

# 北上资金：“聪明钱”选股策略

## ——“广开金股”系列（二）

### 报告摘要：

- **北上资金真的是“聪明钱”吗？**北上资金是 16 年以来 A 股最大且最稳定的增量资金之一，经过多年的积累和发展，北上资金对 A 股的影响力已经不可小觑。我们构建多个组合，自 2017 年 3 月至今北上资金青睐股票组合相对 wind 全 A 和股票基金指数均能够持续获得较为显著的超额收益，一定程度证明北上资金确实具备“聪明钱”的特质。
- **如何充分利用“聪明钱”的指引？**存量/流量视角下的北上资金最优组合构建方法。在存量视角下，我们根据北上资金持股规模排序；在流量视角下，我们根据北上资金月度的增持规模排序。随后，从个股、一级行业、申万二级行业三个层面出发，选取排名靠前的个股或者一、二级行业，以等权重的方式构建组合，再选取每一个层级下最优胜的组合。
- **综合赔率和胜率，挖掘个股层级、一级行业配置层级和二级行业层级的最优组合。**构建 38 个不同组合后，我们发现无论对于存量还是流量，前 10 个股组合，前 5 一级行业组合和前 5 二级行业组合均是该层级上最优的“优胜组合”。从赔率上看，三大“优胜组合”在流量和存量角度看均能够获得该层级上最高的累计净值，大幅跑赢 wind 全 A；从胜率上看，三大“优胜组合”在按月分段的区间内跑赢 wind 全 A 的概率基本上均在 60%-70% 区间。
- **不同调仓频率效果比较：季调优于月调。**我们发现更高的换仓频率对于组合来说会产生更高的交易摩擦费用。因此我们尝试更低的交易频率去改善组合的实用性。对于“优胜组合”来说，在不考虑交易费用的条件下，采用月度或季度调仓策略下的组合净值差异不大。对于存量组合，采用月度调仓和季度调仓带来的组合净值并没有显著的差异；而对于流量组合，采用季度调仓的策略甚至常常能够相较月度调仓的策略获得更高的净值收益。整体来看，季度调仓性价比高于月度调仓。
- **当前应选择存量策略还是流量策略？**存量策略或更为占优。在不同时段，北上资金存量和流量选股策略互有优劣。三大规律：（1）人民币汇率升值阶段，存量策略相对占优；（2）存量社融同比增速下行阶段，存量策略相对占优；（3）在通货膨胀（CPI）上行期间，存量策略占优。当前来看，人民币汇率中期处于升值通道，短期阶段性有贬值压力；“紧信用”贯穿全年，社融增速下行；原材料价格上行、去年基数较低、猪周期背景下，全年 CPI 缓慢上行。综合三大因素，当前北上资金存量策略可能更为占优。
- **北上资金选股“优胜组合”及全套北上资金跟踪股票池及数据库**请联系广发策略团队及广发销售团队。
- **核心假设风险。**流动性变化超预期，经济增长不达预期，通胀超预期。

分析师：

韦冀星



SAC 执业证号：S0260520080004



021-38003557



weijixing@gf.com.cn

分析师：

戴康



SAC 执业证号：S0260517120004



SFC CE No. BOA313



021-60750651



daikang@gf.com.cn

请注意，韦冀星并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

性价比之王：优化的 PEG 选 2021-05-27

股策略：——“广开金股”系列（一）

## 目录索引

一、北上资金真的是“聪明钱”吗？ .....	5
（一）总量视角：北上资金是 16 年以来 A 股最大的增量资金之一 .....	5
（二）结构上，北上资金偏好消费，总体偏好相对稳定 .....	7
（三）“聪明钱”：北上资金青睐股票持续获得超额收益 .....	9
二、如何充分利用“聪明钱”的指引？ .....	10
（一）存量视角 .....	10
（二）流量视角 .....	13
（三）不同调仓频率效果比较：季调>月调 .....	17
三、当前应选择流量策略还是存量策略？ .....	19
（一）规律 1：人民币汇率 .....	19
（二）规律 2：存量社融增速 .....	20
（三）规律 3：通货膨胀（CPI） .....	21
（四）当前存量策略可能更为占优 .....	21
四、风险提示 .....	22

## 图表索引

图 1: 北上资金是 16 年以来 A 股最大最稳定增量资金之一.....	5
图 2: 北上资金每日交易量占比（五日移动平均）.....	5
图 3: 北向资金按年的流入规模.....	6
图 4: 北上资金持股规模占 A 股比重.....	6
图 5: 北上资金占全部外资的占比持续提升.....	6
图 6: 北上资金在一级行业的持股规模.....	8
图 7: 北上资金在一级行业的持股占比（流通市值）.....	8
图 8: 北上资金在二级行业的持股规模.....	8
图 9: 北上资金在二级行业的持股占比（流通市值）.....	8
图 10: 北上资金青睐股票组合持续获得超额收益.....	9
图 11: 个股组合净值与 wind 全 A 对比图（存量）.....	11
图 12: 一级行业组合净值与 wind 全 A 对比图（存量）.....	11
图 13: 二级行业净值与 wind 全 A 对比图（存量）.....	12
图 14: 个股组合净值与 wind 全 A 对比图（流量）.....	14
图 15: 一级行业净值与 wind 全 A 对比图（流量）.....	15
图 16: 二级行业净值与 wind 全 A 对比图（流量）.....	15
图 17: 存量前 10 个股月度/季度换仓净值比较.....	17
图 18: 流量前 10 个股月度/季度换仓净值比较.....	17
图 19: 存量前 5 一级行业月度/季度换仓净值比较.....	18
图 20: 流量前 5 一级行业月度/季度换仓净值比较.....	18
图 21: 存量前 5 二级行业月度/季度换仓净值比较.....	18
图 22: 流量前 5 二级行业月度/季度换仓净值比较.....	18
图 23: 人民币升值阶段，存量策略相对占优.....	20
图 24: 社会融资规模存量（同比）下降阶段，存量策略相对占优.....	20
图 25: CPI 当月同比和北上资金存流量对比图.....	21
表 1: 北上资金持股前 50 及全部 A 股的市值、ROE、估值指标（中位数）.....	7
表 2: 17 年以来北上资金一级行业、二级行业持股市值前五变化不大.....	9
表 3: 北上资金持仓个股跑赢大盘胜率（存量）.....	11
表 4: 北上资金持仓一级行业跑赢大盘胜率（存量）.....	11
表 5: 北上资金持仓二级行业跑赢大盘胜率（存量）.....	12
表 6: 17 年以来北上资金持仓规模前 10 个股变迁.....	13
表 7: 17 年以来北上资金持仓规模前 10 一级行业变迁.....	13
表 8: 17 年以来北上资金持仓规模前 10 二级行业变迁.....	13
表 9: 北上资金增持个股跑赢大盘胜率（流量）.....	14
表 10: 北上资金增持行业跑赢大盘胜率（流量）.....	15
表 11: 北上资金增持行业跑赢大盘胜率（流量）.....	15
表 12: 17 年以来北上资金净流入前 10 个股变迁.....	16
表 13: 17 年以来北上资金净流入前 10 一级行业变迁.....	16

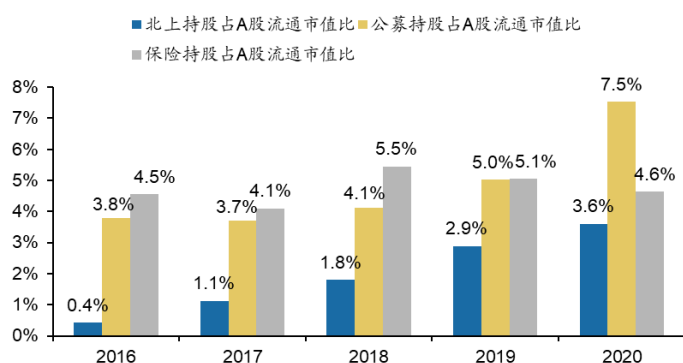
表 14: 17 年以来北上资金净流入前 10 二级行业变迁 .....	16
表 15: 策略总结 .....	22

