

北向选股 2.0：因子篇

新数据披露机制下的探索

报告摘要：

- **北向数据披露机制更新：**2024 年 4 月 12 日，沪深港交易所宣布将同步调整沪深港通交易信息披露机制。其中，北向个股持股数据将由现行的月度披露调整为每季度第 5 个沪深股通交易日公布上季度末持股数据。在此背景下，本报告在季频调仓的约束下，尝试从因子的角度对新数据披露机制下的北向选股能力做探索。
- **“踵事增华”因子：**以“长期看好、近期增持、增持敏感”的综合目标筛选个股，在全 A 及中证 1000、中证 500、沪深 300 内较传统北向因子取得较明显的业绩提升。传统北向因子在风格正交后大幅褪去 Alpha 属性，而该因子正交前后业绩差异较小，IC 及多头表现依然亮眼。
- **传统北向选股中忽略的两类重要信息：**一，北向增减持可能受截面上一些普遍因素所影响，如基于个股涨跌强弱做交易，或受上期变动影响，换言之交易行为中可能有噪音；二，无论持仓亦或持仓变动，本身都只衡量了北向对个股所施加的影响，而个股对北向影响的敏感度如何暂未可知。
- **特质变动因子、北向影响力因子：**前者是在剔除普遍的交易惯性后，提纯了北向对个股的加减仓意图，后者则是通过测算个股同与之具有相似北向交易行为的股票之间的协同性，衡量北向在个股的诸多影响因素中是否重要，即个股对北向行为的敏感度。特质变动因子主要提升了北向因子的多头效果，北向影响力因子提升了 IC 及多空表现。
- **新因子与传统因子的结合：**“踵事增华”因子行业市值中性后，全市场季频选股 IC 均值 5.1%，年化 ICIR2.7，IC 胜率 89.3%，t 值 7.2，十分组多空年化收益 12.8%，多空夏普 2.1，多头组费后相对万得全 A 年化超额 6.8%，IR1.23。中证 1000、中证 500、沪深 300 内选股费后多头年化超额分别为 8.9%、9.5%、5.1%，IR 分别为 1.4、1.6、0.8。
- **风格正交测试：**“踵事增华”因子与主要风格相关性均较低。行业及风格正交后，因子 IC 均值 4.1%，ICIR2.23，IC 胜率 82.1%，t 值 5.9，多头费后年化超额收益 6.5%，IR1.2。对比来看，传统北向因子剔除风格因素后 IC 均不显著。
- **风险提示：**1. 本报告中所述因子测试结果是用量化方法通过历史数据统计、建模和测算完成，所得出的结论与规律在政策、市场环境发生变化时可能存在失效的风险；2. 模型在市场结构及交易行为改变时存在失效风险；3. 北向资金流入趋势发生变化时模型存在失效风险。

图：踵事增华因子季频选股多空净值



数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

表：踵事增华因子季频选股多空表现

因子名	多空年化	夏普
“踵事增华”因子	12.8%	2.11
持仓占比因子	6.4%	1.17
持仓占比变动因子	5.2%	0.97

数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

分析师：周飞鹏



SAC 执证号：S0260521120003



021-38003649



zhoufeipeng@gf.com.cn

分析师：罗军



SAC 执证号：S0260511010004



020-66335128



luojun@gf.com.cn

分析师：安宁宁



SAC 执证号：S0260512020003



SFC CE No. BNW179



0755-23948352



anningning@gf.com.cn

请注意，周飞鹏、罗军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：

- 基于卷积神经网络的 ETF 轮动策略：深度学习研究报告 2024-05-12
- 基于多期限动量与反转的因子研究 2024-05-08
- 主要宽基指数成分股调整预测 2024-05-06

目录索引

一、研究背景	5
二、北向资金概述	5
(一) 净流入趋势	6
(二) 交易特征	6
(三) 风格及行业偏好	7
三、“踵事增华”因子	10
(一) 新数据披露机制下的因子思路	10
(二) 对新思路的实践	10
四、实证分析	11
(一) 数据说明	11
(二) 传统北向因子	12
(三) 特质变动因子	14
(四) 北向影响力因子	15
(五) “踵事增华”因子	16
(六) 分选股域测试	21
(七) 风格正交测试	22
五、总结	23
六、风险提示	24

图表索引

图 1: 全历史北向资金各托管类别累计净流入金额 (万亿元, 截至 2024/4/30) ..6	6
图 2: 各托管类型北向资金月均双边换手率 (截至 2024/4/30)7	7
图 3: 各托管类型北向资金交易占比 (20 日平均, 截至 2024/4/30)7	7
图 4: 北向整体持股相对全 A 超额风格暴露历史变化 (截至 2024/4/30)8	8
图 5: 整体北向资金在中信一级行业持股市值占比 (截至 2024/4/30)8	8
图 6: 4 月北向整体对中信一级行业净流入情况 (截至 2024/4/30)9	9
图 7: 4 月底北向整体在主要宽基指数上的配置权重 (截至 2024/4/30)9	9
图 8: 4 月底北向整体对主要宽基指数持股市值占比及变化 (截至 2024/4/30) .10	10
图 9: “踵事增华”因子逻辑简示..... 11	11
图 10: 持仓占比因子全市场选股分组季均收益..... 13	13
图 11: 持仓占比变动因子全市场选股分组季均收益..... 13	13
图 12: 持仓占比因子全市场选股累计 IC..... 13	13
图 13: 持仓占比变动因子全市场选股累计 IC 13	13
图 14: 持仓占比因子全市场选股多空净值..... 14	14
图 15: 持仓占比变动因子全市场选股多空净值..... 14	14
图 16: 持仓占比因子全市场选股多头净值..... 14	14
图 17: 持仓占比变动因子全市场选股多头净值..... 14	14
图 18: 特质变动因子全市场选股多头净值..... 15	15
图 19: 北向影响力因子全市场选股累计 IC 16	16
图 20: 北向影响力因子全市场选股多空净值 16	16
图 21: 特质变动因子、北向影响力因子与持仓占比因子间相关性..... 17	17
图 22: “踵事增华”因子在各市值域暴露均值 (标准化后) 17	17
图 23: “踵事增华”因子全市场选股分组季均收益 18	18
图 24: “踵事增华”因子全市场选股累计 IC 18	18
图 25: “踵事增华”因子全 A 选股多空净值..... 19	19
图 26: “踵事增华”因子全市场选股多空季度收益 19	19
图 27: “踵事增华”因子全市场选股多头净值..... 20	20
图 28: “踵事增华”因子与持仓占比因子多头超额净值对比..... 20	20
图 29: “踵事增华”因子全市场选股多头月度收益 21	21
图 30: “踵事增华”因子 (未中性) 与常见风格因子的相关性 23	23
表 1: 北向前十大持股市值托管机构 (截至 2024/4/30) 5	5
表 2: 因子描述 12	12
表 3: 传统北向因子全市场选股 IC 表现..... 12	12
表 4: 传统北向因子全市场选股多空及多头表现 13	13
表 5: “踵事增华”因子全市场选股 IC 表现 17	17
表 6: “踵事增华”因子全市场选股多空及多头表现..... 18	18
表 7: “踵事增华”因子全市场选股多空分年业绩 19	19

表 8: “踵事增华”因子全市场选股多头分年业绩	21
表 9: “踵事增华”因子不同选股域内 IC 表现.....	22
表 10: “踵事增华”因子不同选股域内多空及多头表现对比.....	22
表 11: “踵事增华”因子行业及风格正交后全市场选股 IC 表现	23
表 12: “踵事增华”因子行业及风格正交后全市场选股多空及多头表现	23

一、研究背景

2024年4月12日，沪深港交易所宣布为进一步优化沪深港通机制，保证市场整体信息披露的一致性，在两地证监会指导下，基于主场原则，沪深港交易所将同步调整沪深港通交易信息披露机制。调整内容中涉及北向个股持股数据披露的相关表述为“每季度第5个沪深股通交易日公布上季度末单只证券沪深股通投资者合计持有数量及各香港结算参与者持有数量”（来源：上海证券交易所官网），即该项主要变化为披露频率由日频转为季频。

同时，沪深交易所在答记者问中提到为给市场预留充足的调试和过渡时间，确保市场各方参与者准备充分，本次调整将在未来分两个阶段进行（一阶段预计为通知起一个月后，二阶段预计为一阶段完成三个月后）。

在此背景下，鉴于市场对北向数据中Alpha信息的持续关注，本篇报告尝试在季频调仓的约束下从因子的角度对新数据披露机制下的北向选股能力做探索，以供投资者参考。

二、北向资金概述

陆股通资金是（海外）投资者委托香港经纪商（结算参与者）经由沪股通、深股通两类互联互通机制购买沪深交易所股票的一类特定交易类型，即通常所称“北向资金”。自2016年11月港交所披露陆股通个股持股数据以来，市场可基于个股数据探究北向资金的净流入、交易特征、风格偏好及选股能力等特点。同时，我们可将北向资金按托管在不同类型机构（结算参与者）划分为六类，分别是中资、外资、港资的券商及银行，以此进一步细化研究数据及拓宽研究角度。

本章我们从净流入趋势、交易特征、风格及行业偏好等维度回顾北向资金的主要特征。

表 1：北向前十大持股市值托管机构（截至 2024/4/30）

编号	托管机构名称	持股市值 (亿元)	持股市值占比
C00019	香港上海汇丰银行有限公司	6756.28	30.56%
C00039	渣打银行(香港)有限公司	4283.05	19.38%
C00100	JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	3692.76	16.71%
C00010	花旗银行	2167.12	9.80%
B01130	中银国际证券有限公司	903.09	4.09%
B01110	J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	670.26	3.03%
B01274	MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD	666.88	3.02%
B01161	UBS SECURITIES HONG KONG LTD	590.51	2.67%
C00093	法国巴黎银行	554.63	2.51%
B01451	高盛(亚洲)证券有限公司	537.48	2.43%

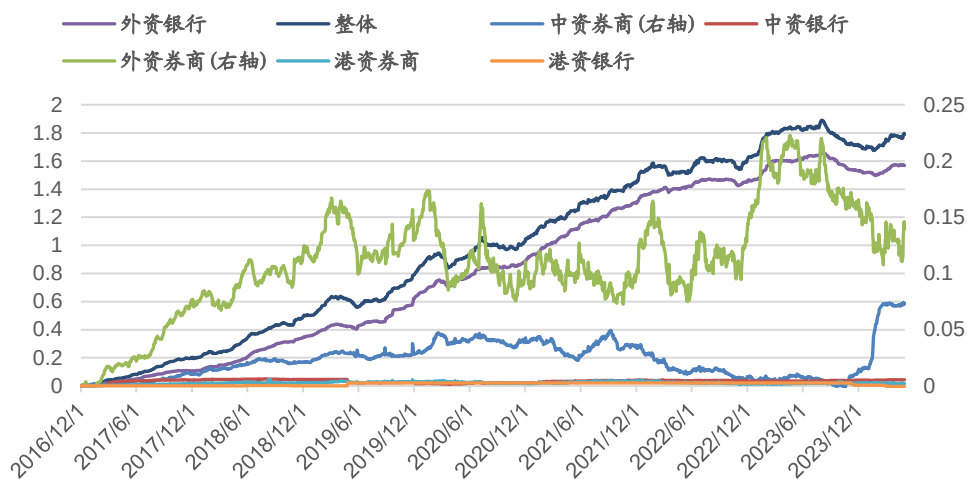
数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

（一）净流入趋势

2016年12月以来，北向资金整体保持持续净流入态势。我们以估算个股净流入后求和统计，截至2024年4月30日北向整体净买入约1.79万亿元人民币，持股市值约2.2万亿元，占沪深A股自由流通市值约6.4%。托管行层面上分化较大，外资银行累计净流入约1.57万亿元，是北向净流入的绝对主力；外资券商累计净流入0.14万亿；中资券商累计净流入约0.74万亿元；除此之外的三类北向资金净买入规模相对较小。

从时序上看，北向整体累计净流入除在2023年8月至2024年1月期间有明显下降外，各年保持增长或平稳态势。其中外资银行类资金走势与整体趋近，外资券商类则较其自身规模尺度而言波动较大，中资券商类资金今年以来流入明显。

图1：全历史北向资金各托管类别累计净流入金额（万亿元，截至2024/4/30）



数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

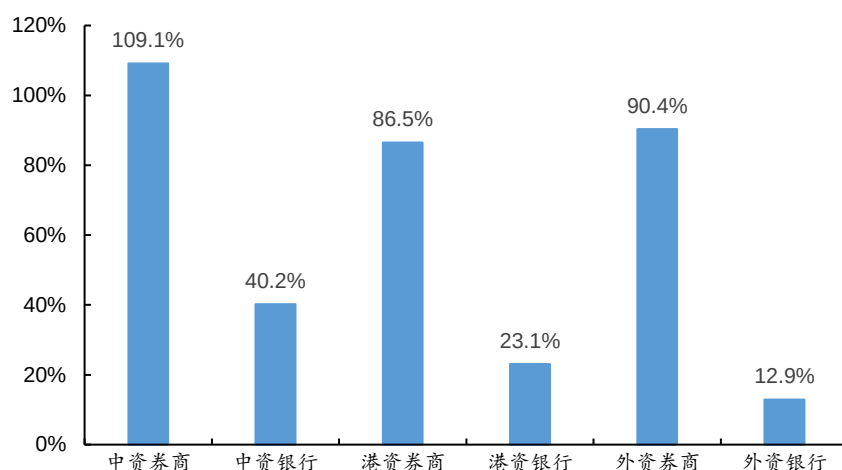
（二）交易特征

我们通过测算不同托管类型北向资金在换手率及每天北向交易中所占比重来考察各类资金的交易特征。其中，由于数据颗粒度有限，我们以某类北向资金当日净买入金额绝对值与各类北向净买入绝对值之和的比值来近似估计“交易占比”，这仅在将托管类型作为整体进行研究时具有参考意义。

从统计结果看，各托管类别资金交易风格差异较大。从月度双边换手看中资券商最高（109.1%），外资券商（90.4%）次之，而外资银行换手率极低（12.9%）。另一方面从交易占比看，外资券商占比最高（平均57%）且近年来仍在逐渐提高比重，外资银行次之（平均26%），其次为中资券商（平均15%）。

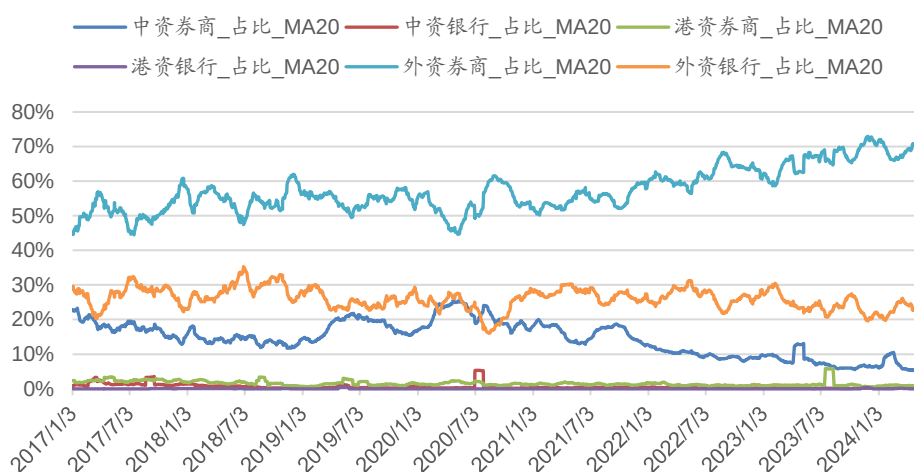
对比累计净流入情况与交易特征，我们看到外资银行的行为偏配置即流入稳定、换手较低，而外资券商及中资券商行为偏交易即流入波动大、换手及交易占比高。

