

2020年9月23日

从托管机构细窥北向资金的选股能力

金融工程研究团队

——开源量化评论系列（7）

魏建榕（首席分析师）

邮箱: weijianrong@kysec.cn

证书编号: S0790519120001

傅开波（分析师）

邮箱: fukaibo@kysec.cn

证书编号: S0790520090003

高鹏（分析师）

邮箱: gaopeng@kysec.cn

证书编号: S0790520090002

苏俊豪（研究员）

邮箱: sujunhao@kysec.cn

证书编号: S0790120020012

胡亮勇（研究员）

邮箱: huliangyong@kysec.cn

证书编号: S0790120030040

王志豪（研究员）

邮箱: wangzhihao@kysec.cn

证书编号: S0790120070080

魏建榕（分析师）

weijianrong@kysec.cn

证书编号: S0790519120001

胡亮勇（联系人）

huliangyong@kysec.cn

证书编号: S0790120030040

● 托管机构平均持仓个股数逐步上升

截至2020年9月20日，港交所官方网站披露的合格托管机构有1325家，其中通过陆股通持有A股的有171家，占比12.91%。在171个托管机构中，持股数恒大于100的托管机构，总共有56家，其平均持股数从2019年7月的612只逐渐提升到2020年9月的730只。

从合格托管机构的持仓数目和持仓市值散点图可知，平均持仓超千亿的托管机构仅4家，分别为香港上海汇丰银行、渣打银行、摩根大通银行及花旗银行。大部分托管机构持仓数目在500只以下，持仓规模在100亿以内。

● 优选托管机构兼具高收益获取和多空净值区分度能力

在前十大高收益托管机构中，兼有多空净值区分度的总共有七家，其中三家外资银行、三家外资券商、一家中资银行。在测试期间（2019.08.31~2020.09.18），优选后的托管机构平均净值高达1.56，平均多空超额收益率达20.2%。盈透证券获得最高多头净值，累计达1.65；多空收益率差值最大为美林远东，达到27.49%。基于投票规则确定股票池的选股策略，净值表现出现了较明显的改善。策略净值从初始的1.56上升到当前多头部分的2.31，大幅上升75个百分点。收益出现大幅提升的最主要原因在于按照投票规则构建的选股策略，最终选出来的共同股票个股大幅降低。相比于稳定50只个股的原始股票池，基于投票规则的股票池每期持有个股数在10只上下浮动，换手率相对较高。

● 优选托管机构组合2020年9月新增医药生物、通信、计算机行业

优选托管机构目前由7家托管机构组成，其中三家外资银行（汇丰银行、摩根大通银行、渣打银行）、一家中资银行（中国银行）、三家外资券商（盈透证券、摩根斯坦利证券、美林远东）。基于优选托管机构的组合最新持仓（2020.09）主要配置在医药生物、通信、计算机、机械设备和电气设备五大行业，持仓市值中位数207亿元，滚动市盈率中位数38.6倍。