# 一、北上资金真的是“聪明钱”吗？

## （一）总量视角：北上资金是 16 年以来 A 股最大的增量资金之一

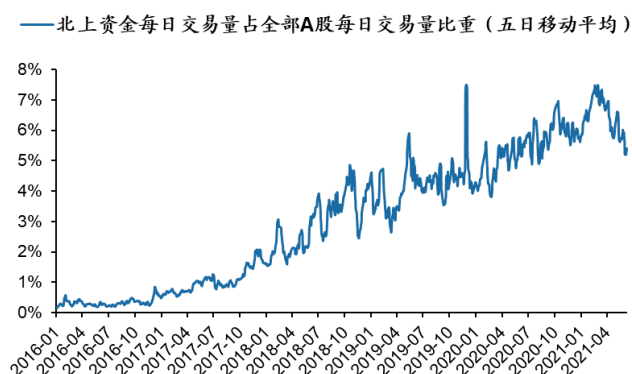
北上资金是16年以来A股最大且最稳定的增量资金之一。截止2020年末，北上资金持股占A股流通市值比达到了3.6%，相较2016年末提升了3.2个百分点，同期公募基金持股占A股流通市值比和保险持股占A股流通市值比分别提升3.6个百分点和0.1个百分点。与此同时，与公募基金占比有升有降、波动较大相比，北上资金持股占比自16年以来稳步抬升，始终对A股保持增持，是A股最为稳定的增量资金之一。与北上资金持股占比持续提升相对应的是，北上资金日均交易额占全部A股日均交易额比重自16年以来也持续稳步上升。进入2021年以来，北上资金每日交易量占A股全部交易量的占比均值为6.5%左右，相较16年初的0.3%大幅提高了6.2个百分点，北上资金对A股的影响力已经不可小觑。

图 1：北上资金是16年以来A股最大最稳定增量资金之一



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

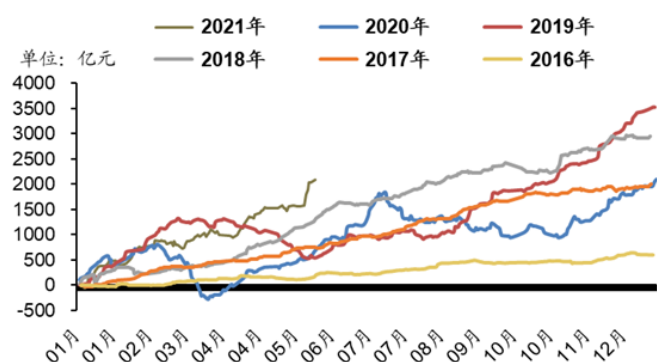
图 2：北上资金每日交易量占比（五日移动平均）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

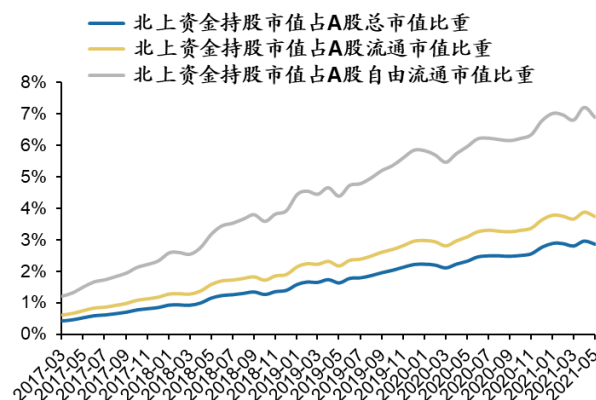
注：按惯例北上资金交易额为双边口径，A股交易额为单边口径，计算交易占比时已统一为双边口径。

图 3：北向资金按年的流入规模



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

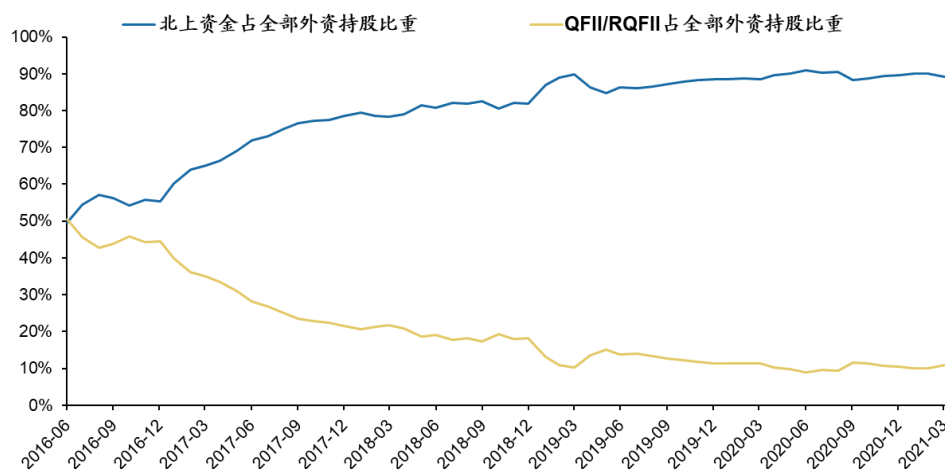
图 4：北上资金持股规模占A股比重



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

北上资金已经取代QFII/RQFII，成为外资配置中国股票资产的主要渠道。16年6月末，外资总共持有A股规模2094亿元，其中通过北上资金持有1037亿元，占比49.5%；通过QFII/RQFII持有1057亿元，占比50.5%。而截止21年3月末，北上资金持有A股规模达到2.3万亿，相较16年6月底增长21.6倍，占全部外资持仓比重达到89.1%，而QFII/RQFII持股规模2869亿元人民币，相较16年6月仅增长1.7倍，占全部外资持仓比重下滑至10.9%。北上资金取代QFII/RQFII成为外资配置中国股票资产的主要渠道主要源于三大原因：（1）陆港通不需要资格认定，“一点接通”模式相较QFII/RQFII的认证模式更为便捷，且节省了渠道成本；（2）北上的资金通过港交所直接买进A股的股票，不需要再把外币兑换成人民币，而QFII则需要经过换汇过程，不仅会产生换汇中介成本，还需要时刻接受外汇管理部门的监管；（3）截止6月11日，陆港通的可投A股标的已经多达2300余只，覆盖面已非常广泛，QFII/RQFII在可投标的上全覆盖的优势已经极小。

图 5：北上资金占全部外资的占比持续提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心



**北上资金持股较为集中的个股特征：大市值、高ROE。**陆港通相较QFII/RQFII高得多的透明性使得我们能够更为细致的分析外资的偏好。自16年以来，北上资金前50大重仓股的持仓占比持续在60%以上，集中度较高。比较发现，从中位数来看，北上资金持股较为集中的个股相较全部A股市值更大、ROE更高。但另一方面，与投资者直觉并不相符的是，北上资金持股较为集中的个股的估值相较全部A股并不一定更低，且这一特点在19年以来更为显著。

表 1：北上资金持股前50及全部A股的市值、ROE、估值指标（中位数）

		2017年底	2018年底	2019年底	2020年底	2021年5月底
市值 (亿元)	北上资金持股 前50个股	1926.32	1499.53	1925.13	3025.71	2945.44
	全部A股	68.96	40.61	49.84	55.25	55.84
ROE (%)	北上资金持股 前50个股	16.52	16.29	16.43	18.24	18.53
	全部A股	6.77	6.57	6.46	6.37	7.64
PE	北上资金持股 前50个股	20.74	11.56	20.49	56.53	42.84
	全部A股	37.06	23.19	25.47	26.83	27.22
PB	北上资金持股 前50个股	2.90	1.84	3.22	9.06	8.29
	全部A股	2.94	1.94	2.28	2.43	2.57