图2: 各托管类型北向资金月均双边换手率 (截至20240430)



数据来源: 通联数据, Wind, 广发证券发展研究中心

图3: 各托管类型北向资金交易占比 (20日平均, 截至20240430)

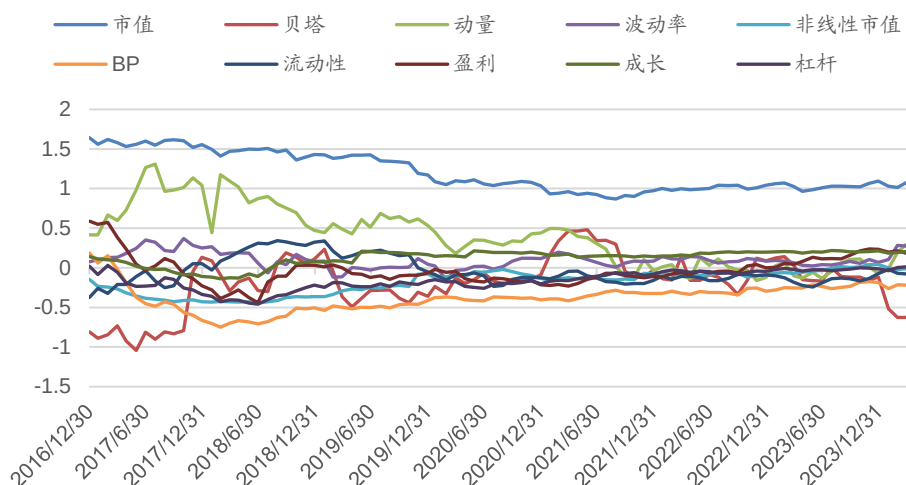


数据来源: 通联数据, Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 风格及行业偏好

我们基于月末持股市值统计北向相对全A在不同风格因子上的超额暴露情况。结果显示各托管类型北向存量资金持仓的风格偏好较为接近, 整体上相对全A在大市值、高估值与成长上超配较为持续; 历史上对于长期动量亦有明显偏好但21Q2以来下降明显; 此外, 对流动性的配置偏中性。

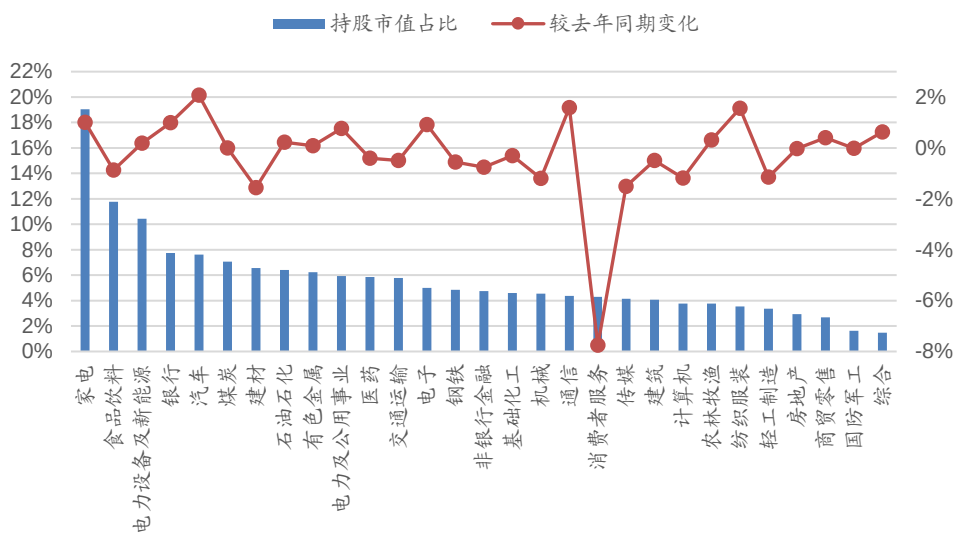
图4：北向整体持股相对全A超额风格暴露历史变化（截至2024/4/30）



数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

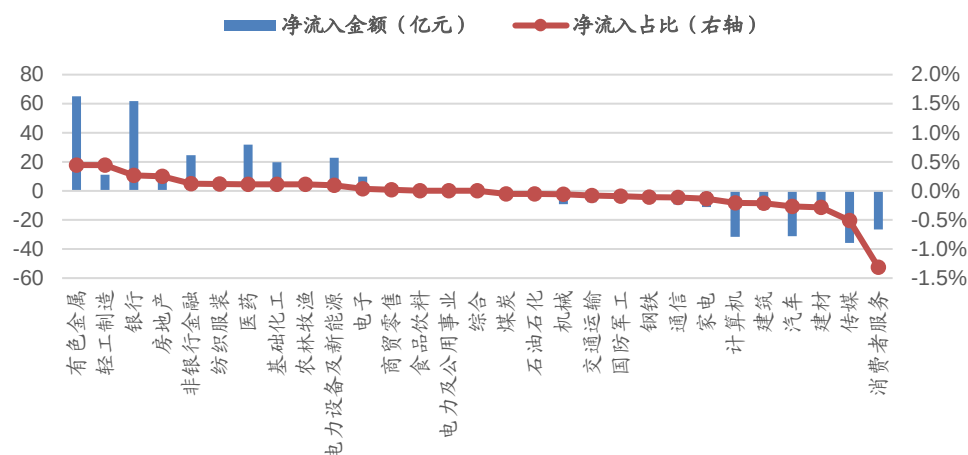
在行业层面上，北向整体在家电、食品饮料、电新、银行、汽车、煤炭等行业上持股市值占比较高（北向持股市值占行业自由流通市值比例）。从4月底较去年同期的变化上看，汽车、通信、纺服、家电、银行等行业的持股占比提升较明显，而在社服、建材、传媒、机械、计算机、轻工等行业上占比下降。

图5：整体北向资金在中信一级行业持股市值占比（截至2024/4/30）



数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

图6：4月北向整体对中信一级行业净流入情况（截至2024/4/30）

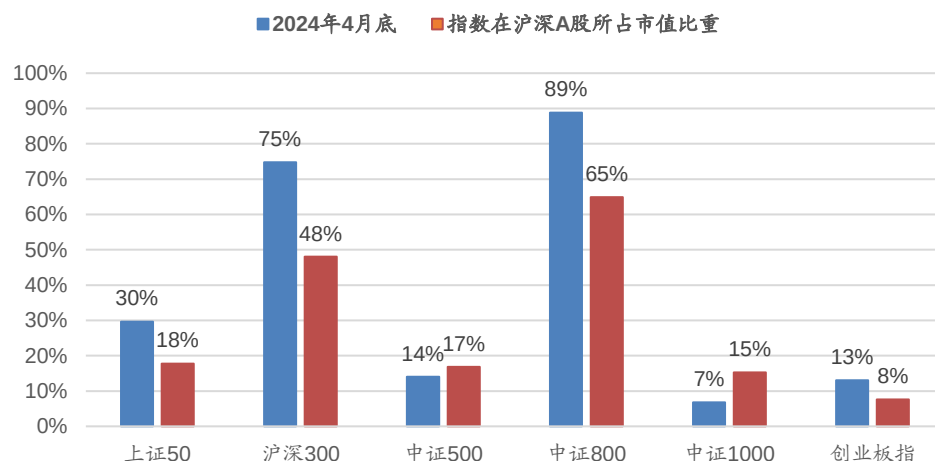


数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

我们测算北向整体在主要宽基指数上的配置权重（即对指数成分股持股市值占北向所有持股市值比例），该指标反映北向对于各指数的偏好。截至4月30日北向相对全A超配上证50、沪深300、中证800及创业板指，低配中证500及中证1000。

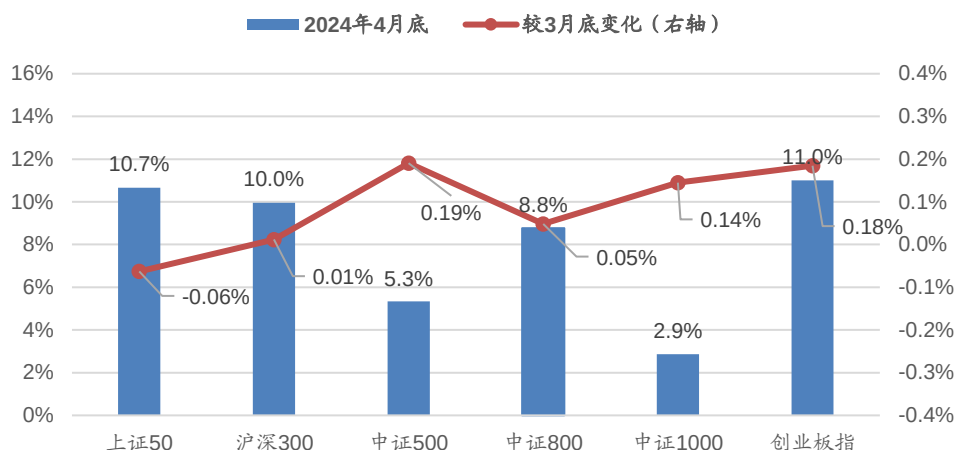
另一方面，我们测算北向在主要宽基指数上的持股市值占比（北向对指数成分股持股市值占指数自由流通市值比例）。从存量看，4月底北向持仓占比超10%的指数为上证50、创业板指。从较3月底变化看，北向在除上证50外的其他指数上增配，其中在中证500及创业板指上的增配幅度较高。

图7：4月底北向整体在主要宽基指数上的配置权重（截至2024/4/30）



数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

图8：4月底北向整体对主要宽基指数持股市值占比及变化（截至2024/4/30）



数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

三、“踵事增华”因子

（一）新数据披露机制下的因子思路

本章我们将从因子的角度探析在新数据披露机制下，北向持股数据中是否具备Alpha信息。这里我们假设历史中也是在每个季度第5个陆股通交易日披露上季末的持股数据，即我们考察2016年底以来如果我们总是在季度初得知上季度末的数据，并以此指导未来一个季度的投资能取得怎样的效果。

我们对比以往的因子构建方式，此种背景下的因子构建除了因子频率降低外，还有两个重要变化是净流入以及时序变化相关指标的计算将变得困难。在日度披露情况下，我们可以利用每日持股变化（考虑复权后）与当日平均成交价估算当日个股的北向净流入，进一步地也可在时序上考察净流入的累计值、变化形态等。而未来在季度披露频率下，由于市场无法观察北向在季度内每日净增/减的持股数量，以季度成交均价估计的季度净流入误差将较大。因此，此种情形下净流入类因子及日度时序变化相关因子将难以构建。

丢失时序信息的背景下，我们认为可以转而考虑更多的截面信息，同时考虑与个股其他特征的结合来尝试获取Alpha。而另一方面，净流入计算困难的影响则相对较小，我们可以持股占比变动来替代。

（二）对新思路的实践

过往的北向研究主要围绕经典的持仓与持仓变动信息作选股，我们认为这其中有两方面信息缺失：一，北向增减持可能受截面上一些普遍因素所影响，如基于个股涨跌强弱做交易，或受上期变动影响，换言之交易行为中可能有噪音；二，无论持仓亦或持仓变动，本身都只衡量了北向对个股所施加的影响，而个股对北向影响的敏感度如何暂未可知。

针对这两个问题，本报告沿着上节所述思路尝试进一步挖掘增量信息，并提出两类

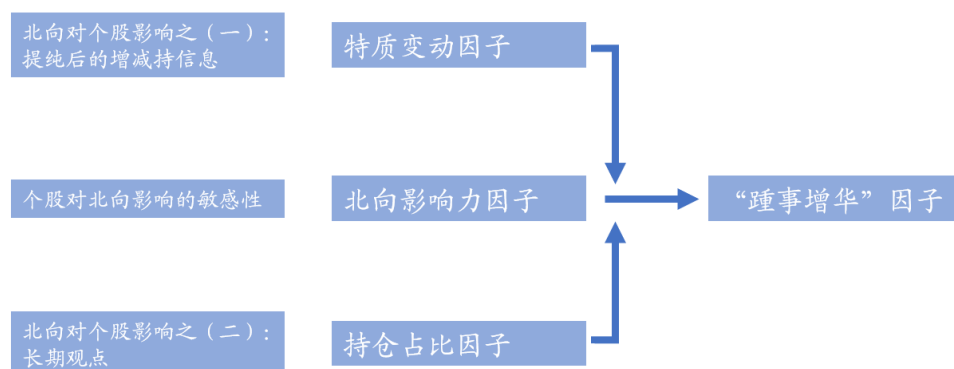
新北向因子：特质变动因子、北向影响力因子。前者是在剔除普遍的交易惯性后，提纯了北向对个股的加减仓意图，后者则是通过测算个股同与之具有相似北向交易行为的股票之间的协同性，刻画个股对北向行为的敏感度。

我们将两新因子与传统持仓占比因子融合共振，并将复合因子命名为“踵事增华”因子。由于特质变动、持仓占比分别代表了北向的长、短期交易观点，而北向影响力因子衡量了北向行为在个股定价中的影响占比，故复合因子的业务逻辑即以“长期看好、近期增持、增持敏感”的综合目标对个股进行筛选。

从回测结果看，“踵事增华”因子较传统北向因子在全A及各市值域内取得了较为明显的业绩提升。尤其是行业及风格正交后，在传统北向因子大幅褪去Alpha属性的对比下，“踵事增华”因子正交前后业绩差异较小，IC及多头表现依然亮眼。

回测期内（2017 - 2024.04.30），“踵事增华”因子行业市值中性后全市场季度选股IC均值5.1%，年化ICIR2.7，IC胜率89.3%，t值7.2，十分组多空年化收益12.8%，多空夏普2.1，多头组费后相对万得全A年化超额6.8%，IR1.23。中证1000、中证500、沪深300内选股费后多头年化超额分别为8.9%、9.5%、5.1%，IR分别为1.4、1.6、0.8。（具体业绩明细参见下文）。

图9：“踵事增华”因子逻辑简示



数据来源：广发证券发展研究中心

四、实证分析

（一）数据说明

选股范围：全A市场及主流市值域；

调仓周期：每个自然季第五个交易日后一个沪深交易日以收盘价调仓；

股票预处理：剔除ST/ST*、涨跌停板、上市未满60个交易日股票；

因子预处理：去极值、标准化、行业市值中性化；

回测区间：2017 - 2024.04.30；

分档方式：将股票根据当期因子值由小到大分为十档（沪深300内选股分5档）；
多头组业绩基准：全A选股以万得全A为基准，宽基指数内则以自身指数为基准；
交易费用：双边千二；

表2：因子描述

因子名	因子描述
持仓占比因子	北向持股占个股总股本比例
持仓占比变动因子	持仓占比变动一阶差分
特质变动因子	剔除交易惯性后的增减持提纯信息
北向影响力因子	个股对北向所施加影响的敏感性
“踵事增华”因子	复合因子

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）传统北向因子

为给因子挖掘提供业绩参考，我们首先观察两个传统北向因子的历史回测表现。

持仓占比与持仓占比变动是经典的北向选股因子，前者简明清晰地刻画了北向资金持股占总股本的比例，该指标属于静态存量指标，反映北向的累计建仓情况；而后者则是前者的一阶差分，反映最近一个观察期内北向对该公司的增减持情况。这里，在分托管类型测试中，我们仅测试北向整体、外资银行、外资券商，其他类型资金因交易频率匹配性、持股市值规模等因素暂不测试。

从全A的选股效果看，我们认为传统北向因子选股能力有限，其虽然具备一定多头区分度，但其整体分组单调性以及多空表现方面相对不理想。对比而言，持仓占比的效果优于持仓占比变动。另外我们也看到区分托管类型测试的效果亦并不明显。北向整体的持仓占比表现要优于外资券商或外资银行；而外资银行的持仓占比变动虽较北向整体在多头方面更优，但IC表现明显弱于北向整体持仓占比变动。后文中我们直接以北向整体持仓占比、外资银行持仓占比变动分别作为持仓占比及持仓占比变动的代理变量。

表3：传统北向因子全市场选股 IC 表现

因子名	IC 均值	年化 ICIR	IC 胜率	t 值
持仓占比_外资券商	2.5%	0.99	66.7%	2.71
持仓占比_外资银行	2.4%	0.96	66.7%	2.62
持仓占比_整体	3.2%	1.56	76.7%	4.26
持仓占比变动_外资券商	1.0%	0.77	72.4%	2.07
持仓占比变动_外资银行	0.9%	0.40	58.6%	1.08
持仓占比变动_整体	1.2%	0.75	62.1%	2.02

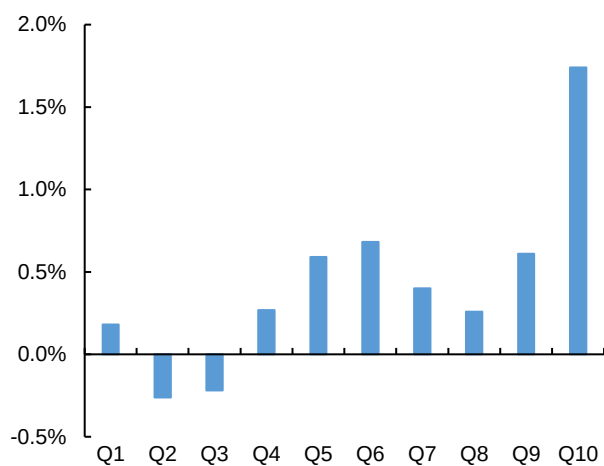
数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

表 4: 传统北向因子全市场选股多空及多头表现

因子	多空组合			等权多头组合			
因子名	年化收益	夏普	最大回撤	年化超额	IR	相对最大回撤	季均换手
持仓占比_外资券商	8.7%	1.50	6.5%	5.6%	0.97	12.9%	49.6%
持仓占比_外资银行	5.3%	0.98	10.5%	4.3%	0.94	6.2%	25.7%
持仓占比_整体	6.4%	1.17	9.1%	4.5%	1.00	6.0%	28.3%
持仓占比变动_外资券商	4.0%	0.77	7.6%	4.1%	0.55	15.8%	87.0%
持仓占比变动_外资银行	5.2%	0.97	9.7%	5.7%	1.06	6.1%	69.9%
持仓占比变动_整体	5.4%	0.99	10.0%	4.2%	0.65	12.4%	78.1%

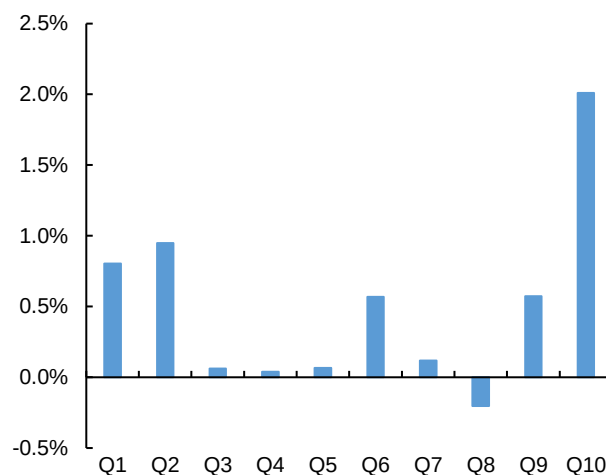
数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

图 10: 持仓占比因子全市场选股分组季均收益



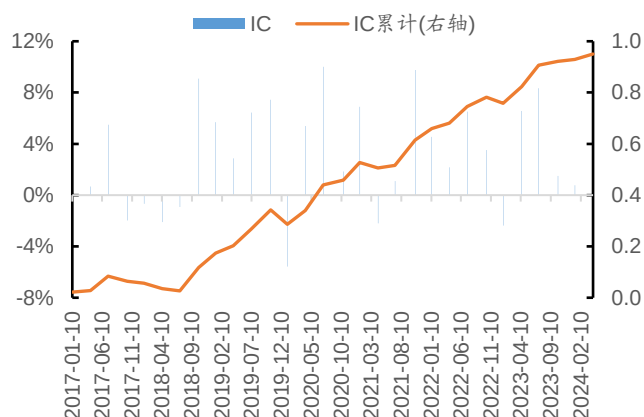
数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

图 11: 持仓占比变动因子全市场选股分组季均收益



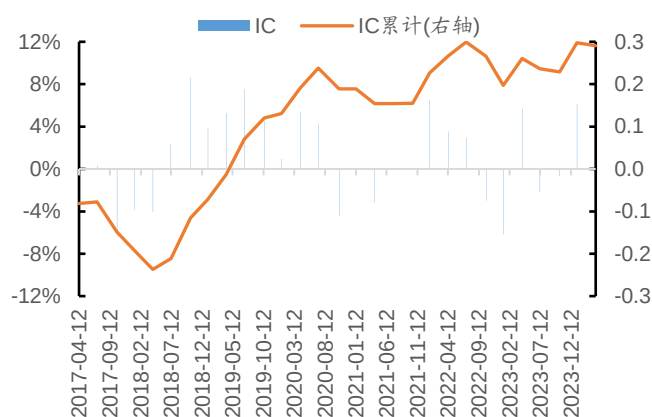
数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

图 12: 持仓占比因子全市场选股累计IC



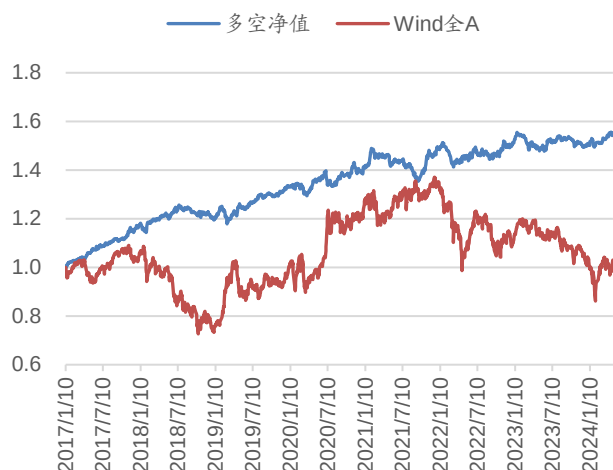
数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

图 13: 持仓占比变动因子全市场选股累计IC



数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

图14: 持仓占比因子全市场选股多空净值



数据来源: 通联数据, Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 持仓占比变动因子全市场选股多空净值



数据来源: 通联数据, Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 持仓占比因子全市场选股多头净值



数据来源: 通联数据, Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 持仓占比变动因子全市场选股多头净值



数据来源: 通联数据, Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 特质变动因子

我们首先考虑对传统持仓占比变动的改进。区间内北向对个股持仓占比的变动可能受截面上的一些普遍因素影响,例如北向可能也会基于个股涨跌强弱做交易,或者当期持仓变动可能会受上期变动影响,等等。我们可在截面上测算这些因素对个股的影响幅度,从当期持仓占比变动指标中剔除这些影响后,我们可得到特质变动因子,其代表了剔除普遍的交易惯性后,北向对个股相对更纯粹的加减仓意图。

从回测结果看,特质变动多头及多空表现较持仓占比变动均有提高,在解决上节中外资银行持仓占比变动与北向整体持仓占比变动在IC及多头表现方面互不兼容问题上取得进展。

回溯期内,特质变动因子季度选股IC1.5%, t值1.85,十分组多空年化收益5.6%,多空夏普1.1,多头费后相对万得全A年化超额6.1%,信息比率1.2,相对最大回撤

5.5%。

图18: 特质变动因子全市场选股多头净值



数据来源: 通联数据, Wind, 广发证券发展研究中心

(四) 北向影响力因子

另一方面, 我们也可以从北向对个股的影响力角度尝试对北向因子做提升。

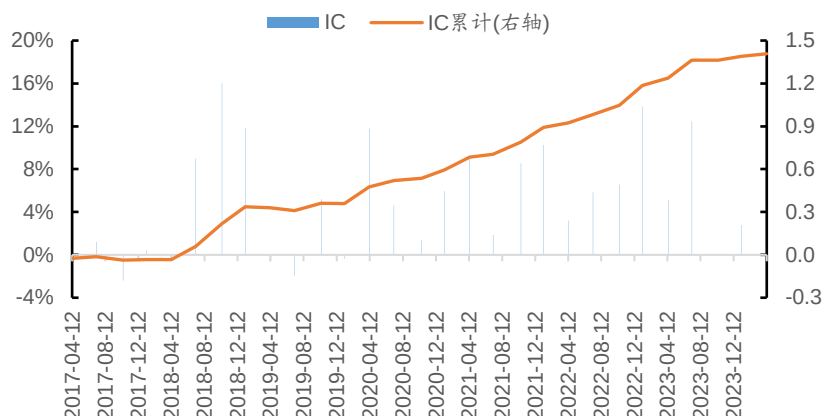
不论是持仓占比还是持仓占比变动, 都是从北向对个股施加的影响本身刻画特征, 而这种影响对个股来说是否敏感则暂不可知。我们希望通过某种方式来测算北向加仓对个股的影响力有多大。

北向影响力因子: 对于单只个股, 我们可以考察北向持股市值排名靠前托管机构对其的当期增减持行为, 并在截面上寻找哪些股票在这些机构的交易方向及幅度上与该股票相似度最高作为相似集合, 然后测算该股票与相似集合在过去一段时间中的表现协同情况, 以此从侧面反映北向对其影响力。

这其中, 基于托管机构的增减持行为筛选相似个股, 是做了第一层控制变量筛选样本; 而后计算与相似股票的协同则是做了第二层筛选, 即协同性越高, 体现北向行为在个股的诸多影响因素中影响占比越大。

从回测结果看, 北向影响力因子在IC稳定性及多空层面上较传统北向因子提升较为明显。回测期内北向影响力因子季度选股IC4.9%, IC胜率82.8%, t值5.0, 十分组多空年化收益11.3%, 多空夏普1.5, 较传统北向因子5~6%的多空收益有明显提升。

图19: 北向影响力因子全市场选股累计IC



数据来源: 通联数据, Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 北向影响力因子全市场选股多空净值



数据来源: 通联数据, Wind, 广发证券发展研究中心

（五）“踵事增华”因子

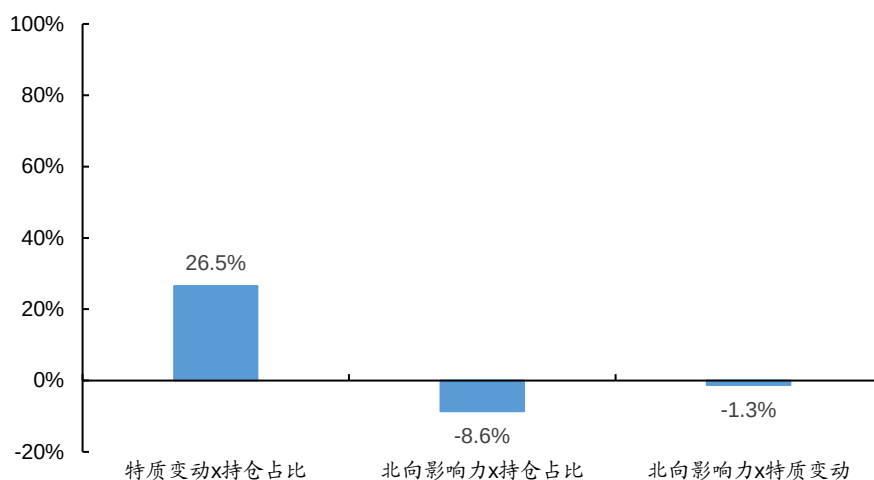
过往的北向研究主要围绕经典的持仓与持仓变动信息作选股，本篇报告在传统北向因子的基础上挖掘带有增量信息的新因子，并使二者融合共振，期冀获得更好的效果。

特质变动因子通过剔除普遍的交易惯性提纯了北向对个股的加减仓意图，持仓占比因子从累计角度衡量了北向对个股的长期看法，这两个因子一动一静，都属于北向对个股施加的影响。而北向影响力因子则刻画了个股对北向的影响是否敏感。若我们将三因子复合，复合因子将以“长期看好、近期增持、增持敏感”的综合目标进行个股筛选，我们将复合因子命名为“踵事增华”因子。

从回测结果看，“踵事增华”因子行业市值中性后在各选股域的测试效果较传统北向因子均有明显提高。“踵事增华”因子行业市值中性后全市场季度选股IC均值5.1%，年化ICIR2.7，IC胜率89.3%，t值7.2，十分组多空年化收益12.8%，多空夏普2.1，

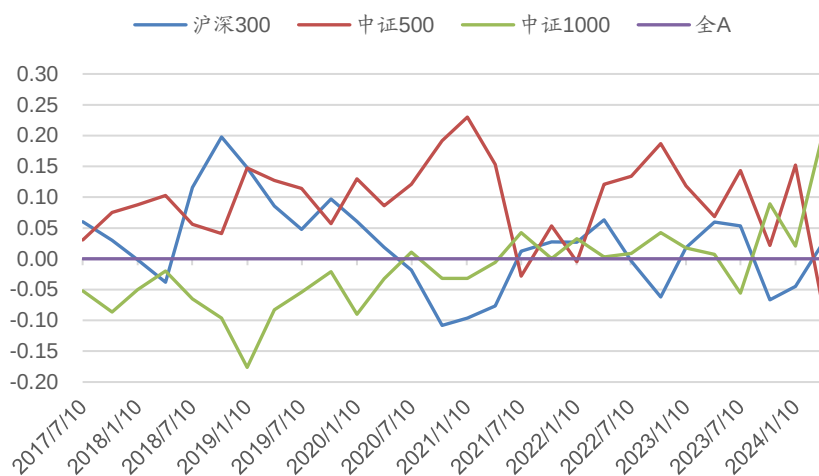
多头组费后相对万得全A年化超额6.8%，IR1.23。

图21：特质变动因子、北向影响力因子与持仓占比因子间相关性



数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

图22：“踵事增华”因子在各市值域暴露均值（标准化后）



数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

表 5：“踵事增华”因子全市场选股 IC 表现

因子名	IC 均值	年化 ICIR	IC 胜率	t 值
“踵事增华”因子	5.1%	2.71	89.3%	7.17
持仓占比因子	3.2%	1.56	76.7%	4.26
持仓占比变动因子	0.9%	0.40	58.6%	1.08

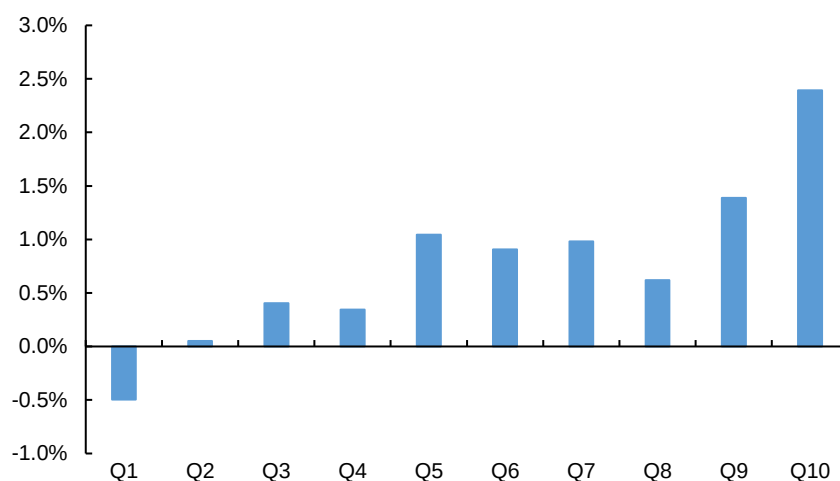
数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

表 6: “踵事增华”因子全市场选股多空及多头表现

因子	多空组合			等权多头组合			
因子名	年化收益	夏普	最大回撤	年化超额	IR	相对最大回撤	季均换手
“踵事增华”因子	12.8%	2.11	5.3%	6.8%	1.23	7.0%	73.8%
持仓占比因子	6.4%	1.17	9.1%	4.5%	1.00	6.0%	28.3%
持仓占比变动因子	5.2%	0.97	9.7%	5.7%	1.06	6.1%	69.9%

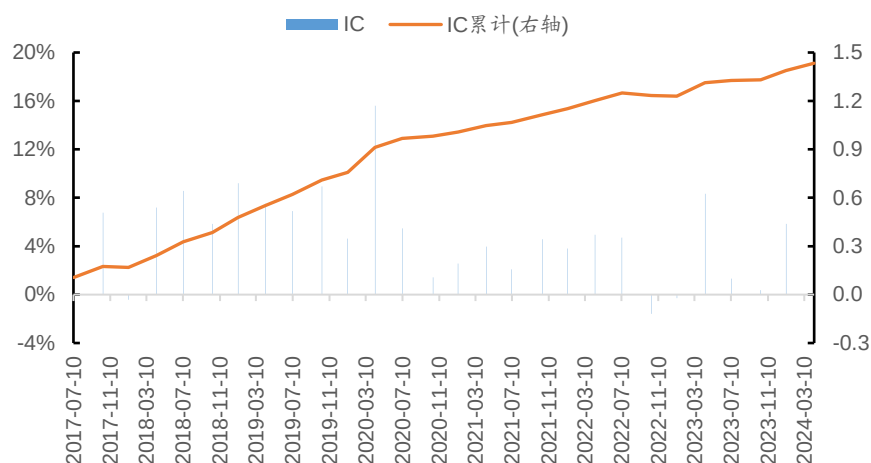
数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

图 23: “踵事增华”因子全市场选股分组季均收益



数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

图 24: “踵事增华”因子全市场选股累计IC



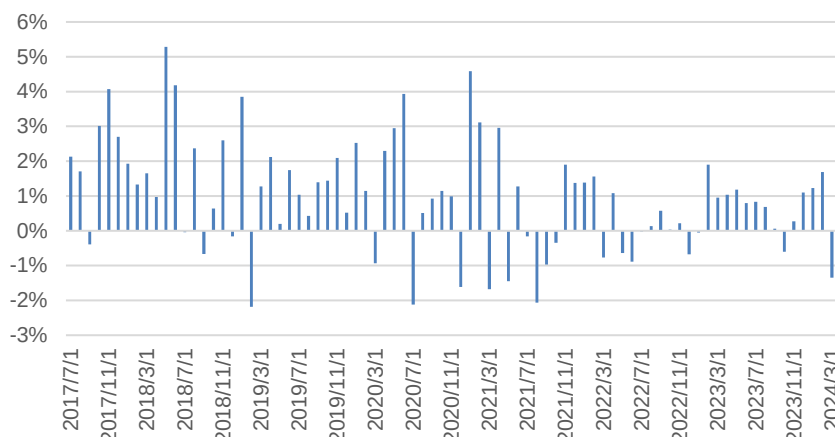
数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

图25: “踵事增华”因子全A选股多空净值



数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

图26: “踵事增华”因子全市场选股多空季度收益



数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

表 7: “踵事增华”因子全市场选股多空分年业绩

年份	绝对收益	夏普	最大回撤	月度胜率
2017 (7 月后)	13.9%	4.12	3.0%	83.3%
2018	21.8%	3.34	2.8%	75.0%
2019	14.7%	2.62	4.0%	91.7%
2020	12.2%	1.94	3.1%	75.0%
2021	8.6%	1.25	5.3%	50.0%
2022	2.0%	0.37	3.3%	58.3%
2023	8.5%	2.24	1.8%	83.3%
2024 (截至 0430)	3.5%	2.50	2.7%	75.0%
综合	12.8%	2.10	5.3%	73.2%

数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

图27: “踵事增华”因子全市场选股多头净值



数据来源: 通联数据, Wind, 广发证券发展研究中心

图28: “踵事增华”因子与持仓占比因子多头超额净值对比



数据来源: 通联数据, Wind, 广发证券发展研究中心

图29: “踵事增华”因子全市场选股多头月度收益



数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

表 8: “踵事增华”因子全市场选股多头分年业绩

年份	绝对收益	超额收益	相对最大回撤	年化 IR
2017 (7 月后)	8.4%	5.4%	2.3%	2.08
2018	-22.0%	6.2%	4.5%	1.02
2019	38.6%	5.5%	2.9%	1.45
2020	32.0%	6.4%	4.5%	1.23
2021	25.3%	16.1%	3.9%	2.61
2022	-17.4%	1.3%	4.5%	0.28
2023	1.3%	6.5%	2.6%	1.66
2024 (截至 0430)	-2.9%	-1.1%	6.8%	
综合	7.1%	6.8%	7.0%	1.23

数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

(六) 分选股域测试

我们进一步在沪深300、中证500及中证1000中测试因子表现。从结果看，“踵事增华”因子在各选股域内较传统北向因子在IC表现、多空及多头表现方面均有较明显的相对业绩优势。

中证1000内，“踵事增华”因子IC均值6.2%，t值5.7，多空年化收益15.5%，多空夏普1.8，多头费后年化超额8.9%，IR1.4；中证500内，IC均值4.1%，t值4.0，多空年化收益9.9%，多空夏普1.2，多头年化超额9.5%，IR1.6；沪深300内，IC均值3.5%，t值3.6，多空年化收益7.7%，多空夏普1.1，多头年化超额5.1%，IR0.8；

表 9: “踵事增华”因子不同选股域内 IC 表现

选股范围	因子名	IC 均值	年化 ICIR	IC 胜率	t 值
全 A	“踵事增华”因子	5.1%	2.71	89.3%	7.17
	持仓占比因子	3.2%	1.56	76.7%	4.26
	持仓占比变动因子	0.9%	0.40	58.6%	1.08
中证 1000	“踵事增华”因子	6.2%	2.17	85.7%	5.73
	持仓占比因子	5.7%	2.40	83.3%	6.56
	持仓占比变动因子	1.4%	0.48	65.5%	1.28
中证 500	“踵事增华”因子	4.1%	1.52	78.6%	4.02
	持仓占比因子	3.2%	1.07	70.0%	2.92
	持仓占比变动因子	2.1%	0.77	62.1%	2.06
沪深 300	“踵事增华”因子	3.5%	1.38	71.4%	3.64
	持仓占比因子	2.6%	0.63	56.7%	1.72
	持仓占比变动因子	1.1%	0.41	58.6%	1.10

数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

表 10: “踵事增华”因子不同选股域内多空及多头表现对比

因子		多空组合			等权多头组合			
选股范围	因子名	年化收益	夏普	最大回撤	年化超额	IR	相对最大回撤	季均换手
全 A	“踵事增华”因子	12.8%	2.11	5.3%	6.8%	1.23	7.0%	73.8%
	持仓占比因子	6.4%	1.17	9.1%	4.5%	1.00	6.0%	28.3%
	持仓占比变动因子	5.2%	0.97	9.7%	5.7%	1.06	6.1%	69.9%
中证 1000	“踵事增华”因子	15.5%	1.75	9.1%	8.9%	1.41	8.0%	74.3%
	持仓占比因子	9.0%	1.23	15.3%	7.4%	1.26	10.3%	38.5%
	持仓占比变动因子	2.7%	0.36	17.0%	7.1%	1.17	7.3%	75.9%
中证 500	“踵事增华”因子	9.9%	1.17	13.2%	9.5%	1.57	5.4%	79.7%
	持仓占比因子	4.7%	0.55	19.7%	6.9%	0.98	10.3%	31.5%
	持仓占比变动因子	8.9%	1.11	16.1%	9.5%	1.51	8.0%	74.5%
沪深 300	“踵事增华”因子	7.7%	1.14	5.7%	5.1%	0.80	6.8%	67.7%
	持仓占比因子	7.2%	0.99	16.5%	6.4%	1.23	10.4%	22.7%
	持仓占比变动因子	3.9%	0.61	10.4%	3.1%	0.47	15.2%	67.1%

数据来源：通联数据，Wind，广发证券发展研究中心

（七）风格正交测试

上文展示了行业市值中性后因子的业绩，接下去我们进一步考察“踵事增华”因子行业及风格正交后在全市场选股的表现。风格相关性测试结果显示，该因子与主要风格相关性都未超20%，风格相关性较低。

图30: “踵事增华”因子（未中性）与常见风格因子的相关性

	市值	贝塔	动量	波动率	非线性市值	BP	流动性	盈利	成长	杠杆
相关性	16.7%	18.3%	5.5%	-19.1%	0.2%	2.1%	-1.1%	10.3%	6.0%	0.9%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

行业及风格正交后,传统北向因子基本褪去Alpha属性,而“踵事增华”因子在正交前后业绩差异相对较小,相对业绩优势进一步凸显。

持仓占比因子由于与行业、风格相关性较高,正交后因子IC及多空表现大幅衰减,持仓占比变动因子亦有明显弱化。

“踵事增华”因子IC均值4.1%, ICIR2.23, IC胜率82.1%, t值5.9, 多头费后年化超额收益6.5%, IR1.2。

表 11: “踵事增华”因子行业及风格正交后全市场选股 IC 表现

因子名	IC 均值	年化 ICIR	IC 胜率	t 值
“踵事增华”因子	4.1%	2.23	82.1%	5.90
持仓占比因子	1.2%	0.53	56.7%	1.44
持仓占比变动因子	0.1%	0.04	55.2%	0.12

数据来源: 通联数据, Wind, 广发证券发展研究中心

表 12: “踵事增华”因子行业及风格正交后全市场选股多空及多头表现

因子	多空组合			等权多头组合			
因子名	年化收益	夏普	最大回撤	年化超额	IR	相对最大回撤	季均换手
“踵事增华”因子	8.9%	1.56	4.9%	6.5%	1.18	6.8%	73.8%
持仓占比因子	4.4%	0.88	7.3%	4.1%	0.95	5.6%	29.2%
持仓占比变动因子	4.0%	0.84	10.0%	5.2%	1.00	5.4%	70.4%

数据来源: 通联数据, Wind, 广发证券发展研究中心

五、总结

2024年4月12日,沪深港交易所宣布将同步调整沪深港通交易信息披露机制。其中,北向个股持股数据将由现行的日度披露调整为每季度第5个沪深股通交易日公布上季度末持股数据。在此背景下,本篇报告在季频调仓的约束下,尝试从因子的角度对新数据披露机制下的北向选股能力做探索。

本报告围绕传统北向选股因子中忽略的两类重要信息做因子挖掘,其中针对北向交易行为中可能含有噪音的问题,通过剔除普遍的交易惯性、提纯北向加减仓意图,提出特质变动因子;针对选股信息中常包含北向对个股施加的影响、而遗漏个股对该影响是否敏感的问题,报告提出北向影响力因子。我们将两新因子与传统持仓占比因子复合得“踵事增华”因子,该因子较传统北向因子在全A及各市值域内取得

了较为明显的业绩提升。尤其是风格正交后，在传统北向因子大幅褪去Alpha属性的对比下，“踵事增华”因子正交前后业绩差异较小，IC及多头表现依然亮眼。

在第一章中，我们介绍了研究背景：北向个股持股数据披露机制将调整，主要变化为日度披露调整为季度披露。

在第二章中，我们通过回顾净流入趋势、交易特征、风格行业偏好等方面简要展示了北向资金画像。

在第三章中，我们首先分析了新数据披露机制下，未来因子构建方式将与以往面临的不同，以及如何拓宽因子挖掘思路。其次，我们简要介绍了报告中所挖掘新因子的构建理念及业务逻辑。

在第四章中我们详细介绍了传统北向因子、特质变动因子、北向影响力因子及“踵事增华”因子的测试效果。总结来看，季频调仓及行业市值中性后，传统北向因子的选股能力较为有限，特质变动因子主要提升了北向因子的多头效果，北向影响力因子提升了IC及多空表现，新因子与传统因子复合后的“踵事增华”因子以“长期看好、近期增持、增持敏感”的综合目标对个股进行筛选，在全A、中证1000、中证500、沪深300内较传统北向因子取得了更优的回测效果，且风格正交前后因子业绩差异较小，正交后较传统因子的相对优势更为明显。

六、风险提示

1. 本报告中所述因子测试结果是用量化方法通过历史数据统计、建模和测算完成，所得出的结论与规律在政策、市场环境发生变化时可能存在失效的风险；2. 模型在市场结构及交易行为改变时存在失效风险；3. 北向资金流入趋势发生变化时模型存在失效风险。

广发金融工程研究小组

罗 军：首席分析师，华南理工大学硕士，从业 16 年，2010 年进入广发证券发展研究中心。

安 宁：首席分析师，暨南大学硕士，从业 14 年，2011 年进入广发证券发展研究中心。

史 庆 盛：资深分析师，华南理工大学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

张 超：资深分析师，中山大学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心。

陈 原 文：资深分析师，中山大学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

李 豪：资深分析师，上海交通大学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。

周 飞 鹏：资深分析师，伯明翰大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

张 钰 东：资深分析师，中山大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

季 燕 妮：资深分析师，厦门大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

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 47 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	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 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。