

“逐鹿” Alpha 专题报告（八） ——北向机构持仓深入挖掘

主要结论

北向投资者选股能力较强

在逐鹿系列报告中，我们分析过整体北向资金以及不同类型机构持仓的特点。本篇报告我们对机构做进一步的深入研究，结果表明，摩根士丹利证券的持仓行为具有显著超越其他机构的超额收益。

我们利用摩根士丹利证券的持仓信息，构建了两类策略。策略具有收益高，容量大，相关性低，换手低等特点。

并且在原有持仓信息的基础上，叠加分析师上调以及超预期事件，使策略收益更加显著。

因子有效性

通过分析各个机构的静态持仓因子和动态增持因子的 ICIR，结果表明，摩根士丹利证券无论在静态持仓还是在动态增持方面，表现均好于其他主要机构。

对比摩根士丹利证券持仓以及与北向的整体持仓，摩根的持仓在电力设备及新能源、电子和计算机等行业上有明显的超配，而在食品饮料、家电、消费者服务上配置明显低于北向的整体配置。

策略构建

分别利用摩根持仓和增持因子，构建持仓追踪策略和增持追踪策略，两个策略分别能取得年化 30.24%和 25.95%的收益率。换手率分别为 3.88 和 8.91，且相关性较低，策略容量也相对较大。在原有持仓信息的基础上，叠加分析师上调以及超预期事件构建的追踪增强策略，能够取得年化 40.12%的收益率。

风险提示：本文所有模型结果均来自历史数据，不保证模型未来的有效性

金融工程研究

丁鲁明

dingluming@csc.com.cn

021-68821623

执业证书编号：S1440515020001

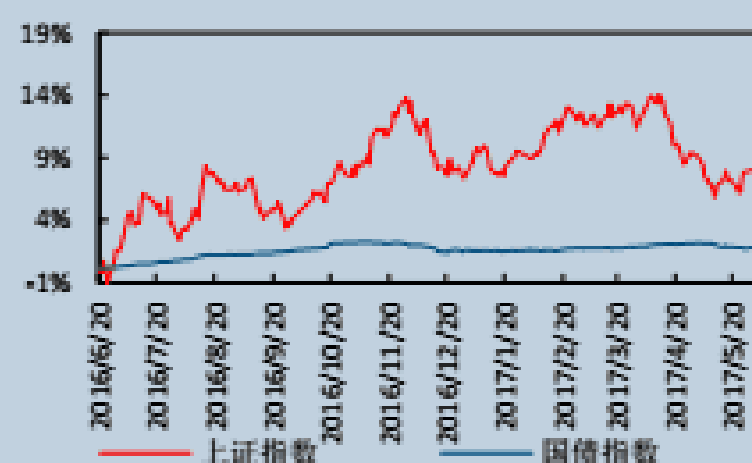
王超

wangchaodeq@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440121110050

发布日期：2021 年 12 月 08 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、简介	1
1.1、陆股通概况	1
1.2、北向托管机构介绍	2
二、因子有效性	4
2.1、静态因子有效性	5
2.2、动态因子有效性	6
2.3、持仓分析	7
三、策略构建	8
2.1、持仓追踪策略	8
2.2、增持追踪策略	12
2.3、追踪增强策略	15
三、总结	18

图表目录

图表 1: 北向累计净买入(万元)	1
图表 2: 陆股通投资范围	1
图表 3: 陆股通运行机制	2
图表 4: 中央结算系统持股记录	3
图表 5: 前十大持仓机构	3
图表 6: 前 10 大机构持仓规模(元)	4
图表 7: 持仓超 1000 只股票机构列表	4
图表 8: 持仓因子 ICIR	5
图表 9: 持仓占比因子 ICIR	6
图表 10: 增持因子 ICIR	6
图表 11: 增持占比因子 ICIR	7
图表 12: 前十大持仓	7
图表 13: 持仓行业权重	8
图表 14: 持仓追踪策略	9
图表 15: 持仓追踪策略统计	10
图表 16: 持仓追踪策略分年度收益	10
图表 17: 最新一期(2021-11-01)持仓追踪策略持仓前十大重仓股为:	10
图表 18: 持仓追踪持仓市值及成交额中位数	11
图表 19: 不同持股数目下持仓追踪策略收益	11
图表 20: 增持追踪策略	12
图表 21: 增持追踪策略统计	13
图表 22: 持仓追踪策略分年度收益	13
图表 23: 最新一期(2021-11-01)增持追踪策略持仓前十大重仓股为:	13

图表 24: 增持追踪持仓市值及成交额中位数	14
图表 25: N 日持仓年化收益率	14
图表 26: 不同持股数目下增持追踪策略收益	15
图表 27: 追踪增强策略	16
图表 28: 追踪增强策略统计	16
图表 29: 追踪增强策略分年度收益	17
图表 30: 最新一期(2021-11-01)追踪增强策略持仓前十大重仓股为:	17
图表 31: 追踪增强持仓市值及成交额中位数	17

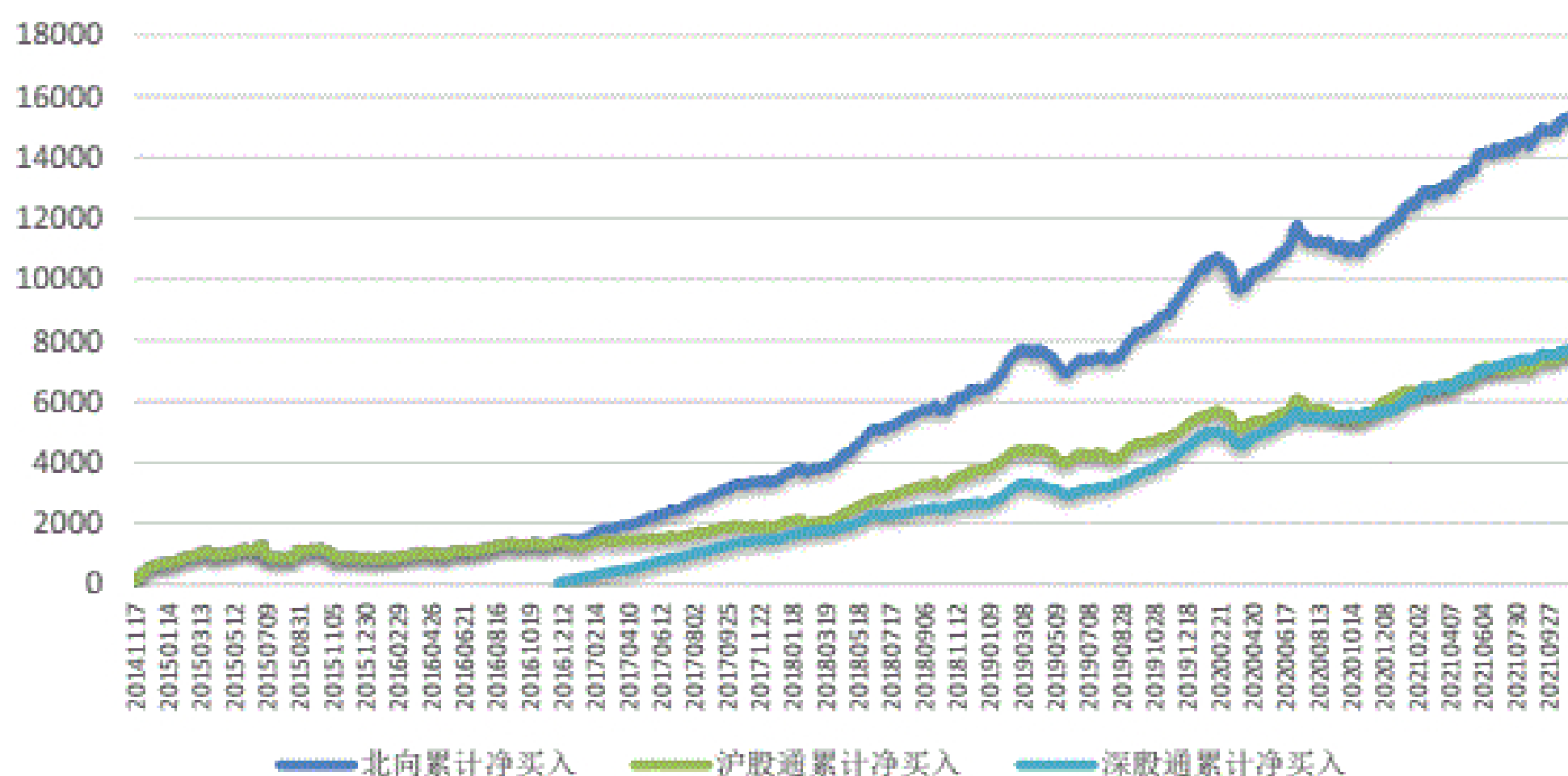
一、简介

随着陆股通在 A 股的成交量不断增加，北向资金对于 A 股的定价也不断能力增强。在之前的逐鹿系列报告中，我们分析过北向资金的特点以及不同类型的陆股通托管机构的特点。本文我们将在此基础上，对陆股通托管机构做进一步深入分析。通过研究各个机构的持仓信息，构建不同类型的因子，测算因子有效性，构建相应的策略。同时在具有超额收益的持仓信息上叠加分析师调升以及文本标题超预期事件，获取更加显著以及稳定的超额收益。