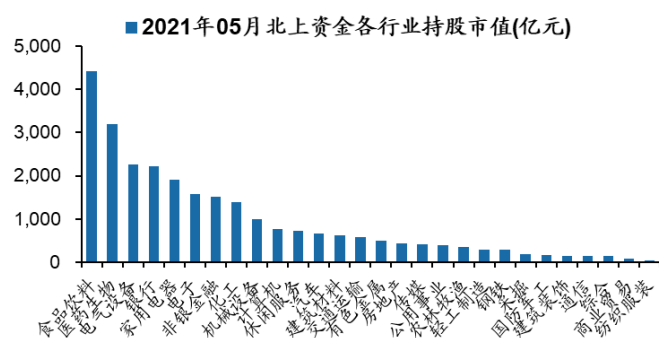
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （二）结构上，北上资金偏好消费，总体偏好相对稳定

结构上来看，北上资金最为偏好消费板块，中游制造和金融板块次之。截止5月31日，北上资金持股规模前五的申万一级行业分别为食品饮料、医药生物、电气设备、银行、家用电器，其中食品饮料行业北上资金持股规模达到4415亿元，行业配置比例达到16.65%，位居行业第一。二级行业来看，饮料制造、银行Ⅱ、白色家电、电源设备、医疗服务Ⅱ为北上资金持股规模前五的申万二级行业。

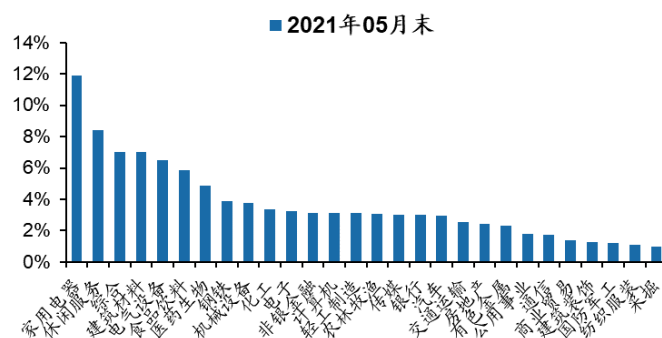
北上资金在消费板块的行业影响力相对较高。我们用某行业北上资金持仓市值占该行业流通市值之比表征北上资金影响力。截至5月末，流通市值口径下北上资金行业影响力最大的五个申万一级行业分别是家用电器、休闲服务、食品饮料、建筑材料和综合，申万二级行业则是白色家电、机场Ⅱ、旅游综合Ⅱ、其他建材Ⅱ、医疗服务Ⅱ。

图 6：北上资金在一级行业的持股规模



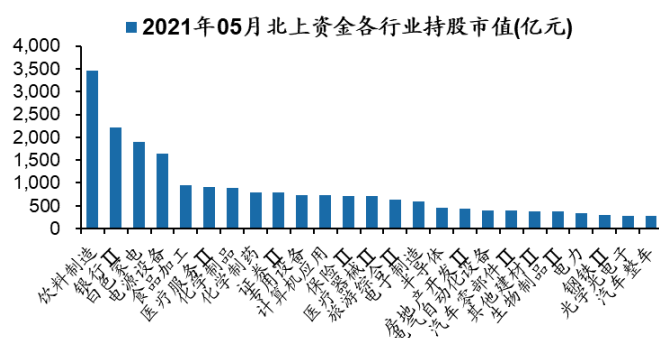
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：北上资金在一级行业的持股占比（流通市值）



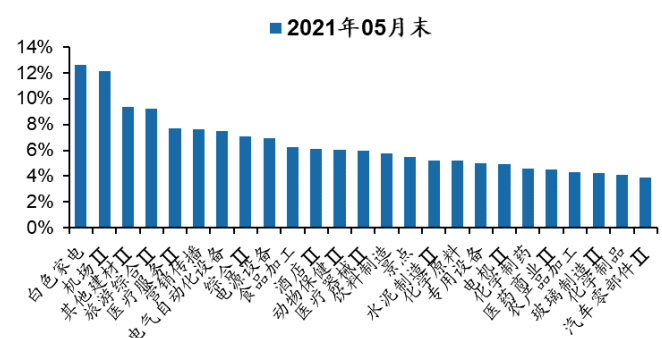
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：北上资金在二级行业的持股规模



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：北上资金在二级行业的持股占比（流通市值）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从历史变迁来看，北上资金持股偏好较为稳定。自17年以来，虽然北上资金对各板块资金配置的市值占比有所波动，但总体偏好较为稳定。四年半期间内，从一级行业视角来看，有且仅有7个一级行业进入过持股市值前五行业，其中食品饮料、家用电器、医药生物一直保持持股规模行业前五，电气设备、银行、非银金融、电子等行业多次进入行业前五。二级行业视角来看，在此期间也仅有7个二级行业进入过持股市值前五行业，其中饮料制造、银行Ⅱ、白色家电一直保持持股行业前五，电源设备、医疗服务Ⅱ、保险Ⅱ、食品加工等行业多次进入行业前五。



表 2：17年以来北上资金一级行业、二级行业持股市值前五变化不大

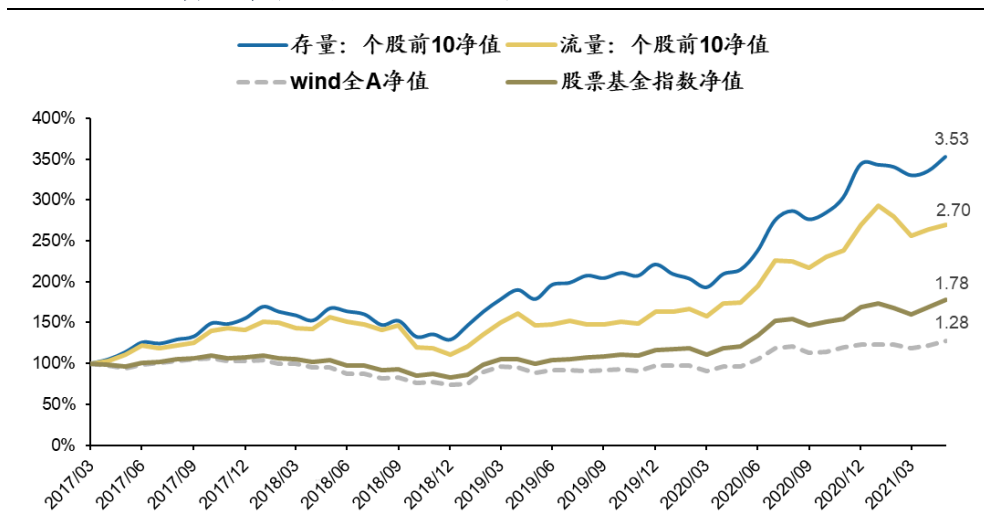
序号	北上资金一级行业持股市值前五								
	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
1	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料
2	家用电器	家用电器	医药生物	家用电器	非银金融	家用电器	医药生物	医药生物	医药生物
3	非银金融	电子	家用电器	非银金融	家用电器	医药生物	家用电器	家用电器	电气设备
4	电子	医药生物	电子	银行	银行	银行	电子	电气设备	银行
5	医药生物	非银金融	非银金融	医药生物	医药生物	非银金融	银行	电子	家用电器
序号	北上资金二级行业持股市值前五								
	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
1	饮料制造	白色家电	饮料制造	饮料制造	饮料制造	饮料制造	饮料制造	饮料制造	饮料制造
2	白色家电	饮料制造	白色家电	白色家电	白色家电	白色家电	白色家电	白色家电	银行 II
3	电子制造	电子制造	化学制药	银行 II	银行 II	银行 II	银行 II	银行 II	白色家电
4	银行 II	银行 II	电子制造	保险 II	保险 II	保险 II	化学制药	电源设备	电源设备
5	保险 II	保险 II	银行 II	食品加工	食品加工	化学制药	食品加工	食品加工	医疗服务 II