● **风险提示：**模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

相关研究报告

《开源量化评论（1）-估值因子坏了怎么修》-2020.6.16

《开源量化评论（2）-缺口回补是近期潜在风险吗？》-2020.7.10

《开源量化评论（3）-A股市场中如何构造动量因子？》-2020.7.21

《开源量化评论（4）-陆股通解析：谁是真正的“北境之王”？》-2020.8.4

《开源量化评论（5）-大票优选：是动量，而不是反转》-2020.8.27

《开源量化评论（6）-TMT行业的量化选股方案》-2020.8.30

目 录

1、 托管机构特征分析	3
2、 托管机构选股能力测试	4
3、 优选托管机构选股组合跟踪	7
风险提示	9

图表目录

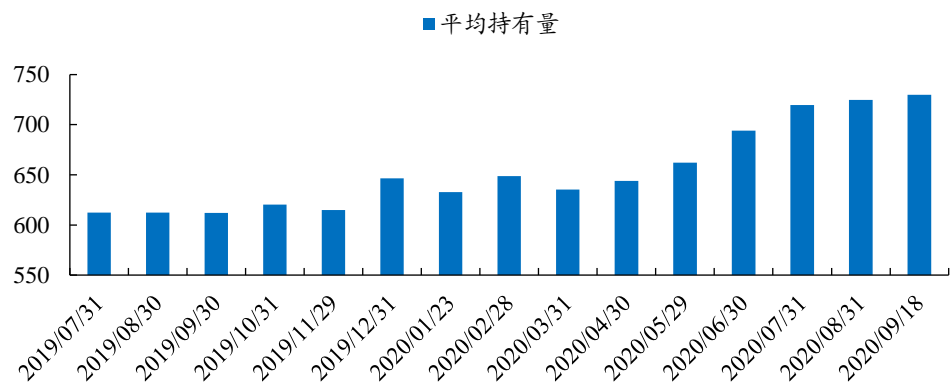
图 1: 合格托管机构平均持有股票数量整体上行	3
图 2: 托管机构平均持仓数目与持仓规模分布	4
图 3: 优选托管机构选股策略平均净值达 1.56	5
图 4: 全体托管机构组合（171 家）的选股能力	5
图 5: 优选托管机构（7 家）的选股能力	6
图 6: 基于投票规则的组合表现大幅改善	6
图 7: 基于投票规则的组合持仓换手率相对较高	6
图 8: 优选组合 2020 年 9 月持仓个股行业分布	9
表 1: 兼具高收益能力和净值区分度的优选托管机构	4
表 2: 优选组合 2020 年 9 月持仓明细	7

1、托管机构特征分析

在《陆股通解析：谁是真正的“北境之王”》报告中，我们对中央结算系统参与者（下文简称托管机构）按照公司注册地和经营性质进行了简单划分。该报告中我们对托管机构分成了七大类，分别是中资银行、中资券商、外资银行、外资券商、港资银行、港资券商及中资其他。根据该报告的结论，不同类型的托管机构选股能力存在一定的差异，整体而言外资券商选股能力相对突出。但是不可避免的问题是，简单对同一类型的托管机构进行合并，容易导致区分度不够明显，选股差异性不够突出。为此，我们尝试通过直接在托管机构层面进行比较，优选出那些真正的聪明托管机构，基于优选后托管机构的调仓行为来构造选股策略。

截至2020年9月20日，港交所官方网站披露的合格托管机构有1325家，其中通过陆股通持有A股的有171家，占比12.91%。在171个托管机构中，部分中小型托管机构的持股数过少，其数据量不足以用于分析选股能力。因此我们按照持股数对托管机构做了预筛选，仅保留持股数恒大于100的托管机构，总共有56家，其平均持股数从2019年7月的612只逐渐提升到2020年9月的730只。

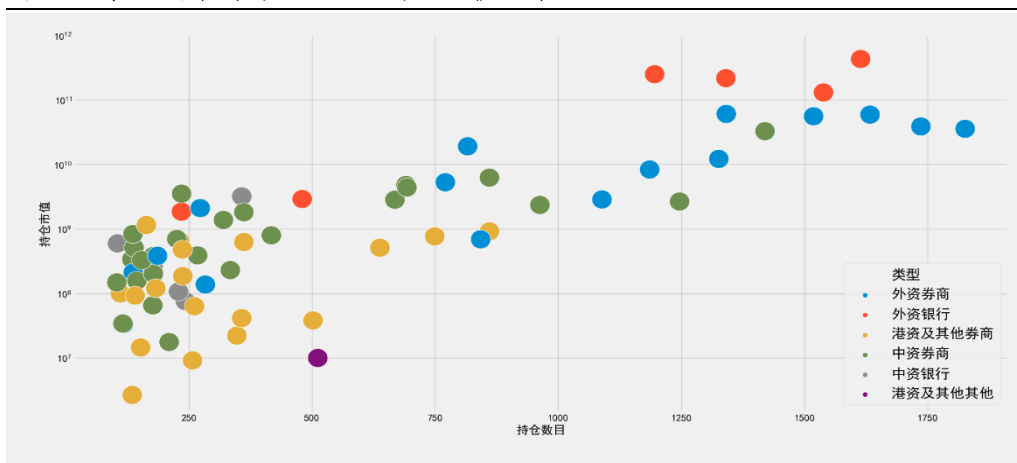
图1：合格托管机构平均持有股票数量整体上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

在符合筛选条件的托管机构中，持有股票数目最多的是摩根经纪(J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD)，计算区间平均持有股票1826只；持有股票最少的是京华三一国际（香港）有限公司，计算区间平均持有股票111只。从合格托管机构的持仓数目和持仓市值散点图可知，平均持仓超千亿的托管机构仅4家，分别为香港上海汇丰银行、渣打银行、摩根大通银行及花旗银行。而大部分托管机构持仓数目在500只以下，持仓规模在100亿以内。

