

# 极端行情下沪股通资金流向成A股风向标

中国上市公司研究院

沪股通是境外资金参与A股市场直接投资的重要渠道，也是A股由封闭转向开放的重要一步。在沪股通开通后的一年半时间内，中国股市经历了牛熊市更替、指数大起大落、国家队救市等重大事件，市场投资情绪起伏不定。股市的大幅震荡无疑对偏好价值投资的海外资金产生了影响，沪股通成交量低迷，额度使用率低已是常态，外资的流入因此也并不如预期的那样给A股带来明显的正面效应。

## 雷声大雨点小 外资投A股情绪低迷

根据交易所规定，沪股通每日额度限制为130亿元人民币，额度以每日买盘总额减去卖盘总额的“净买盘”计算。然而，自沪股通开通以来，其日均额度使用占比仅为3.85%，资金净流出的交易日占到全部交易日的35%（见图1）；反观港股通，开通以来日均使用额度6.42%，高出沪股通2/3，而资金净流出的交易日仅占全部交易日的4.63%。对比之下，沪股通所受到的冷遇可见一斑。

境外资金对A股的冷淡态度本质上与中国经济正处于转型期，未来增长充满不确定性有关。2010年以来，GDP增速持续放缓，2015年更是跌破7%，创下1991年来的新低，工业增加值与全社会固定资产投资同比增速均下滑严重，达到历史低点，PMI指数在50%上下的萎缩区徘徊，人民币一度面临贬值压力。反映在资本市场上，2014年下半年至2015年上半年的大牛市行情并无良好的基本面数据作为支撑，改革效果低于预期，股市缺乏持续增长的动力，泡沫化较为严重。

中国经济高增长的时代已经过去，高增长下的高投资回报率逐渐消失，在未来“L”型的经济走势下，产业面临更严峻的转型和升级挑战。虽然股指在低点徘徊，但未来走势仍不明朗。经济环境当前，一旦市场波动加剧，海外投资者的悲观情绪较境内投资者而言会表现得更为突出。

除了经济增长动力不足，A股的高估值也使得许多海外资金望而却步。沪股通的标的资产虽然多为估值较低的大盘股，但总体市盈率仍高出恒生指数50%左右。沪股通的开通并未如预期一般降低AH股溢价，相反2015年溢价空间持续走高。截至目前，溢价水平已达2010年以来的历史高位（见图2）。高估值与高溢价加大了投资风险，政策的不确定性同样使境外资金难以准确判断市场走向，A股难以成为他们的投资热点。

从投资者结构来看，A股市场个人投资者贡献了80%以上的交易量，散户占据了绝对主导地位，这与港股截然相反。散户盲目和跟风的交易特点使得A股具有更大投机性与波动性，也在市场资金的博弈之中影响了机构资金的投资决策。另一方面，A股市场上本地投资者的数量和持股市值均占到了全市场的90%以上，外资成了“弱势”群体。由于市场的对外开放度较低，市场相对不透明，境内大资金所参与的内幕交易和操纵市场的案例时有发生，这使得外资对投资A股安全性的判断也大打折扣。

## 沪股通资金流向 不受A股涨跌影响

沪股通每日总成交金额的走势与上证综指及恒生指数的走势均呈现了较强的相关关系，不过，从市场资金流向上看，沪股通资金的投资逻辑和A股资金相比存在显著差异。

以买入成交额与卖出成交额的比值所代表的成交量比率来衡量沪股通资金的多空情绪。表1统计显示，沪股通成交量比率与恒生指数日涨跌幅的相关系数为0.232，弱相关，而其与上证综指的日涨跌幅则完全没有线性相关关系。从沪股通资金流入的净额上验证依然能得到相同结论。反观A股市场的资金流向，其大单净额与上证综指的涨跌幅中度相关，相关系数达0.49。

相关性分析结果表明，沪股通资

金的多空情绪既无法影响A股走势，短线上也不受A股资金流动和指数变动的影响。沪股通成交额占A股总成交额的比重长期维持在1%至2%之间，最高时点也不过占到3.5%左右，从体量来看其影响力十分有限，不足以引起A股震动。反过来，虽然在以境内资金为主导的A股市场上沪股通的投资策略稍显被动，但其依然坚持自身投资风格，并未跟随境内资金进行短线投机交易。

## 极端行情下 沪股通更具参考意义

长线来看，沪股通的投资者不乏国际投资机构，他们投资经验丰富，策略相对成熟，其投资动向一度被看作是股市变动的风向标。为验证沪股通资金流向在长期趋势中的参考价值，我们总结了2015年以来沪股通资金十余次连续买入或卖出的情形，并观察到沪股通资金连续变动与之后的大盘走势存在以下规律（见表2）：

其一，沪股通资金连续买入行为多选择在调整期或下跌期底部，资金连续买入后股市上升或震荡的概率较大；

其二，沪股通资金连续卖出行为多发生在下跌调整期或震荡期，连续卖出后股市下跌的概率较大；

其三，震荡行情下沪股通资金流向对后市的指导性不如大涨大跌行情下参考价值大。

可见，沪股通资金对大盘转折点判断较为准确，基本把握到了阶段性底部抄底建仓，同时把握长期走势中的反弹区间进行买入卖出操作。

今年5月20日以来，沪股通已连续8个交易日呈现净买入状态，一时间对市场看多的声音不断涌出。然而与以往的资金流入相比，这一时期虽然资金在持续净买入，但总体成交量却十分低迷，日均成交量仅23.16亿元，是历次资金持续流入期间总成交量最低的一次。此外，在5月20日之前，沪股通资金已经历了长达12个交易日的净卖出状态，所以，近几个交易日的资金流入有可能只是对前期“卖出过多”的调整。再者，由于A股近来一直处于震荡走势，沪股通资金流向的指导性有所降低。基于以上三点考量，通过近期沪股通的持续净买入行为很难直接判断出来大盘走势。

## 内外资金投资偏好有别

截至目前，沪股通标的股票数量已达569只，占到上证A股的半数以上。从2015年1月至2016年4月的16个月中，进入沪股通月成交额前十名次数超过8次的个股依次有贵州茅台、中国平安、中信证券、招商银行、伊利股份、兴业银行、民生银行、上汽集团、上海机场（见表3）。

上述股票流通市值大、近三年来年度现金分红比例平均高达30%以上，最新市盈率均在20倍以内，符合境外资金价值投资的理念。

在投资标的的选择上，境外资金在各个时期的偏好基本一致，且与A股的资金流向显现了差别。相比于沪股通，境内资金的投资偏好更易受到大盘走势影响。统计发现，在市场低迷、大盘走弱或震荡时期，A股资金流入靠前的个股基本都为金融股。2016年1月，上证综指阶段性触底，与此同时，A股当月和上月成交额排名前十的个股中金融股均占到9席，高于历史平均水平。而在去年4月到6月大盘急速上升时期，金融个股仅占到A股成交额前十名中的4至5席。总体来看，金融股具有市盈率低、波动较小的特点，是震荡和下跌行情中的避险品种，但与境内资金相反，沪股通资产配置偏好并未随行情变动呈现明显变化，从金融股所占比例来看，无论牛熊市时期，沪股通月成交额前十名的个股中金融股所占席位多稳定在4至5席，热门个股变动较小。

即使是金融股，境内外资金的投资偏好也有所区别。沪股通成交量大的金融股中，除了中国平安和中信证券外，几乎清一色的是银行股，券商股出现的比例极低；而在过去16个月中，境内资金偏好的个股中银行股与券商股出现的次数比大约为2比3，

券商股更受境内资金欢迎。外资对于银行股的偏爱不仅可以从沪股通资产配置中展现，从QFII基金的个股持仓量中也可窥见一斑。2016年一季报显示，QFII基金机构持股占总股本排名前五的股票分别是交通银行、南京银行、北京银行、宁波银行、华夏银行，皆为银行股。银行股可谓是蓝筹中的蓝筹，大多数市盈率在10倍以下，外资偏爱银行股，除了符合其价值投资的策略外，也可看出境外资金对A股市场的整体判断仍然趋于保守，低估值避险工具成为首选。

从沪股通资金买入个股时机的选择上看，在成交额靠前且AH同股的个股中，个股日净买入额与AH溢价率相关系数平均约为-0.24，显著负相关。这表明沪股通资金多在AH股溢价率较低时买入股票而在溢价率较高时卖出，投资行为相对理性，不受“追涨杀跌”等投机情绪影响。

## 沪股通为A股带来了什么？

一直以来，外资投资A股市场的途径十分有限，境外资金入场量长期维持在较低水平。沪股通开通前，市场常把海外资金投资A股的低迷情绪归因于投资机会稀少、市场准入条件复杂等因素。然而，沪股通开通后每日存有大量的剩余额度这一情形反映出问题的本质在于A股本身缺乏对外资的吸引力。基于此，通过持续开放深股通等通道、增加外资市场配额等手段并不能从根本上解决外资投资A股热情低的问题。

相反，由于深市估值较沪市更高，不难预见，未来深股通遇冷的程度很可能比沪股通更大。

沪股通曾被寄希望于能将外资价值投资的理念注入A股市场，影响A股现有的投资模式。但回顾过去一年半的沪股通历程，由于市场缺乏吸引力，流入的境外资金规模难以与境内资金相抗衡，大多数外资只能采取被动的投资策略。可见，现有投资规模下，靠外资影响境内投资者的习惯显然是不现实的。沪股通的开通甚至并未缩小AH股估值差异，AH股溢价反而持续走高。另外，从进入A股市场的海外资金的投资选择上看，其资产配置基本以避险为主，且不随行情而改变。这说明外资对A股市场的投资环境并不十分看好。

归根结底，A股市场的透明度较低、散户主导、政策导向严重、估值过高等特点是制约外资入场和制定投资策略的最重要因素。近年来中国赴海外上市的企业不在少数，然而没有良好的业绩和信用支撑，海外投资者的热情就只能维持一时，上市后被打回原型的个股同样不少。

相似的企业在海外市场无人问津，在A股市场股价却屡创新高，从这点上看，对于拥有更大投资自主权的海外投资者而言，A股市场的投资性价比并不高。

站在投资者的角度来看，当前的沪股通作为外资投资的风向标对短期股市走向并无多少指导意义，毕竟，沪股通资金的流向与A股涨跌幅并无相关关系。从长期投资角度来看，沪股通资金在极端行情下对行情的判断准确度较高，可作为判断市场整体走势的一项参考。

（助理研究员 范璐媛）



图1：沪股通单日额度使用情况与上证指数走势对比

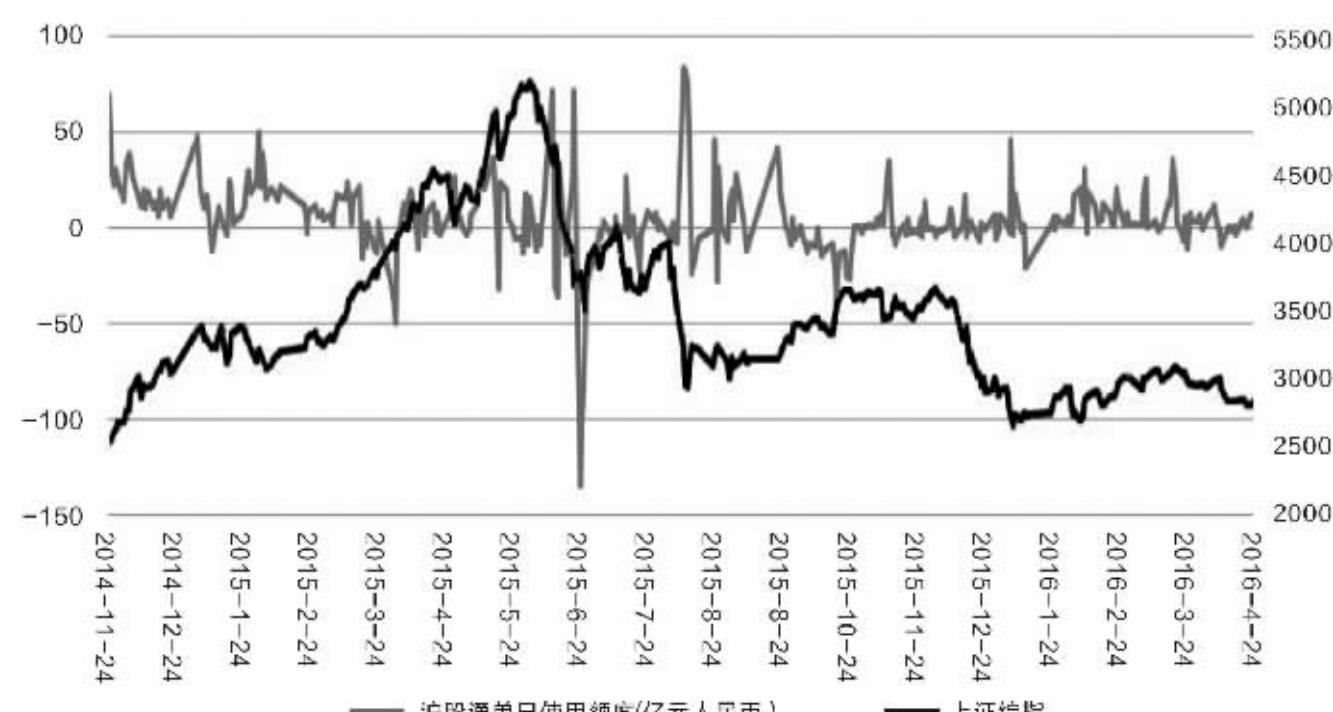


表2：沪股通资金动向与大盘走势

交易区间	交易日数	沪股通资金动向	区间总成交额（亿元，人民币）	区间日均成交额（亿元，人民币）	区间走势	后期走势
2015/2/3-2015/2/13	9	买入	2.06	404.34	44.93	上升调整期 继续上升
2015/3/24-2015/4/10	10	卖出	0.71	881.62	88.16	上升期 继续上升
2015/5/18-2015/5/26	5	买入	1.66	447.74	89.55	加速上升 上升见顶
2015/7/6-2015/7/22	13	卖出	0.49	1253.12	96.39	下跌调整期 继续下跌
2015/8/24-2015/8/27	4	买入	4.06	466.92	116.73	加速下跌见底 震荡
2015/9/15-2015/9/21	5	买入	1.91	192.55	38.51	底部震荡 平稳上升
2015/10/16-2015/11/23	25	卖出	0.63	1268.65	50.75	震荡 震荡
2015/12/2-2015/12/14	9	卖出	0.73	277.28	30.81	震荡 加速下跌
2016/1/22-2016/1/29	6	买入	1.58	239.4	39.9	下跌见底 震荡
2016/2/26-2016/3/7	7	买入	1.77	273.79	39.11	震荡 震荡上升
2016/4/11-2016/4/14	4	买入	2.48	150.75	37.69	震荡 震荡
2016/5/4-2016/5/19	12	卖出	0.63	229.75	19.15	震荡 震荡
2016/5/20-2016/5/31	8	买入	2.71	185.27	23.16	震荡

表3：沪股通资金流向与市场涨跌幅的相关系数

沪股通成交量比率	沪股通资金净额	A股大单净额
0.016	-0.038	0.494**
0.232**	0.206**	0.234**

\*\*：在0.01的水平上显著相关

图3：沪股通资金流向与市场涨跌幅的相关系数

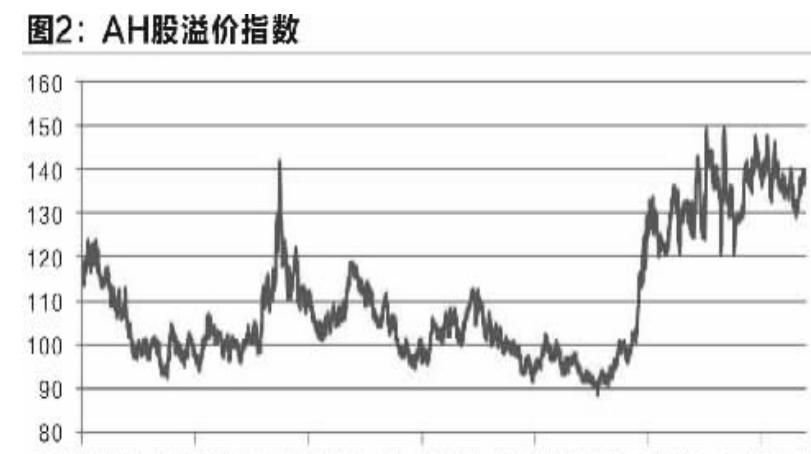


表4：沪股通资金流向与市场涨跌幅的相关系数

证券代码	证券简称	进入沪股通月成交额前十名的次数	进入A股月成交额前十名的次数
600519.SH	贵州茅台	16	0
601318.SH	中国平安	16	16
600030.SH	中信证券	15	16
600363.SH	招行银行	11	1
600887.SH	伊利股份	11	1
601166.SH	兴业银行	11	10
600016.SH	民生银行	9	4
600104.SH	上汽集团	9	0
600009.SH	上海机场	8	0
601398.SH	工商银行	4	0
601600.SH	中国铝业	3	0
601733.SH	中国中车	3	9
600000.SH	浦发银行	2	4
601988.SH	中国银行	2	7
600837.SH	海通证券	2	11
601628.SH	中国人寿	1	3
601166.SH	中国建筑	1	4
601390.SH	中国中铁	0	5
601985.SH	中国核电	0	4

范璐媛/制表 吴比较/制图