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。21H1的数据截止2021年5月31日。

### （三）“聪明钱”：北上资金青睐股票持续获得超额收益

历史数据显示北上资金青睐股票组合相对wind全A和股票基金指数均能够持续获得较为显著的超额收益，确实是“聪明钱”。我们构建北上资金“存量：个股前10”和“流量：个股前10”两个组合（具体构建方法详见第二章）。自2017年3月至今，两个基于北上资金青睐股票构建的组合相对wind全A和中证股票基金指数均持续获得显著超额收益，一定程度证明北上资金确实具备“聪明钱”的特质。

图 10：北上资金青睐股票组合持续获得超额收益



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，数据截止5月31日收盘

## 二、如何充分利用“聪明钱”的指引？

北上资金持股规模不断上升，对A股的影响力和定价能力与日俱增；同时，基于北上资金逻辑构建的組合的超额收益明显超越大盘指数和及股票基金指数，具备“聪明钱”的特征。我们应该如何充分利用北上资金的指引，具体选择何种策略更能发挥“聪明钱”的左侧判断优势？我们从存量和流量的视角，分别从胜率和赔率的角度，在个股、一级行业、二级行业三个层级上构建多达38个组合，深入探讨究竟应该如何运用“聪明钱”的指引。最终优选出的三层级“优胜组合”及全套北上资金跟踪股票池及数据库请联系广发策略团队或广发销售团队。

### （一）存量视角

存量视角的分析核心，是以北上资金存量持股规模为标准进行排序，并选取排名靠前的个股或行业构建组合。在存量视角下，我们根据北上资金持股规模排序，从个股、申万一级行业、申万二级行业三个层面出发，选取排名靠前的个股或者申万一、二级行业，以等权重的方式，构建组合，并回溯不同组合在历史上的赔率和胜率，从而选取每一个层级下最优胜的组合。

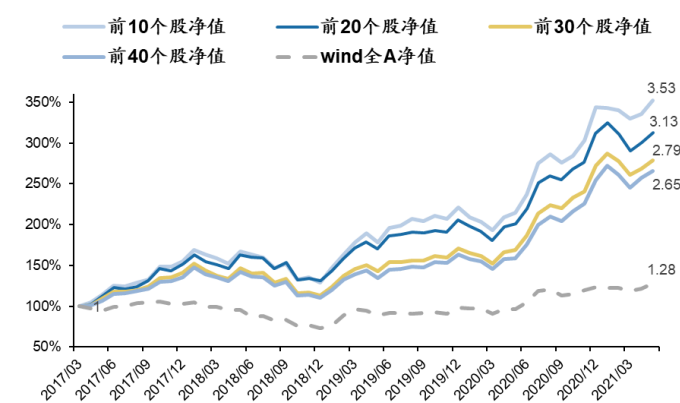
#### （1）层级一：个股组合

个股组合层面，我们选取每月末北上资金持股规模最为靠前的前10、前20、前30、前40只个股，分别构建组合。组合每月重新调整权重，等权分布在每个入选的个股上。

从赔率角度来看，自17年3月组合建立至21年5月末，净值表现的优劣排序为前10个股组合（净值3.53）>前20个股组合（净值3.13）>前30个股组合（净值2.79）>前40个股组合（净值2.65）>wind全A（净值1.28）。

从胜率角度来看，我们进行更为深入的分析。在分析赔率过程中，我们假设每月重新调整权重。在胜率分析过程当中，我们进一步考量，在假设固定当月的组合标的后，组合在未来第一个月、第二个月、第三个月、第四个月时，相对跑赢wind全A的概率是多少。我们发现，在固定当月组合标的后，北上资金重仓个股组合在第一个月、第二个月和第三个月时跑赢wind全A的概率显著第四个月，即进入第四个月后组合的胜率开始显著下降。同时，从整体胜率来看，前10个股组合>前20个股组合>前40个股组合>前30个股组合。

图 11: 个股组合净值与wind全A对比图 (存量)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: 北上资金持仓个股跑赢大盘胜率 (存量)

北上资金持仓个股跑赢大盘胜率				
	前10个股	前20个股	前30个股	前40个股
第1个月胜率	72.00%	70.00%	62.00%	66.00%
第2个月胜率	71.43%	69.39%	61.22%	65.31%
第3个月胜率	68.75%	68.75%	58.33%	66.67%
第4个月胜率	63.83%	68.09%	59.57%	61.70%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

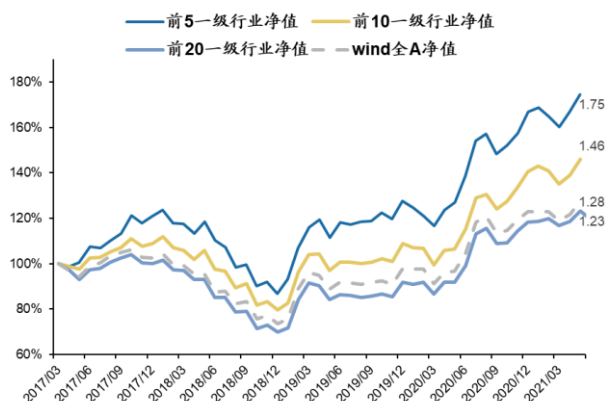
## (2) 层级二: 一级行业配置组合

考虑到诸多投资者同样需要行业配置的组合, 我们设置了2个层面的行业配置组合: 一级行业配置组合和二级行业配置组合。在一级行业配置层面, 我们选取每月末北上资金持股规模最为靠前的前5、前10的中万一级行业, 分别构建组合。组合每月重新调整权重, 等权分布在每个入选的个股上。

从赔率角度来看, 自17年3月组合建立至21年5月末, 净值表现的优劣排序为前5一级行业组合 (净值1.75) > 前10一级行业组合 (净值1.46) > wind全A (净值1.28) > 前20一级行业组合 (净值1.23)。

从胜率角度来看, 在固定当月组合行业后, 北上资金重仓一级行业组合相对wind全A的胜率随着时间的推移逐步下降。同时, 从整体胜率来看, 前5一级行业 > 前10一级行业 > 前20一级行业。

图 12: 一级行业组合净值与wind全A对比图 (存量)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 4: 北上资金持仓一级行业跑赢大盘胜率 (存量)

北上资金持仓一级行业跑赢大盘胜率			
	前5一级行业	前10一级行业	前20一级行业
第1个月胜率	60.00%	58.00%	46.00%
第2个月胜率	57.14%	55.10%	42.86%
第3个月胜率	54.17%	56.25%	41.67%
第4个月胜率	53.19%	57.45%	44.68%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

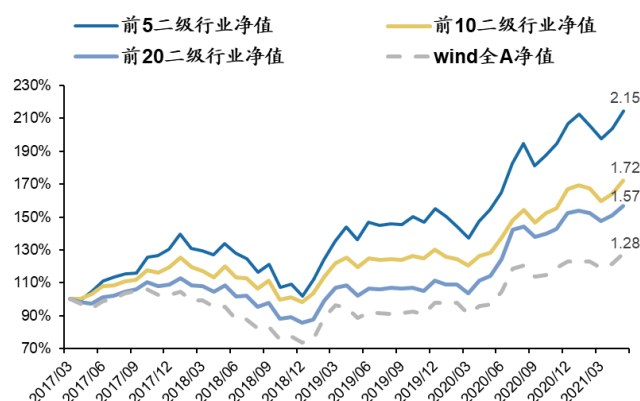
### (3) 层级三：二级行业配置组合

在二级行业配置层面，我们选取每月末北上资金持股规模最为靠前的前5、前10的中万二级行业，分别构建组合。组合每月重新调整权重，等权分布在每个入选的个股上。

从赔率角度来看，自17年3月组合建立至21年5月末，净值表现的优劣排序为前5二级行业组合(净值2.15)>前10二级行业组合(净值1.72)>前20二级行业组合(净值1.57)>wind全A(净值1.28)。