1.1、陆股通概况

随着 2014 年 11 月沪股通和 2016 年 12 月深股通开放，境外投资者不断通过沪股通和深股通进入 A 股。截止到 2021 年 11 月 22 日，北向累计净买入 1.54 万亿，其中沪股通净买入 7601 亿，深股通净买入 7865 亿，从 21 年 3 月开始，深股通累计净买入已经超越沪股通，且差距逐渐扩大。

图表1：北向累计净买入（万元）



资料来源：WIND，中信建投

目前沪股通和深股通可买卖的标的分别为 591 和 852（包含 6 只暂停买入股票）只，共计 1443 只，包含了上证 180、上证 380、深成指和中小创成分股中市值大于 60 亿元的股票，以及同时在 AH 上市的股票。1443 只陆股通可交易标的基本上涵盖了 A 股上市公司中流通性较好的标的，宽泛的投资标的也为陆股通的投资者提供了多样化的投资组合。具有优秀选股能力的投资者能够通过陆股通获取超额收益。

图表2：陆股通投资范围

	沪股通	深股通
投资范围	上证 180 成份股； 上证 380 成份股；	深证成份指数和深证中小创新指数成份股中 所有市值不少于 60 亿元的成份股；

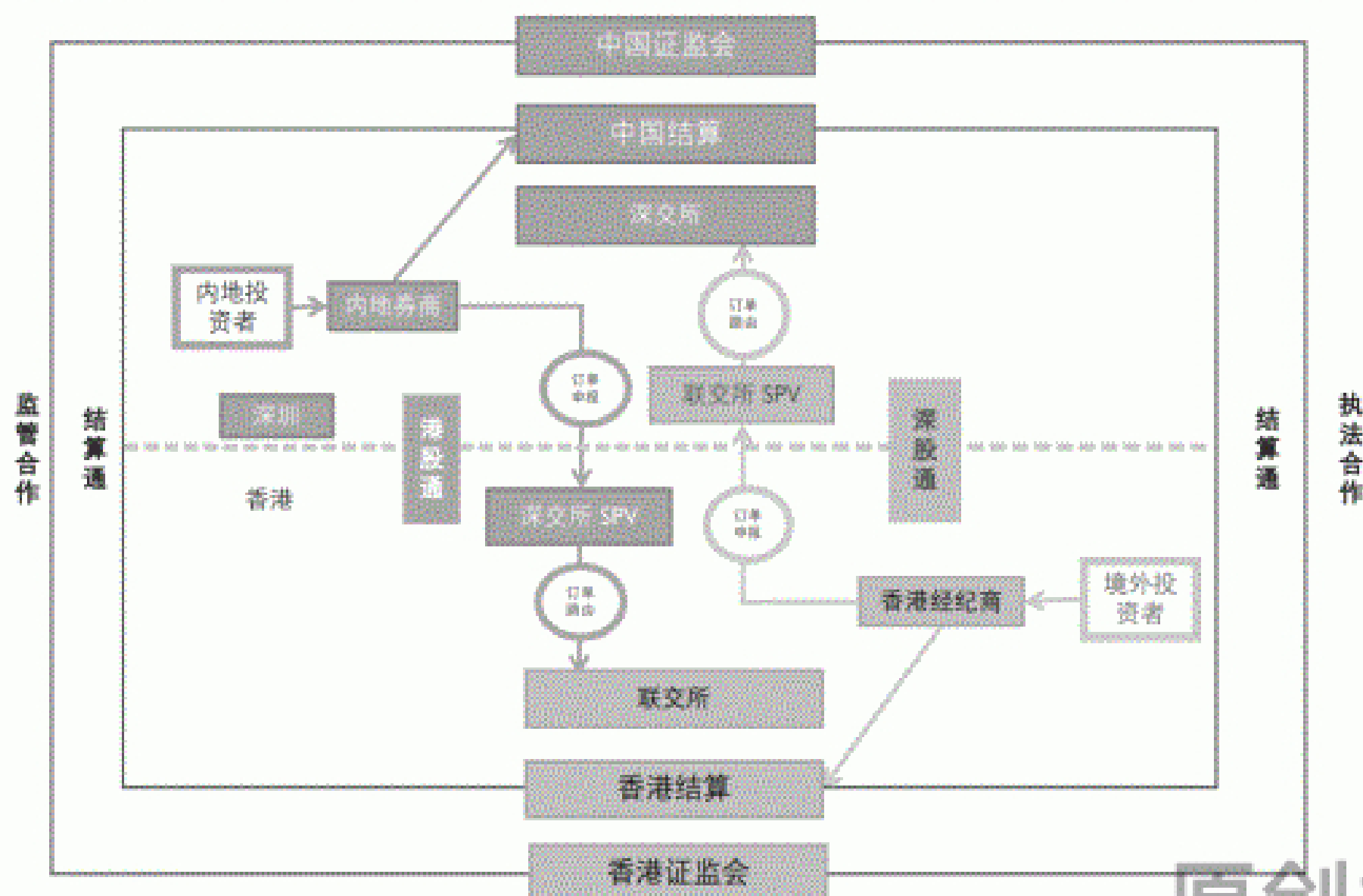
	沪股通	深股通
	有 H 股同时在联交所上市及买卖的上交所上市 A 股； 不包括： a) 不以人民币计价的沪股 b) 被实施风险警示的沪股	有 H 股同时在联交所上市及买卖的深交所上市 A 股； 不包括： a) 不以人民币计价的深股 b) 被实施风险警示或除牌安排的深股
标的数量(可买卖)	591	852

资料来源：HKEX，中信建投

1.2、北向托管机构介绍

香港以及境外投资者通过沪股通/深股通（陆股通，中华通）参与 A 股市场交易。以深股通为例，香港/境外投资者委托香港经济商，经由联交所在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。北向资金在进行交易时，遵循 A 股的交收周期，即于 T 日进行股份交收，T+1 日进行款项交收。联交所直接自其买卖盘传递系统实时输送陆股通买卖详情至中央结算系统。香港结算会将从中国结算的系统取得的临时结算数据档案与联交所的买卖纪录进行对账，最后结算表于 T 日下午四时后不久提供于相关参与者。

图表3： 陆股通运行机制



资料来源：深交所，中信建投

原创力文档
max.book118.com
预览与源文档一致 下载高清无水印

中央结算系统的参与者可分为五个主要类型，其中超过 98% 为直接结算参与者和托管商参与者，其中托管商参与者大多为银行类机构；直接结算参与者以券商类机构为主。目前共计有 149 家券商类机构，16 家银行类托管机构。从总体持仓市值来看，银行类托管机构占比约 82%，券商类占比约 18%。

中央结算系统提供系统内各机构的持仓数据，以平安银行为例，在中央结算系统内，可以查询到最近一个交易日的各机构持仓数据：

图表4： 中央结算系统持股记录

中央结算系统持股记录查询服务				
于中央结算系统的持股量 (A 股)				
参与者数目				
占于上交所/深交所上市及交易的 A 股总数的百分比				
市场中介者	2,244,659,548	60	11.56%	
总数	2,244,659,548	60	11.56%	
上交所/深交所上市及交易的 A 股总数 (最近更新日期) ①				
19,405,918,198				
市场中介者/基金披露的投资者户口持有人的纪录:				
参与者编号 +	中央结算系统参与者名称 (*即基金披露的投资者户口持有人)	地址	持股量	占于上交所/深交所上市及交易的 A 股总数的百分比
C00100	JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	18/F TOWER 2 THE QUAYSIDE 77 HOI SUN ROAD KWUN TONG KOWLOON	568,967,767	2.93%
C00039	渣打銀行(香港)有限公司	18/F STANDARD CHARTERED BANK TOWER MILLENNIUM CITY 388 KWUN TONG ROAD KWUN TONG KOWLOON	522,094,502	2.69%
C00019	香港上海匯豐銀行有限公司	HSBC WEALTH BUSINESS SERVICES 8/F TOWER 2 & 3 HSBC CENTRE 1 SHAM MONG ROAD KOWLOON	470,281,328	2.42%

