2020 年 07 月 08 日

神秘的力量：北水中的暗流

——投资策略专题

策略研究团队

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

● **北上增量资金背后：交易型资金占主导**

6 月 29 日以来，A 股迎来了较大幅度反弹，7 月 1 日开始，风格切换发生同时指数连续上涨。我们发现，北上资金是增量资金的重要来源。鉴于最近对北上资金异动的关注，我们将我们一直跟踪的联交所托管商交易数据进行了分析。我们发现，我们划分的**北上交易型资金（托管于外资投行）是北上增量资金的主力军。**为了更好地探寻北上增量资金风格，本文将对北上交易型资金进行详细地探析。

● **北上交易型增量资金拆解：集中托管于 8 家机构**

按照托管商，我们对北上交易型资金进行了拆分发现：近来北上交易型增量资金主要托管于包括美林远东、摩根大通、瑞银证券以及摩根斯坦利等在内的 8 家机构。同时，我们将托管于该 8 家机构的增量资金于 7 月以来的陆股通净买入进行对比发现：**7 月以来北上的增量资金主要来源于托管在该 8 家机构的增量资金。**

● **北上中的交易型资金是本轮行情的重要边际力量**

风格上：7 月以来，托管于美林远东、瑞银证券以及摩根斯坦利等在内的 8 家机构的北上交易型资金的风格系数（成长-价值）逐步下降，虽然过程有一定的反复，但截至 7 月 7 日，托管于上述 8 家机构的资金持仓组合的风格系数明显低于 6 月 29 日，这意味着，**托管于这 8 家机构的增量资金在本轮中出现了明显的风格切换。**我们发现 7 月 1 日以来，托管于其他机构的持仓风格并未出现明显变化。我们认为，**托管于包括美林远东、摩根大通、瑞银证券以及摩根斯坦利等在内的 8 家机构的北上增量资金是推动本轮市场风格切换的重要市场力量；板块上：**7 月以来，北上交易型增量资金均更偏好主板；**行业上：**7 月以来，相比于 TMT 和医药等成长板块，北上交易型增量资金更加偏好顺周期板块。更进一步地，将托管于美林远东、瑞银证券以及摩根斯坦利等 8 家机构的增量资金同其他北上资金对比发现：**7 月以来，托管于该 8 家机构的增量资金更加偏好主板和顺周期板块，而托管于其他机构的增量资金在配置上与 6 月下旬基本相似。结合市场板块表现来看，我们认为，托管于 8 家机构的增量资金是 7 月以来顺周期行业以及主板表现占优的重要市场力量。**

● **更重要的细节：北上中可能出现了与以往风格不同的参与者**

托管于瑞银证券的增量资金在净买入和配置上从 6 月以来开始提前布局买入顺周期资产，而托管于摩根斯坦利以及美林远东的增量资金在配置的风格上相比于**6 月底出现了大的切换。**有意思的是，7 月 7 日贵州茅台上涨背后是托管在美林远东、摩根斯坦利以及瑞银证券等机构的增量资金在大额净买入，**与之对应的是其它北上资金则在净卖出。这意味着：一方面，6 月开始已有不同于原有北上资金风格的投资者通过瑞银证券布局买入 A 股顺周期板块，同时与 7 月大幅加仓；另一方面，7 月以来，有看好 A 股的新增投资者，通过摩根斯坦利和美林远东等托管商，参与 A 股投资，这些投资者与以往的北上资金的风格大相径庭。**

● **风险提示：**测算误差；疫情出现反复；中美贸易摩擦加剧

相关研究报告

《投资策略专题-势来不可止，势去不可遏》-2020.7.6

《投资策略周报-风格切换，牛市逼人》-2020.7.5

《投资策略专题-风格切换的第一枪》-2020.7.4

目 录

1、 北上增量资金背后：交易型资金占主导 3
2、 北上交易型增量资金拆解：集中托管于 8 家机构 3
3、 北上增量资金偏好：偏好价值，布局顺周期 5
3.1、 北上增量资金风格：偏向价值 5
3.2、 北上增量资金方向：主板与顺周期板块 6
4、 风险提示 10

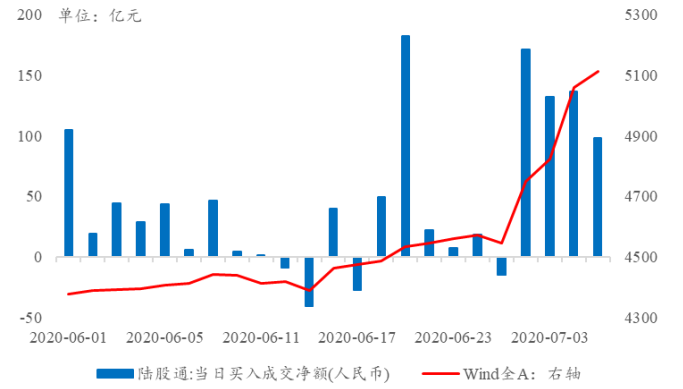
图表目录

图 1： 陆股通是 A 股近期重要的增量资金 3
图 2： 交易型资金是近期北上增量资金的主要构成部分 3
图 3： 近来北上交易型增量资金主要托管于美林远东、摩根大通、瑞银证券以及摩根斯坦利等在内的 8 家机构 4
图 4： 7 月以来，托管于包括美林远东、摩根大通、瑞银证券以及摩根斯坦利等在内的 8 家机构的增量资金是北上资金的主要来源 4
图 5： 7 月以来，托管于美林远东等在内的 8 家机构持仓组合的风格系数均趋于下行，过程虽有反复，但截至 7 月 7 日的持仓风格系数均仍低于 6 月 29 日 5
图 6： 7 月以来，托管于美林远东等在内的 8 家机构持仓组合的风格系数均趋于下行，过程虽有反复，但截至 7 月 7 日的持仓风格系数均仍低于 6 月 29 日 6
图 7： 7 月以来，北上交易型增量资金更加偏好顺周期价值板块 7
图 8： 7 月以来，北上交易型增量资金均更偏好主板 7
图 9： 相比于其他北上资金，托管于 8 家机构的增量资金更偏好主板 8
图 10： 相比于其他北上资金，托管于该 8 家机构的增量资金对顺周期板块更加偏好 8
图 11： 7 月 7 日贵州茅台上涨背后是托管在美林远东、摩根斯坦利以及瑞银证券等机构的增量资金在大额净买入 9
图 12： 7 月以来，托管于瑞银证券、摩根斯坦利以及美林远东三家机构的增量资金主要净买入金融地产、机械设备、化工、有色、建筑建材等顺周期板块 10

1、 北上增量资金背后：交易型资金占主导

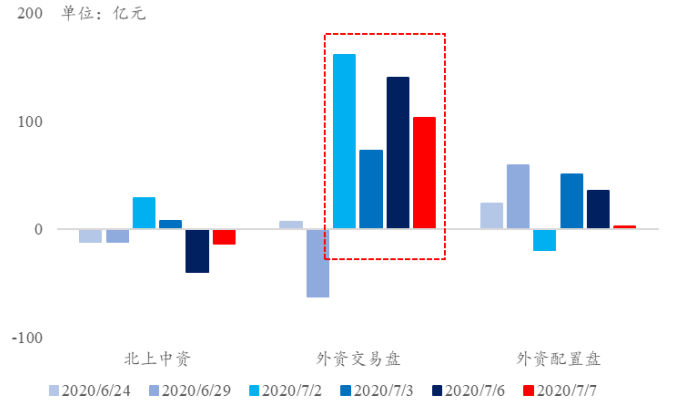
6 月 29 日以来，A 股迎来了一波较大幅度的上涨，北上资金是其背后重要的增量资金。按照托管商类型拆分来看，我们发现，**北上交易型资金是北上增量资金的主要组成部分**。为了更好地探寻北上增量资金风格，本文将对北上交易型资金进行详细地探析。

图1：陆股通是 A 股近期重要的增量资金



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：交易型资金是近期北上增量资金的主要构成部分

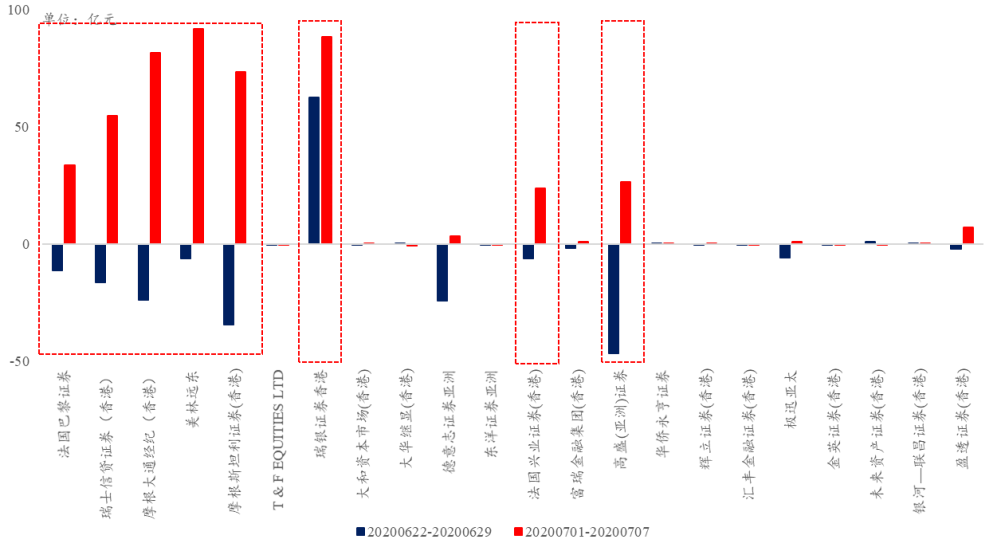


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 北上交易型增量资金拆解：集中托管于 8 家机构

从对北上交易型资金的拆分来看，**近来北上交易型增量资金主要托管于包括美林远东、摩根大通、瑞银证券以及摩根斯坦利等在内的 8 家机构**。从行为变化来看，可将托管于 8 家机构的中的资金分为两类：一是**托管于瑞银证券的资金**：6 月下旬以来持续净买入 A 股，7 月 1 日前后净买入行为并未发生明显变化；二是**托管于美林远东以及摩根斯坦利等 7 家机构的资金**：6 月下旬净卖出 A 股，但 7 月以来净买入，成为北上增量资金的主力。同时，我们将托管于该 8 家机构的增量资金于 7 月以来的陆股通净买入进行对比发现：**7 月以来北上的增量资金主要来源于托管在该 8 家机构的增量资金。**

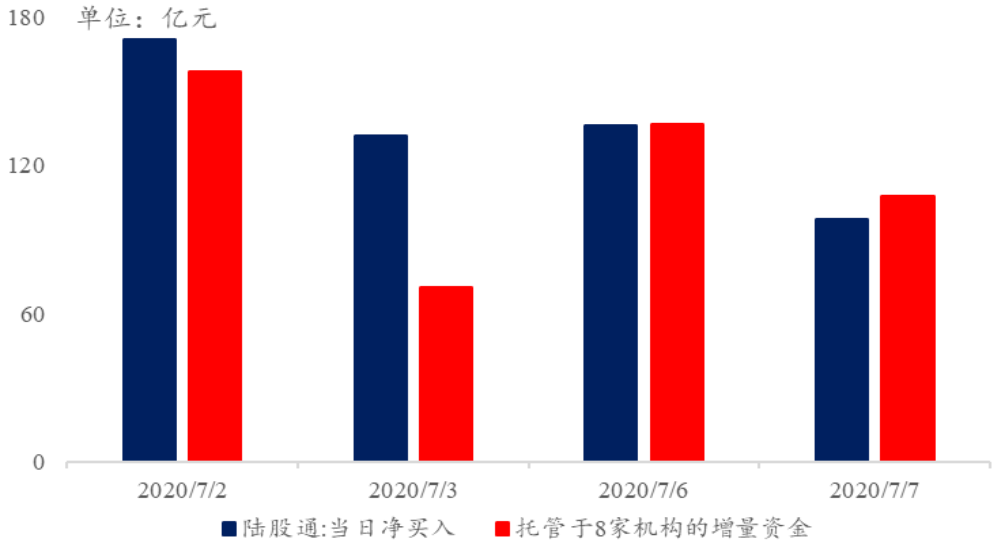
图3：近来北上交易型增量资金主要托管于美林远东、摩根大通、瑞银证券以及摩根斯坦利等在内的 8 家机构



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：20200622-20200629 和 20200701-20200707，陆股通的交易日均为 4 个

图4：7 月以来，托管于包括美林远东、摩根大通、瑞银证券以及摩根斯坦利等在内的 8 家机构的增量资金是北上资金的主要来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

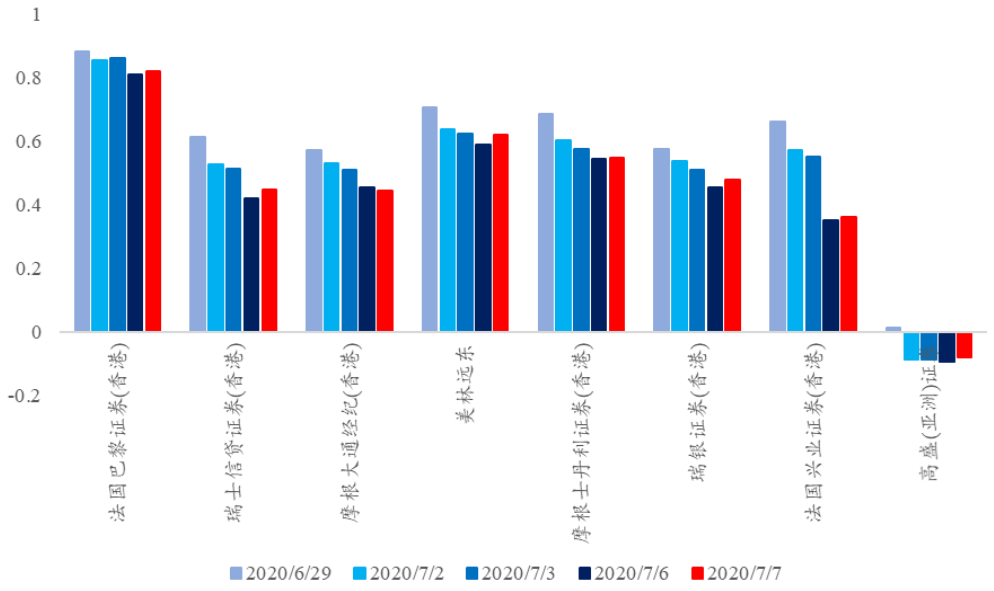
注：8 家托管机构分别为：法国巴黎证券、瑞士信贷证券（香港）、摩根大通经纪（香港）、美林远东、摩根斯丹利证券(香港)、瑞银证券香港、法国兴业证券(香港)以及高盛(亚洲)证券

3、 北上增量资金偏好：偏好价值，布局顺周期

3.1、 北上增量资金风格：偏向价值

从北上增量资金的风格变化来看，7 月 1 日以来，托管于美林远东、摩根大通、瑞银证券以及摩根斯坦利等在内的 8 家机构的北上交易型资金的风格系数逐步下降，虽然过程有一定的反复，但截至 7 月 7 日，托管于上述 8 家机构的资金持仓组合的风格系数仍低于 6 月 29 日，**这意味着，托管于这 8 家机构的增量资金整体持仓更偏向于价值**。

图5：7 月以来，托管于美林远东等在内的 8 家机构持仓组合的风格系数均趋于下行，过程虽有反复，但截至 7 月 7 日的持仓风格系数均仍低于 6 月 29 日

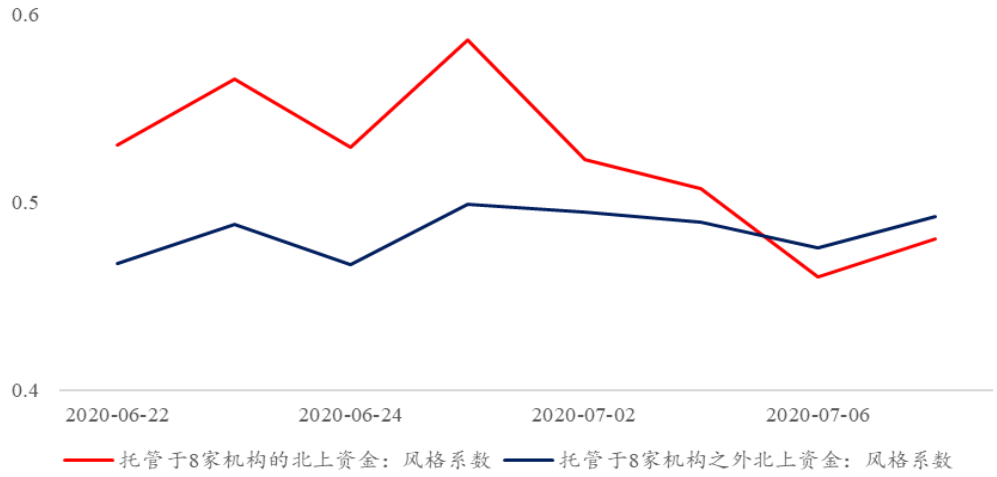


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：风格系数=成长系数-价值系数，具体计算方法见 0628 报告《重视切换，“无需”怜悯》

从与托管于其他机构的北上资金持仓风格对比来看：7 月 1 日以来，托管于 8 家机构的北上增量资金的风格系数相比于其他北上资金的持仓组合显著下行，过程虽有反复，但整体持仓风格仍更偏向于价值。而托管于其他机构的持仓风格并未呈现明显趋势。我们认为，**托管于包括美林远东、摩根大通、瑞银证券以及摩根斯坦利等在内的 8 家机构的北上增量资金是推动本轮市场风格切换的重要市场力量**。

图6：7 月以来，托管于美林远东等在内的 8 家机构持仓组合的风格系数均趋于下行，过程虽有反复，但截至 7 月 7 日的持仓风格系数均仍低于 6 月 29 日



数据来源：Wind、开源证券研究所

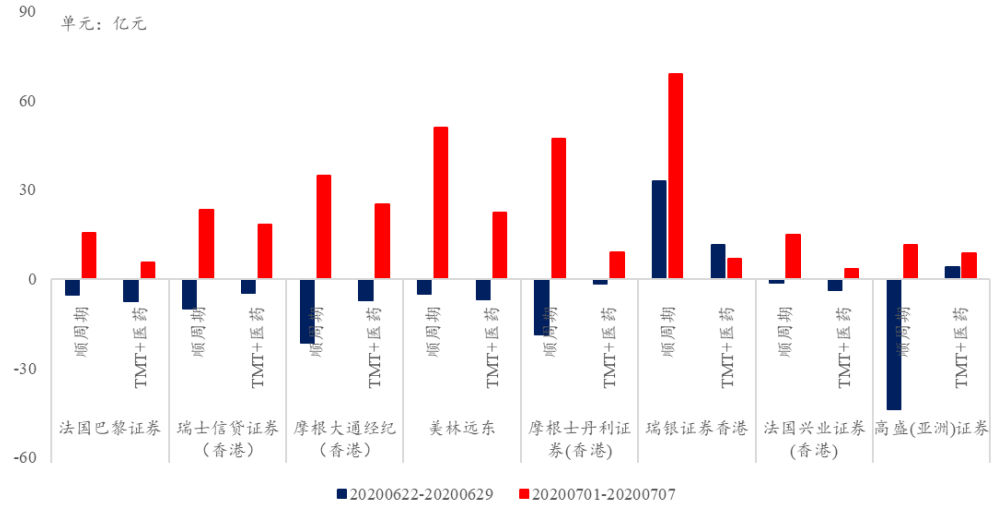
注：1、风格系数=成长系数-价值系数，具体计算方法见 0628 报告《重视切换，“无需”怜悯》；2、8 家托管机构分别为：法国巴黎证券、瑞士信贷证券（香港）、摩根大通经纪（香港）、美林远东、摩根斯丹利证券(香港)、瑞银证券香港、法国兴业证券(香港)以及高盛(亚洲)证券

3.2、 北上增量资金方向：主板与顺周期板块

从板块配置来看，7 月以来，北上交易型增量资金均更偏好主板。一方面，7 月以来，托管于瑞银证券的增量资金延续了 6 月下旬的风格，继续偏好主板；另一方面，托管于其他 7 家机构的增量资金整体扭转了对板块的偏好，相比于 6 月底整体偏好中小创，7 月增量资金更加偏好主板。

从行业配置来看，**7 月以来，相比于 TMT 和医药等成长板块，北上交易型增量资金更加偏好顺周期价值板块**。从两类机构来看，一方面，7 月以来，托管于瑞银证券的增量资金，相比于 6 月下旬更加顺周期板块偏好；另一方面，7 月以来，托管于其他 7 家机构的增量资金在行业配置上，更加偏好顺周期板块，特别是对于托管在美林远东与摩根斯坦利的增量资金。

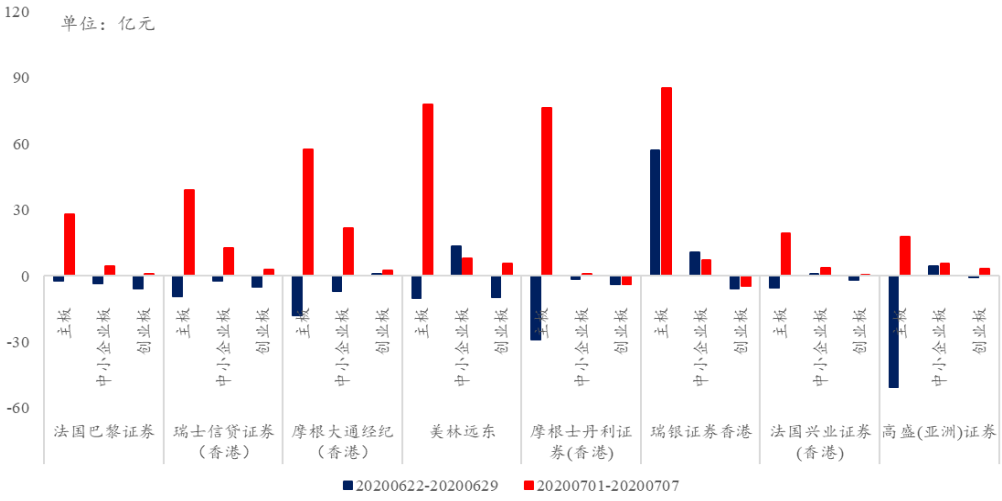
图7：7月以来，北上交易型增量资金更加偏好顺周期价值板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：其他顺周期板块包括建筑建材、钢铁、有色金属、采掘、化工、交通运输、公用事业和机械设备。

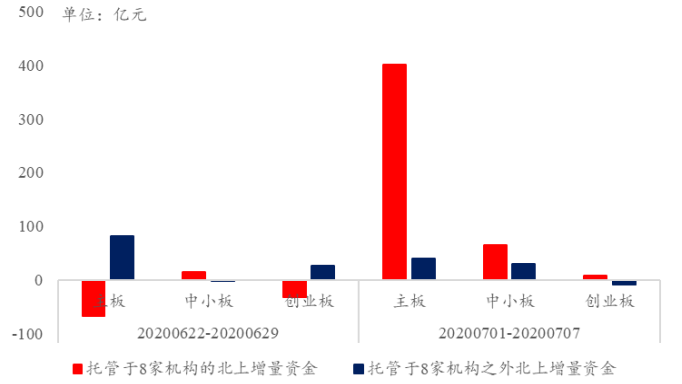
图8：7月以来，北上交易型增量资金均更偏好主板



数据来源：Wind、开源证券研究所

更进一步地，将托管于美林远东、摩根大通、瑞银证券以及摩根斯坦利等在内的8家机构的增量资金的配置方向与其他北上增量资金进行对比发现：板块上，7月以来，托管于该8家机构的增量资金更加偏好主板，托管于其他机构的增量资金在板块上的配置与6月下旬基本相似；行业上，7月以来，托管于该8家机构的增量资金更加偏好顺周期板块，而托管于其他机构的北上增量资金同样基本延续了6月下旬的配置思路。**结合市场板块表现来看，我们认为，托管于8家机构的增量资金是7月以来顺周期行业以及主板表现占优的重要市场力量。**

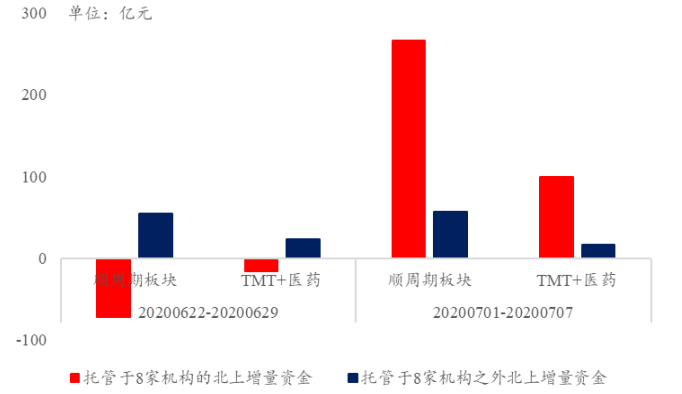
图9：相比于其他北上资金，托管于 8 家机构的增量资金更偏好主板



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：8 家托管机构分别为：法国巴黎证券、瑞士信贷证券（香港）、摩根大通经纪（香港）、美林远东、摩根斯丹利证券(香港)、瑞银证券香港、法国兴业证券(香港)以及高盛(亚洲)证券

