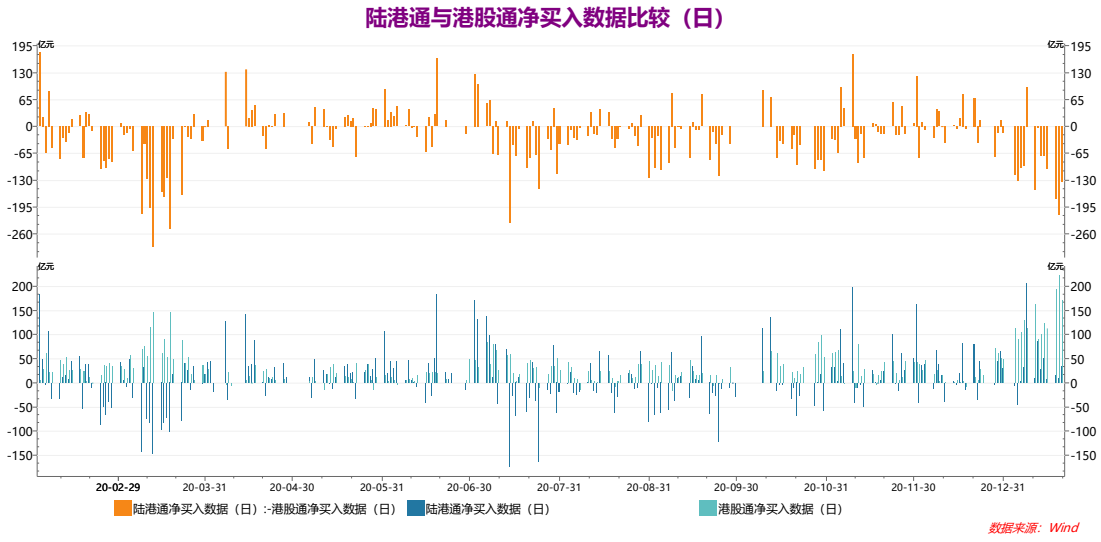
港股通资金为什么这么凶

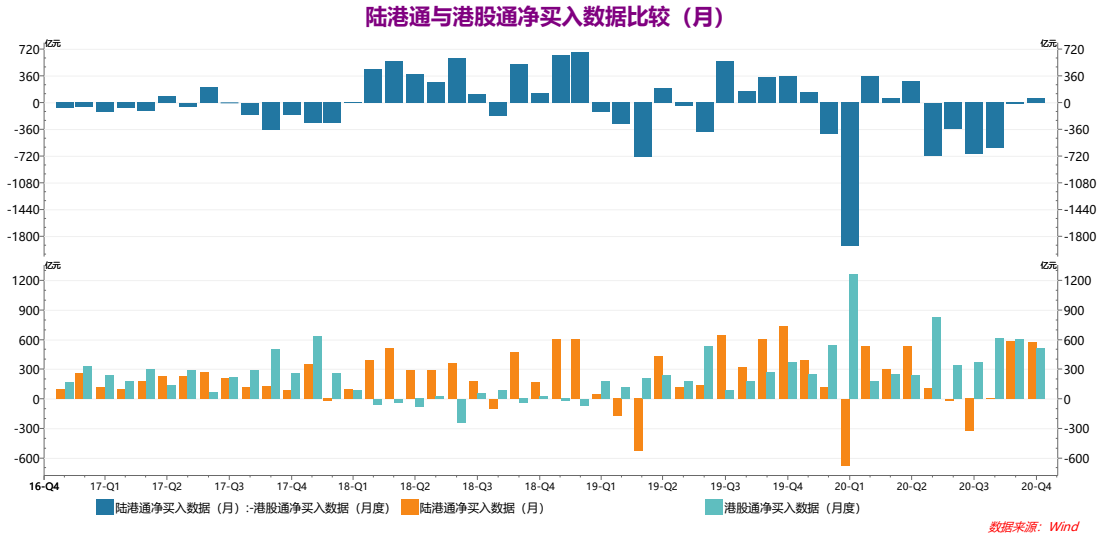
近期，港股通火暴，大量资金通过港股通流向了香港，实际上，港股通的南下资金从去年下半年已经出现了火热的趋势。

图 1：陆港通与港股通净买入数据比较（周）



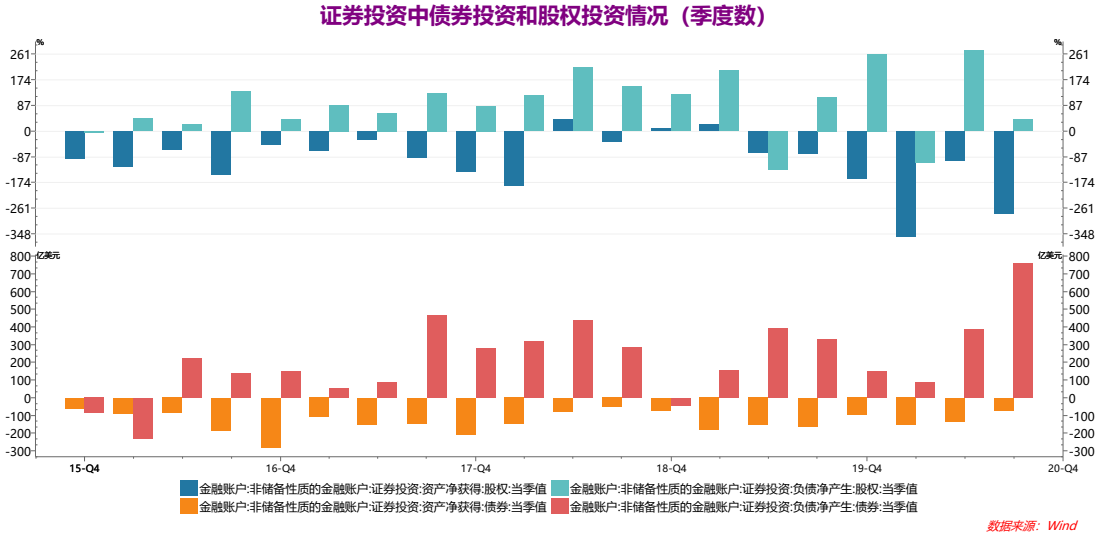
下图，我们比较了港股通下和陆港通下净买入资金，不难发现，从去年 2 月开始，港股通净买入资金已经出现了明显的回升，在以后的多数月份中，特别是从三季度开始，港股通净买入资金是超过陆港通净买入资金的。

图 2：陆港通与港股通净买入数据比较（月度）



从国际收支的数据，也可以说明这一点，我国去年国际收支中证券投资项下的股票投资子项除了 2 季度出现顺差外，1 季度和 3 季度均出现逆差的。证券投资项的顺差主要是因为债券投资子项的顺差，而一季度和三季度的股票投资子项是逆差的。

图 3：季度国际收支证券投资项情况



港股通火爆后，对其原因有不同的解释。如中移动等美股 ADR 被限制交易、可

通过港股通投资港股的基金大幅增加等。但其根本原因是相对于大陆的股市，港股是个价值洼地，再加上人民币的升值，港股的投资洼地更加具有吸引力。

对此，笔者在年度报告《2021 年权益市场宏观运行环境》一文中已经进行了分析：从反映了同一公司股票 A 股对 H 股的溢价程度的恒生 AH 股溢价指数看，恒生 AH 股溢价指数发布 2007 年 7 约 9 日报收的点位是 133.24 点，尽管该指数在 2010 后曾经跌破过 100 点，但近年来，该指数总体呈现再度回升之势头。在 2020 年 11 月底，该指数报 144.08，并在年内创下 149.37 点历史新高。而 2019 年底该指数为 127.12，2018 年底为 117.15 点。目前，该指数为在 133.43 点。

数据显示，目前 103 只同时上市 AH 的股票中，全部 A 股均对 H 股具有溢价水平，其中，溢价率高于 30%有 95 只。

图 4：恒生 AH 股溢价指数



数据来源：Wind

笔者在年度报告《2021 年权益市场宏观运行环境》一文中还专门提到了去年在央行网站上发布了题为的工作论文——《A 股相对于 H 股和 ADR 价差分析》，文章认为，内地市场和境外市场存在着分割，分从微观、中观和宏观层面多类因素影响投资者估值，影响 AH 股和 A-ADR 溢价。这些因素包括宏观面的预期汇率和市场开放程度，中观面的市场情绪，微观面的股息率、流动性不足、投机动机和信息不对称等，其中，微观因素的重要性高于宏观与中观。文章建议发债机构投资者；合理设定境内外股票的股息率；发展机构投资者，降低投机动机；提升人民币汇率的市场化水平和稳定汇率预期；发展融资融券等加强 A 股市场规则向国际市场规则靠拢的措施，提升 A 股市场的国际化程度。此文作为工作论文在央行网站上的发表显示出有关方面相当重视 A 股开放趋势下的 AH 股和 A-ADR 之间的溢价问题。

因此，我们要从更高的层面认识到港股通下资金的活跃，这其实首先是有关方面推动资本市场国际化的结果，在资本市场开放的条件下，资本流动一定是双向的，是从价值高地流向到价值洼地；其次，这是资本市场机构化的结果，大量的证券投资基金的成立将迫使它们寻找新的价值洼地，特别是当大陆的估值偏高的情况下。在新的情形下，更多可以投资港股通的证券投资基金将成立；三也是推进资本市场法制化和市场化的结果，原来大陆市场炒作概念、炒作壳资源等，操纵市场的案例也比比皆是，随着市场化和法制化建设，价值投资已经深入韧性，更多的资金将寻找价值洼地，注重投资价值。

从历史上看，曾经出现过几次投资港股浪潮，但均是昙花一现。但是，这次可能有所不同，南下资金和北上资金的纵横交错可能成为资本市场的新常态。同时，我们要注意港股通下资金大举南下对大陆市场的估值压力。

（银河期货研究所 20200121）

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的

内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司　　银河宏观

联系人：万一菁　　投资咨询从业证书号：Z0014329

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：wanyijing_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799