图2：托管机构平均持仓数目与持仓规模分布



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、托管机构选股能力测试

陆股通自开通以来，基于该途径买卖 A 股的资金逐步被市场视为“聪明钱”，其调仓动向受到市场的关注程度亦越来越高。广大投资者则期待从其调仓的行为中捕获到蛛丝马迹，以期能够对未来的投资决策形成指引作用。在《陆股通解析：谁是真正的“北境之王”》中，我们发现陆股通资金的聪明主要体现在其优秀的选股能力。循着这个结论，我们希望从代表“聪明钱”的合格托管机构中找到那些更加“聪明”的部分。

托管机构的调仓行为通常蕴含着其对投资标的后市走势的看法。一般而言增仓表明其对投资标的未来走势看好，而减仓则表明对其持负面看法。基于这种假设，我们构建了托管机构的选股能力测试逻辑。

在每月月底，选取托管机构本月增仓比例前 50（多头）的股票作为下个月的股票池，观察其未来一个月表现。同时，为了更好地验证托管机构的调仓行为是否具有“聪明性”，我们做了镜像测试，即同时测试本月托管机构减仓比例前 50（空头）的股票未来的表现。若增仓净值高于市场平均且增减仓最终的净值差异显著，则认为该托管机构选股能力优秀。对每个托管机构分别按照多空进行测算后，结果如下：

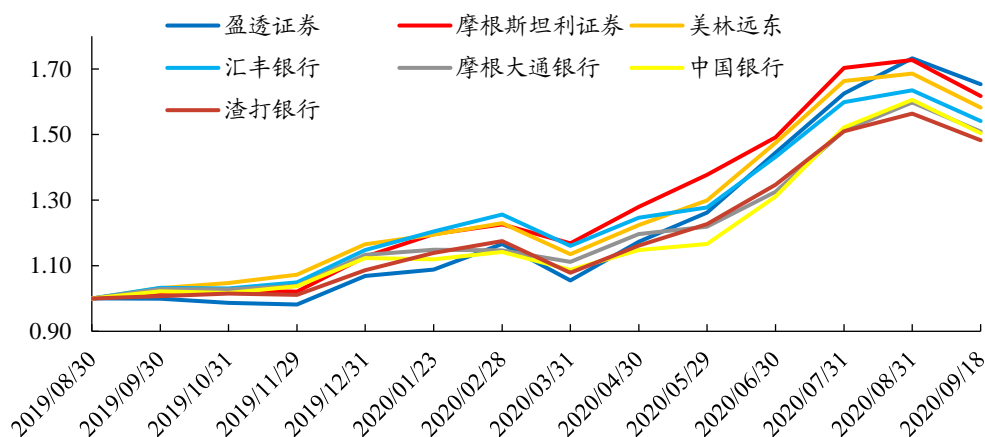
表1：兼具高收益能力和净值区分度的优选托管机构

托管机构	多头净值	托管机构	多空净值差
盈透证券	1.65	美林远东	27.49%
摩根斯坦利证券	1.62	摩根斯坦利证券	24.04%
美林远东	1.58	法国巴黎证券	23.01%
法国兴业证券	1.56	中银国际证券	22.32%
汇丰银行	1.54	盈透证券	20.19%
瑞银证券	1.53	中国银行	18.36%
摩根大通银行	1.51	汇丰银行	17.21%
中国银行	1.50	渣打银行	14.75%
渣打银行	1.48	摩根大通银行	14.69%
花旗银行	1.48	国泰君安证券	13.28%

数据来源：Wind、开源证券研究所

从表 1 可以看到，在前十大高收益托管机构中，兼有多空净值区分度的总共有七家（下文简称为优选托管机构），其中三家外资银行、三家外资券商、一家中资银行。在测试期间（2019.08.31~2020.09.18），优选后的托管机构平均净值高达 1.56，平均多空超额收益率达 20.2%。盈透证券获得最高多头净值，累计达 1.65；多空收益率差值最大为美林远东，达到 27.49%。