图10：相比于其他北上资金，托管于该 8 家机构的增量资金对顺周期板块更加偏好

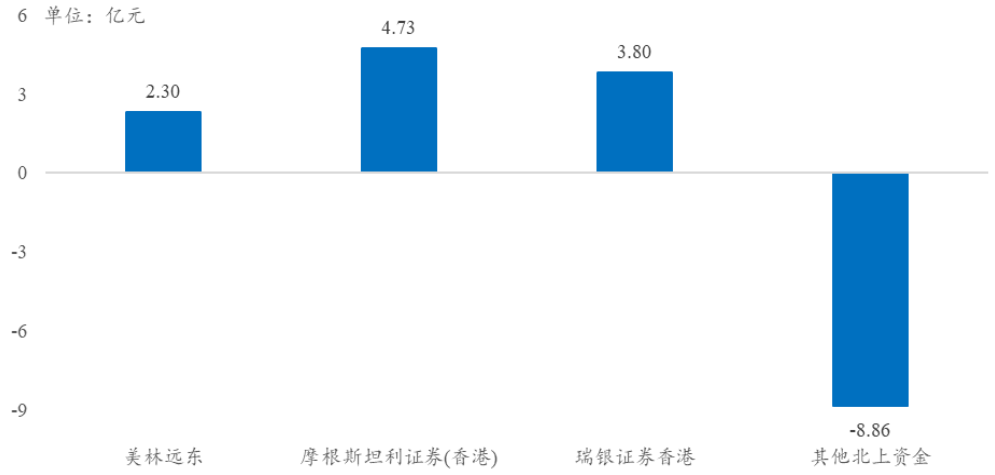


数据来源：Wind、开源证券研究所

从另外一个视角来看，托管于瑞银证券的增量资金和托管于摩根斯坦利和美林远东等 7 家机构的增量资金代表了两类不同的增量资金：托管于瑞银证券的增量资金在从 6 月下开始提前布局顺周期板块并在 7 月继续买入，托管于摩根斯坦利以及美林远东的增量资金，在净买入行为、资金风格、行业/板块配置上，相比于 6 月底出现了较大的反转。值得一提的是，7 月 7 日贵州茅台上涨背后正好是托管在美林远东、摩根斯坦利以及瑞银证券等机构的增量资金在大额净买入，而除去这托管于三家机构以外的北上资金则在净卖出。**这意味着：一方面，7 月以前已有不同于原有北上资金风格的投资者通过瑞银证券等席位开始进入 A 股市场；另一方面，7 月 1 日以来，有积极看好 A 股市场的新增投资者，通过摩根斯坦利和美林远东等托管商买入顺周期板块，参与 A 股投资。出现于这三家托管行的投资者与传统北上资金的风格大为不同。**

我们认为，北上资金中出现了与以往风格完全不同的参与者。托管行中，摩根斯坦利是最早进入中国的海外投行之一，1995 年曾与建设银行合资成立中国国际金融公司。

图11：7 月 7 日贵州茅台上涨背后是托管在美林远东、摩根斯坦利以及瑞银证券等机构的增量资金在大额净买入



数据来源：Wind、开源证券研究所

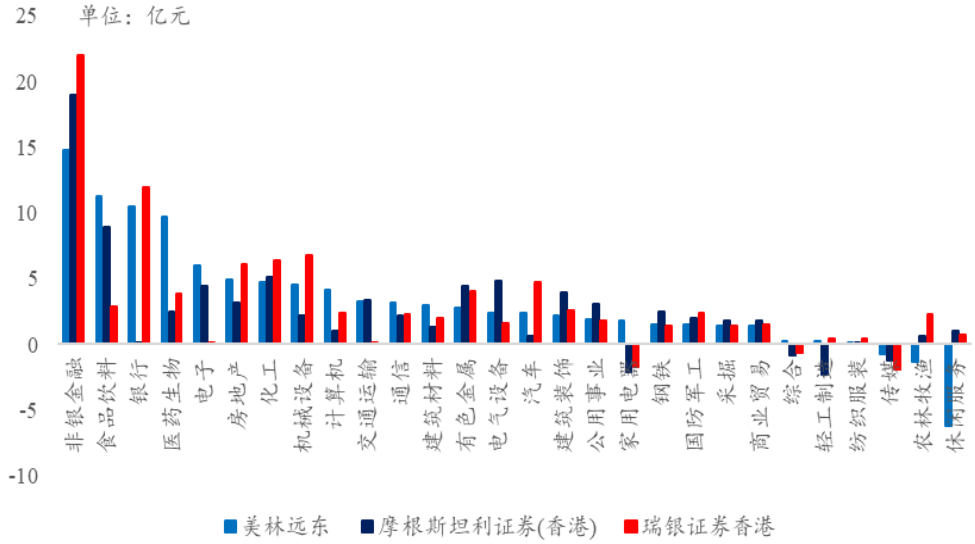
对于托管在瑞银证券、摩根斯坦利以及美林远东三家机构的增量资金，7 月以来净买入前 5 的个股主要为**中国平安以及贵州茅台**等蓝筹股。同时我们看到，托管于该三家机构的增量资金主要净买入**金融地产、机械设备、化工、有色、建筑建材等顺周期板块**。

表1：7 月以来，托管于美林远东、摩根斯坦利以及瑞银证券的外资增量资金净买入前 5 个股

净买入前 5 个股	美林远东	摩根斯坦利	瑞银证券
1	中国平安	中国平安	中国平安
2	贵州茅台	贵州茅台	三一重工
3	伊利股份	海螺水泥	贵州茅台
4	恒瑞医药	伊利股份	潍柴动力
5	海螺水泥	保利地产	国金证券

数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：7月以来，托管于瑞银证券、摩根斯坦利以及美林远东三家机构的增量资金主要净买入金融地产、机械设备、化工、有色、建筑建材等顺周期板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：考察时间段为 0702-0707

4、 风险提示

测算误差；疫情出现反复；中美贸易摩擦加剧

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	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