构建

核心排序：

将陆股通持股数/总股本过去 N1 日增持比例由大到小排序，选取排名前 5 的股票。

同步条件：

(1) 陆股通持股数/总股本比例大于阈值 dw_prc

2. 参数

(1) 个股·陆股通增持比的测算交易日数：N1

(2) 个股·占总股本下限：dw_prc

(3) 个股·过去多少日陆股通席位增持比例：N2

(4) 每组·换仓频率：Q（季度）

每组·持股个数（取最大增持比个数）：H

3. 回测方法

(1) 分组回测，将陆股通增持比从小到大排序，将股票分为 5 组（组 5 陆股通增持比指标最大，组 1 陆股通增持比指标最小），对 5 个组合分别进行回测；

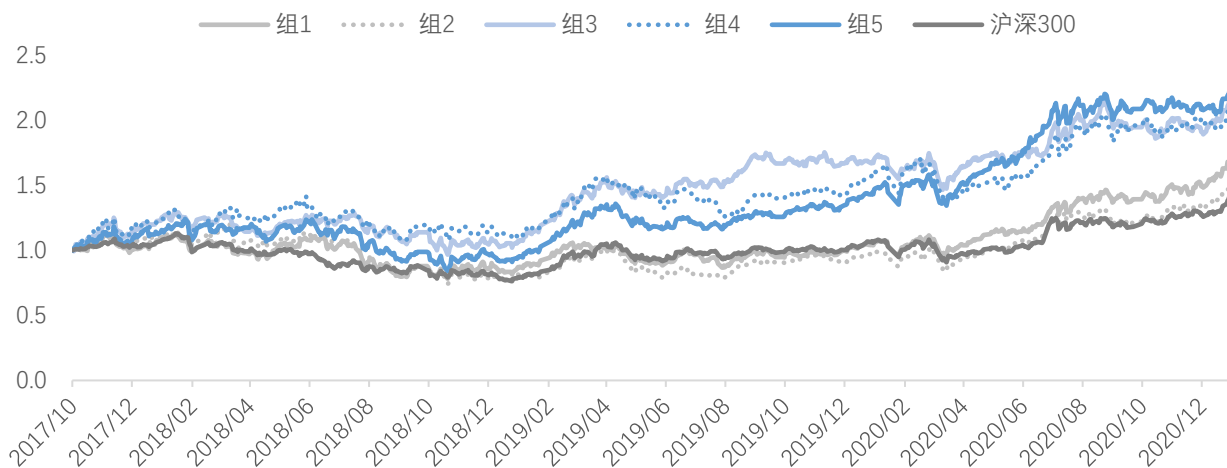
(2) 在样本池中，选取陆股通增持比排名前 5 的股票构建 TOP5 组合，并进行回测。

(3) 回测区间：2017. 10. 10-2021. 1. 12

4. 回测结果

将陆股通增持比从小到大排序，将股票分为 5 组，每组净值结果如图所示，其中组 1、组 2 表现较差，组 5 净值表现较优，整体跑赢其他四组及沪深 300 指数。

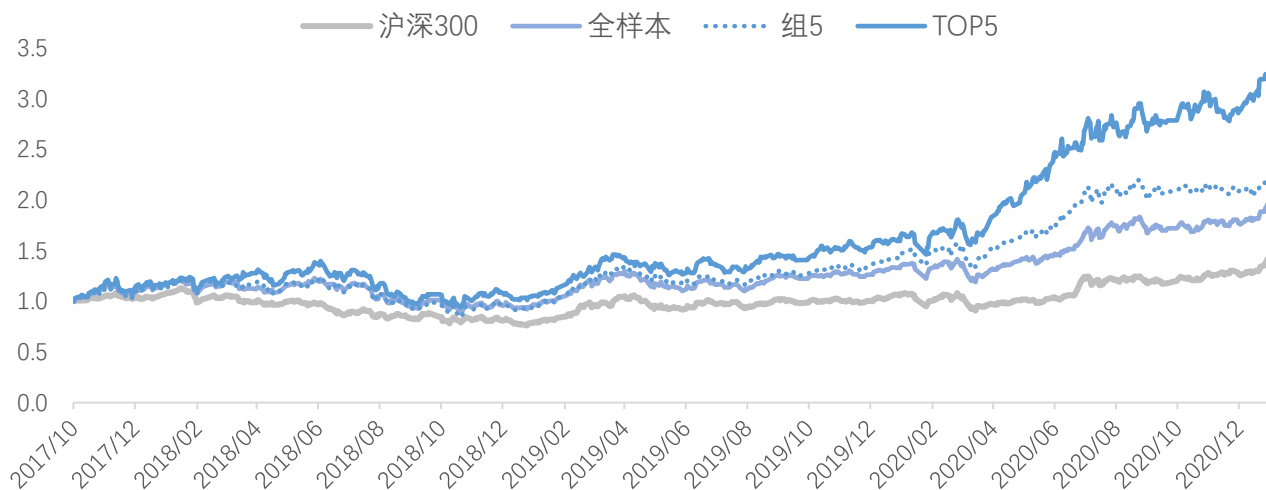
图 9：策略二分组回测净值：组 5 表现最优



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

在样本池中，选取陆股通增持比排名前 5 的股票构建 TOP5 组合，回测结果如下图所示，TOP5 组合在回测期间整体跑赢组 5、全样本组合及沪深 300。

图 10：策略二 TOP5 组合净值



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

回测组合中，TOP5 的全历史年化收益 45.17%、夏普比率 1.52，显著高于全样本组合（年化收益 24.26%、夏普比率 1.01）和沪深 300（年化收益 12.22%、夏普比率 0.58）；



表 9: 策略二风险收益指标

| | 组 1 | 组 2 | 组 3 | 组 4 | 组 5 | TOP5 | 沪深 300 | 全样本 |
|-------|------------|------------|------------|------------|------------|----------------|------------|------------|
| 起始日 | 2017/10/10 | 2017/10/10 | 2017/10/10 | 2017/10/10 | 2017/10/10 | 2017/10/10 | 2017/10/10 | 2017/10/10 |
| 累计收益率 | 76.28% | 50.48% | 120.16% | 108.81% | 123.94% | 224.10% | 43.87% | 98.41% |
| 年化收益率 | 19.69% | 13.83% | 28.42% | 26.29% | 29.12% | 45.17% | 12.22% | 24.26% |
| 夏普比率 | 0.75 | 0.54 | 1.12 | 0.96 | 1.09 | 1.52 | 0.58 | 1.01 |
| 年化波动率 | 26.35% | 25.70% | 25.41% | 27.47% | 26.63% | 29.72% | 20.93% | 24.03% |
| 最大回撤 | 30.95% | 38.40% | 25.72% | 24.39% | 32.34% | 32.66% | 32.46% | 28.43% |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分年收益方面, TOP5 在 2017.10-2017.12、2018-2020 年均跑赢沪深 300 和全样本组合, 在股市显著下跌的 2018 年, TOP5 组合亏损仅为 10.71%, 具有显著的超额收益, 该组合抗风险能力较强。

表 10: 策略二分年收益

| | 组 1 | 组 2 | 组 3 | 组 4 | 组 5 | TOP5 | 沪深 300 | 全样本 |
|-----------------|---------|---------|---------|--------|---------|----------------|---------|---------|
| 2017.10-2017.12 | 4.27% | 9.68% | 19.74% | 20.00% | 12.08% | 15.90% | 3.62% | 13.31% |
| 2018 | -20.07% | -29.59% | -12.01% | -6.67% | -17.31% | -10.71% | -25.31% | -17.12% |
| 2019 | 25.60% | 26.48% | 60.10% | 39.20% | 55.09% | 55.96% | 36.07% | 42.23% |
| 2020 | 55.54% | 48.12% | 22.97% | 27.96% | 50.50% | 97.88% | 27.21% | 41.08% |
| 2021YTD | 8.26% | 4.00% | 6.14% | 4.67% | 3.52% | 1.47% | 7.39% | 5.30% |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心



四、策略三：策略二基础上加入机构席位扩散条件

1. 策略构建

核心排序：

将陆股通持股数/总股本过去 N1 日增持比例由大到小排序，选取排名前 5 的股票。

同步条件：

- (1) 每支个股席位扩散指数过去 N2 日趋势向上
- (2) 陆股通持股数/总股本比例大于阈值 dw_prct

2. 参数

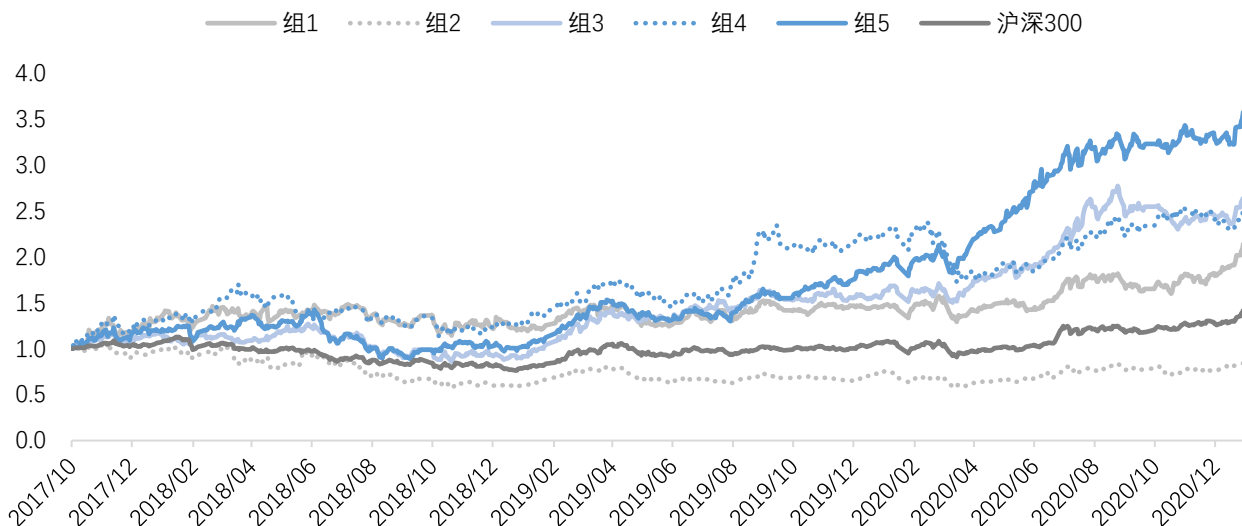
- (1) 个股·陆股通增持比的测算交易日数：N1
- (2) 个股·占总股本下限：dw_prct
- (3) 个股·过去多少日陆股通席位增持比例：N2
- (4) 每组·换仓频率：Q（季度）
- (5) 每组·持股个数（取最大增持比个数）：H

3. 回测方法

- (1) 分组回测，将陆股通增持比从小到大排序，将股票分为 5 组（组 5 陆股通增持比指标最大，组 1 陆股通增持比指标最小），对 5 个组合分别进行回测；
- (2) 在样本池中，选取陆股通增持比排名前 5 的股票构建 TOP5 组合，并进行回测。
- (3) 回测区间：2017.10.10-2021.1.12

将股票的陆股通增持比从小到大排序，将股票分为 5 组，每组净值结果如下图所示，其中组 1、组 2 表现较差，组 5 净值表现较优，整体跑赢其他四组及沪深 300 指数。

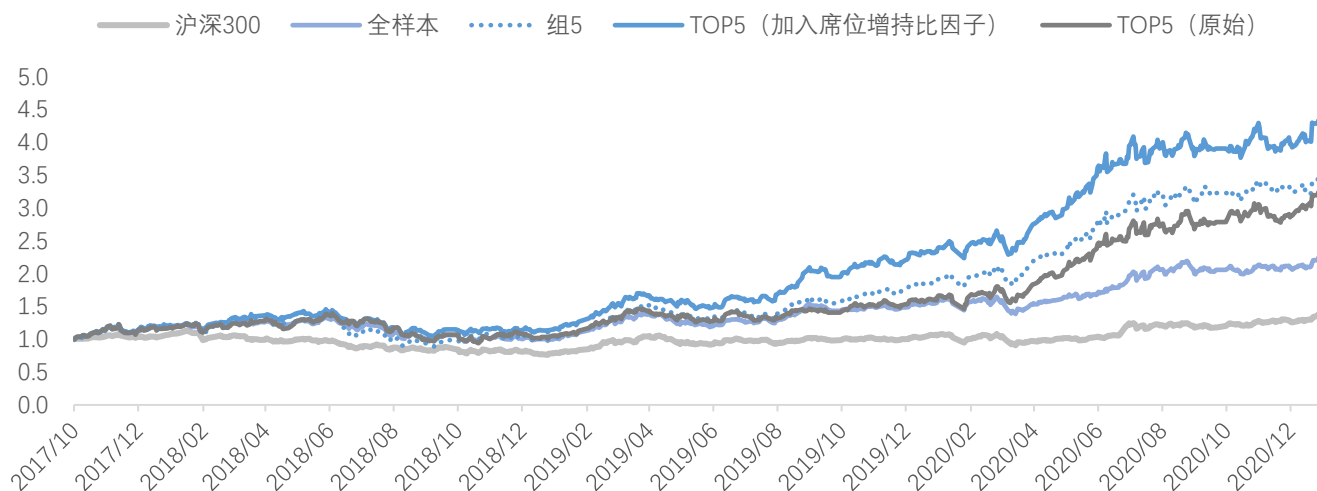
图 11: 策略三分组净值



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

加入机构席位增持比因子后, 选取陆股通增持比排名前 5 的股票构建 TOP5 组合, 如下图, TOP5 组合在回测期间不仅整体跑赢组 5、全样本组合及沪深 300, 相对原始 TOP5 组合也有所优化。