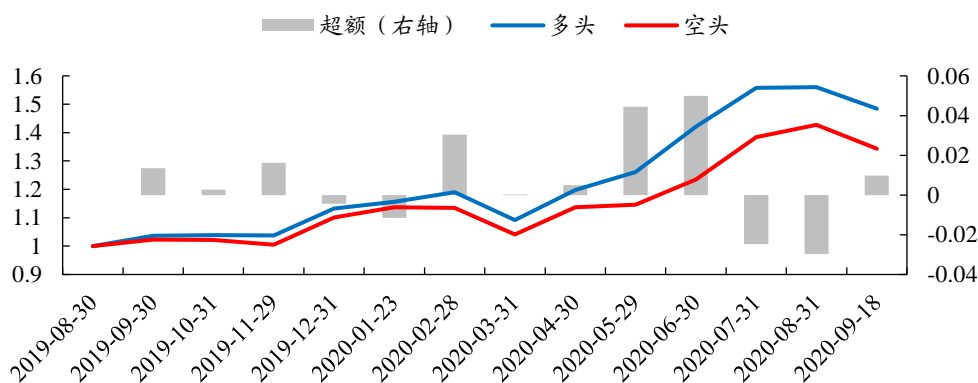
图3：优选托管机构选股策略平均净值达 1.56



数据来源：Wind、开源证券研究所

为了比较优选托管机构和全体托管机构的表现差异，我们统计了全体托管机构的多头净值和多空收益率差值。每月月底选取全体托管机构增、减仓比例前 50 只股票分别作为全体托管机构的多头和空头组合，最终多头净值为 1.48，多空超额收益率为 14.05%。优选托管机构相比于作为基准的全体托管机构，无论从累计净值还是多空超额收益率来看，整体表现都更占优。

图4：全体托管机构组合（171 家）的选股能力



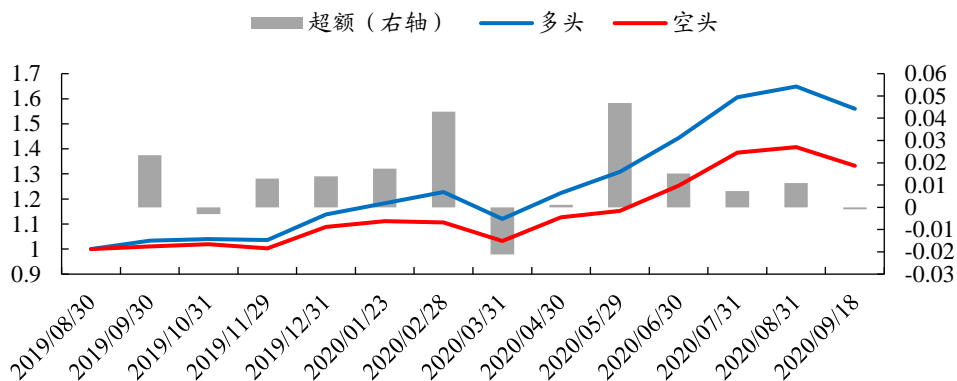
数据来源：Wind、开源证券研究所

虽然优选出的托管机构从历史回看均跑赢了基准全体托管机构，但如果我们仅从优选托管机构中选出其中一家作为未来调仓的参考，则面临较大的潜在风险。为此，我们尝试将优选后的托管机构作为一个整体，根据合成后整体的增减仓行为来进行调仓。

根据图 5 可知，基于优选托管机构构建的新组合表现更加稳定，多头跑输空头 1 个百分点以上的月份仅 2020 年 3 月全球市场巨大波动时期。2020 年 7 月以来，作为基准的全体托管机构组合多头大幅跑输空头组合，而优选托管机构组合则表现稳定。

具体来看，优选托管机构组合月度超额收益率为正的月份占比高达 76.92%，高于基准水平约 8 个百分点；累计净值 1.56，超越基准 8 个百分点；多空超额收益率 22.76%，超越基准近 9 个百分点。

图5：优选托管机构（7 家）的选股能力

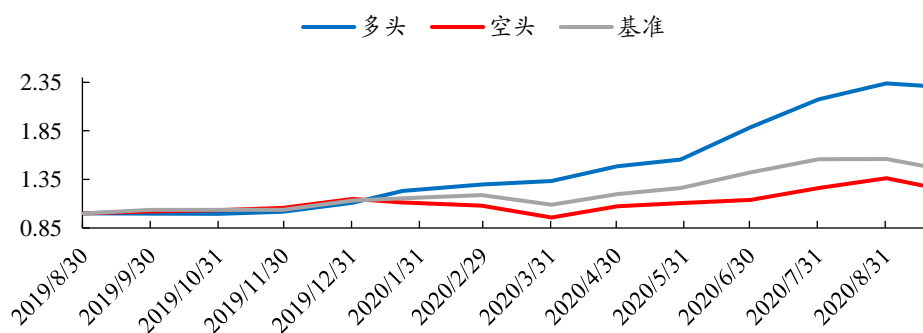


数据来源：Wind、开源证券研究所

前文我们是综合考虑不同托管机构合计的持仓变动对选股策略的影响，但如果按照不同优选托管机构当期增仓股票的交集进行调仓，效果又会如何呢？这样做潜在的目的在于平衡不同托管机构之间量级的差异导致的权重倾斜。因为对于银行系托管机构而言，其增仓某只股票 1% 的比例，对其自身资产规模而言占比可能非常小，而对于券商系托管机构，其增仓某只股票 0.5% 的比例却占据了大部分可用资金。虽然增仓比例后者偏小，但是对该只股票未来的表现看好程度却是后者更强的。