从胜率角度来看，在固定当月组合行业后，北上资金重仓二级行业组合大体上相对wind全A的胜率随着时间的推移逐步下降。同时，从整体胜率来看，前5一级行业>前20一级行业>前10一级行业。

图 13：二级行业净值与wind全A对比图（存量）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 5：北上资金持仓二级行业跑赢大盘胜率（存量）

北上资金持仓二级行业跑赢大盘胜率			
	前5二级行业	前10二级行业	前20二级行业
第1个月胜率	62.00%	54.00%	62.00%
第2个月胜率	61.22%	53.06%	57.14%
第3个月胜率	62.50%	54.17%	66.67%
第4个月胜率	57.45%	53.19%	68.09%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### (4) 存量视角下的标的持仓稳定度较高

存量视角下，可以发现北上资金持仓靠前的个股和行业较为稳定。17年以来，北上资金前10个股、前10一级行业、前10二级行业的变化并不大，组合每期个股较上期的变化个数较小。这意味着在存量视角下，我们构建的组合无论是1个月、3个月还是6个月换仓，带来的换仓交易成本差距不大。

表 6：17年以来北上资金持仓规模前10个股变迁

前十大重仓股	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30	2018/12/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	2021/5/31
1	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台	贵州茅台
2	海康威视	海康威视	恒瑞医药	中国平安	中国平安	中国平安	美的集团	美的集团	美的集团
3	美的集团	美的集团	美的集团	美的集团	美的集团	美的集团	恒瑞医药	恒瑞医药	招商银行
4	中国平安	中国平安	海康威视	恒瑞医药	恒瑞医药	格力电器	五粮液	五粮液	五粮液
5	恒瑞医药	恒瑞医药	中国平安	海康威视	格力电器	恒瑞医药	中国平安	格力电器	宁德时代
6	格力电器	格力电器	格力电器	伊利股份	五粮液	五粮液	格力电器	中国平安	中国中免
7	方正证券	伊利股份	-	-	招商银行	招商银行	中国中免	中国中免	中国平安
8	-	-	五粮液	格力电器	伊利股份	海螺水泥	招商银行	招商银行	格力电器
9	上海机场	上海机场	伊利股份	招商银行	上海机场	平安银行	海天味业	宁德时代	恒瑞医药
10	伊利股份	海尔智家	上海机场	五粮液	-	-	-	海天味业	平安银行

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 7：17年以来北上资金持仓规模前10一级行业变迁

前十大一级行业	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30	2018/12/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	2021/5/31
1	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料	食品饮料
2	家用电器	家用电器	医药生物	家用电器	非银金融	家用电器	医药生物	医药生物	医药生物
3	非银金融	电子	家用电器	非银金融	家用电器	医药生物	家用电器	家用电器	银行
4	电子	医药生物	电子	银行	银行	银行	电子	电气设备	电气设备
5	医药生物	非银金融	非银金融	医药生物	医药生物	非银金融	银行	电子	家用电器
6	银行	银行	银行	电子	电子	电子	非银金融	非银金融	电子
7	汽车	汽车	汽车	交通运输	交通运输	交通运输	电气设备	银行	非银金融
8	交通运输	交通运输	交通运输	汽车	公用事业	房地产	计算机	机械设备	化工
9	公用事业	公用事业	公用事业	公用事业	汽车	建筑材料	机械设备	化工	机械设备
10	化工	休闲服务	休闲服务	房地产	房地产	汽车	交通运输	汽车	计算机

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 8：17年以来北上资金持仓规模前10二级行业变迁

前十大二级行业	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30	2018/12/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	2021/5/31
1	饮料制造	白色家电	饮料制造	饮料制造	饮料制造	饮料制造	饮料制造	饮料制造	饮料制造
2	白色家电	饮料制造	白色家电	白色家电	白色家电	白色家电	白色家电	白色家电	银行Ⅱ
3	电子制造	电子制造	化学制药	银行Ⅱ	银行Ⅱ	银行Ⅱ	银行Ⅱ	银行Ⅱ	白色家电
4	银行Ⅱ	银行Ⅱ	电子制造	保险Ⅱ	保险Ⅱ	保险Ⅱ	化学制药	电源设备	电源设备
5	保险Ⅱ	保险Ⅱ	银行Ⅱ	食品加工	食品加工	化学制药	食品加工	食品加工	食品加工
6	证券Ⅱ	化学制药	食品加工	化学制药	化学制药	食品加工	电子制造	化学制药	医疗服务Ⅱ
7	化学制药	食品加工	保险Ⅱ	电子制造	证券Ⅱ	房地产开发Ⅱ	保险Ⅱ	保险Ⅱ	化学制品
8	食品加工	电力	电力	电力	房地产开发Ⅱ	电子制造	计算机应用	医疗服务Ⅱ	化学制药
9	机场Ⅱ	机场Ⅱ	机场Ⅱ	机场Ⅱ	电子制造	证券Ⅱ	医疗服务Ⅱ	电子制造	证券Ⅱ
10	电力	汽车整车	汽车整车	证券Ⅱ	电力	水泥制造Ⅱ	证券Ⅱ	专用设备	专用设备

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （二）流量视角

流量视角的分析核心，是以北上资金期间的增持规模作为排序依据，并选取排名靠前的个股或行业构建组合。在流量视角下，我们根据北上资金月度的增持规模排序，以排名靠前的个股或者申万一、二级行业，以等权重的方式，构建组合，并回溯不同组合在历史上的赔率和胜率，从而选取每一个层级下最优胜的组合。



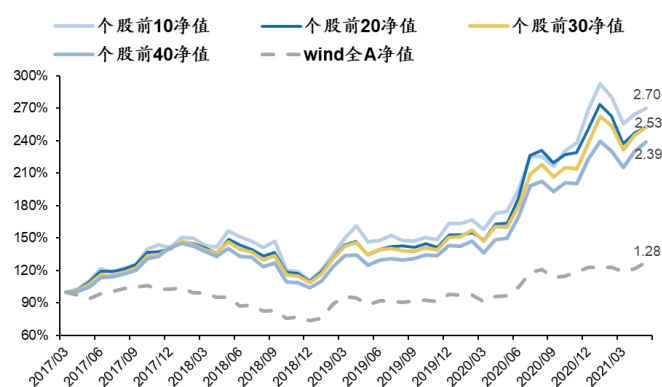
## (1) 层级一：个股组合

流量视角下的个股组合层面，我们选取每月北上资金增持规模最为靠前的前10、前20、前30、前40只个股，分别构建组合。组合每月重新调整权重，等权分布在每个入选的个股上。

从赔率角度来看，自17年3月组合建立至21年5月末，净值表现的优劣排序为前10个股组合（净值2.70）>前20个股组合（净值2.53）>前30个股组合（净值2.53）>前40个股组合（净值2.39）>wind全A（净值1.28）。

从胜率角度来看，在固定当月组合标的后，北上资金当月增持靠前的个股组合相对wind全A的胜率也随着时间的推移逐步下降。同时，从整体胜率来看，前10个股组合>前30个股组合>前20个股组合>前40个股组合。

图 14：个股组合净值与wind全A对比图（流量）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 9：北上资金增持个股跑赢大盘胜率（流量）

北上资金增持个股跑赢大盘胜率				
	前10个股	前20个股	前30个股	前40个股
第1个月胜率	62.00%	70.00%	70.00%	64.00%
第2个月胜率	71.43%	59.18%	63.27%	67.35%
第3个月胜率	70.83%	60.42%	70.83%	66.67%
第4个月胜率	70.21%	65.96%	65.96%	61.70%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## (2) 层级二：一级行业配置组合

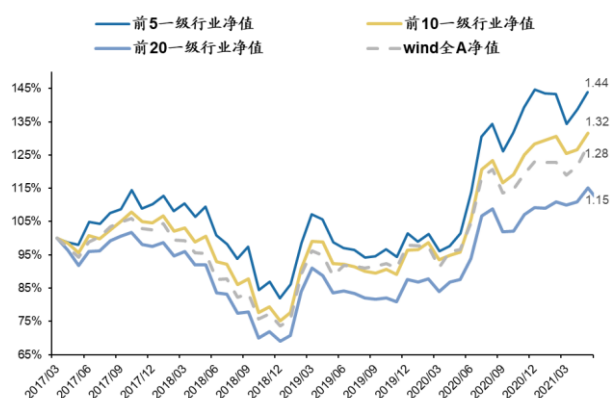
流量视角下的一级行业配置层面，我们选取每月北上资金增持规模最为靠前的前5、前10的申万一级行业，分别构建组合。组合每月重新调整权重，等权分布在每个入选的个股上。

从赔率角度来看，自17年3月组合建立至今，净值表现的优劣排序为前5一级行业组合（净值1.44）>前10一级行业组合（净值1.32）>wind全A（净值1.28）。

从胜率角度来看，在固定当月组合标的后，北上资金当月增持靠前的行业组合相对wind全A的胜率也随着时间的推移逐步下降。同时，从整体胜率来看，前5一级行业组合>前10一级行业组合>前20一级行业组合。



图 15：一级行业净值与wind全A对比图（流量）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 10：北上资金增持行业跑赢大盘胜率（流量）

北上资金增持一级行业跑赢大盘胜率			
	前5一级行业	前10一级行业	前20一级行业
第1个月胜率	56.00%	64.00%	36.00%
第2个月胜率	67.35%	59.18%	28.57%
第3个月胜率	52.08%	56.25%	45.83%
第4个月胜率	55.32%	55.32%	48.94%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

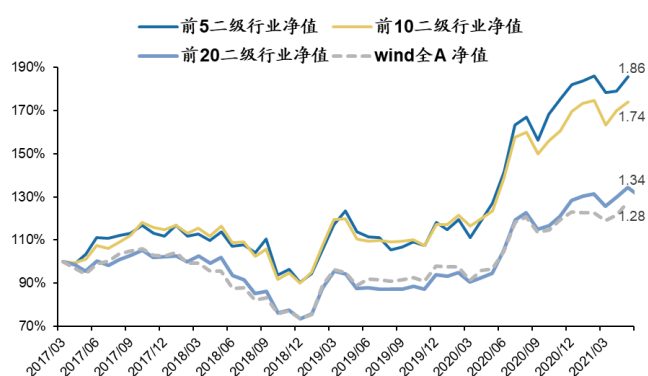
### （3）层级三：二级行业配置组合

流量视角下的二级行业配置层面，我们选取每月北上资金增持规模最为靠前的前5、前10的申万二级行业，分别构建组合。组合每月重新调整权重，等权分布在每个入选的个股上。

从赔率角度来看，自17年3月组合建立至21年5月末，净值表现的优劣排序为前5二级行业组合（净值2.15）>前10二级行业组合（净值1.72）>wind全A（净值1.28）。

从胜率角度来看，在固定当月组合行业后，北上资金当月增持靠前的行业组合相对wind全A的胜率大概率在第三个月达到最高峰，进入第四个月后开始下降。同时，从整体胜率来看，前5二级行业组合>前10二级行业组合>前20二级行业组合。

图 16：二级行业净值与wind全A对比图（流量）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 11：北上资金增持行业跑赢大盘胜率（流量）

北上资金增持二级行业跑赢大盘胜率			
	前5二级行业	前10二级行业	前20二级行业
第1个月胜率	62.00%	64.00%	56.00%
第2个月胜率	63.27%	57.14%	55.10%
第3个月胜率	68.75%	66.67%	56.25%
第4个月胜率	65.96%	53.19%	59.57%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

#### (4) 流量视角下的组合标的持仓变化相对较大

流量视角下，北上资金的月度增持靠前的个股、行业变化相对较大。与存量视角下组合标的持仓变化较小不同，17年以来，每月北上资金增持排名最高的前10个股、前10一级行业、前10二级行业的变化变化较大，组合每期个股较上期的变化个数相较存量视角下显著增多。这意味着在流量视角下，我们构建的组合产生的换仓成本会随着换仓的频率提升而显著的提升，1个月、3个月或6个月换仓带来的换仓交易成本是有显著降低的。

表 12：17年以来北上资金净流入前10个股变迁

前十大个股	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30	2018/12/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	2021/5/31
1	海康威视	五粮液	美的集团	招商银行	贵州茅台	格力电器	京东方A	贵州茅台	贵州茅台
2	美的集团	贵州茅台	中国平安	中国平安	中国平安	贵州茅台	伊利股份	隆基股份	美的集团
3	方正证券	恒瑞医药	贵州茅台	贵州茅台	美的集团	中国平安	美的集团	恒瑞医药	五粮液
4	贵州茅台	云南白药	格力电器	大族激光	工商银行	恒瑞医药	顺丰控股	恒生电子	招商银行
5	-	双汇发展	洋河股份	兴业银行	五粮液	美的集团	宁德时代	东方财富	兴业银行
6	云南白药	伊利股份	大秦铁路	南方航空	药明康德	京东方A	迈瑞医疗	宁德时代	酒鬼酒
7	伊利股份	万科A	大族激光	海尔智家	潍柴动力	五粮液	国电南瑞	伊利股份	东方雨虹
8	上汽集团	三花智控	首旅酒店	生物股份	泸州老窖	立讯精密	中国平安	阳光电源	山西汾酒
9	格力电器	美的集团	万华化学	潍柴动力	南京银行	招商银行	东方财富	立讯精密	宁德时代
10	歌尔股份	国电南瑞	恒瑞医药	国电南瑞	保利地产	工商银行	立讯精密	中科创业	兴业证券

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 13：17年以来北上资金净流入前10一级行业变迁

前十大一级行业	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30	2018/12/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	2021/5/31
1	电子	食品饮料	家用电器	银行	食品饮料	家用电器	电子	电气设备	食品饮料
2	家用电器	医药生物	食品饮料	非银金融	银行	银行	电气设备	医药生物	银行
3	食品饮料	家用电器	非银金融	交通运输	非银金融	非银金融	非银金融	食品饮料	家用电器
4	医药生物	电气设备	医药生物	农林牧渔	医药生物	食品饮料	化工	计算机	化工
5	非银金融	交通运输	电子	房地产	家用电器	医药生物	传媒	非银金融	电气设备
6	银行	化工	机械设备	公用事业	计算机	电子	有色金属	化工	建筑材料
7	公用事业	商业贸易	汽车	电气设备	机械设备	电气设备	医药生物	银行	医药生物
8	汽车	通信	化工	化工	房地产	房地产	汽车	交通运输	计算机
9	传媒	钢铁	传媒	建筑装饰	电气设备	交通运输	交通运输	机械设备	非银金融
10	房地产	采掘	钢铁	食品饮料	建筑装饰	计算机	机械设备	钢铁	有色金属

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 14：17年以来北上资金净流入前10二级行业变迁

前十大二级行业	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30	2018/12/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	2021/5/31
1	白色家电	白色家电	白色家电	银行II	饮料制造	白色家电	电源设备	电源设备	饮料制造
2	饮料制造	食品加工	饮料制造	保险II	银行II	银行II	光学光电子	计算机应用	银行II
3	中药II	饮料制造	保险II	房地产开发II	白色家电	饮料制造	互联网传媒	化学制药	白色家电
4	银行II	化学制药	铁路运输II	汽车零部件II	保险II	保险II	食品加工	食品加工	医疗器械II
5	汽车整车	中药II	汽车零部件II	电力	计算机应用	化学制药	化学制品	医疗器械II	电源设备
6	电力	电气自动化设备	专用设备	其他电子II	医疗服务II	房地产开发II	化学制药	半导体	其他建材II
7	食品加工	机场II	其他电子II	航空运输II	房地产开发II	光学光电子	医疗器械II	化学制品	化学原料
8	房地产开发II	一般零售	钢铁II	饮料制造	电源设备	计算机应用	稀有金属	饮料制造	计算机应用
9	化学制药	电力	食品加工	化学制品	专用设备	电源设备	计算机应用	银行II	黄金II
10	电气自动化设备	通信设备	生物制品II	白色家电	黄金II	钢铁II	汽车零部件II	专用设备	医疗服务II

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

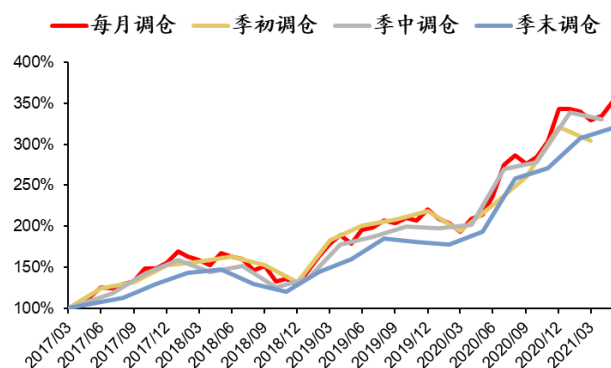
### （三）不同调仓频率效果比较：季调>月调

基于赔率/胜率/交易费用三因素的共同考量,我们需要尝试更低的交易频率去改善组合的实用性。基于赔率的角度来看,无论对于存量还是流量,前10个股组合,前5一级行业组合和前5二级行业组合的胜率均最为显著,因此我们选取这三类组合作为优胜组合。而对组合胜率的研究中,我们发现组合标的固定后的三个月均能够取得较高的胜率,但在第四个月后胜率出现显著的下降。但与此同时,我们发现更高的换仓频率对于组合来说会产生更高的交易摩擦费用。因此我们尝试更低的交易频率去改善组合的实用性。

对于优胜组合来说,在不考虑交易费用的条件下,采用月度或季度调仓策略下的组合净值差异不大。对于存量组合,采用月度调仓和季度调仓带来的组合净值并没有显著的差异;而对于流量组合,采用季度调仓的策略甚至常常能够相较月度调仓的策略获得更高的净值收益。

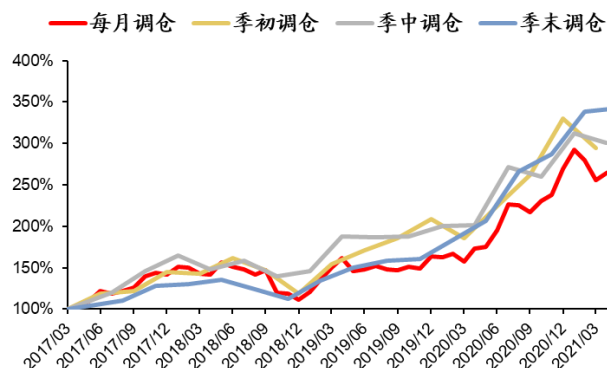
整体来看,季度调仓性价比高于月度调仓。对于存量组合,考虑到北上资金持仓排名靠前的行业及个股相对集中,变化较小,前10大个股/前5一级行业/前5二级行业的月度变化并不显著,且采用月度调仓和季度调仓带来的组合净值并没有显著的差异,因此季度换股策略占优。对于流量组合,由于各组合季度调仓策略收益率大概率优于月度调仓,流量方面同样季度换股策略占优。

图 17: 存量前10个股月度/季度换仓净值比较



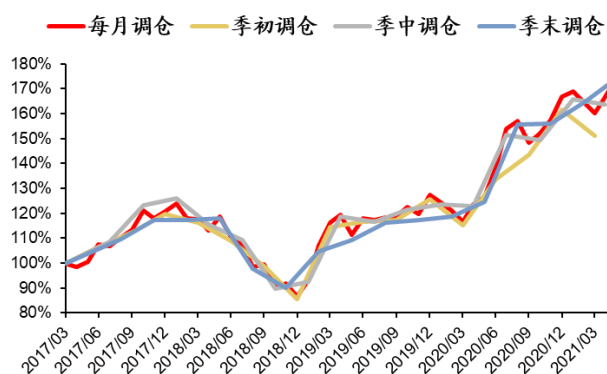
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 流量前10个股月度/季度换仓净值比较



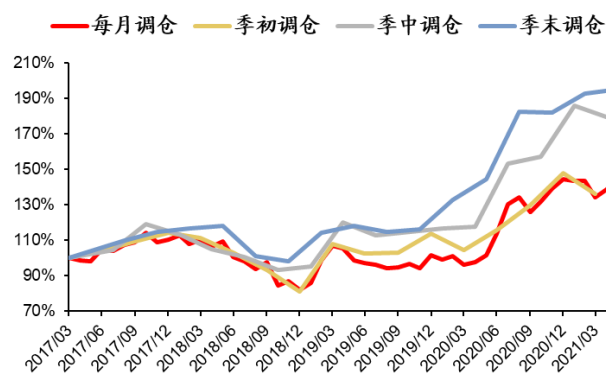
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 存量前5一级行业月度/季度换仓净值比较



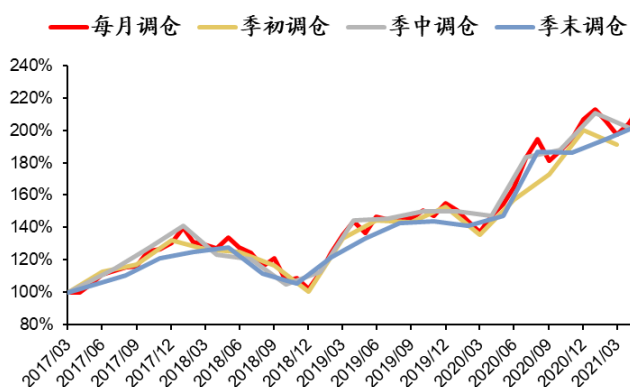
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 流量前5一级行业月度/季度换仓净值比较



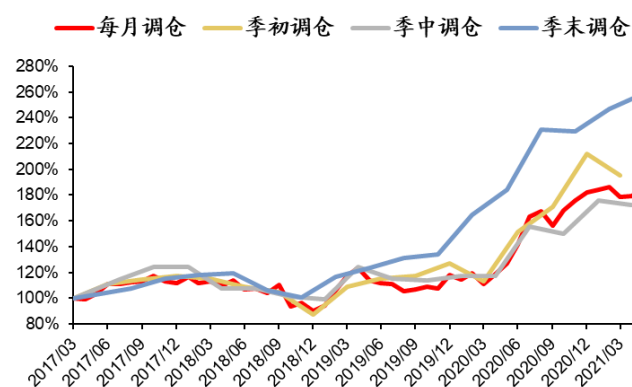
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 存量前5二级行业月度/季度换仓净值比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 流量前5二级行业月度/季度换仓净值比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、当前应选择流量策略还是存量策略？

虽然从整体来看，在同层级下北上资金存量策略优于流量策略；但仔细拆分后，可以发现在不同时段，北上资金存量和流量策略互有优劣。本章我们将具体分析三大问题：哪些规律和指标可以帮助我们判断此时何种策略最优？当前这些指标又处于何种位置？当前应该选择流量策略还是存量策略？

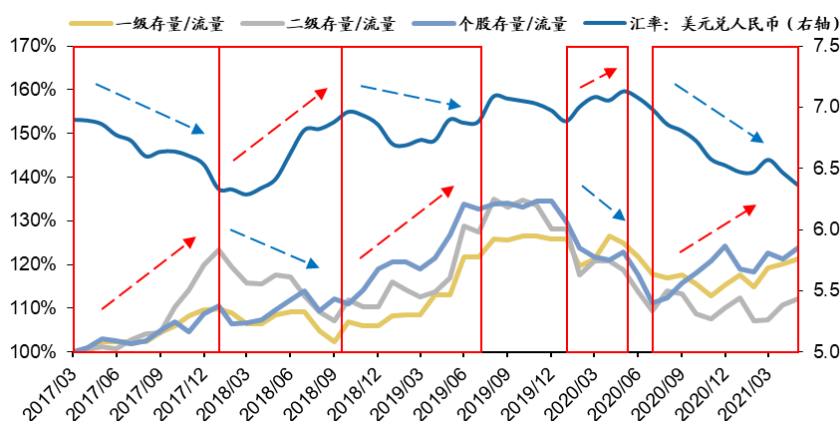
#### （一）规律 1：人民币汇率

人民币汇率升值阶段，存量策略相对占优。17年以来，在美元兑人民币汇率下行，即人民币升值阶段，存量策略相对占优；而美元兑人民币汇率下行，即人民币贬值阶段，流量策略占优。

中期来看，人民币汇率仍处于中期的升值通道当中。自20年下半年至今，人民币相对美元一直处于中期的升值态势。但自5月27日的全国外汇市场自律机制工作会议指出“汇率双向波动是常态”、“汇率不能作为工具使用”后，人民币汇率的快速升值告一段落。展望未来，美国经济将于7月4日全面重启，结合4月美联储纪要和纽约联储4月一级交易商调查报告来看taper时间表逐渐清晰，欧洲复苏不均衡，且欧央行大概率保持宽松，美联储和欧央行的操作将迎来错位，美元指数有阶段性上行压力，人民币中期的升值趋势将一定程度受到压制。但财政投放、联储实质购债对下半年流动性形成支撑，且中性假设下21H2联储仍会维持当前购债规模的实际操作，美元流动性“客观上”仍有支撑。另外不同于13年Taper对于市场的“意外”冲击，本轮联储多次声明将在Taper之前会做好充分的市场沟通，市场具备更长的时间逐步定价本轮Taper，因此美元流动性在“主观上”的边际变化也不至太过激烈。三重原因之下，预计13年的“缩减恐慌”难以重现，人民币阶段性贬值的压力也将不会太大。



图 23：人民币升值阶段，存量策略相对占优



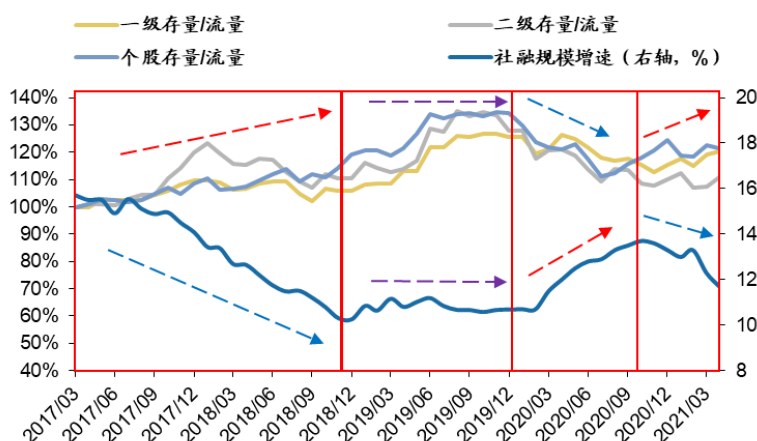
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （二）规律 2：存量社融增速

存量社融同比增速下行阶段，存量策略相对占优。17年以来，在存量社融同比增速上行，市场信用整体扩张阶段，流量策略占优；在存量社融同比增速下行，市场信用整体收缩阶段，存量策略占优。

预计“紧信用”基调将贯穿21年全年，存量社融同比增速将继续下行。自2003年以来的6次信用收缩周期当中，新增社会融资规模12月移动平均同比持续下行时长平均为16.6个月。截止21年5月，社融规模12月移动平均同比下行8个月，远低于历史均值。中国人民银行货币政策司司长孙国峰《健全现在货币政策框架》中提到“货币政策中介目标是要保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。”当前我国经济仍处于持续的修复当中，在目前的经济环境下，货币供给收缩的方向是确定性较高的，预计“紧信用”基调将贯穿全年，社融增速将继续下行。

图 24：社会融资规模存量（同比）下降阶段，存量策略相对占优



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

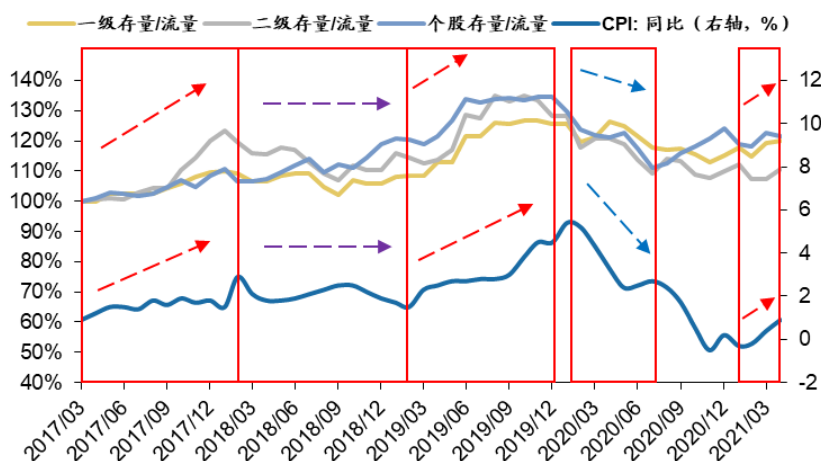


### （三）规律 3：通货膨胀（CPI）

在通货膨胀（CPI）上行期间，存量策略占优。17年以来，在CPI上行阶段，存量策略相对占优；在CPI下行阶段，流量策略相对占优。

在原材料价格上行、去年基数较低、猪周期下行三重因素下，当前我国正处在CPI缓慢上行的阶段。当前我国CPI的上拉项主要来自于原材料价格上涨（PPI持续高位）和20年基数较低，而下拉项则来自于猪周期的下行。自2021年1月以来，CPI当月同比呈持续上升趋势。2021年5月，CPI同比上行1.3%，而wind宏观预测中显示，21年全年市场对CPI的预测均值为1.4%，预计下半年我国CPI将缓慢上行。

图 25：CPI当月同比和北上资金存量对比图



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### （四）当前存量策略可能更为占优

综合人民币汇率、存量社融增速、通货膨胀三大因素，当前北上资金存量策略可能更为占优。从人民币汇率角度来看，人民币中期处于升值通道，短期因为美元指数阶段的阶段性上行可能有一定贬值压力，因此从汇率角度来看当前存量/流量策略较为平衡。从存量社融增速来看，“紧信用”将贯穿全年，下半年社融增速仍将下行，指向当前存量占优。而从通货膨胀来看，当前我国正处在CPI缓慢上行的阶段，也指向存量策略占优。综合以上三大因素，当前北上资金存量策略可能更为占优。

表 15: 策略总结

指标	规律	当前阶段	对应策略选择
人民币兑美元汇率	人民币汇率升值阶段，存量策略相对占优	中期处于升值通道，短期阶段性有贬值压力	存量/流量策略平衡
存量社融增速	存量社融同比增速下行阶段，存量策略相对占优	“紧信用”贯穿全年，社融增速下行	存量策略占优
CPI当月同比	通货膨胀（CPI）上行期间，存量策略占优	CPI缓慢上行	存量策略占优

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 四、风险提示

全球流动性变化超预期，经济增长不达预期，通货膨胀超预期。

## 广发投资策略研究小组

戴康：CFA，首席分析师，中国人民大学经济学硕士，10年A股策略研究经验。

郑恺：联席首席分析师（行业比较），华东师范大学金融学硕士，7年A股策略研究经验。

曹柳龙：CPA，资深分析师（行业比较），华东师范大学管理学硕士，6年A股策略研究经验。

俞一奇：资深分析师（专题研究），波士顿大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。

韦冀星：资深分析师（大势研判、行业比较），美国杜兰大学金融学硕士，3年A股策略研究经验。

倪康：资深分析师（主题策略），中山大学经济学硕士，3年A股策略研究经验。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）

研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。