资料来源: HKEX, 中信建投

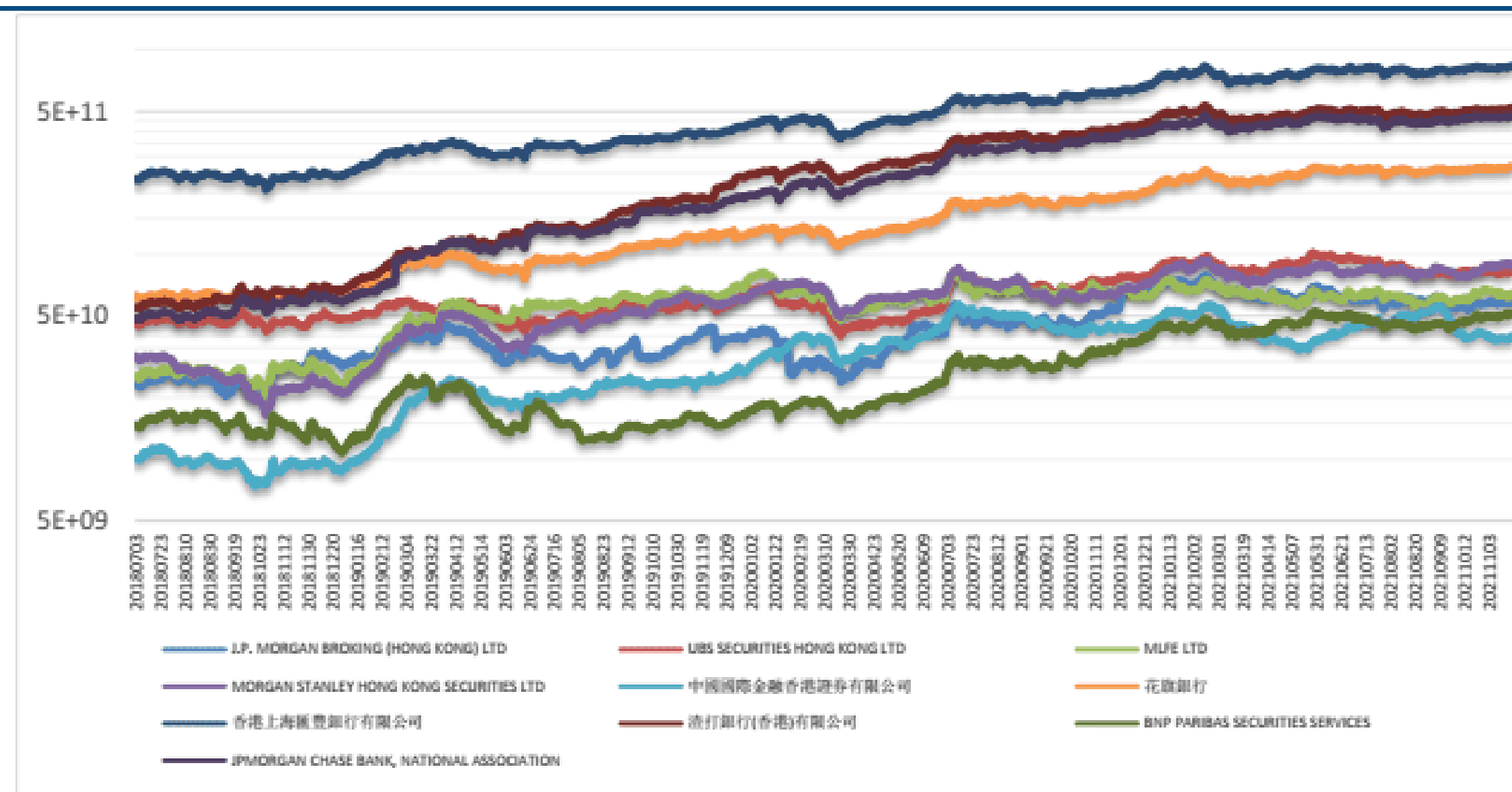
将每天各只股票的持仓记录进行汇总，便可以得到各家机构的持仓情况。截止到 2021 年 11 月 22 日，持仓规模最大的十家机构及其持仓规模如下表所示：

图表5： 前十大持仓机构

	持仓规模 (元)	持股数量
香港上海匯豐銀行有限公司	8.32E+11	1793
渣打銀行(香港)有限公司	5.21E+11	1564
JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	4.74E+11	1474
花旗銀行	2.7E+11	1838
MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD	9.03E+10	1777
UBS SECURITIES HONG KONG LTD	8.41E+10	1799
MLFE LTD	6.46E+10	1671
J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	5.92E+10	2085
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	5.21E+10	1617
中國國際金融香港證券有限公司	3.99E+10	1650

资料来源: WIND, 中信建投

图表6： 前 10 大机构持仓规模（元）



资料来源：WIND，中信建投

从上图可以看出，汇丰的排名相对较为稳定，一直位列前茅。渣打銀行(香港)有限公司和 JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION 较为接近，花旗銀行目前排名也趋于稳定，5-10 名的机构差距相对较小。

二、因子有效性

我们在之前的报告中分析过银行类机构和券商类机构的持仓特点，结果表明，银行类机构的静态持仓因子表现较好，券商类机构的动态增持因子表现相对较好。

本文将对机构的持仓特点做进一步的研究，基于各个机构的持仓信息和增持信息，我们构建相应类别的因子，测试其因子的有效性。为了减小统计误差，以及使结果更具实操性，我们在统计机构的持仓信息时，只选择持仓数量超过 1000 只股票的机构，共有 18 家机构，列表如下：

图表7： 持仓超 1000 只股票机构列表

J. P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	中國國際金融香港證券有限公司
法國興業證券(香港)有限公司	實生證券及期貨有限公司
中信里昂證券有限公司	富途證券國際(香港)有限公司
UBS SECURITIES HONG KONG LTD	尊嘉證券國際有限公司
MLFE LTD	花旗銀行
MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD	香港上海匯豐銀行有限公司
高盛(亞洲)證券有限公司	渣打銀行(香港)有限公司

J. P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD

中國國際金融香港證券有限公司

CREDIT SUISSE SECURITIES (HONG KONG) LTD

BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES

盈透證券香港有限公司

JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION

资料来源: WIND, 中信建投

参照之前的经验, 我们分别构建机构持仓的静态持仓因子和动态增持因子。

2.1、静态因子有效性

静态因子主要是指利用机构的静态持仓信息, 计算得到每家机构每只股票的持仓市值, 将其作为持仓因子, 计算因子未来一个月的有效性, 最终因子 IC 以及 IR 信息如下:

图表8: 持仓因子 ICIR

	持仓因子IC	持仓因子IR
J. P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	0.024	0.163
法國興業證券(香港)有限公司	0.038	0.362
中信里昂證券有限公司	0.036	0.247
UBS SECURITIES HONG KONG LTD	0.042	0.278
MLFE LTD	0.047	0.336
MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD	0.056	0.380
高盛(亞洲)證券有限公司	0.037	0.260
CREDIT SUISSE SECURITIES (HONG KONG) LTD	0.048	0.370
盈透證券香港有限公司	0.034	0.242
中國國際金融香港證券有限公司	0.038	0.259
寶生證券及期貨有限公司	0.009	0.088
富途證券國際(香港)有限公司	0.001	0.010
尊嘉證券國際有限公司	0.002	0.017
花旗銀行	0.035	0.228
香港上海匯豐銀行有限公司	0.031	0.188
渣打銀行(香港)有限公司	0.044	0.289
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	0.028	0.184
JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	0.027	0.171

资料来源: WIND, 中信建投

可以看出, 表现最好的机构为 MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD, IC 和 IR 分别为 0.056 和 0.038

持仓占比因子的计算方法为, 将机构持仓市值除以当日股票的流通市值, 得到机构持仓占流通市值比例, 相当于对因子做市值中性, 体现了机构对于该股票的定价能力。因子的 IC 和 IR 信息如下:

图表9： 持仓占比因子 ICIR

	持仓占比因子IC	持仓占比因子IR
J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	0.023	0.201
法國興業證券(香港)有限公司	0.037	0.444
中信里昂證券有限公司	0.024	0.238
UBS SECURITIES HONG KONG LTD	0.038	0.357
MLFE LTD	0.046	0.471
MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD	0.059	0.503
高盛(亞洲)證券有限公司	0.036	0.323
CREDIT SUISSE SECURITIES (HONG KONG) LTD	0.044	0.529
盈透證券香港有限公司	0.027	0.244
中國國際金融香港證券有限公司	0.026	0.249
寶生證券及期貨有限公司	-0.003	-0.079
富途證券國際(香港)有限公司	-0.018	-0.156
尊嘉證券國際有限公司	-0.046	-0.288
花旗銀行	0.037	0.276
香港上海匯豐銀行有限公司	0.032	0.215
渣打銀行(香港)有限公司	0.044	0.343
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	0.027	0.206
JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	0.018	0.185

资料来源: WIND, 中信建投

可以看出, MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD 的持仓占比因子依旧最为突出, 且相比于持仓因子, 持仓占比因子的 ICIR 更高。

与持仓因子不同的是, 有三家机构的因子 IC 为负, 且尊嘉證券國際有限公司的持仓占比因子 IC 负向能力较为突出, 但 IR 较为一般, 说明 IC 的波动较大。

2.2、动态因子有效性

动态因子主要是指机构的动态持仓变化信息, 根据机构的每日持仓变动信息, 计算得到每家机构每只股票的增持市值, 将其作为增持因子, 计算因子未来一个月的有效性, 最终因子 IC 以及 IR 信息如下:

图表10： 增持因子 ICIR

	N日增持	增持因子IC	增持因子IR
J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	1	0.010	0.198
法國興業證券(香港)有限公司	1	0.010	0.109
中信里昂證券有限公司	1	-0.001	-0.013
UBS SECURITIES HONG KONG LTD	1	0.013	0.261
MLFE LTD	1	0.010	0.197
MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD	1	0.019	0.384
高盛(亞洲)證券有限公司	1	0.016	0.310
CREDIT SUISSE SECURITIES (HONG KONG) LTD	1	0.011	0.186
盈透證券香港有限公司	1	0.006	0.088
中國國際金融香港證券有限公司	1	0.006	0.121
寶生證券及期貨有限公司	1	-0.005	-0.050
富途證券國際(香港)有限公司	1	0.006	0.047
尊嘉證券國際有限公司	1	-0.003	-0.012
花旗銀行	1	0.003	0.036
香港上海匯豐銀行有限公司	1	0.015	0.200
渣打銀行(香港)有限公司	1	0.016	0.170
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	1	0.000	0.000
JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	1	0.003	0.023

资料来源: WIND, 中信建投

从绝对值来看，单纯的增持因子 ICIR 表现一般，在所有的增持因子中，MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD 的相对表现最好。

通过计算增持市值与股票自由流通市值的比值，可以得到增持占比因子，同理计算增持占比因子的 ICIR，结果如下：

图表11： 增持占比因子 ICIR

	N日增持	增持因子占比因子IC	增持因子占比因子IR
J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	1	0.012	0.232
法國興業證券(香港)有限公司	1	0.016	0.166
中信里昂證券有限公司	1	0.000	0.003
UBS SECURITIES HONG KONG LTD	1	0.015	0.286
MLFE LTD	1	0.013	0.257
MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD	1	0.022	0.441
高盛(亞洲)證券有限公司	1	0.016	0.328
CREDIT SUISSE SECURITIES (HONG KONG) LTD	1	0.012	0.190
盈透證券香港有限公司	1	0.007	0.098
中國國際金融香港證券有限公司	1	0.007	0.150
實生證券及期貨有限公司	1	-0.013	-0.126
富途證券國際(香港)有限公司	1	0.000	0.000
華泰證券國際有限公司	1	-0.001	-0.005
花旗銀行	1	0.003	0.059
香港上海匯豐銀行有限公司	1	0.012	0.190
渣打銀行(香港)有限公司	1	0.010	0.120
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	1	0.003	0.034
JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	1	-0.002	-0.017

资料来源：WIND，中信建投

相比于增值因子，MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD 增持占比因子的 ICIR 均有所提高。依旧是所有机构中表现最好的。

综上所述，可以看出，依托在 MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD 的投资者具有明显超越其他机构的 Alpha 能力。

2.3、持仓分析

接下来我们对 MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD 的持仓做进一步分析。截止到 2021 年 11 月 22 日，MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD 的前十大持仓股票为：

图表12： 前十大持仓

证券代码	证券简称	持仓市值
300750.SZ	宁德时代	1.07E+10
600036.SH	招商银行	3.52E+09
600519.SH	贵州茅台	2.78E+09
600887.SH	伊利股份	1.92E+09
002475.SZ	立讯精密	1.76E+09
300450.SZ	先导智能	1.69E+09

证券代码	证券简称	持仓市值
600436.SH	片仔癀	1.11E+09
000858.SZ	五粮液	9.70E+08
603501.SH	韦尔股份	9.66E+08

资料来源：WIND，中信建投

原创力文档
max.book118.com
预览与源文档一致 下载高清无水印

在各行业的具体分布如下图所示。可以看出，与北向的整体持仓相比，摩根的持仓在电力设备及新能源、电子和计算机等行业上有明显的超置，而在食品饮料、家电、消费者服务上配置明显低于北向的整体配置。

图表13：持仓行业权重



资料来源：WIND，中信建投

相对于北向的整体持仓，摩根的市值因子暴露为 0.938，并没有非常明显的市值暴露。

三、策略构建

基于上一章的因子有效性分析可以看出，MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD 的持仓信息无论是静态因子还是动态因子，均有较好的表现，本章根据持仓信息构建策略，并对策略进行回测。

2.1、持仓追踪策略

持仓追踪策略的具体思路为，根绝每个月第一个交易日 MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD 持仓市值占流通市值比，选取排名最高的 100 只股票，将因子值作为股票权重构建组合进行回测。回测的

具体参数以及回测结果如下：

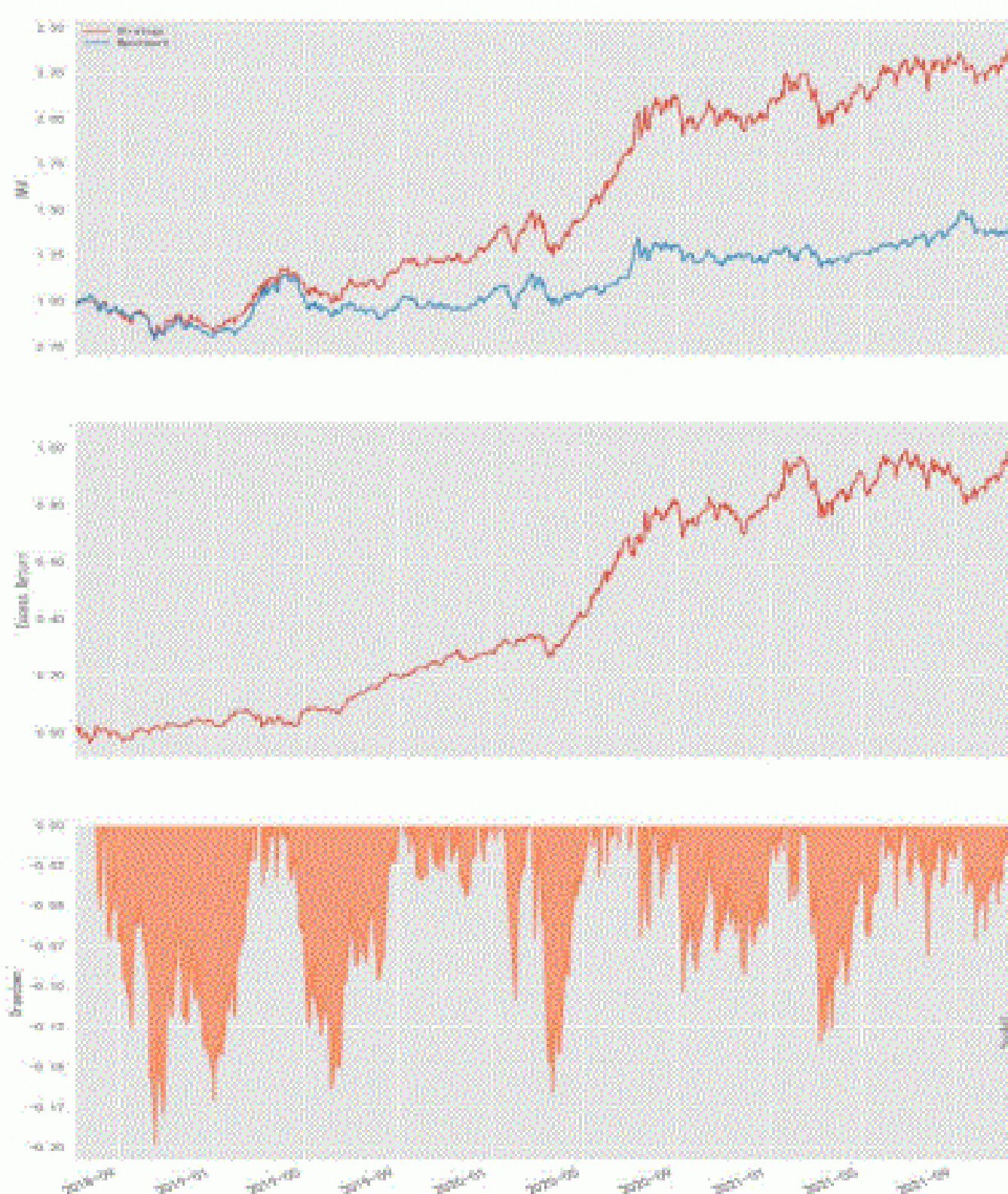
回测区间：2018.7.4-2021.11.22

基准：中证 500

调仓周期：每月第二个交易日

手续费：双边千二

图表14： 持仓追踪策略



资料来源：WIND，中信建投

此策略在 2019 和 2020 年表现比较突出，21 年以来，波动有所放大，从 9 月开始策略表现逐渐稳定。策略具体的统计结果如下表所示。

通过下表可以看出，策略的换手只有 3.8，并且能够取得 1.47 的夏普比率以及年化 30%的收益。在低频换手的情况下能够取得较好的收益率。

图表15： 持仓追踪策略统计

CAGR	30.24%
ExMDD	10.92%
MDD	19.80%
Alpha	19.40%
Beta	0.93
Stdev	0.24
Sharp	1.47
IR	1.56
TurnOver	3.88

资料来源：WIND，中信建投

图表16： 持仓追踪策略分年度收益

	策略收益	基准收益	超额收益
2018	-14.17%	-18.61%	4.44%
2019	52.90%	26.38%	26.52%
2020	57.95%	20.87%	37.08%
2021	18.22%	14.05%	4.17%