为此，在每个月月底，我们对优选托管机构的增仓比例从高到低进行排序，选取前 100 只股票作为每个托管机构的初始股票池。在各个托管机构的股票池中，按照少数服从多数原则，选取至少被 4 家托管机构进行增仓的股票作为每一期最终的股票池。结果如图 6 所示：

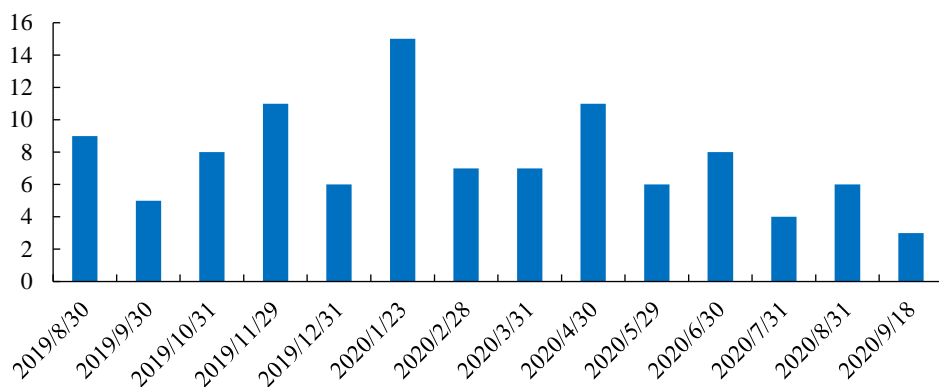
图6：基于投票规则的组合表现大幅改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

可以发现基于投票规则确定股票池的选股策略，净值表现出现了较明显的改善。策略净值从初始的 1.56 上升到当前多头部分的 2.31，大幅上升 75 个百分点。仔细分析后发现，收益出现大幅提升的最主要原因在于按照投票规则构建的选股策略，最终选出来的共同股票个股大幅降低。相比于稳定 50 只个股的原始股票池，基于投票规则的股票池每期持有个股数在 10 只上下浮动，换手率相对较高。

图7：基于投票规则的组合持仓换手率相对较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、优选托管机构选股组合跟踪

优选托管机构目前由 7 家托管机构组成，其中三家外资银行（汇丰银行、摩根大通银行、渣打银行）、一家中资银行（中国银行）、三家外资券商（盈透证券、摩根斯坦利证券、美林远东）。基于优选托管机构的组合最新持仓（2020.09）如表 2 所示。新增持仓主要配置在医药生物、通信、计算机、机械设备和电气设备五大行业，持仓市值中位数 207 亿元，滚动市盈率中位数 38.6 倍。

