2020 年 10 月 14 日

神秘的力量（二）：暗流再现，交易复苏

——投资策略点评

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

● **北上回流，“热钱”再次涌动**

10 月以来，北上结束了 9 月下旬连续 8 个交易日净流出的情况，10 月 9 日与 10 月 12 日两个交易日分别净买入 112.67 亿元和 135.1 亿元。值得一提的是，**最近一次发生北上连续净买入百亿以上的情况是在 7 月初**。我们在报告《神秘的力量：北水中的暗流》中曾指出，7 月以来北上可能出现了风格不同的参与者，2016 以来的外资涌入中“长期配置中国”力量大部分时间占据主导，而当下“周期性流入中国”的力量正在崛起。我们认为，**10 月以来北上再度较大幅度买入背后是两种力量形成的合力,这与我们在报告《流动性的变局与破局》中的预测一致。**

● **整体风格均衡的背后：7 月以来的“暗流再现”**

10 月以来：**北上交易盘基本延续了 7 月初大额净买入时的风格，但整体买入更为均衡。需要注意的是,更为丰富的信息隐藏在托管数据中：**一方面，由于前期核心资产的调整和配置盘的卖出,配置盘出现回流，因而在本轮买入占比中较 7 月更高;另一方面，交易盘内部，在 7 月初净买入相对较少的法国巴黎证券以及高盛则更为均衡配置，最终的直观感知是北上资金在整体买入上是风格均衡的。不可忽视的是，**10 月以来，美林远东、摩根大通经纪以及摩根斯坦利等 3 个账户仍然出现类似于 7 月初突然大幅流入&风格漂移的特征，也构成了本轮流入的重要力量**，而其最终买入资产类型与 7 月初保持高度一致—偏好顺周期。**我们在《北水中的暗流》中关注到的潜在参与者可能再次出现在我们视野中**。

● **未来的变数：复苏交易与海外实际利率的反弹**

我们此前在报告《流动性的变局与破局》中曾分析：9 月以来北上资金大幅流出 A 股背后真正的驱动可能是实际利率预期的变化，历史上消费类核心资产走势与美国实际利率呈现较明显负相关。同时参考 2009 年 1-2 月，随着我国经济持续复苏，出现了“周期性流入”中国的资金配置权益资产。**当下，全球实际利率见底回升和经济基本面复苏成为当下影响北上资金的基本面稳态因素：**拥有长期和未来的“核心资产”在全球实际利率反弹过程中，从贴现率角度看当期环境并不友好；而随着经济基本面复苏，外资“周期性流入”的力量将占据主导，其配置思路更倾向于经济相关的资产。北上资金未来的风格变化将持续存在。

● **交易层面的关注：未来浮盈兑现仍是波动的来源**

从实际交易层面看，需要提醒投资者的是：**随着本轮“热钱”大额涌入、市场出现较大幅度上涨后，北上配置型/交易型资金 7 月以来的浮盈水平可能已经恢复到了 9 月初北上兑现利润时的水平。**截至 10 月 13 日，**北上配置盘/交易盘 7 月以来的累积收益率恢复到了相对高位，**这意味着，**在当下“拜登交易”已经开始出现，而未来又仍面对美国大选中“确定的不确定”时，北上部分投资者仍可能选择卖出兑现浮盈而对市场形成扰动。**当下对于投资者而言，需要坚定的是，全球在经历 9 月调整后，经济复苏更值得下注。未来或许仍将面临北上资金交易层面的扰动，**但经济复苏本身可能是比外资交易行为更好的投资路径指引。**

● **风险提示：**测算误差；中美摩擦加剧；国内经济大幅下滑

相关研究报告

《投资策略点评-复苏交易的内涵和外延》-2020.10.12

《投资策略周报-节后归来，再论周期》-2020.10.8

《投资策略专题-结构之光（下）：制造业的十年之变》-2020.9.30

目 录

1、 北上回流，“热钱”再次涌动 3
2、 北上风格更加均衡背后：7 月以来的“暗流再现” 3
2.1、 原因之一：北上配置盘净买入占比提升 3
2.2、 原因之二：北上交易盘出现了配置更为均衡的席位 4
3、 未来的变数：复苏交易与海外实际利率的反弹 6
4、 交易层面的关注：未来浮盈兑现仍是波动的来源 6
5、 风险提示 7

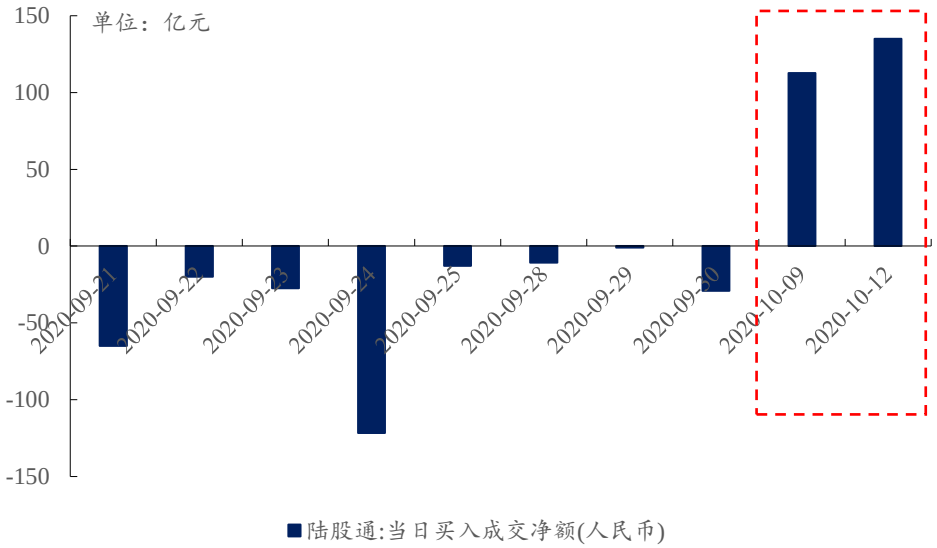
图表目录

图 1： 10 月以来，北上资金共计净买入 A 股 247.77 亿元，结束了 9 月下旬以来连续 8 个交易日净流出的情况 3
图 2： 10 月以来，北上交易型资金仍是本轮北上买入的主导力量但配置型资金的净买入占比相比于 7 月初在提升 ... 4
图 3： 10 月以来，北上交易盘较大幅度净买入顺周期板块，基本延续了 7 月初大额净买入时的风格 4
图 4： 10 月以来，北上配置盘较大幅度净买入顺周期板块，但相比 7 月更加均衡 4
图 5： 10 月以来，包括美林远东、摩根大通经纪以及摩根斯坦利等在内的 5 个托管席位为北上交易盘净买入的主要力量 5
图 6： 10 月以来，美林远东、摩根大通经纪以及摩根斯坦利等三个 7 月初的主力净买入席位仍呈现了对顺周期板块的偏好，而新晋的法国巴黎证券以及高盛证券则在净买入顺周期板块的同时配置更加均衡 5
图 7： 截至 10 月 13 日，北上配置型资金 7 月以来的累积收益率为 18.81%，北上交易型资金 7 月以来的累积收益率为 27.09% 6
图 8： 7 月北上交易盘增量资金在浮盈达到 13%左右开始选择卖出兑现利润 7
图 9： 分托管席位来看，截至 10 月 13 日，北上交易型资金 10 月以来的累积浮盈大多在 5%-6%左右 7

1、 北上回流，“热钱”再次涌动

10 月以来，北上资金共计净买入 A 股 247.77 亿元，结束了 9 月下旬以来连续 8 个交易日净流出的情况。其中，10 月 9 日与 10 月 12 日两个交易日分别净买入 112.67 亿元和 135.1 亿元，值得一提的是，**最近一次发生北上净买入连续百亿以上的情况是在 7 月初**。此前，我们在报告《神秘的力量：北水中的暗流》中指出，7 月以来北上中可能出现了与以往风格不同的参与者，随后在专题《“北上暗涌”，谁主沉浮》中提到，“周期性流入中国”和“长期配置中国”才真正构成了“外资”的全貌，“周期性力量”的回归正在占据主导，**我们认为，10 月以来北上再度较大幅度买入背后仍是热钱再度回流。**

图1：10 月以来，北上资金共计净买入 A 股 247.77 亿元，结束了 9 月下旬以来连续 8 个交易日净流出的情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

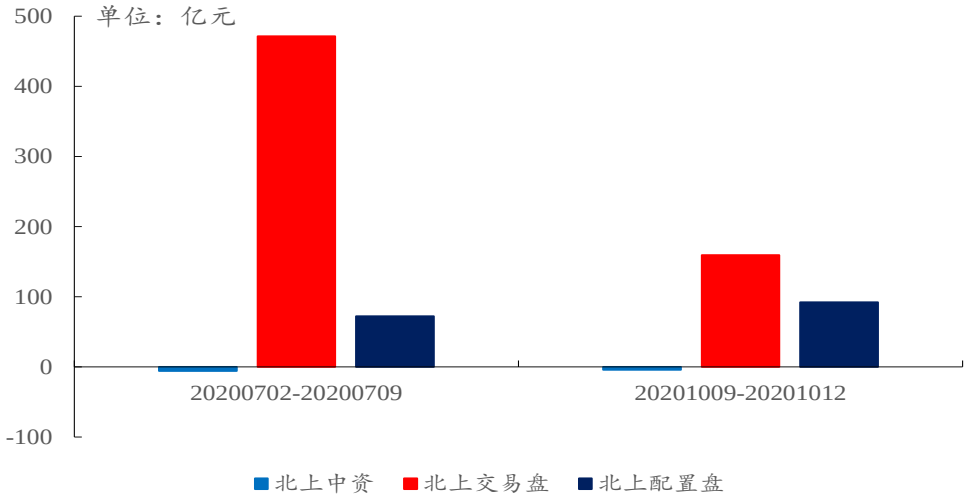
2、 北上风格更加均衡背后：7 月以来的“暗流再现”

10 月以来：北上交易盘基本延续了 7 月初大额净买入时的风格，但是从整体买入上整体看更为均衡。需要注意的是,更为丰富的信息隐藏在托管数据中。

2.1、 原因之一：北上配置盘净买入占比提升

从北上资金结构来看，**北上交易型资金仍是本轮北上买入的主导力量，这印证了上面我们对“热钱”回流的判断**。从净买入金额来看，10 月 9 日与 10 月 12 日两个交易日北上交易型资金与配置型资金共计净买入约 252 亿元，**大约为 7 月 2 日至 7 月 7 日 4 个交易日两者净买入总和的一半**，但与 7 月不同的是，**10 月以来，北上配置型资金的净买入占比相比于 7 月初在提升，这是由于前期核心资产的调整和配置盘的卖出后的修正。**

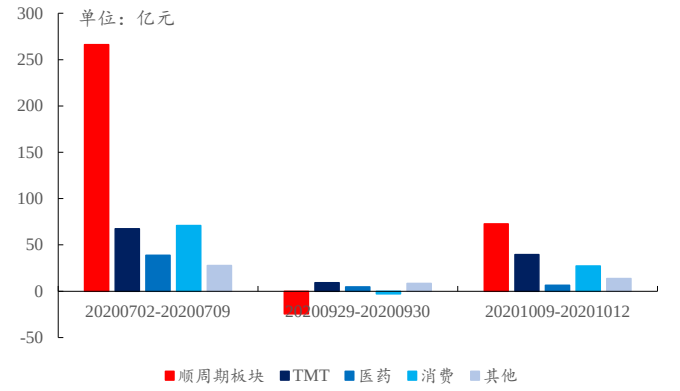
图2：10 月以来，北上交易型资金仍是本轮北上买入的主导力量但配置型资金的净买入占比相比于 7 月初在提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

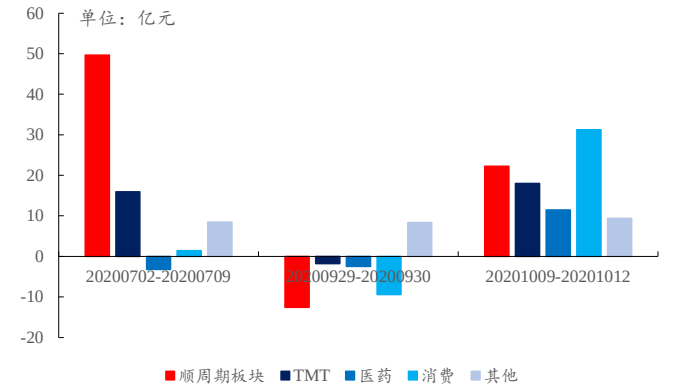
而对配置方向分拆来看，**10 月以来，无论是北上配置型资金还是交易型资金均扭转了 9 月最后两个交易日净卖出顺周期板块的情况，较大幅度净买入顺周期板块**，这一结论与我们在报告《神秘的力量：北水中的暗流》中提到的 7 月初的情况相似，特别是**对于北上交易型资金而言，基本延续了 7 月初大额净买入时的风格；对于配置型资金而言，与 7 月初不一样的地方在于本轮配置更加均衡。**这意味着，**在当下配置型资金净买入占比提升且配置更加均衡的情况下，本轮北上整体净买入的风格相比于 7 月初会更加均衡。**

图3：10 月以来，北上交易盘较大幅度净买入顺周期板块，基本延续了 7 月初大额净买入时的风格



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：10 月以来，北上配置盘较大幅度净买入顺周期板块，但相比 7 月更加均衡

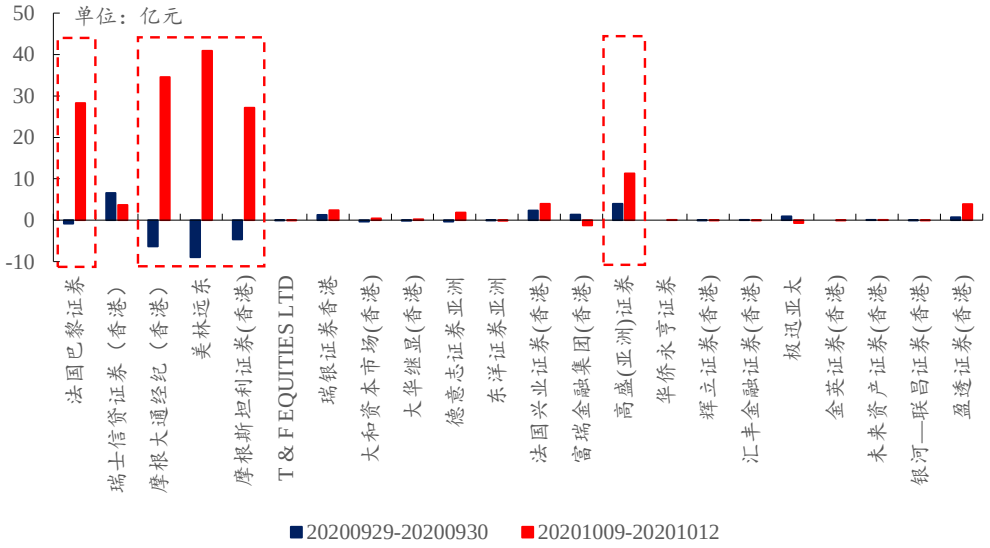


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 原因之二：北上交易盘出现了配置更为均衡的席位

10 月以来，包括美林远东、摩根大通经纪、摩根斯坦利、法国巴黎证券以及高盛等在内的 5 个托管席位为北上交易盘净买入的主要力量，值得一提的是，这 5 个托管席位包含于我们在《神秘的力量：北水中的暗流》提到的 7 月初主要净买入的 8 个托管席位当中。

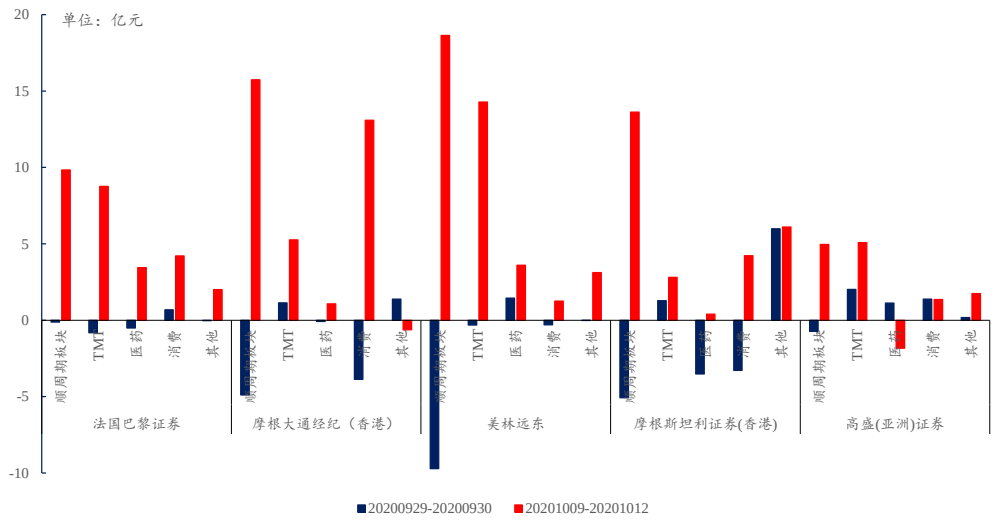
图5：10 月以来，包括美林远东、摩根大通经纪以及摩根斯坦利等在内的 5 个托管席位为北上交易盘净买入的主要力量



数据来源：Wind、开源证券研究所

对包括美林远东、摩根大通经纪、摩根斯坦利、法国巴黎证券以及高盛等在内的 5 个托管席位的净买入方向拆分来看：10 月以来，美林远东、摩根大通经纪以及摩根斯坦利等三个 7 月初主力净买入席位仍呈现了对顺周期板块的偏好，而在 7 月初净买入相对较少的法国巴黎证券以及高盛证券则在净买入顺周期板块的同时配置更加均衡。这也在一定程度上解释了北上交易型资金风格得以延续的原因：**美林远东、摩根大通经纪以及摩根斯坦利等三个占据主导地位的托管席位依旧更加偏好顺周期板块。但随着规模相对中等偏小的市场参与者的资金风格相比于 7 月略加均衡，北上交易型资金的整体风格同样也会显得较为均衡，但不及配置型明显。**

图6：10 月以来，美林远东、摩根大通经纪以及摩根斯坦利等三个 7 月初的主力净买入席位仍呈现了对顺周期板块的偏好，而新晋的法国巴黎证券以及高盛证券则在净买入顺周期板块的同时配置更加均衡



数据来源：Wind、开源证券研究所

不可忽视的是，**10 月以来，美林远东、摩根大通经纪以及摩根斯坦利等 3 个账户仍然出现类似于 7 月初突然大幅流入&风格漂移的特征**，也构成了本轮流入的重要力量，而其**最终买入资产类型与 7 月初保持高度一致—偏好顺周期**。我们在《北水中的暗流》中关注到的潜在参与者可能再次出现在我们视野中。

3、 未来的变数：复苏交易与海外实际利率的反弹

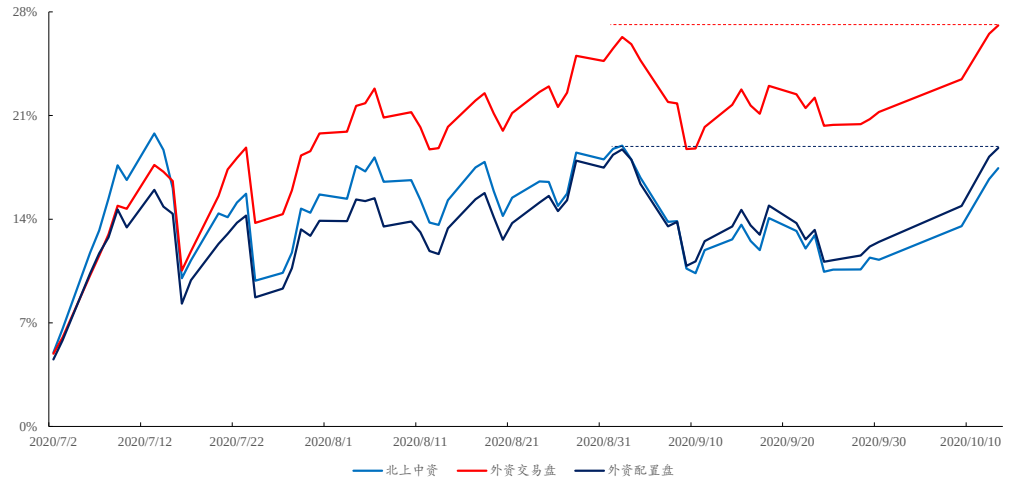
我们此前在报告《流动性的变局与破局》中提到，9 月以来北上资金大幅流出 A 股背后真正的驱动可能是实际利率预期的变化。参照 2009 年 1-2 月，虽然短期内这种流出的压力仍将存在，但正如我们此前一直反复强调的，**历次热钱流入我国的时期往往对应着我国经济确认复苏，因此后续随着我国经济持续复苏，叠加全球经济也开始逐步走向复苏，这种“周期性流入”的力量终将回归**。过去两个交易日正是这种回归的体现：**即使整体风格相比于 7 月较为均衡，但整体来看依旧更加偏好顺周期板块，这意味着本轮“热钱”涌入仍在继续交易复苏**。

当下，**全球实际利率见底回升和经济基本面复苏成为当下影响北上资金的基本面稳态因素**：拥有长期和未来的“核心资产”在全球实际利率反弹过程中，从贴现率角度看当期环境并不友好；而随着经济基本面复苏，外资“周期性流入”的力量将占据主导，其配置思路更倾向于经济相关的资产。北上资金未来的风格变化将持续存在。

4、 交易层面的关注：未来浮盈兑现仍是波动的来源

从交易层面看，我们仍需提醒投资者的是：**随着本轮“热钱”大额涌入、市场出现较大幅度上涨后，北上配置型/交易型资金 7 月以来的浮盈水平可能已经恢复到了 9 月初北上兑现利润时的水平。**截至 10 月 13 日，北上配置型资金 7 月以来的累积收益率为 18.81%，这与 9 月初北上兑现浮盈时的水平相当，而北上交易型资金 7 月以来的累积收益率为 27.09%，这已经超过了 7 月以来的高点。

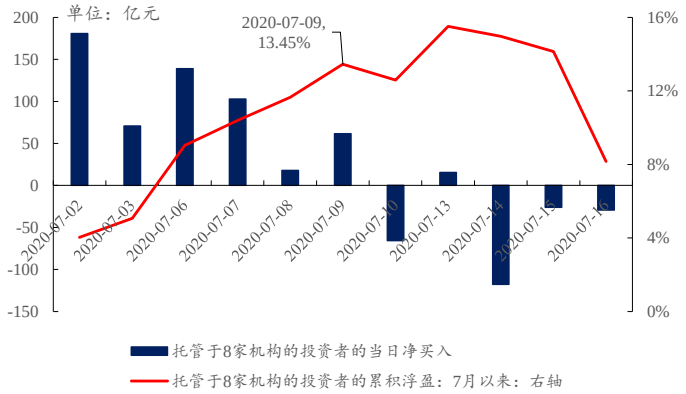
图7：截至 10 月 13 日，北上配置型资金 7 月以来的累积收益率为 18.81%，北上交易型资金 7 月以来的累积收益率为 27.09%



数据来源：Wind、开源证券研究所

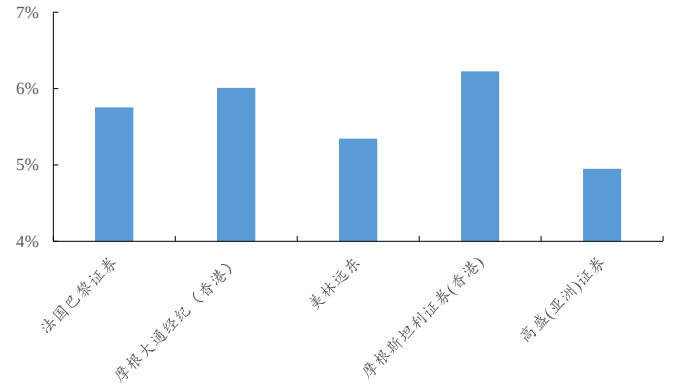
当然，上述计算建立的前提是：**本轮北上配置型/交易型资金的参与者与 7 月初是相同的群体**。对于配置型资金而言，由于其换手较低、配置久期往往较长，因此，我们可以认为**当下北上配置型资金参与者与 7 月初基本相同**；对于交易型资金而言，**美林远东、摩根大通经纪以及摩根斯坦利等三个主要净买入席位的风格与 7 月初基本相同**，即便我们认为风格发生漂移的法国巴黎证券和高盛两个席位可能出现了新晋投资者，参考 7 月初新晋投资者兑现浮盈时的累积收益（13%左右），而当下新晋交易型投资者的 10 月浮盈在 5%-6%左右，这意味着新晋交易型投资者兑现浮盈的压力较低，但考虑到其净买入占比较小，因此整体来看，**北上当下兑现浮盈的动机较大**。这意味着，**在当下“拜登交易”已经开始出现，在未来面临美国大选等“确定的不确定”等外部冲击时，北上部分投资者仍可能选择卖出兑现浮盈从而对市场形成扰动**。

图8：7 月北上交易盘增量资金在浮盈达到 13%左右开始选择卖出兑现利润



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：分托管席位来看，截至 10 月 13 日，北上交易型资金 10 月以来的累积浮盈大多在 5%-6%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：8 家机构指的是我们在报告《神秘的力量：北水中的暗流》中指出的 7 月北上交易盘增量资金的主要托管席位，具体包括：美林远东、摩根斯坦利证券(香港)、摩根大通经纪（香港）、法国巴黎证券、瑞士信贷证券（香港）、瑞银证券香港、法国兴业证券(香港)、高盛(亚洲)证券。

当下对于投资者而言，需要坚定的是，全球在经历 9 月调整后，经济复苏更值得下注。**未来或许仍将面临北上交易层面的扰动，但经济复苏本身可能是比外资交易行为更好的投资路径指引**。

5、 风险提示

测算误差；中美摩擦加剧；国内经济大幅下滑

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R2（中低风险），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C2、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C2、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

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	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	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