资料来源：WIND，中信建投

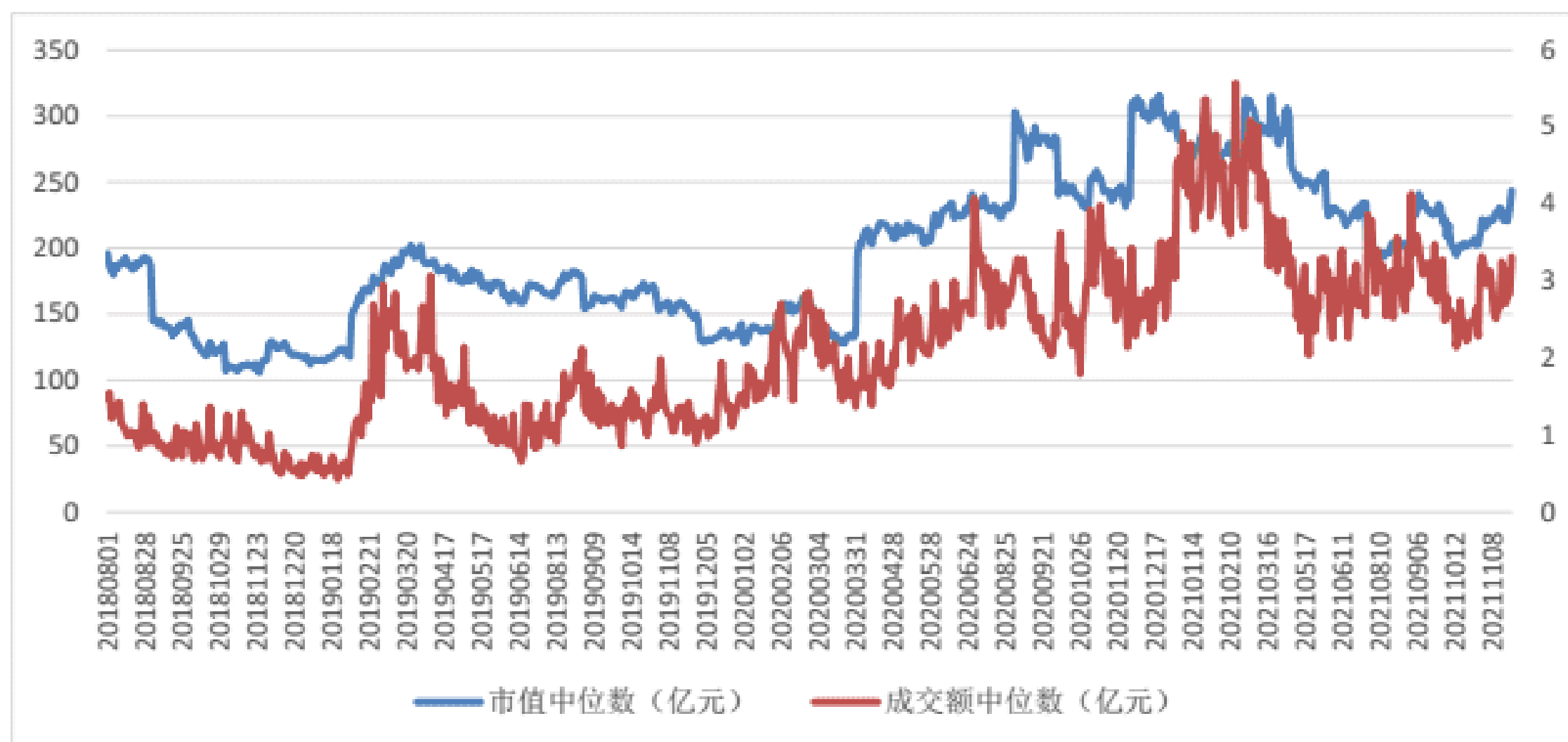
图表17： 最新一期(2021-11-01)持仓追踪策略持仓前十大重仓股为：

股票代码	股票简称	权重
300298.SZ	三诺生物	4.81%
603982.SH	泉峰汽车	4.15%
300755.SZ	华致酒行	3.48%
300369.SZ	绿盟科技	3.13%
300244.SZ	迪安诊断	2.93%
688139.SH	海尔生物	2.00%
300463.SZ	迈克生物	1.76%
300487.SZ	蓝晓科技	1.68%
300454.SZ	深信服	1.62%
000887.SZ	中鼎股份	1.60%

资料来源：WIND，中信建投

从十大重仓股来看，目前策略并未有明显的单只股票占比过高的情况。且我们筛选的 100 只股票都是流动性较好的股票，使得策略不仅有足够的容量，并且由于持仓足够分散，能够有效抵御非系统性风险。

图表18： 持仓追踪持仓市值及成交额中位数

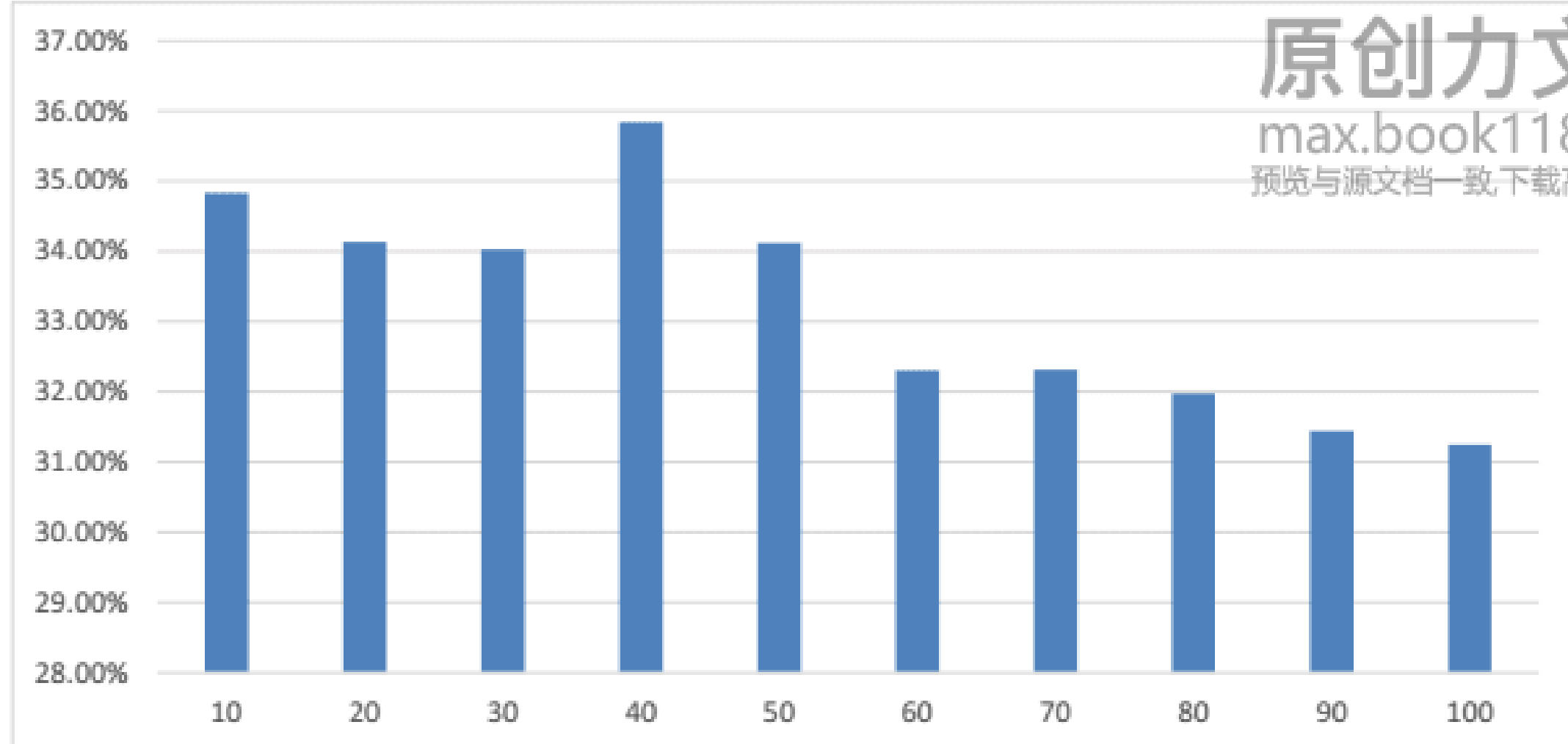


资料来源：WIND，中信建投

上图是策略持仓的市值中位数和成交额中位数。截止到 11 月 22 日，市值及成交额中位数分别为 243 亿及 3.3 亿，对比中证 500，其成分股市值中位数和成交额中位数分别为 227 亿，2.1 亿。可以看出，策略的流动性高于中证 500。

为了使策略的容量足够大，我们选取了 100 只股票，在牺牲部分容量的基础上，此策略能够取得更好的收益，在不同持仓数目下，策略的年化收益为：

图表19： 不同持股数目下持仓追踪策略收益



资料来源：WIND，中信建投

从上图可以看出，策略在 40 只股票的情况下，能够取得最高的年化收益，收益率达到 35.84%。投资者可以根据自己的实际需求，在容量和收益之间做出平衡。

2.2、增持追踪策略

增持追踪策略的具体思路为，根据每个月第一个交易日 MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD 增持市值占流通市值比，选取排名最高的 100 只股票，将因子值作为股票权重构建组合进行回测。这里我们采用单日的持仓变动作为因子，目的是为了能够最及时有效的获取信息。同时对于多日增持对策略影响，会在下文做进一步对比。