表2：优选组合 2020 年 9 月持仓明细

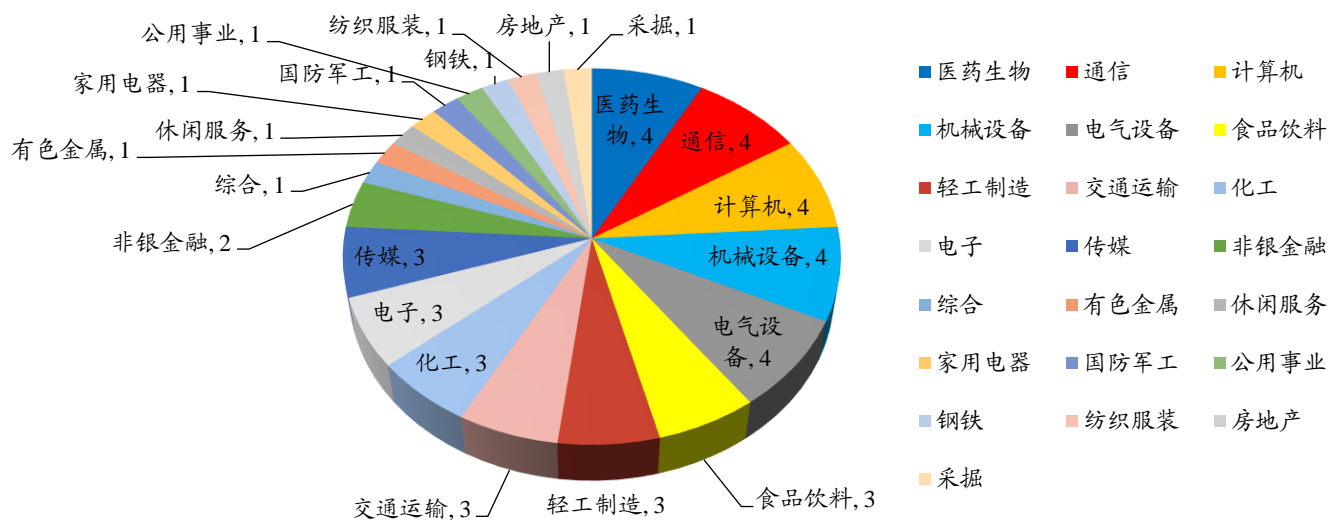
股票代码	股票名称	所属行业	总市值	PE(TTM)
603489.SH	八方股份	电气设备	203.04	59.52
603317.SH	天味食品	食品饮料	363.18	92.17
603606.SH	东方电缆	电气设备	157.31	24.69
603587.SH	地素时尚	纺织服装	105.72	18.13
603486.SH	科沃斯	机械设备	282.17	232.58
603882.SH	金域医学	医药生物	485.36	61.71
600989.SH	宝丰能源	采掘	802.27	20.03
000603.SZ	盛达资源	有色金属	106.05	41.52
002572.SZ	索菲亚	轻工制造	263.58	25.61
600754.SH	锦江酒店	休闲服务	407.99	50.36
603056.SH	德邦股份	交通运输	153.70	41.23
603915.SH	国茂股份	机械设备	113.13	35.94
002726.SZ	龙大肉食	食品饮料	104.12	23.17
300676.SZ	华大基因	医药生物	569.30	32.91
300383.SZ	光环新网	通信	371.90	42.09
300527.SZ	中船应急	国防军工	92.84	3,931.46
002312.SZ	三泰控股	计算机	84.89	35.40
300285.SZ	国瓷材料	化工	372.14	72.86
300308.SZ	中际旭创	通信	376.91	56.14
601816.SH	京沪高铁	交通运输	3,039.69	42.63
603956.SH	威派格	机械设备	86.17	77.74
000656.SZ	金科股份	房地产	553.73	8.26

股票代码	股票名称	所属行业	总市值	PE(TTM)
300136.SZ	信维通信	电子	554.03	56.54
300624.SZ	万兴科技	计算机	90.05	75.57
000100.SZ	TCL 科技	电子	928.77	53.58
600363.SH	联创光电	电子	97.48	43.49
002507.SZ	涪陵榨菜	食品饮料	354.66	51.05
600885.SH	宏发股份	电气设备	355.40	50.29
002446.SZ	盛路通信	通信	73.15	-9.00
603639.SH	海利尔	化工	55.74	15.18
002555.SZ	三七互娱	传媒	864.97	31.10
300012.SZ	华测检测	综合	396.49	77.94
000555.SZ	神州信息	计算机	169.33	42.00
603599.SH	广信股份	化工	87.22	16.39
002616.SZ	长青集团	公用事业	80.64	23.31
601019.SH	山东出版	传媒	133.14	10.79
300638.SZ	广和通	通信	145.68	64.14
002798.SZ	帝欧家居	轻工制造	120.11	20.54
002367.SZ	康力电梯	机械设备	95.80	30.32
000651.SZ	格力电器	家用电器	3,347.75	19.34
300348.SZ	长亮科技	计算机	181.38	116.19
000932.SZ	华菱钢铁	钢铁	325.45	6.29
300685.SZ	艾德生物	医药生物	172.45	124.86
002706.SZ	良信电器	电气设备	211.17	67.64
600373.SH	中文传媒	传媒	169.65	10.04
600109.SH	国金证券	非银金融	462.42	27.54
601598.SH	中国外运	交通运输	279.75	11.18
002223.SZ	鱼跃医疗	医药生物	328.51	24.54
603180.SH	金牌厨柜	轻工制造	57.33	24.48
000728.SZ	国元证券	非银金融	340.58	30.98

数据来源：Wind、开源证券研究所

数据截至 2020.09.18

图8: 优选组合 2020 年 9 月持仓个股行业分布



数据来源: Wind、开源证券研究所

风险提示

模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn