



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2019年8月16日

策
略
专
题

陆股通资金流择时效果测算

谷永涛 策略分析师

编号: S1500513080001

电话: +86 10 83326722

邮箱: guyongtao@cindasc.com

地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 (100031)

李博喻 策略分析师

编号: S1500518020002

电话: +86 10 83326731

邮箱: liboyu@cindasc.com

地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 (100031)

喻雅彬 研究助理

电话: +86 10 83326952

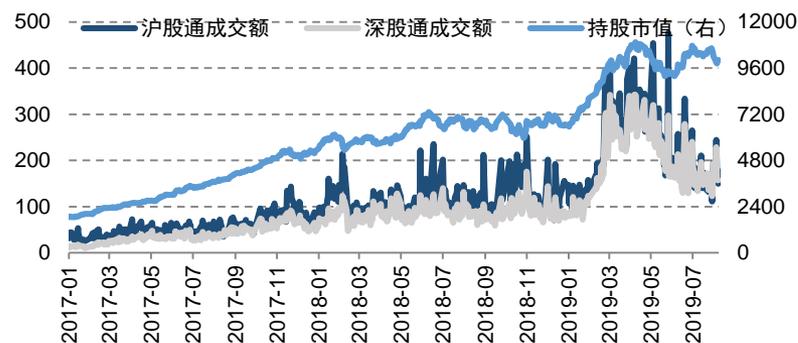
邮箱: yuyabin@cindasc.com

地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 (100031)

陆股通资金对市场的影响逐渐增加，成为市场观察的重要指标

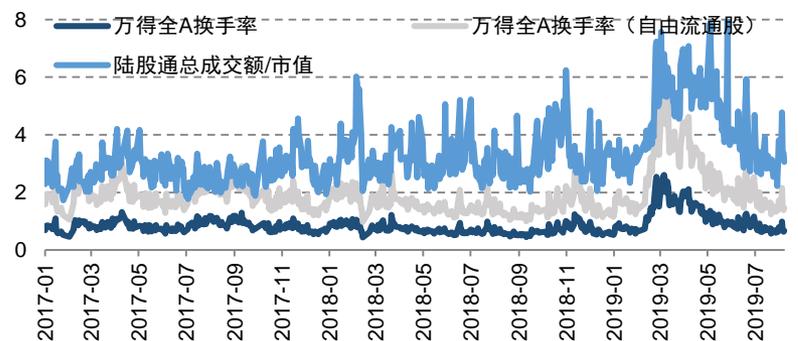
- 自沪港通、深港通陆续开闸以来，北向资金逐渐成为参与A股市场的重要力量。陆股通流入流出的资金量，也成为投资者观察市场的重要指标。本篇报告以陆股通的流入流出资金量为指标，观察其对市场的意义，并探索该数据对于投资的参考价值。
- 随着沪深港通累计资金流入规模的增加，北向资金的交易活跃度也逐渐提升，日均成交量随之放大。目前沪股通、深股通的日均成交金额在100-200亿范围内，较今年一二季度有所下滑。
- 从日均成交额的波动，我们可以看到陆股通的成交在今年上半年较为活跃，但我们认为这主要是受到A股市场的影响。
- 我们统计了Wind全A的换手率，同时计算了陆股通每日总成交额/持仓市值。对比可知，虽然北向资金的活跃度整体抬升，但其换手率整体是随着A股市场的换手率抬升。
- 作为市场关注较多的每日陆股通资金流入数据，我们测算其对市场判断的准确性。
- 我们首先测算了北向资金与市场同向（即资金流入且市场上涨，或者资金流出且市场下跌）的次数，与北上资金与市场背离（即资金流入且市场下跌、或资金流出且市场上涨）的次数，自2017年1月3日至2019年8月7日，二者分别是375次、228次。
- 我们再次测算，北向资金流入流出对第二天大盘的预测准确性，即当天北向资金流入且第二天上证综指上涨，或者资金流出第二天市场下跌的次数，共有317次，资金与第二天市场涨跌背离的次数为285次，胜率为52.6%。
- 由此可见，北向资金有62.2%的交易日是跟随市场涨跌幅波动，而其资金的流入流出，对次日大盘涨跌预测的准确性，仅有52.6%，其作为预测后市指标的胜率并不高。

陆股通成交额及持股市值（亿元）



Source: Wind, 信达证券研发中心

万得全A及陆股通换手率（%）



Source: Wind, 信达证券研发中心

陆股通里有绕道融资交易资金吗？

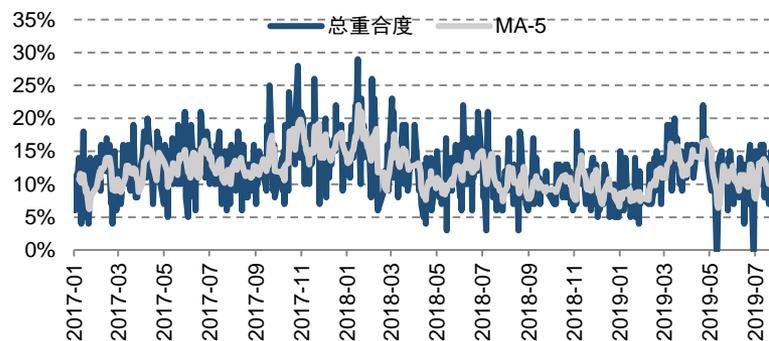
- 北向资金的活跃度逐渐升高，有些市场人士认为其中包含了部分绕道香港参与A股融资的交易资金。根据目前的市场利率水平，香港市场的融资交易成本确实低于A股，但绕道香港在进行融资交易的复杂度较高，是否存在此种情况，我们通过数据来进行检验。
- 我们首先计算了A股市场融资标的的每日融资余额的变化，统计出融资余额增加最多的50只标的、减少最多的50只标的。
- 其次，我们通过陆股通持股数据，计算出每日陆股通持股市值增加最多的50只标的，以及市值减少最多的50只标的。
- 最后，我们计算二者均增加或减少的前50只标的中，有多少重合个股，来判别二者的重合度。
- 从统计结果看，增加、减少标的重合数量，持续在5-10只波动，尤其是该数据并未跟随市场活跃度的提升而提升，反映出市场活跃度（例如陆股通成交额/持股市值）对其影响不大。
- 但反观融资余额、陆股通成交额，均随着市场行情有较大波动。
- 因此我们认为北向资金中，或无较大规模的绕道融资交易资金。

融资余额变动与陆股通持股市值变化前50只个股重合只数



Source: Wind, 信达证券研发中心

市值增减重合度的平均值，以及5日移动平均线

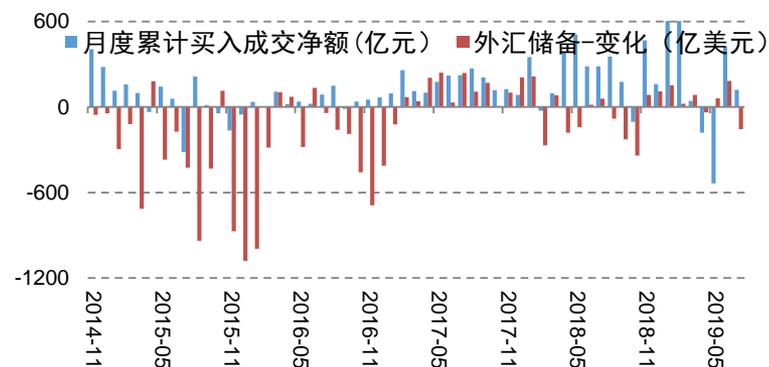


Source: Wind, 信达证券研发中心

人民币升值、贬值过程中，均有陆股通资金流入

- 我们从陆股通净成交额与人民币汇率中间价的走势来看，在人民币汇率升值、贬值过程中，均出现较为明显的陆股通资金流入，且在2018年，人民币汇率贬值过程中，陆股通持续流入的规模同样较大。
- 值得注意的是，2018年四季度，陆股通呈现持续的资金流入，彼时A股处于下跌探底过程中，反应出人民币汇率升值，对资金仍有一定的推动作用。
- 从陆股通的净成交额与外汇储备的变化来看，二者的相关性并不大，相关系数为0.3。
- 我们对比了陆股通月度累计成交净额，与标普500、恒生指数、上证综指和深证成指的走势，同时计算了其与各指数月度涨跌幅的相关性。从观察和数据上看，陆股通月度累计成交净额，与美股的关联度最高，反映出国际市场的价格波动，是影响资金进出A股的重要因素。

陆股通月度买入成交净额与外汇储备变化走势



Source: Wind, 信达证券研发中心

陆股通月度买入成交净额与人民币中间价走势



Source: Wind, 信达证券研发中心

外汇储备变化走势与人民币中间价走势



Source: Wind, 信达证券研发中心

陆股通资金流入流出，与外盘的联动性最强

月度成交净额与标普500指数走势（与涨跌幅相关系数：0.38）



Source: Wind, 信达证券研发中心

月度成交净额与上证综指指数走势（与涨跌幅相关系数：0.25）



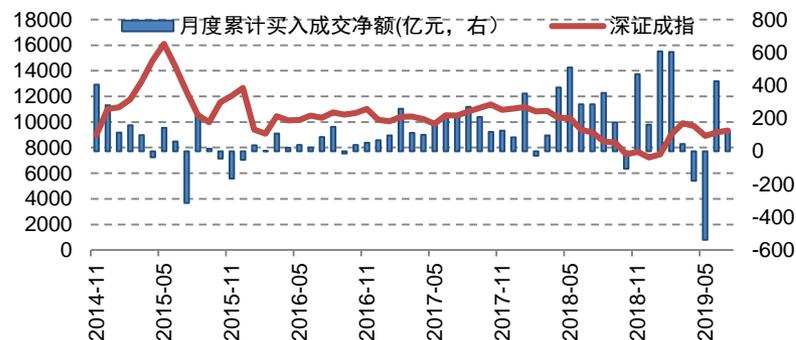
Source: Wind, 信达证券研发中心

月度成交净额与恒生指数走势（与涨跌幅相关系数：0.36）



Source: Wind, 信达证券研发中心

月度成交净额与深证成指走势（与涨跌幅相关系数：0.25）

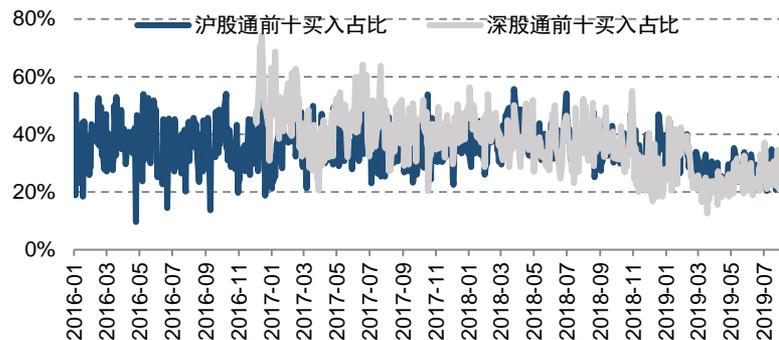


Source: Wind, 信达证券研发中心

陆股通每日成交最活跃的十只个股与持股市值最大的个股重合度较高

- 除了每日陆股通总成交情况，目前监管机构还披露沪股通、深股通每日成交最活跃的十只个股。
- 随着陆股通累计净买入规模的提升，前十成交活跃个股的占比有所下降，目前维持在25%左右。
- 此外，我们统计了2017年1月3日至2019年8月7日603个交易日中出现频数最高的前20只个股，同时对比目前持股市值最高的前20只个股。
- 对比发现，在前20只个股中，有15只个股重叠。由此可见，持股市值较高，是成交活跃的重要因素。

陆股通成交最高前十个股买入占比



Source: Wind, 信达证券研发中心

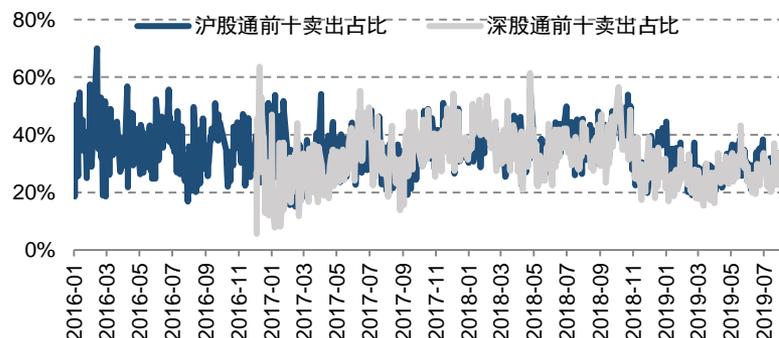
陆股通成交最高前十个股成交占比

序号	股票简称	前十活跃股出现次数	股票简称	持股市值(亿元)	序号	股票简称	前十活跃股出现次数	股票简称	持股市值(亿元)
1	贵州茅台	601	贵州茅台	1052.62	11	万科A	401	上海机场	211.64
2	中国平安	601	中国平安	628.33	12	海螺水泥	372	海螺水泥	166.93
3	海康威视	599	美的集团	494.58	13	平安银行	315	海康威视	165.37
4	五粮液	594	恒瑞医药	343.28	14	中信证券	293	海天味业	153.84
5	格力电器	580	五粮液	339.55	15	京东方A	252	平安银行	144.61
6	美的集团	566	格力电器	328.93	16	中国国旅	243	洋河股份	117.45
7	招商银行	512	招商银行	295.60	17	兴业银行	227	海尔智家	101.81
8	恒瑞医药	490	长江电力	220.33	18	分众传媒	196	方正证券	92.94
9	伊利股份	480	中国国旅	216.72	19	上汽集团	181	万科A	91.87
10	洋河股份	438	伊利股份	212.39	20	大族激光	178	上汽集团	86.73

Source: Wind, 信达证券研发中心

注：前十活跃统计区间2017.1.3-2019.8.7，持股市值为2019.8.13日。

陆股通成交最高前十个股卖出占比

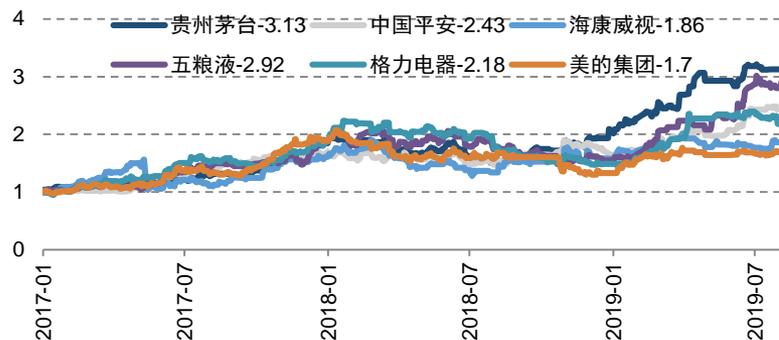


Source: Wind, 信达证券研发中心

择时测算：以陆股通个股流入流出资金为指标构建交易模型

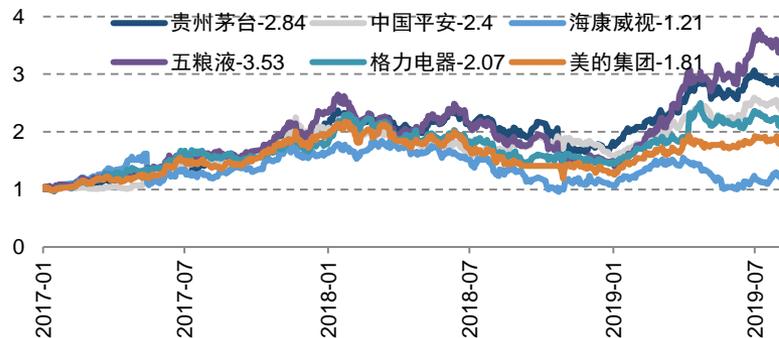
- 我们观察到，陆股通当日资金的流入流出，对后续市场有一定的前瞻性，但主观观察仍存在误差，因此，我们构建交易模型，来判断陆股通资金是否有择时跟踪价值。
- 如前文所述，陆股通前十大活跃个股较为集中，其中出现超过540次，即90%的时间均有为前十交易活跃的个股，有6只。我们跟踪这六只个股，以每日资金流入流出为指标来交易次日个股：若前一日资金流入，则次日开盘价买入，直至某一日资金流出（若没有数据，则保持仓位不变），则在后一日开票价卖出。如果资金流出，且空仓，则保持持续观察，如果持有仓位，则平仓。
- 在不计入交易费的情况下，我们测算了六只个股的交易模型净值走势。为了对比，我们测算了持续持有这六只个股的净值。
- 从净值走势来看，除了五粮液跑输持有模型，其余均小幅跑赢对比的持有模型。
- 我们再来分析下交易模型的胜率。我们统计了六只个股资金流入次数，分别是333、349、346、343、340、382次，交易获取正收益（我们为考虑融券交易，仅考虑资金流入，且随后交易收益为正的次数）频数分别为179、185、179、181、175、202，剔除最后两次未验证数据，六只个股上交易的胜率分别为53.9%、53.2%、51.9%、52.9%、51.6%、53%。
- 由此可知，该交易模型有一定的择时效果，但胜率并不高，虽然都超过50%，但均低于55%。
- 综合来看，个股的资金流入流出，有一定的参考价值，但整体而言，与持有模型的差别不大，且若交易和冲击成本控制不当，则难获得明显的超额收益。