回测的具体参数以及回测结果如下：

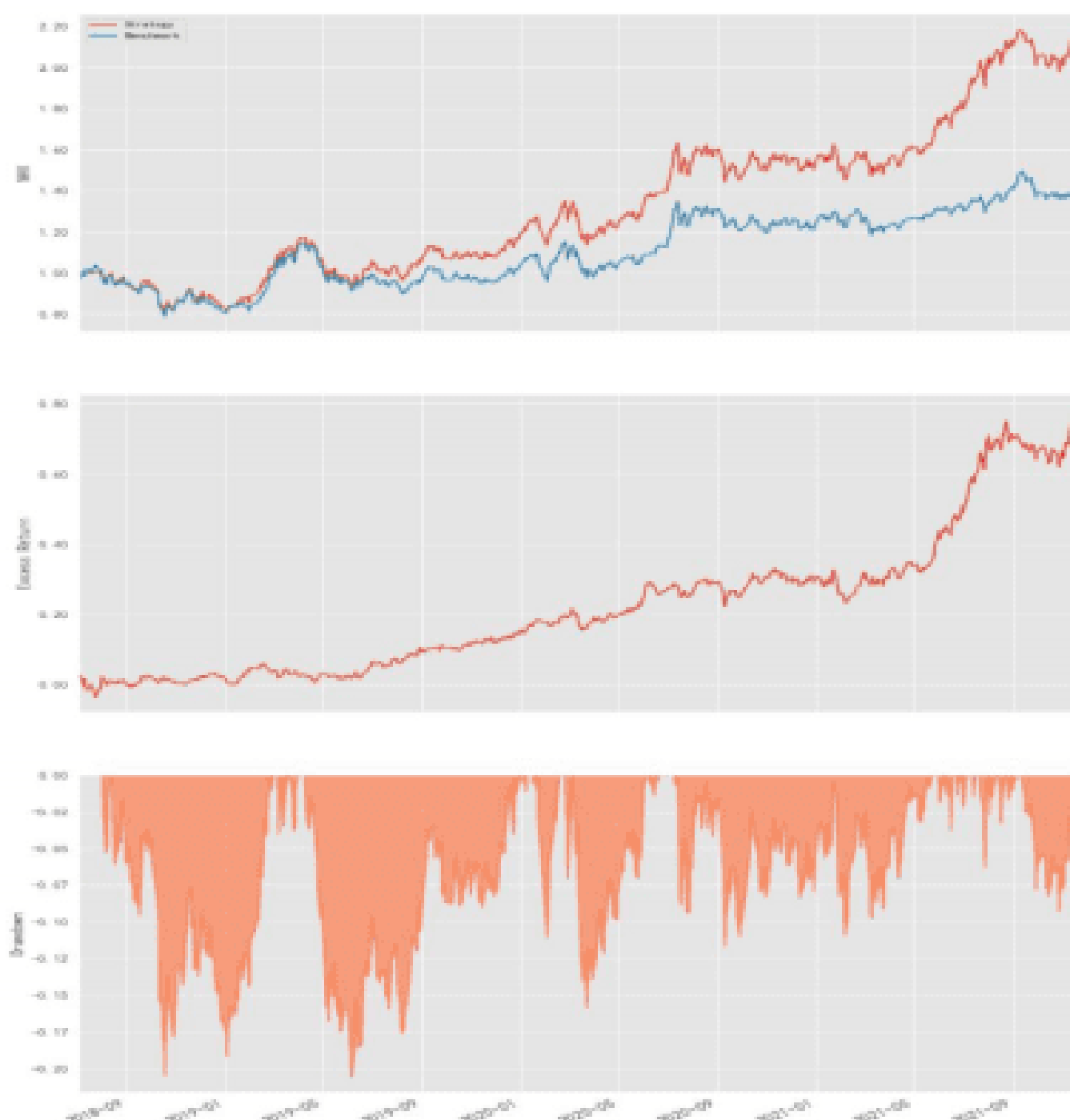
回测区间：2018.7.4-2021.11.22

基准：中证 500

调仓周期：每月第二个交易日

手续费：双边千二

图表20： 增持追踪策略



资料来源：WIND，中信建投

与之前静态策略不同的是，此策略在 2019 年和 2020 年表现相对一般，但是在 21 年以后表现尤其突出，虽然 9 月后经历了部分回撤，但是很快就走出低谷，且在之后不断走强。

策略的具体统计结果如下：

图表21： 增持追踪策略统计

CAGR	25.95%
ExMDD	7.44%
MDD	20.57%
Alpha	15.11%
Beta	1.01
Stdev	0.25
Sharp	1.25
IR	1.51
TurnOver	8.91

资料来源：WIND，中信建投

图表22： 持仓追踪策略分年度收益

	策略收益	基准收益	超额收益
2018	-16.45%	-18.61%	2.17%
2019	41.10%	26.38%	14.72%
2020	31.09%	20.87%	10.21%
2021	41.52%	14.05%	27.47%

资料来源：WIND，中信建投

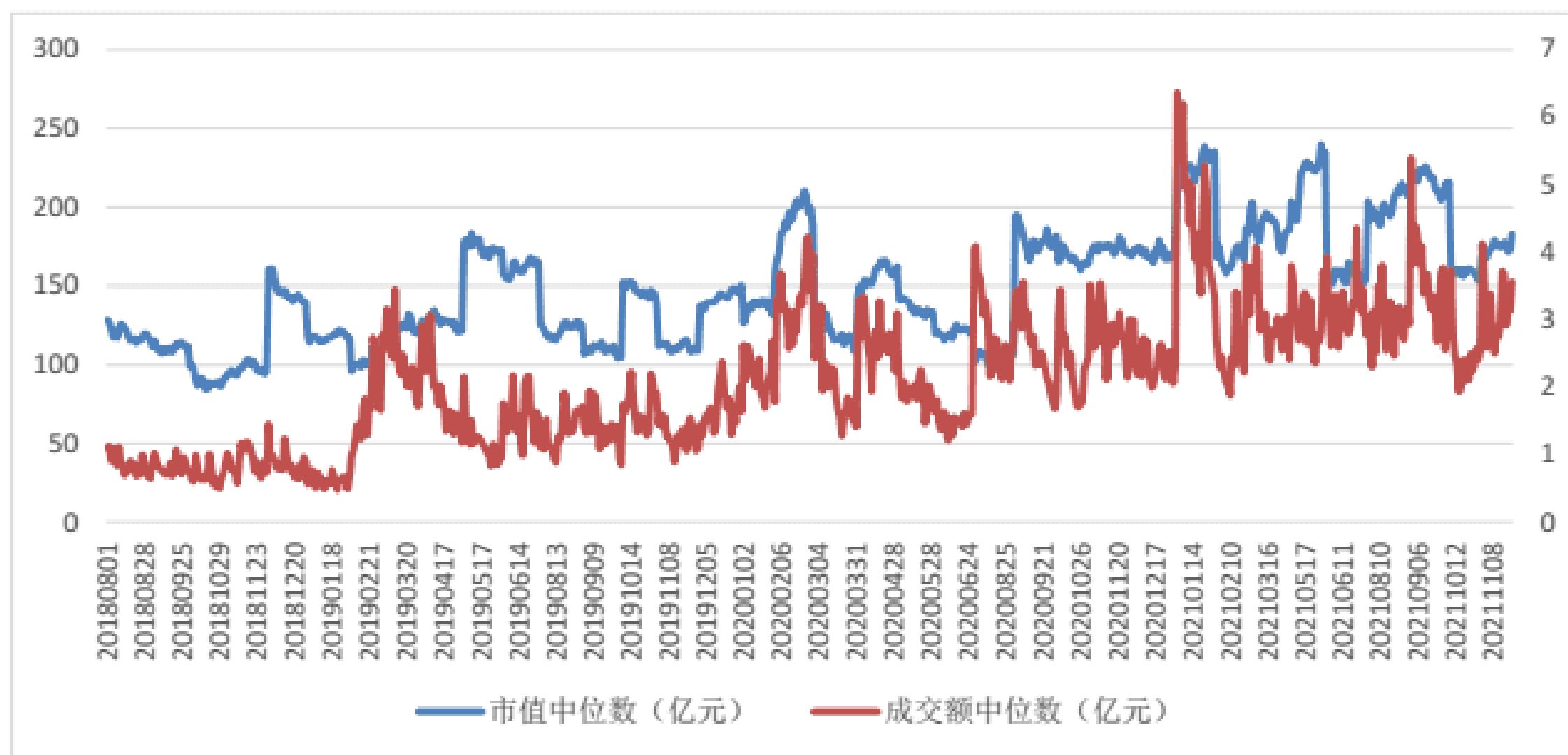
通过十大重仓股与静态策略的对比来看，两者尽有一只股票重叠，并且两个策略出现了明显分化的收益特征。说明策略的相关性较低，将两者合理配置能够进一步提高策略的稳定性。

图表23： 最新一期(2021-11-01)增持追踪策略持仓前十大重仓股为：

股票代码	股票简称	权重
300755.SZ	华致酒行	4.16%
300319.SZ	麦捷科技	2.84%
002946.SZ	新乳业	2.73%
300672.SZ	国科微	2.46%
600596.SH	新安股份	2.42%
300170.SZ	汉得信息	2.35%
605266.SH	健之佳	2.21%
600763.SH	通策医疗	2.07%
600699.SH	均胜电子	1.95%
603960.SH	克来机电	1.89%