图 12: 策略三 TOP5 组合净值



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

加入席位增持比因子后, TOP5 的全历史年化收益 59.49%、夏普比率 2.11, 显著高于原始组合 (年化收益 45.17%、夏普比率 1.52)、全样本组合 (年化收益 30.67%、夏普比率 1.23) 和沪深 300 (年化收益 12.22%、夏普比率 0.58)。

表 21：策略三风险收益指标

| | 组 1 | 组 2 | 组 3 | 组 4 | 组 5 | TOP5 (策略三) | TOP5 (策略二) | 沪深 300 | 全样本 |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|------------|--------|---------|
| 累计收益率 | 118.65% | -14.18% | 166.86% | 151.46% | 259.59% | 336.07% | 224.10% | 43.87% | 132.54% |
| 年化收益率 | 28.14% | -4.73% | 36.50% | 33.95% | 50.03% | 59.49% | 45.17% | 12.22% | 30.67% |
| 夏普比率 | 0.92 | -0.15 | 1.30 | 1.07 | 1.70 | 2.11 | 1.52 | 0.58 | 1.23 |
| 年化波动率 | 30.69% | 32.27% | 28.12% | 31.68% | 29.48% | 28.16% | 29.72% | 20.93% | 24.97% |
| 最大回撤 | 23.02% | 47.85% | 32.48% | 33.39% | 37.39% | 28.27% | 32.66% | 32.46% | 29.08% |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

分年收益方面，加入机构席位因子的 TOP5 组合在 2017.10-2017.12、2018-2019 年均显著跑赢原始组合，在股市显著下跌的 2018 年，TOP5 组合亏损仅为 5.19%，策略三 TOP5 组合抗风险能力相对策略二 TOP5 组合有所提升。

表 32：策略三分年收益

| | 组 1 | 组 2 | 组 3 | 组 4 | 组 5 | TOP5 (策略三) | TOP5 (策略二) | 沪深 300 | 全样本 |
|-----------------|--------|---------|---------|--------|---------|----------------|------------|---------|---------|
| 2017.10-2017.12 | 29.15% | -3.14% | 15.53% | 27.64% | 19.83% | 19.63% | 15.90% | 3.62% | 17.81% |
| 2018 | -5.22% | -38.22% | -20.01% | -0.36% | -16.20% | -5.19% | -10.71% | -25.31% | -14.88% |
| 2019 | 19.02% | 21.76% | 70.79% | 74.92% | 86.53% | 106.34% | 55.96% | 36.07% | 55.15% |
| 2020 | 38.27% | 13.41% | 60.77% | 7.89% | 82.12% | 83.16% | 97.88% | 27.21% | 41.69% |
| 2021YTD | 8.55% | 3.86% | 5.17% | 4.77% | 5.40% | 1.73% | 1.47% | 7.39% | 5.49% |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

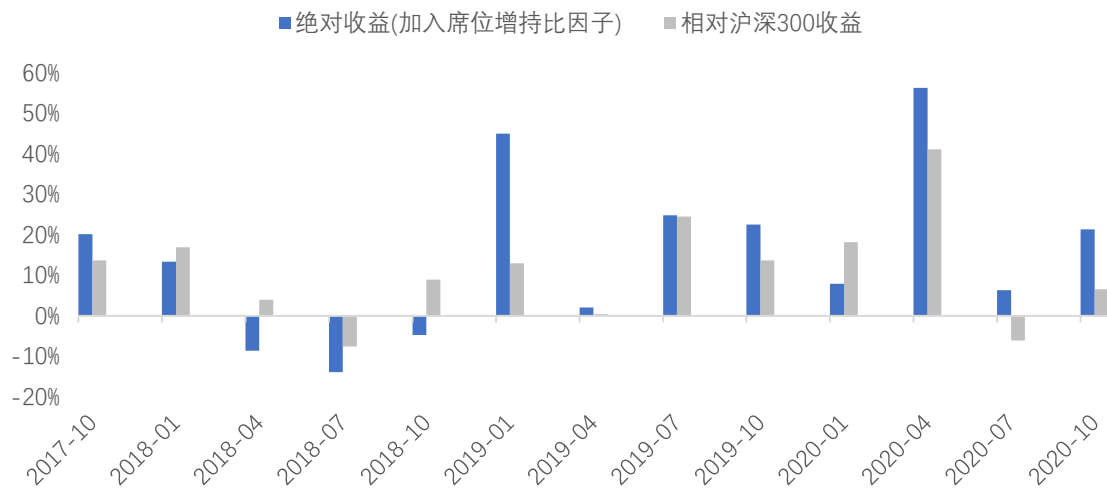
下表为策略三 TOP5 组合在历史上的历史选股，以及选股日后一个季度平均收益，绝对收益方面，除 2018Q2-2018Q4 组合小幅亏损外，其余季度均为正收益；相对收益方面，除 2018Q2、2020Q2 相对沪深 300 小幅跑输以外，其余回测季度均有正的超额收益。

表 43：策略三 TOP5 组合历史选股

| 日期 | 策略三 TOP5 组合选股 | | | | |
|------------|---------------|------|------|------|------|
| 2017/10/09 | 上海机场 | 福耀玻璃 | 海尔智家 | 伊利股份 | 中国中免 |
| 2018/01/02 | 华测检测 | 白云机场 | 宇通客车 | 中国中免 | 益丰药房 |
| 2018/04/02 | 索菲亚 | 聚光科技 | 白云机场 | 中青旅 | 安琪酵母 |
| 2018/07/02 | 大族激光 | 泰格医药 | 安琪酵母 | 福耀玻璃 | 中南传媒 |
| 2018/10/08 | 云南白药 | 沪电股份 | 宇通客车 | 海螺水泥 | 中南传媒 |
| 2019/01/02 | 顺鑫农业 | 大族激光 | 泰格医药 | 生物股份 | 伊利股份 |
| 2019/04/01 | 深圳机场 | 杰瑞股份 | 涪陵榨菜 | 华测检测 | 生物股份 |
| 2019/07/01 | 沪电股份 | 国瓷材料 | 泰格医药 | 首旅酒店 | 海螺水泥 |
| 2019/10/08 | 启明星辰 | 老板电器 | 洽洽食品 | 光环新网 | 恒立液压 |
| 2020/01/02 | 格力电器 | 东方雨虹 | 华测检测 | 祁连山 | 益丰药房 |
| 2020/04/01 | 顺鑫农业 | 三诺生物 | 羚锐制药 | 三棵树 | 密尔克卫 |
| 2020/07/01 | 启明星辰 | 索菲亚 | 生物股份 | 吉比特 | 金域医学 |
| 2020/10/09 | 大族激光 | 涪陵榨菜 | 信维通信 | 先导智能 | 宏发股份 |
| 2021/01/04 | 顺络电子 | 埃斯顿 | 国瓷材料 | 先导智能 | 中科创达 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 13: 策略三 TOP5 组合选股日后一个季度平均收益



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

五、风险因素

新冠疫情恶化、中国经济超预期下滑，金融监管政策收紧，资本市场波动对基金影响的不确定性等。

研究团队简介

乐威，香港城市大学和法国巴黎九大金融数学与精算科学双硕士，6年量化研究经验，职业经历：天弘基金专户投资经理，莫尼塔研究策略与金融工程组首席，香港 Value Partners 资产管理公司基金经理助理。主要研究领域：高胜率选股、技术指标择时、资产配置 CTA 模型、衍生品程序化交易等。

张雨蒙，英国布里斯托大学金融与投资硕士，主要负责基金研究与市场情绪监控。曾就职于西部证券和莫尼塔，负责基金研究、资产配置、选股与择时、资金面模型等。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|------|-----|-------------|--|
| 销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北 | 欧亚菲 | 18618428080 | ouyafei@cindasc.com |
| 华北 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华东总监 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华南总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com |
| 华南 | 江开雯 | 18927445300 | jiangkaiwen@cindasc.com |
| 华南 | 曹曼茜 | 18693761361 | caomanqian@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入： 股价相对强于基准20%以上； | 看好： 行业指数超越基准； |
| | 增持： 股价相对强于基准5%~20%； | 中性： 行业指数与基准基本持平； |
| | 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； | 看淡： 行业指数弱于基准。 |
| | 卖出： 股价相对弱于基准5%以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。