以资金流为指标构建交易模型，主要标的净值走势（17.1.3=1）



Source: Wind, 信达证券研发中心

陆股通主要交易标的净值走势（17.1.3=1）

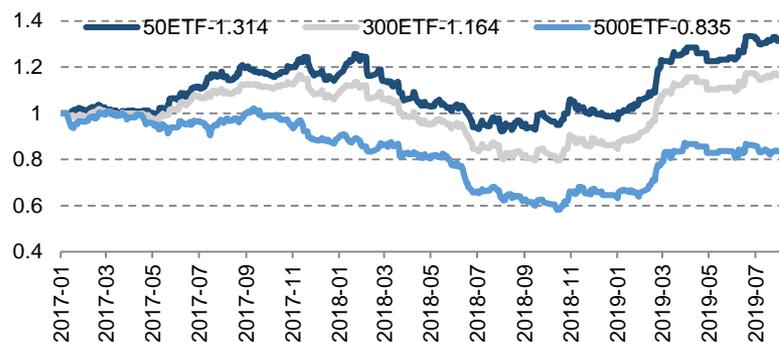


Source: Wind, 信达证券研发中心

择时测算：以陆股通资金流入流出为指标，构建ETF交易模型

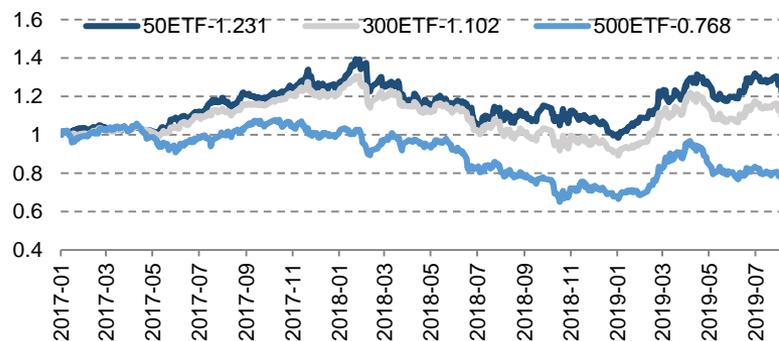
- 为了检测陆股通整体资金流入流出的择时效果，我们套用前面的框架，构建ETF交易模型，交易标的分别为华夏上证50ETF、华泰柏瑞沪深300ETF、南方中证500ETF。
- 通过测算，我们可以看到以陆股通为择时指标，其投资效果略好于持续持有ETF基金，但整体超额收益并不高，在6%左右。若考虑到交易成本，该模型或难以获得超额收益。三只基金交易的胜率分别为50.95%、51.42%和49.53%。
- **综合我们上述分析，我们认为本文得出以下六点投资建议，供投资者参考：**
 - 1.北向资金的活跃度逐渐提升，与陆股通持股市值规模的增加有关，阶段性的高波动则与A股市场的活跃度提升有关。
 - 2.北向资金受国际资本市场波动和人民币汇率的影响。
 - 3.我们暂时未找到确凿的证据，来证明北向资金中包含参与A股融资交易的资金。
 - 4.从交易模型的角度分析，北向资金有一定的择时效果，但其胜率并不高，整体低于55%，若以其为参考指标构建策略，成本控制能力更为关键。
 - 5.陆股通每日成交最活跃的十只个股，与陆股通持股市值最大个股重合度较高，对其进行跟踪意义并不大。
 - 6.借鉴我们2019年8月15日的策略报告《台股开放经验启示》，以及此前对外资的研究，我们认为陆股通对A股资本市场结构的改变更为关键，未来外资的规模或仍有较大幅度的提升。相较于关注每日资金的波动，我们认为更应关注A股市场估值结构的长期变化。
- 风险因素：小市值交易活跃股被忽略、外资规模提升受政策影响

以资金流为指标构建交易模型，主要标的净值走势（17.1.3=1）



Source: Wind, 信达证券研发中心

以资金流为指标构建交易模型，主要标的净值走势（17.1.3=1）



Source: Wind, 信达证券研发中心

研究团队简介、机构销售联系人

研究团队简介

谷永涛：策略分析师。

2011年毕业于北京大学物理学院，理学硕士，同年加入信达证券研究开发中心，任金融工程研究员，主要负责股票量化策略以及股指期货对冲产品的研究开发。

2013年起开始研究国际市场、及与A股市场的比较。2014年6月加入宏观策略组，任策略分析师，负责股票策略、国际市场方面研究。自2015年起兼任新华社中国金融台财经评论员、证券时报特邀作者。

李博喻：策略分析师。

2015年硕士毕业于美国纽约大学房地产专业，2012年本科毕业于中央财经大学财政学专业。2016年初加入信达证券研究开发中心，主要负责宏观策略、国际市场、固定收益方面的研究。

喻雅彬：研究助理。

2017年研究生毕业于中央财经大学产业经济学专业，同年7月加入信达证券研究开发中心，负责策略研究支持。

机构销售联系人

华北

袁泉：010-83252068 13671072405 yuanq@cindasc.com

张华：010-83252088 13691304086 zhanghuac@cindasc.com

巩婷婷：010-83252069 13811821399 gongtingting@cindasc.com

华东

王莉本：021-61678580 18121125183 wangliben@cindasc.com

文襄琳：021-61678586 13681810356 wenxianglin@cindasc.com

洪辰：021-61678568 13818525553 hongchen@cindasc.com

华南

袁泉：010-83252068 13671072405 yuanq@cindasc.com

国际

唐蕾：010-83252046 18610350427 tanglei@cindasc.com

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。