资料来源：WIND，中信建投

图表24： 增持追踪持仓市值及成交额中位数

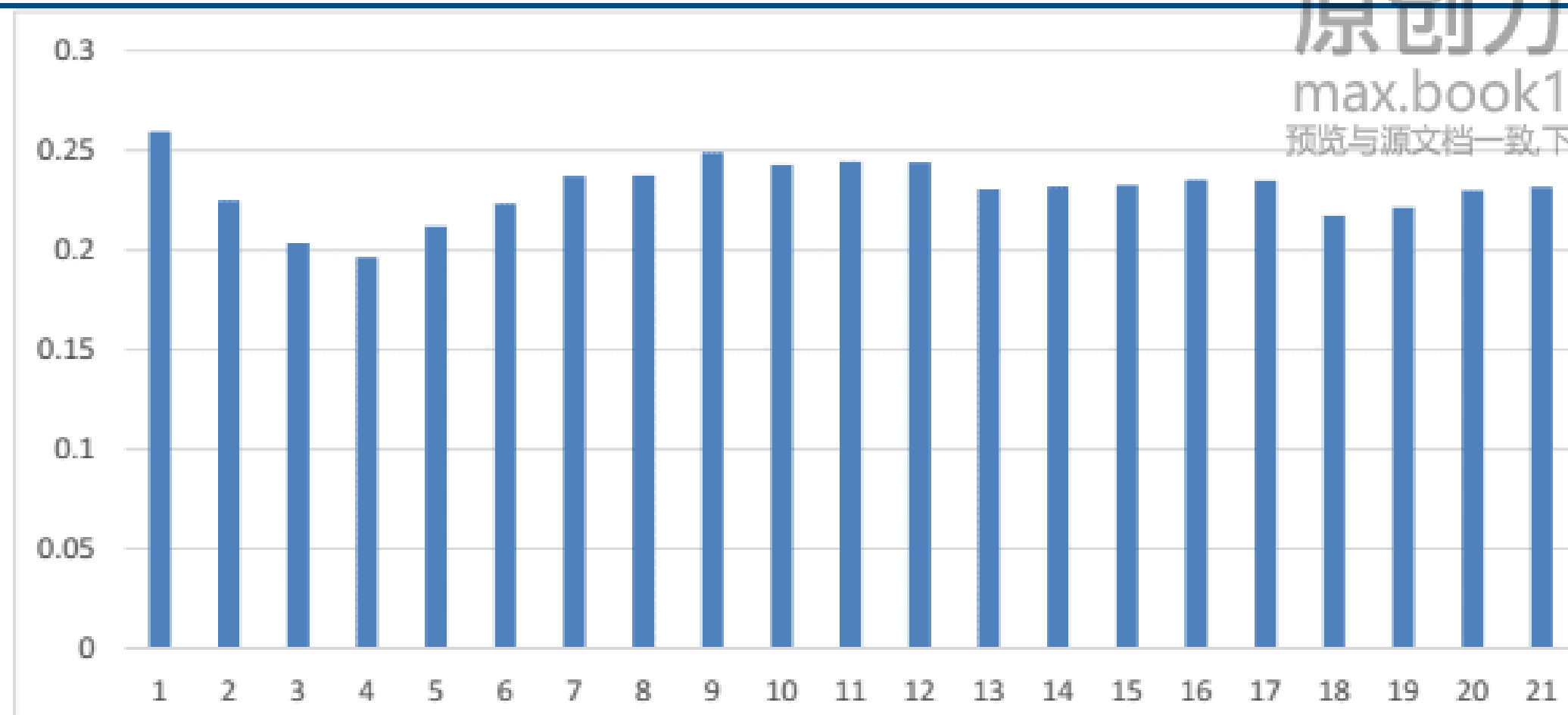


资料来源：WIND，中信建投

上图是策略持仓的市值中位数和成交额中位数。截止到 11 月 22 日，市值及成交额中位数分别为 182 亿及 3.55 亿，对比中证 500，其成分股市值中位数和成交额中位数分别为 227 亿，2.1 亿。此策略的持仓的市值暴露上略低于中证 500，但是流动性方面要好于中证 500。

我们一般认为北向投资者为专业的机构投资者，期望获取稳定的长期超额收益，会避免短期的追涨杀跌行为。因此我们选择单日的增持变化作为跟踪目标，能够最及时的跟踪到持仓变化，同样，我们可以测试 N 日增持最为我们策略的追踪目标，在不同参数 N 下，策略的年化收益如下图所示：

图表25： N 日持仓年化收益率



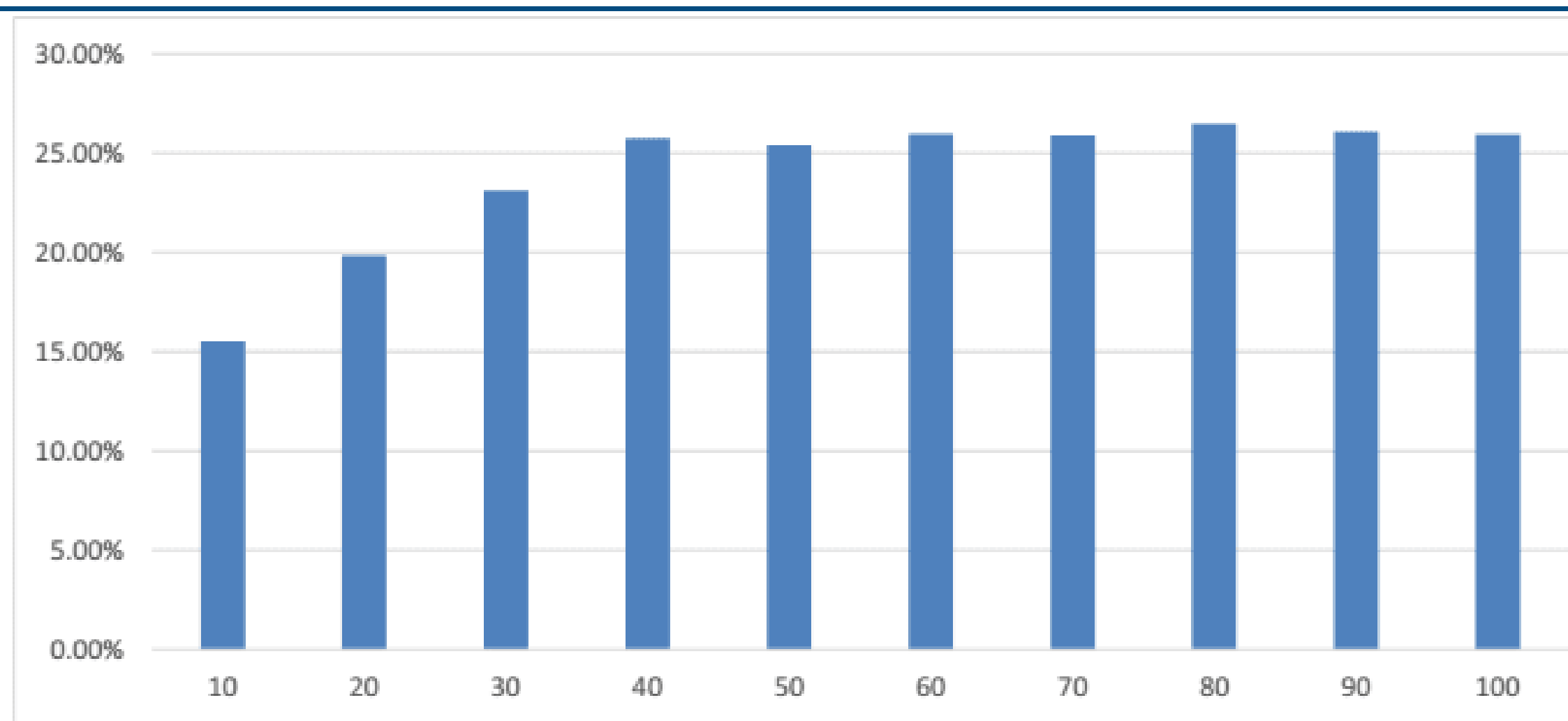
资料来源：WIND，中信建投

可以看出，除了在 N=4 及其附近几天，收益较低之外，其他参数下，收益较为稳定。且 N=1 时，策略收益

最高。

此策略对持股数量不敏感，下图给出了持股数量和策略收益率之间的关系，在持股数量大于 40 只以后，收益率波动较小。

图表26： 不同持股数目下增持追踪策略收益



资料来源：WIND，中信建投

2.3、追踪增强策略

对于通过北向投资 A 股的境外投资机构，专业的研究机构是他们信息的重要来源。在之前逐鹿系列文章中，我们曾分析过，在传统的分析师因子中，分析师调升和文本标题超预期事件具有明显的超额收益。因此，我们尝试在 MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD 的持仓中，叠加上述 Alpha，试图增强策略收益。

策略的具体思路为，根据每个月第一个交易日 MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD 持仓市值占流通市值比，选取排名最高的 500 只股票，然后在这 500 只股票中，筛选出在当前时间点过去一个季度财务报告发布（包含业绩预告，业绩快报以及正式的业绩公告，取时间最靠前的事件）后 5 日内至少有二次分析师调升或者至少二次文本标题超预期的股票构建组合。

回测的具体参数以及回测结果如下：

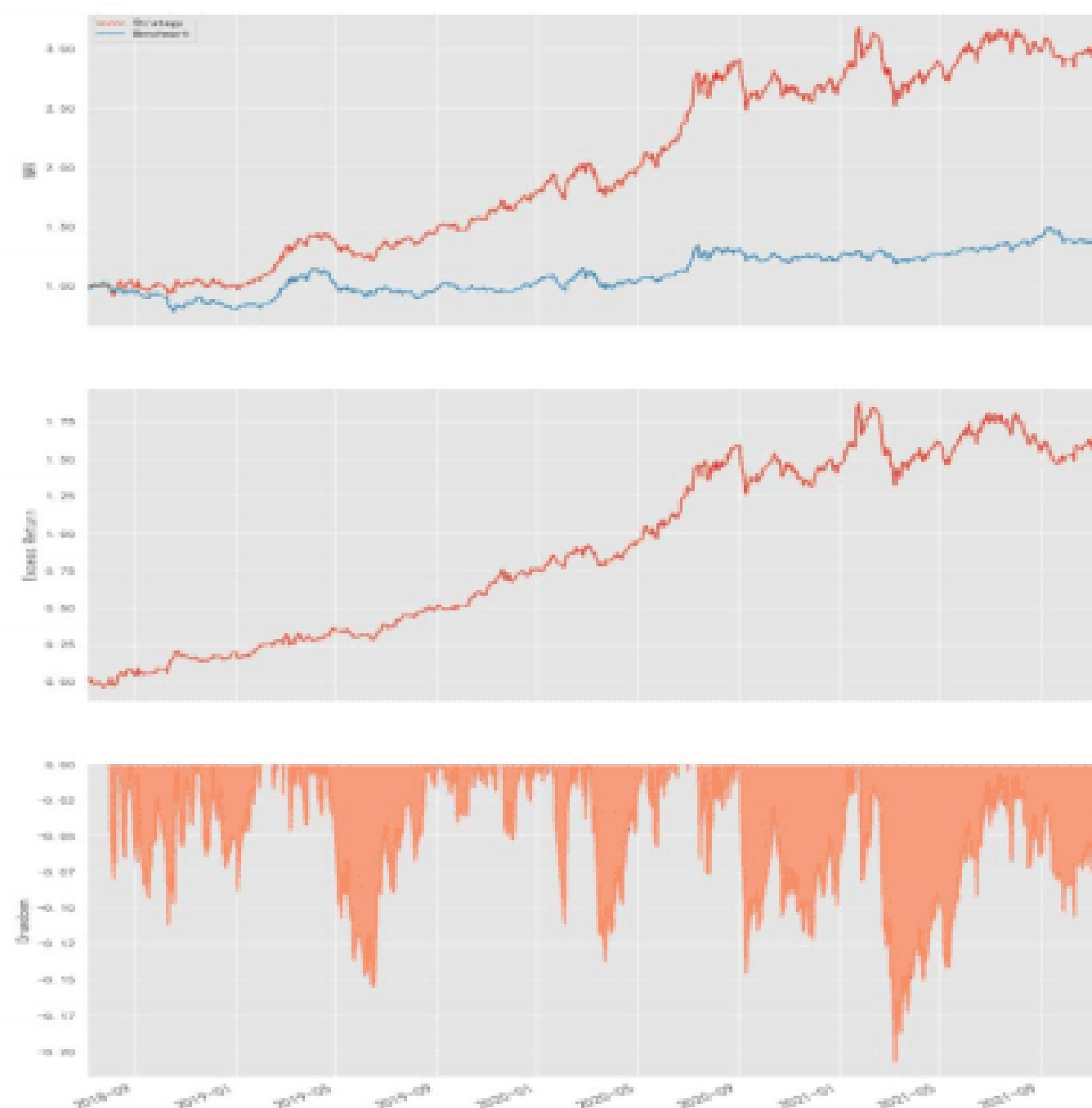
回测区间：2018.7.4-2021.11.22

基准：中证 500

调仓周期：每月第二个交易日

手续费：双边千二

图表27： 追踪增强策略



资料来源：WIND，中信建投

增强策略无论在绝对收益还是超额收益的稳定性方面，都有了很大的提高。策略每期的平均持股数量为 36 只。相比于前两个策略数量有所减少，因此此策略容量有限，适合作为子策略运行。

策略的具体统计结果如下：

图表28： 追踪增强策略统计

CAGR	40.12%
ExMDD	19.22%
MDD	20.72%
Alpha	29.27%
Beta	0.90
Stdev	0.27
Sharp	1.68
IR	1.48
TurnOver	5.33

资料来源：WIND，中信建投

图表29： 追踪增强策略分年度收益

	策略收益	基准收益	超额收益
2018	0.83%	-18.61%	19.44%
2019	76.63%	26.38%	50.25%
2020	51.84%	20.87%	30.97%
2021	16.10%	14.05%	2.06%

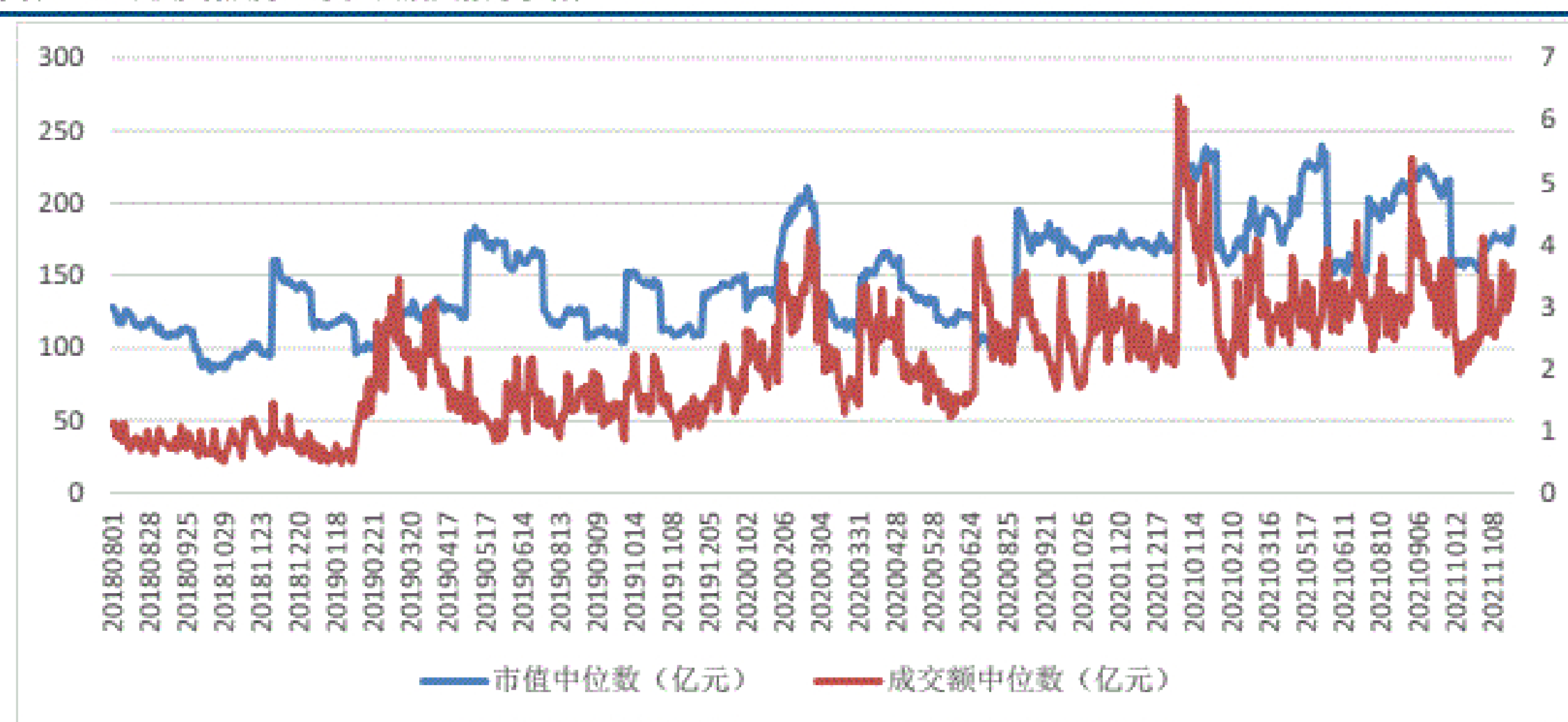
资料来源：WIND，中信建投

图表30： 最新一期(2021-11-01)追踪增强策略持仓前十大重仓股为：

股票代码	股票简称	权重
300755.SZ	华致酒行	32.90%
002410.SZ	广联达	13.70%
002212.SZ	天融信	8.65%
002156.SZ	通富微电	5.25%
300171.SZ	东富龙	5.00%
300037.SZ	新宙邦	4.52%
603816.SH	顾家家居	4.14%
002709.SZ	天赐材料	3.36%
300316.SZ	晶盛机电	3.03%
002539.SZ	云图控股	2.42%

资料来源：WIND，中信建投

图表31： 追踪增强持仓市值及成交额中位数



资料来源：WIND，中信建投

上图是策略持仓的市值中位数和成交额中位数。截止到 11 月 22 日，市值及成交额中位数分别为 495 亿及 6.66 亿，对比中证 500，其成分股市值中位数和成交额中位数分别为 227 亿，2.1 亿。此策略是持股数量平均为 36.7 只，虽然数目上少于前两个策略，但是市值及成交额中位数均高于前两个策略以及中证 500，因此策略容量及流动性也能够满足大部分需求。

三、总结

本文通过分析陆股通各托管机构持仓信息，发现 MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD 无论是静态持仓因子还是动态的增持因子，都有超越其他机构的表现。利用 MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD 持仓因子以及增持因子分别构建的月频持仓追踪策略和增持追踪策略，均能取得较高的收益率，并且具有换手率低，容量大，相关性较低等特点。通过叠加分析师调升和文本标题超预期事件，构建增持追踪策略，能够在原有策略的基础上，取得更优异的表现。

分析师介绍

丁鲁明：同济大学金融数学硕士，中国准精算师，现任中信建投证券研究发展部执行总经理，金融工程团队、大类资产配置与基金研究团队首席分析师，中信建投证券基金投顾业务决策委员会成员，上海证券交易所定期专家交流组成员。13 年证券从业，创立国内“量化基本面”投研体系，继承并深入研究经济经典长波体系中的康波周期理论并积极应用于实务，多次对资本市场重大趋势及拐点给出精准预判，对资产配置与经济周期运行具备深刻理解与认知。多次荣获团队荣誉：新财富最佳分析师 2009 第 4、2012 第 4、2013 第 1、2014 第 3 等；水晶球最佳分析师 2009 第 1、2013 第 1 等；Wind 金牌分析师 2018 年第 2、2019 年第 2 等、2020 年第 4 等。

王 超：南京大学粒子物理博士，曾担任基金公司研究员，券商研究员，有丰富的研究和投资经验，2021 年加入中信建投，主要负责量化多因子选股。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk