2020 年 07 月 28 日

“北上”暗涌：谁主沉浮——重构的博弈之一

——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

方智勇（联系人）
fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790120040049

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

● **北上资金近期波动超出了市场的惯性认知**

历史上北上资金的大幅波动往往出现在风险事件发生或基本面明显变化时，但 7 月以来北上资金的行为显得“大开大合”，且大部分时间很难用基本面或中美贸易摩擦的因素去解释。此外，我们发现 2016 年以来偏好成长风格的外资，7 月以来风格大幅漂移，这预示着北上资金中可能出现了与以往风格不同的参与者。北上资金的流动近期已经开始与市场波动显现出了越来越显著的相关性，这让我们必须重新审视基于 2016 年以来对于北上资金的经验认知是否需要修正。

● **“周期性流入中国”与“长期配置中国”之辨**

美元指数指示的国际资本流动周期可以较好解释我国跨境资本的流动，同时监管等因素也在其中起到了较大作用。2015 年开始，中国经历了大量的资本外流+资本外逃，其间北上资金更多来源于以主权基金为代表的配置型资金，陆股通投资标的放开也让其买入风格更加“成长”，这也成为了市场“线性外推”北上资金行为的依据。我们需要提醒投资者的是，如果出现资本回流，宏观环境的变化可能会让上述认知失效。其实从历史上看，“热钱”周期性涌入中国不乏先例，虽然可能投资途径更为间接，但是我们也可以从公开数据中发现 2008 年美国金融危机后全球进入增配中国的周期。我们需要理解“周期性流入中国”和“长期配置中国”才真正构成了“外资”的全貌，而“周期性力量”的回归正在占据主导。

● **热钱回流将与资本账户开放形成共振**

美股已经达到背离其基本面的临界点，而 A 股大部分低位的周期性资产在经济趋势复苏的下仍有很大的吸引力。伴随着“弱美元”周期的开启，或将再次重现 2008 年金融危机之后全球资本“减持”美股而增配 A 股的情形，而这种趋势将与中国资本账户的开放形成共振。另一方面，我们有大量相关数据指示中概股可能吸纳了我国 2015 年开始外逃的大量资本。伴随资本市场内循环的开启以及美方对于中国背景的境外资金监管态度的变化，这可能会导致该部分资金回流。在北上通道下，本轮热钱可能不需要像过往一样以相对间接的方式参与市场定价，而这也将使得市场的波动放大。

● **重构的北上格局：有朋自远方来**

7 月以来北上资金波动加剧和风格漂移，我们不建议投资者以“假外资”和“洋游资”的理由进行选择性忽视。这种力量在热钱流入的背景下，大概率不是“昙花一现”，在未来我们认为这将重构市场对于原先北上资金的风格、交易者结构的认知。我们目前能够观察到的现象是：“热钱”正在涌入 A 股的估值“洼地”，这与当前国内机构投资者抱团高估值成长板块形成鲜明对比，这或将是后续市场风格与波动的重要预期差来源。**我们认为，A 股专业的机构投资者应该从配置上为迎接“远方来客”做好准备：衡量当下所有资产的风险与收益比。**

● **风险提示：**测算误差；美元指数大幅走强；中美摩擦超预期恶化

相关研究报告

《投资策略周报-市场坚强的理由》-2020.7.26

《投资策略点评-风雨中抱紧顺周期》-2020.7.24

《投资策略专题-Q2 抱团，7 月切换》-2020.7.22

目 录

1、 北上资金的突变：波动加剧，风格漂移 4
1.1、 神秘的力量：北水中的暗流 4
1.2、 探寻神秘的力量：风格的突变 5
1.3、 探寻神秘的力量：A 股波动的重要来源 5
2、 历史复盘：“热钱”的大迁徙 6
2.1、 跨境资本流动的指示器：美元指数 6
2.2、 特殊性因素：监管与地缘政治风险 7
2.3、 反思：从热钱流动角度反思对于北上资金的惯性认知 7
2.4、 热钱涌入国内股票市场其实不乏先例 8
3、 当下“热钱”流动可能与资本账户开放的长期趋势形成共振 9
3.1、 A 股的相对吸引力正在体现 9
3.2、 中概股回归的思考 9
3.3、 资本账户开放的长期趋势将与之形成共振 10
4、 谁主沉浮：“善变”的交易型资金 12
4.1、 “热钱”对于市场风格的影响并非一成不变 12
4.2、 交易型资金将成为市场波动的重要来源 12
4.2.1、 交易型资金的活跃度更高，边际定价能力更强 12
4.2.2、 交易型资金往往打响风格切换第一枪 13
5、 后续的演绎：重构的北上格局 16
6、 风险提示 17

图表目录

图 1： 7 月以来北上资金的波动明显加剧，而且短时间内快速流入之后快速流出 5
图 2： 史上北上资金的大幅波动往往出现在风险事件发生或基本面出现明显恶化时 5
图 3： 2016 年以来外资风格系数迅速上升，偏好成长 5
图 4： 7 月以来，托管于摩根斯坦利 8 家机构持仓组合的风格系数震荡下行，过程虽有反复，但仍低于 6 月 29 日 5
图 5： 陆股通成交净额的波动在近期达到历史最高点 6
图 6： 北上资金的波动与 A 股的波动率相关性越来越强 6
图 7： 跨境资本流入与美元指数具有很强的负相关性，4 月当月资本流出出现拐点 6
图 8： 美元指数的强弱背后体现的是美国经济的相对强弱与流动性 6
图 9： 2015 年我国境内银行代客涉外收付款差额与贸易差额的缺口达到历史极值 7
图 10： 中美摩擦下我国居民对外投资出现明显撤资倾向 7
图 11： 部分主权财富基金配置 A 股的时点集中在 2017/2019 年 8
图 12： 陆股通净买入在 2017 年前处于资本外流期，而在 2018 年以来的资本流出中枢上移过程中波动开始放大 8
图 13： 2008 年金融危机之后外资大幅流入 A 股，而内资大幅撤出海外权益市场 8
图 14： 海外投资者买入美股占比在 2008-2013 年大幅下滑 8
图 15： 美股总市值占 GDP 比重达到历史最高 9
图 16： 海外投资者总买入美股同比增速触及历史极值 9
图 17： 中概股指数与境外机构/个人投资者配置 A 股存在明显的正相关 10
图 18： 2017 年中国大陆+中国香港买入美国的外国股票总额开始提升，同期伴随着中概股换手率的提高 10
图 19： 资本流入走向完全开放的概率在逐年提高 10
图 20： 资本流出进一步放宽限制的概率在增加 10

图 21： 境外机构/个人投资者持有 A 股上市公司总市值占比逼近 4% 11
图 22： 2020 年一季度海外投资者买入美国股票总额也达到历史最高值，占比约为 11% 11
图 23： 市场开放后，韩国海外投资者持股大幅上升 11
图 24： 而在台湾，海外投资者持股占比将近 30% 11
图 25： “热钱”对于 A 股市场风格的影响不容忽视 12
图 26： “热钱”大幅流入或流出都会加大 A 股波动率 12
图 27： 当北上交易型资金周度净流入或净流出超过 30 亿时，陆股通整体净买入的波动会放大，而配置型资金的变化并不显著 13
图 28： 陆股通主要托管于汇丰、渣打以及摩根大通银行等 7 家机构 14
图 29： 托管于摩根斯坦利等三家机构的交易型投资者整持仓风格 7 月以来发生明显变化 14
图 30： 北上资金的大幅波动往往会开启或者强化某一风格 14
图 31： 7 月初，北上交易盘打响了风格切换的第一枪，但 7 月 14 日以来北上交易盘大幅净流出 15
图 32： 北上交易型资金的换手率常常高于配置型资金 15
图 33： 2017 年底以来，北上累积收益率的达阶段高点后，往往伴随着市场较大的波动和北上净流出 15
图 34： 从估值分位数来看，沪深 300 指数在全球主要股指中具有估值优势 17
图 35： 2020Q2 主动偏股基金仍在抱团，但 7 月以来托管于大摩等 8 家机构的北上增量资金主要净买入估值相对较低的顺周期板块，部分卖出高估值成长板块 17

表 1： 2019 年 4 月中旬以来，北上交易型资金周度净流入和净流出的比例相当，北上配置型资金的净流入比例显著高于净流出比例 13

市场上关于投资者行为的研究报告已经汗牛充栋，其中不乏优秀的视角和思考。但是站在当下，越来越多的迹象表明市场参与者的结构发生了重要的变迁。对于2020年增量资金的市场结构已是共识，但是对于新进参与者投资者更多基于过去经验线性外推。为了弥补这一研究领域的不足，在前人研究的基础上，开源策略团队构建《重构的博弈》系列，就市场投资者结构与流动性问题做全方位思考。

2016年开始借道北上的外资深刻影响了市场，甚至“教育”了大量投资者的投资理念。当下，大量投资者言及外资，必想到买入“消费和科技龙头”与“核心资产”这样的概念。如果北上资金行为不围绕上述人设展开，必然被判定为“假外资”。

2020年开始，北上资金行为出现了较大变化，特别是7月以来，其行为模式已经突破了市场的历史认知经验。我们想，除了以“假外资”和“洋游资”为借口去避而不谈外，我们可以通过研究发现更多细节。

在我国资本市场不断对外开放的过程中，跨境资本流动[1]对于我国A股市场的影响越来越大，主要体现为内资和外资在全球范围内的权益资产配置上的选择。时至今日，虽然在疫情期间我国跨境资本一直处于净流出的状态，**然而我们认为，美元指数逐步走弱的背景下跨境资本开始可能会回流我国**，目前资本流动已于**5月净流出出现向上拐点（流出减少）**；同时我们也看到了以北上资金为代表的外资在加速配置A股，但有所不同的是北上资金中出现了一股“神秘的力量”[2]，**这部分资金的配置风格表现出了与2016年以来更偏好成长风格的外资不一样的特征，同时北上资金流入流出的波动也比以往任何时候都要大。这种波动的力量**也许是市场对于增量资金的认知存在预期差的地方，这种力量的来源和未来变化也是我们本文探寻的重点。

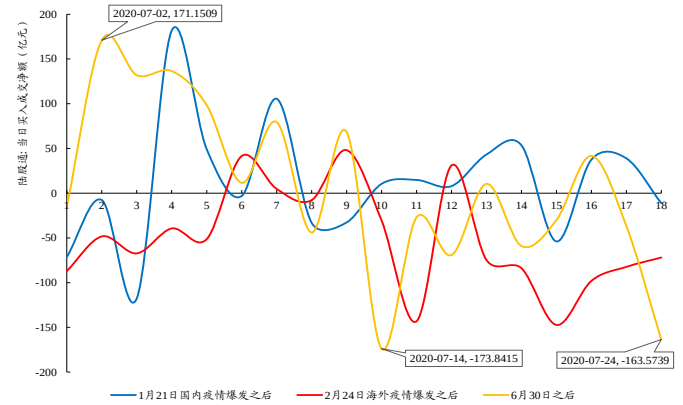
1、 北上资金的突变：波动加剧，风格漂移

1.1、 神秘的力量：北水中的暗流

7月以来北上资金的波动明显加剧，出现了短时间大幅流入之后快速流出的现象。对比7月以来、1月21日国内疫情爆发之后和2月24日海外疫情爆发之后的18天内当日陆股通的流入流出情况，三者的均值(对应的标准差)分别是7.33(93.52)、11.82（65.14）、-50.42（55.40），我们发现7月以来北上资金的波动比国内外疫情爆发时大得多。同时，7月2日、3日以及6日的净流入额均排名历史前10，而7月14日和24日的净流出额排名历史前2，前后相差不到两周时间，这种短时间的大幅流入之后快速流出的现象历史上也是少有的。历史上北上资金的大幅波动往往出现在风险事件发生或基本面出现明显恶化时（比如2018年2月美国技术性股灾、2018年9月中美摩擦加剧、2019年5月中美摩擦反复、2020年疫情），但此次7月以来短时间的大幅度变化，在中美领事馆冲突事件发生之前，很难用基本面或中美贸易摩擦的因素去解释。

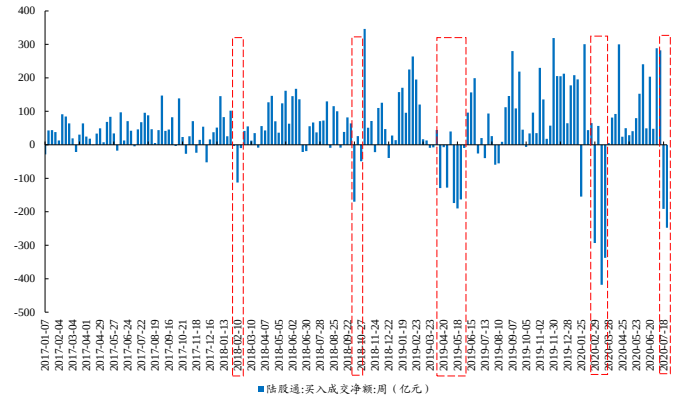
[1]本文采用世界银行的间接法计算跨境资金流入，即跨境资本流入=新增外汇储备-贸易差额-外国直接投资。
[2] 详见我们此前发布的《神秘的力量：北水中的暗流》。

图1：7 月以来北上资金的波动明显加剧，而且短时间内快速流入之后快速流出



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：史上北上资金的大幅波动往往出现在风险事件发生或基本面出现明显恶化时

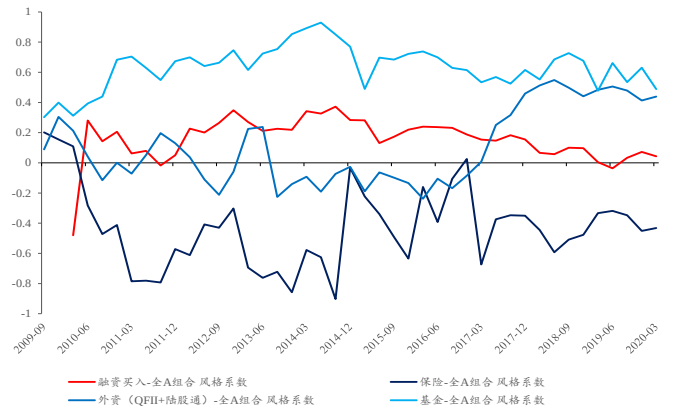


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 探寻神秘的力量：风格的突变

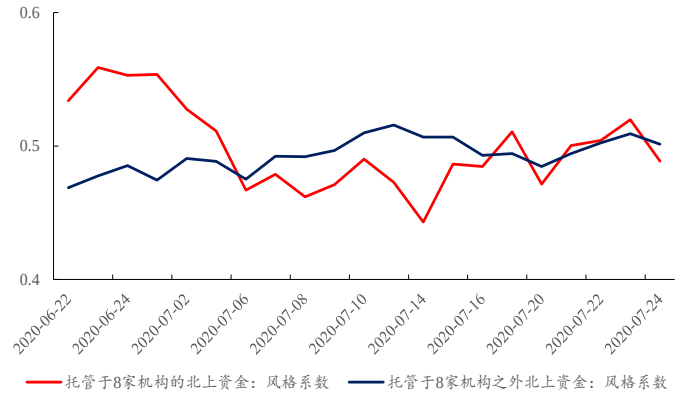
2016 年以来，外资整体更加偏好成长风格，其持仓组合的风格系数（风格系数=成长系数-价值系数）开始由负转正。**而 2020 年 7 月以来这种风格惯性被打破**，我们此前在《神秘的力量：北水中的暗流》报告中提到：7 月以来北上增量资金由交易型资金占主导，主要托管在包括美林远东、摩根大通、瑞银证券及摩根斯坦利等在内的 8 家机构，而这些资金持仓组合的风格系数明显偏向价值，**这预示着北上资金中可能出现了与以往风格不同的参与者**。

图3：2016 年以来外资风格系数迅速上升，偏好成长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：7 月以来，托管于摩根斯坦利 8 家机构持仓组合的风格系数震荡下行，过程虽有反复，但仍低于 6 月 29 日



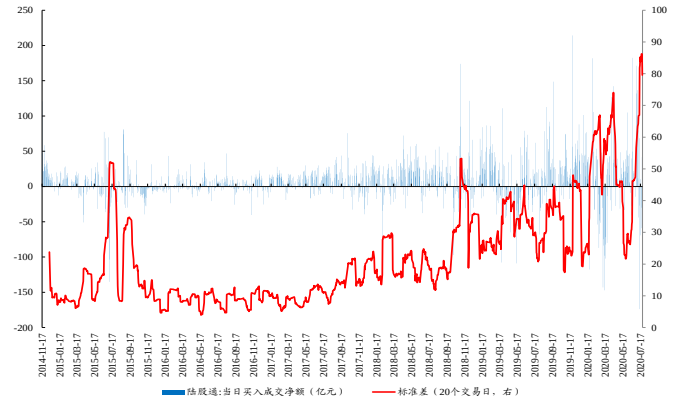
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 探寻神秘的力量：A 股波动的重要来源

从历史上看，陆股通每日成交净额的波动自 2020 年以来不断加剧，并在近期达到历史最高点，而这种波动也会加大 A 股的波动率，二者之间的正相关性越来越强。我们以 20 个交易日的陆股通当日买入成交净额标准差来衡量北上资金流入流出的波动程度，我们发现 2015-2017 年除了因 2015 年牛市带来的大幅波动以外，其他时间北上资金当日净买入的波动均维持在低位，而 2018 年之后这种波动的中枢便开始不断抬升，尤其是到了 2020 年 7 月，这种波动达到了历史的最高点；同时我们发现北上资金的这种波动与 A 股波动率之间的正相关性越来越强，2014 年 11 月至今二者的相关系数为 0.20，但 2020 年以来二者的相关系数达到了 0.79，说明北上资金的波

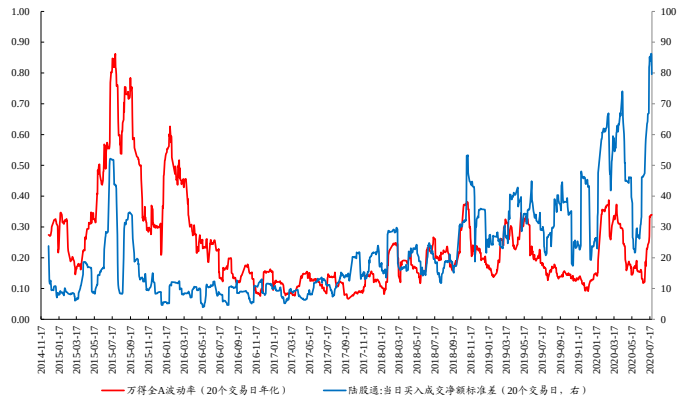
动可能就是近期 A 股大幅波动的来源。

图5：陆股通成交净额的波动在近期达到历史最高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：北上资金的波动与 A 股的波动率相关性越来越强



数据来源：Wind、开源证券研究所

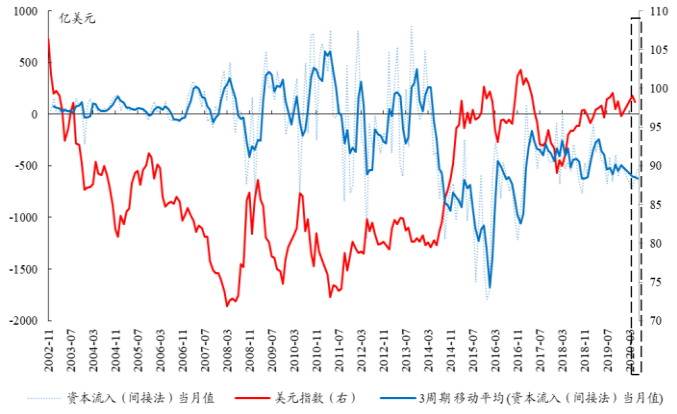
2、 历史复盘：“热钱”的大迁徙

北上资金的波动加剧让我们有必要从跨境资本流动角度作更多理解。股票市场资本流动只是国际资本流动的冰山一角，我们决定尽量简化问题，只从股票市场和与之相关的资本流动的命题出发，研究相关问题。

2.1、 跨境资本流动的指示器：美元指数

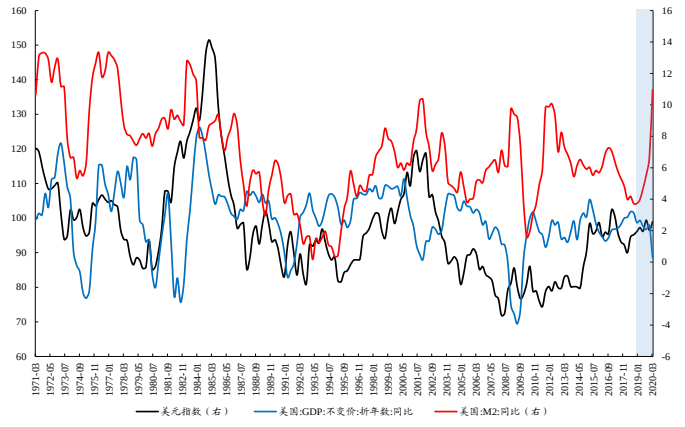
我国跨境资本流入与美元指数存在很强的负相关性，4 月以来随着美元指数有所走弱，跨境资本流出出现拐点。从历史上看，美元指数走强时往往伴随着我国资本大幅流出，反之则相反：2006-2008 年一季度美元指数持续走弱，我国跨境资本持续净流入；2014 下半年-2016 年美元指数持续走强，我国跨境资本大幅净流出。我们认为，美元指数的强弱背后不仅体现美国经济的强弱，还体现流动性，所以美国经济的强劲或流动性危机都可能带来美元指数的持续上扬；而站在当前，流动性危机已经过去，美国经济复苏仍受疫情反复掣肘，致使美元指数 4 月以来有所走弱，我国跨境资本的外流趋缓，甚至出现了向上拐点。**美元指数也许不是我国资本流入的直接原因，但它确实是一个跨境资本流动的重要指示器。**

图7：跨境资本流入与美元指数具有很强的负相关性，4 月当月资本流出出现拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美元指数的强弱背后体现的是美国经济的相对强弱与流动性



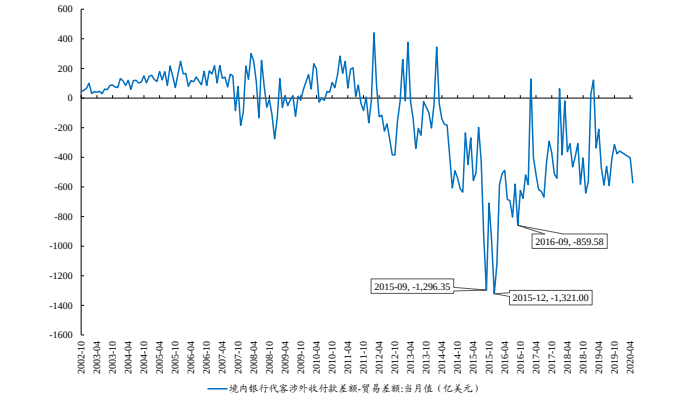
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 特殊性因素：监管与地缘政治风险

触发跨境资本流入或流出的重要因素还有监管、地缘政治风险等。2014 年下半年-2016 年我国资本大幅流出不仅仅是因为美元指数持续走强，还有部分因反腐、资本管制等其他因素导致的资本外逃[3]，我们可以看到 2015-2016 年我国境内银行代客涉外收付款差额与贸易差额的缺口达到历史极值。根据我们估算，2015-2017 年三年间这一规模累计达到了 2.1 万亿美元，当然这个数值只是根据上述代理变量进行的一个粗略测算。

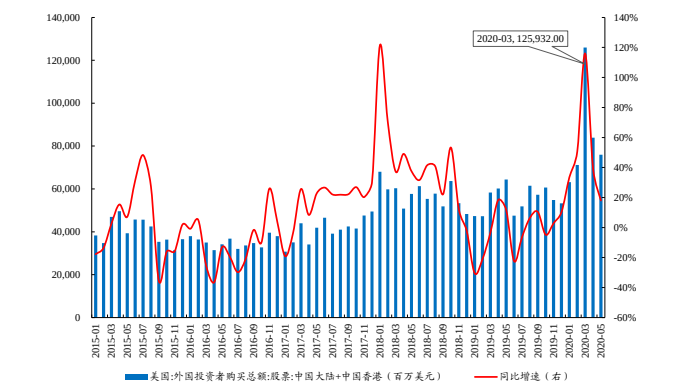
同时我们发现中国大陆和中国香港的投资者在买入美股时，也会受到中美摩擦的影响，在 2018 年 3 月、10 月以及 2019 年 5 月中国大陆及香港买入美股的金额同比增速大幅下滑，若从我国的非储备性质的金融账户项下看股权的资产净获得，2018 年相较于 2017 年也是大幅降低，说明在地缘政治风险下我国居民对外投资出现了明显的撤资行为。

图9：2015 年我国境内银行代客涉外收付款差额与贸易差额的缺口达到历史极值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：中美摩擦下我国居民对外投资出现明显撤资倾向



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 反思：从热钱流动角度反思对于北上资金的惯性认知

2016-2017 年、2019 年的北上资金给了我们对于外资的惯性认知：购买“中国核心资产”，偏爱“科技消费”。

2015-2016 年我国出现了明显的资本外流，这也就意味着在这个时期出现的外资更多是在资本外流的背景下对于中国的配置型资金，不太具备“热钱”的特征，这可能是我们对其形成了偏长期投资认知的一个原因。这种配置我们从各主权基金的变化趋势可以印证（2016-2019 年整体海外主权基金逐步加仓中国）。

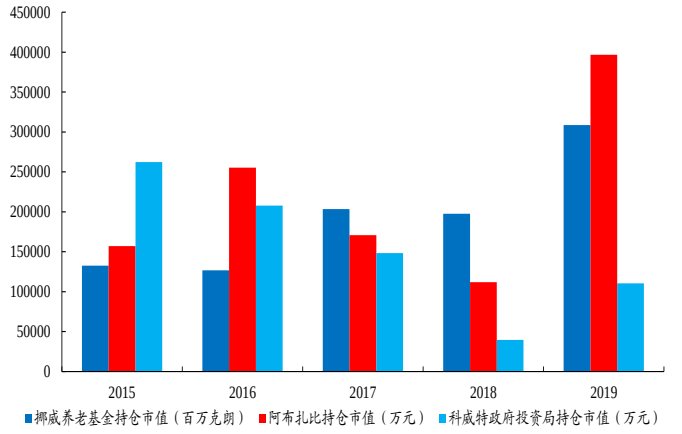
2017 年之后，资本外流的趋势开始变缓。2018 年之后，一方面因为中美贸易摩擦，北上资金开始出现明显波动；另一方面，北上资金波动开始呈现与跨境资本流动的相关性。

由于 2020 年以前，资本流动整体只是相对前期流出收敛，北上资金交易行为的变化并不显著。但如果后续出现真正意义的热钱，那这种认知将会出现颠覆性的改变，我们就很难再用近期出现的交易型资金是“洋游资”、“假外资”的理由去忽视这

[3] 这里的“资本外逃”指的是非正常性的资本流出，用我国境内银行代客涉外收付款差额与贸易差额的缺口作为代理变量，与前文所述的跨境资本流出并非一个概念。

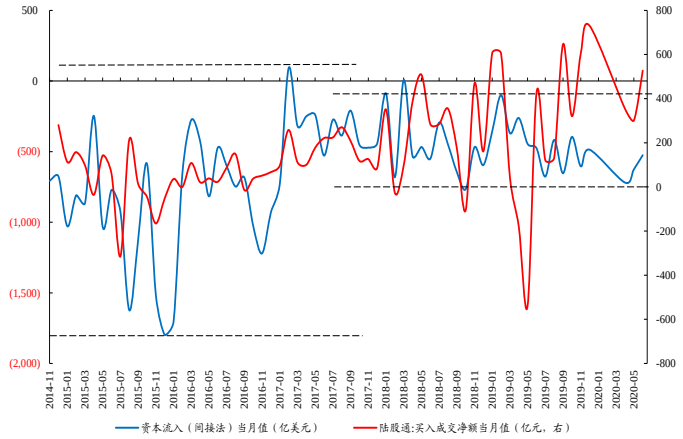
种大幅波动。

图11：部分主权财富基金配置 A 股的时点集中在 2017/2019 年



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：陆股通净买入在 2017 年前处于资本外流期，而在 2018 年以来的资本流出中枢上移过程中波动开始放大



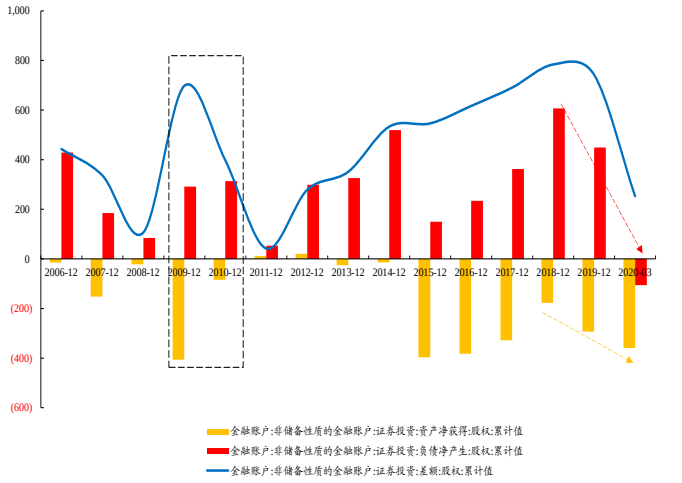
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、 热钱涌入国内股票市场其实不乏先例

其实全球增加对中国的配置不乏先例，这种配置来源于：国内居民的回流和全球配置资金的涌入。典型的例证便是 2008 年金融危机之后，从我国非储备性质的金融账户下证券投资的股权资产和负债净获得变化趋势来看（当非居民向我国投资时，该项下负债增加，撤资时负债减少；当居民对外投资时，该项下资产增加，撤资时资产减少），2009-2014 年资产净获得大幅减少，说明居民对外大幅撤资，而负债净获得持续为正，说明非居民向我国投资增加。与之相互印证的是海外投资者买入美股占比在 2008-2013 年大幅下滑，我们认为可能的解释是海外投资者在 2008 年金融危机之后减持美股而开始增持 A 股。

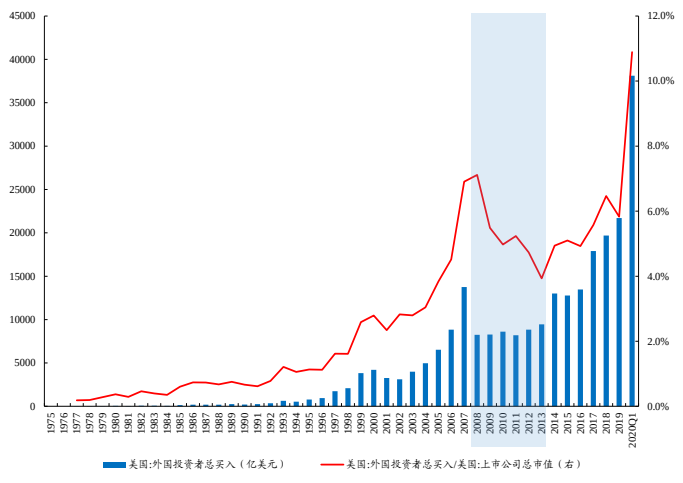
海外配置 A 股，我们需要分清楚“长期配置中国”和“周期性进入中国”两股不同力量。

图13：2008 年金融危机之后外资大幅流入 A 股，而内资大幅撤出海外权益市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：海外投资者买入美股占比在 2008-2013 年大幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

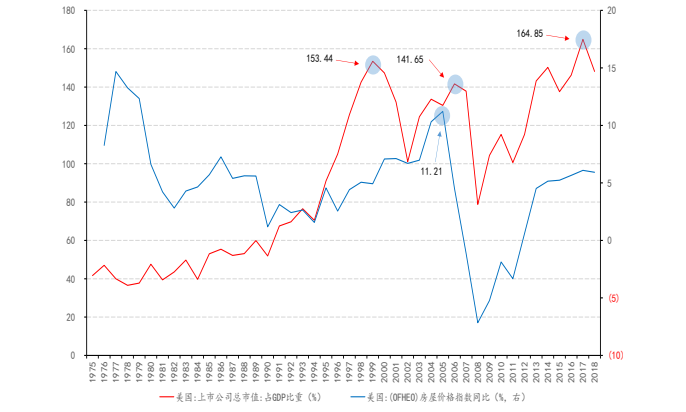
3、 当下“热钱”流动可能与资本账户开放的长期趋势形成共振

“热钱”中既包括对于权益资产的配置，也包括对于债券和其他资产的配置。我们认为，对于权益资产的配置而言，美股已经达到背离其基本面的临界点，而 A 股即使在经历了一轮流动性宽松的估值驱动行情之后，对于海外投资者而言，大部分低位的周期性资产在经济强势复苏的趋势下，仍有很大的吸引力。伴随着“弱美元”周期的开启，**或将再次重现 2008 年金融危机之后全球资本“减持”美股而增配 A 股的情形，而这种趋势将与中国资本账户的开放形成共振**。

3.1、 A 股的相对吸引力正在体现

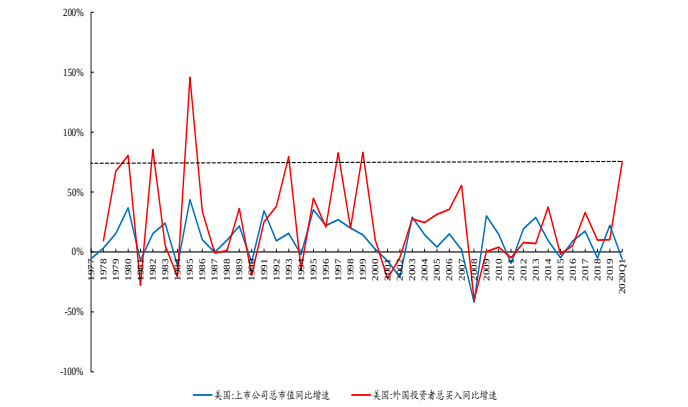
美股已经达到背离其基本面的临界点。从股票总市值占 GDP 的比重来看，这个比值在 2017 年达到自 1975 年以来的历史高点 164.85%，预计 2020 年的比值在 GDP 低增长的情形下会变得更高；**其次，一个比较有意思的视角是，从海外投资者买入美股的历史行为特征判断美股泡沫化**：即历次海外投资者买入美股同比增速达到极致后，均预示着美股的见顶回落，比如 1999 年和 2007 年，而当前这个指标已经触及历史极值。其实我们在年中策略《新复苏之路》中也提及美国自 2008 年金融危机之后脆弱的经济复苏：面对实体回报率的下降，企业杠杆率仍在不断上升，债务风险扩大；而政府顺周期加杠杆使得债务高企；个人消费支出又更多得依赖于资产价格上涨带来的财富效应。此次疫情的外生冲击只是加快了基本面预期的崩塌，本质的问题在于十年复苏带来的金融市场繁荣和实体经济的脆弱性。

图15：美股总市值占 GDP 比重达到历史最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：海外投资者总买入美股同比增速触及历史极值



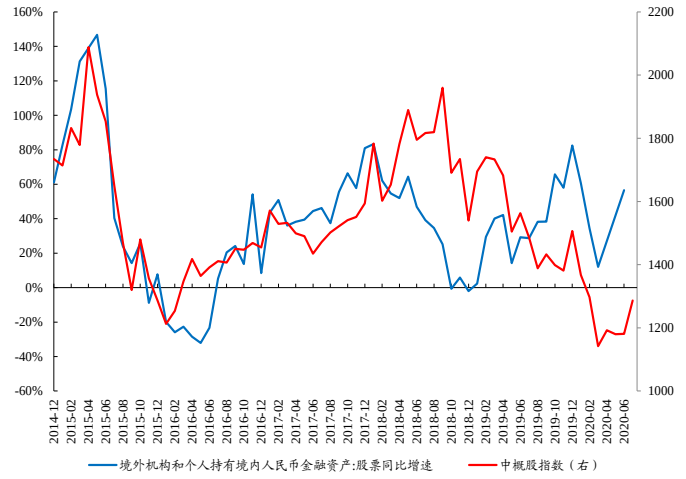
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 中概股回归的思考

中概股指数与境外机构/个人投资者配置 A 股存在明显的正相关，这是其实是由于中概股与 A 股均面临相同的基本面因素，从而使得中概股成为部分投资者在海外投资中国的重要标的。不过同样有意思的是，中概股甚至在资本流出中国后，与美股牛市一起走出了一波波澜壮阔的行情。更值得思考的是，2017 年来自中国大陆+中国香港的投资者在美国买入外国股票的总额开始提升，同期伴随着中概股换手率的提高。这至少说明，中概股的活跃度提升略滞后于了中国的资本外逃+资本外流。

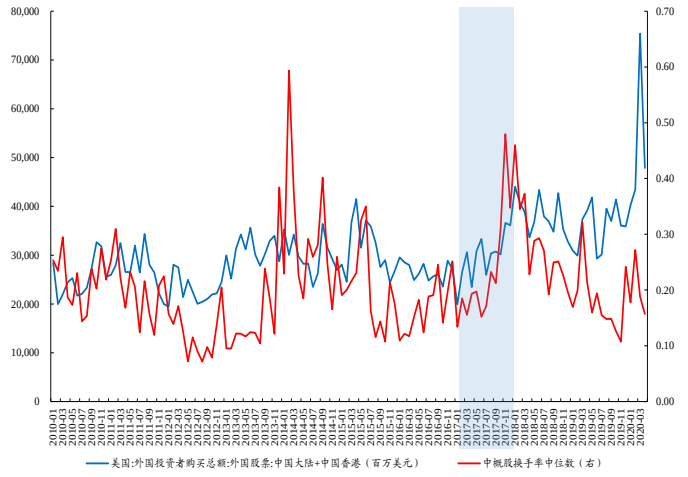
中概股的回归，意味着大量海外希望投资中国的资金+部分本来具有国内背景的资金失去了可投资资产。在这个过程中，由于美股处于相对不稳定状态，进入中国也许会成为一个占优的选项。

图17：中概股指数与境外机构/个人投资者配置 A 股存在明显的正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2017 年中国大陆+中国香港买入美国的外国股票总额开始提升，同期伴随着中概股换手率的提高

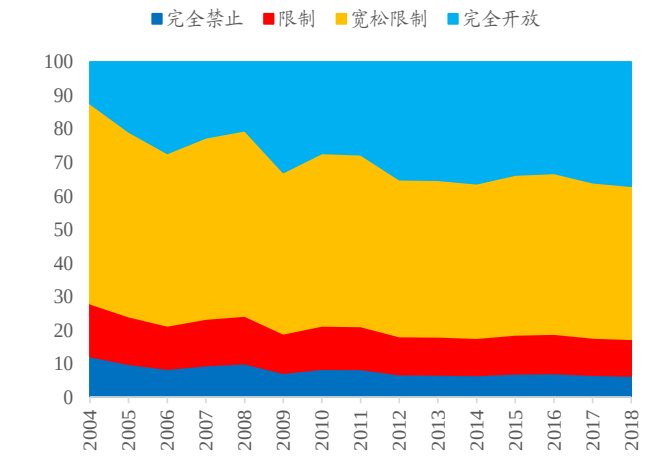


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 资本账户开放的长期趋势将与之形成共振

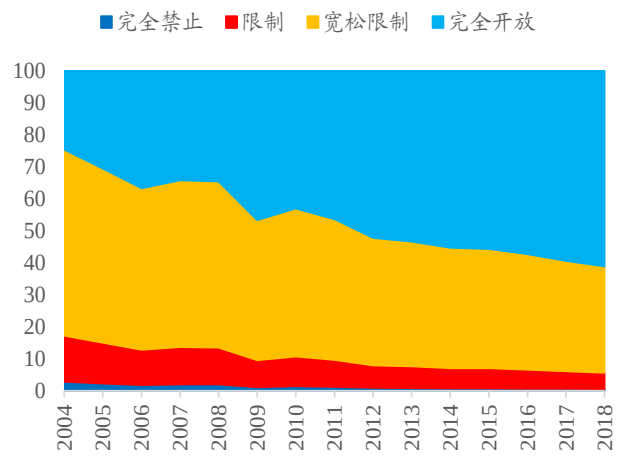
中国资本账户开放的进程也较大程度影响到中国资本流动特征：从存量看，我国属于资本净输出国，然而净资产中官方储备占比较高；近年来，由于资本账户的逐步开放以及资本的流动需求，我们发现跨境流动开始明显加快。**从整体上看，我国资产账户开放的条件在不断成熟，资本流入的条件更为具备**。我们借鉴国内学者陈中飞等人（2014）对我国资本账户开放概率的测算方法，发现从 2004 年开始，我国资本流入限制+完全禁止的概率就不断降低，而 2017 年后，完全开放的概率就到达了 50%以上，宽松限制+完全开放就到达了 90%以上。从流出角度看，我国 2004 年完全禁止+限制的比例开始下降，不过近年来保持稳定，2017 年开始略有下降。**需要指出的是，我国资本账户开放已经完成了对直接投资的开放，现阶段重点开放的领域正是集中在以二级市场为主的间接投资领域。**

图19：资本流入走向完全开放的概率在逐年提高



数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

图20：资本流出进一步放宽限制的概率在增加



数据来源：Wind、CEIC、开源证券研究所

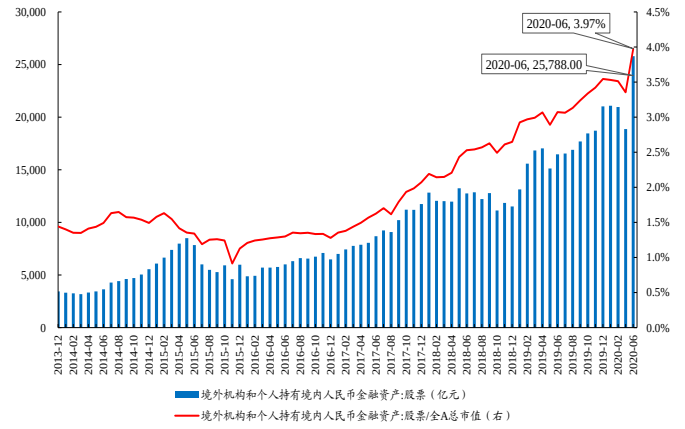
注：根据我国学者陈忠飞（2014）学术论文的方法，基于 88 个国家开放先后的面板数据建立模型，测算我国目前对外开放的概率。

我国 6 月境外机构/个人投资者持有股票余额达到历史新高，但与美国相比仍具

有较大的差距。从外汇管理局的统计口径下境外机构/个人投资者持有我国股票市值绝对值以及占全 A 市值的比重变化趋势来看，自 2016 年以来整体均呈现迅速上升的趋势，而且在 2020 年 6 月达到历史最高值，持有市值接近 2.6 万亿元，占全 A 总市值（6 月 30 日）的比重逼近 4%。而 2020 年一季度海外投资者买入美国股票总额也达到历史最高值，占比约为 11%，因此相比于美国外资买入占比而言，我国仍有较大差距。同时我们可以从韩国、中国台湾资本账户开放之后发生的变化上看，海外投资者持股占比大幅上升且均在 20%以上，因此我国仍有较大提升空间。

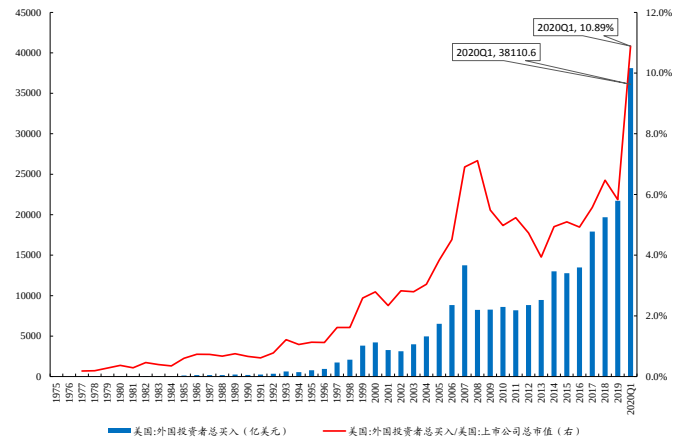
资本账户开放的趋势不用怀疑，虽然这是一个长期逻辑，但是短期“热钱”的流动在这个趋势下会变得更加顺畅，从而形成共振，这种合力在未来不容小觑。**未来热钱进入中国就将从以前的间接渠道逐步回归到北上这样的直接渠道，这样的影响可能是我们认知范围以外的。**

图21：境外机构/个人投资者持有 A 股上市公司总市值占比逼近 4%



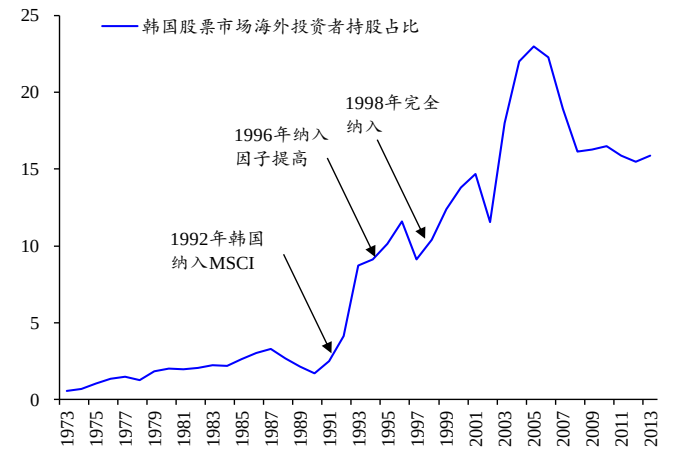
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2020 年一季度海外投资者买入美国股票总额也达到历史最高值，占比约为 11%



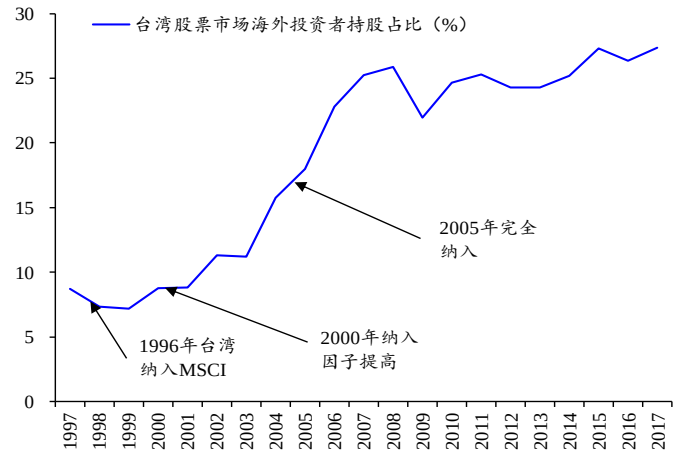
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：由于美国股票总市值只公布至 2018 年，因此 2019 年和 2020 年 Q1 的总市值为根据道琼斯工业指数涨跌幅进行的粗略测算。

图23：市场开放后，韩国海外投资者持股大幅上升



数据来源：CEIC、开源证券研究所

图24：而在台湾，海外投资者持股占比将近 30%



数据来源：CEIC、开源证券研究所

4、 谁主沉浮：“善变”的交易型资金

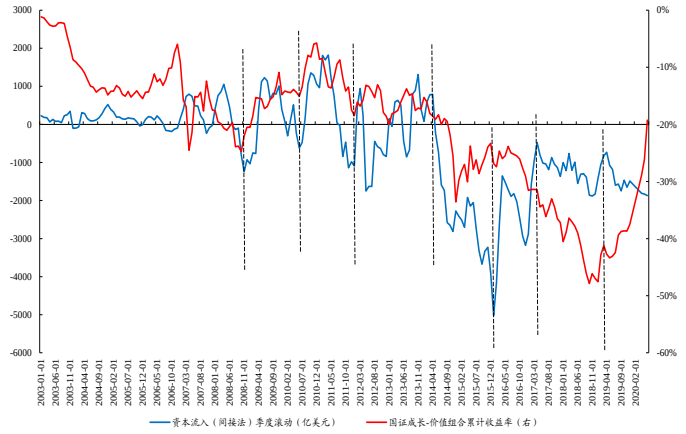
如果我们认为 7 月以来的北上资金出现大幅波动和风格变化是“热钱”流入的一个缩影，那这种影响值得我们持续去跟踪。

从历史上看，我们“热钱”对于 A 股的波动以及风格的影响其实一直都在，而且随着资本市场开放力度越来越大，这种影响也会越来越明显。我们有必要去理解为何近期市场的波动和风格的反复来得如此猛烈。

4.1、 “热钱”对于市场风格的影响并非一成不变

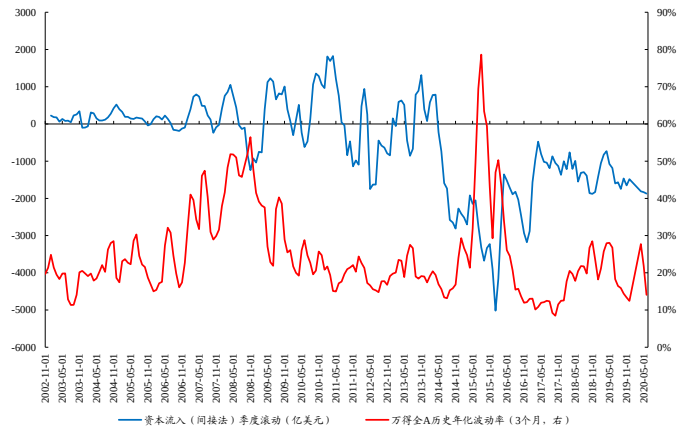
“热钱”的流入对于 A 股市场风格的影响不容忽视，但我们也不能简单地把热钱理解为某种风格的资金，从历史上看它是多变的。我们发现资本流入（我们暂定义为热钱，存在一定误差）也是影响 A 股市场风格的一股主要力量，从整体上看“热钱”的流入对于 A 股市场风格的影响在滞后三期时最为明显；但这种影响并非一成不变，通过相关系数的计算我们发现：在 2008 年下半年之前“热钱”流入与成长风格负相关（相关系数-0.51），而 2008 年下半年到 2019 年 3 月“热钱”流入则与成长风格正相关（相关系数 0.53），到了 2019 年 3 月之后这种关系又发生了改变（相关系数-0.70），**我们认为这种相关性变化的背后其实反映了“热钱”中不同类型资金的偏好变化。同时我们发现“热钱”无论是大幅流入或者流出都会加大 A 股的波动率。**

图25： “热钱”对于 A 股市场风格的影响不容忽视



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26： “热钱”大幅流入或流出都会加大 A 股波动率



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 交易型资金将成为市场波动的重要来源

从整体上看，随着资本账户的不断开放，外资对于 A 股市场的边际定价权在不断上升。但如果进一步对外资中的北上资金进行拆分，我们会发现交易型资金相比于配置型资金的边际定价能力更强，将成为市场波动的重要来源。

4.2.1、 交易型资金的活跃度更高，边际定价能力更强

根据已有的数据分析，我们可以看到：

（1）2019 年 4 月中旬（我们目前能获得最新的托管数据）以来，北上交易型资金出现周度净流入和净流出的比例相当，北上配置型资金出现净流入的比例显著高于净流出的比例；

（2）当北上交易型资金净流入或净流出超过 30 亿时，陆股通整体净买入的波

动会放大，而北上配置型资金净流入/流出超 30 亿时，陆股通整体净买入的波动变化并不显著。如果我们认为，考察的时间段内北上交易型资金和配置型资金的行为能够代表陆股通开放以来北上交易/配置型的行为，那么我们可以得到以下推论：

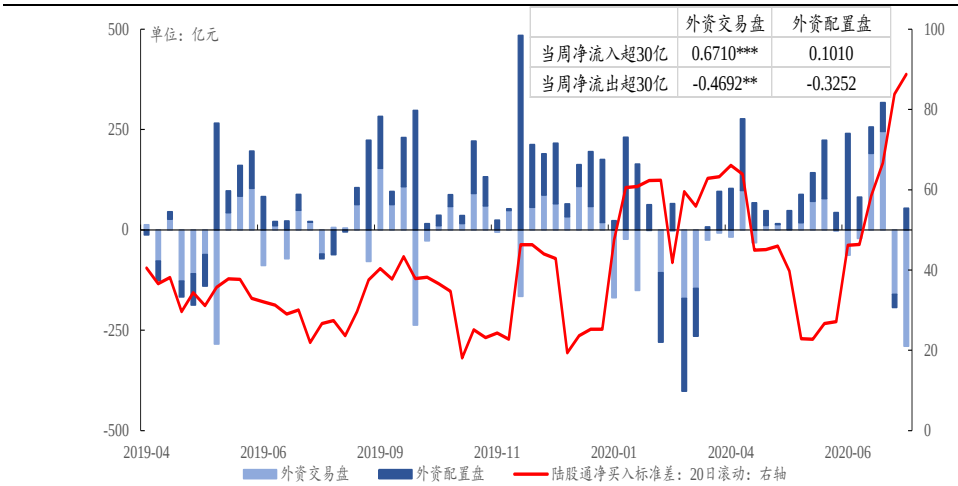
当北上整体呈现周度净流出时，我们认为，此时北上交易型资金可能占主导地位；当陆股通净买入的波动放大时，可能有交易型资金的大幅净买入/卖出行为。这意味着：在历史上，当我们同时看到陆股通净买入的波动放大且北上整体出现较大幅度净流出时，这背后大概率是交易型资金整体较为活跃。

表1：2019 年 4 月中旬以来，北上交易型资金周度净流入和净流出的比例相当，北上配置型资金的净流入比例显著高于净流出比例

标题	北上交易型资金		北上配置型资金	
	样本数	占比	样本数	占比
净流入	36	54.55%	54	81.82%
净流出	30	45.45%	12	18.18%
整体	66	100%	66	100%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：考察时间为 20190412-20200724 共计 66 周

图27：当北上交易型资金周度净流入或净流出超过 30 亿时，陆股通整体净买入的波动会放大，而配置型资金的变化并不显著



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：***和**分别表示在 1%和 5%显著性水平下显著

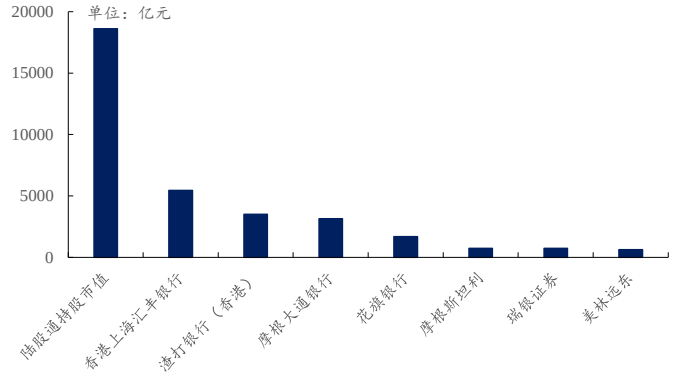
4.2.2、 交易型资金往往打响风格切换第一枪

从北上资金的托管席位来看，主要托管于汇丰、渣打、摩根大通银行、花旗银行、摩根斯坦利、瑞银证券以及美林远东等 7 家机构。其中，前四家机构为外资银行，在我们的划分体系中为外资配置型资金的托管席位，而后三家被划分为外资交易型资金，也是我们在报告《神秘的力量：北水中的暗流》中重点讨论的 7 月以来的北上主要增量资金。通过对比这两类资金的风格我们发现：

一方面，他们和外资配置/交易盘的整体风格较为相似；另一方面，交易型投资者整持仓风格相对于配置型投资者的持仓风格更加偏向于成长，而 7 月以来正是该类交易型投资者打响了风格切换的第一枪。我们认为，其背后的逻辑是：**配置型投资者是 A 股整体风格的奠基石，而交易型投资者的行为更有边际定价能力，他们会与配置型投资者形成合力，打响风格切换的第一枪。**这一点也可以从历史上得到印证：我们观察到自 2018 年以来，除 MSCI 和富时指数权重调整外，**交易型资金的大幅流**

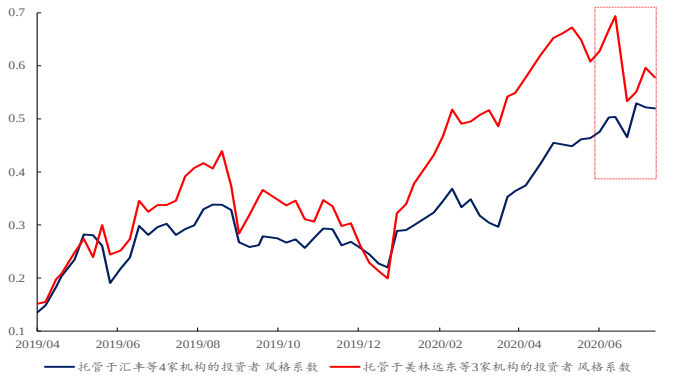
入流出往往会开启或者强化某一风格。

图28：陆股通主要托管于汇丰、渣打以及摩根大通银行等 7 家机构



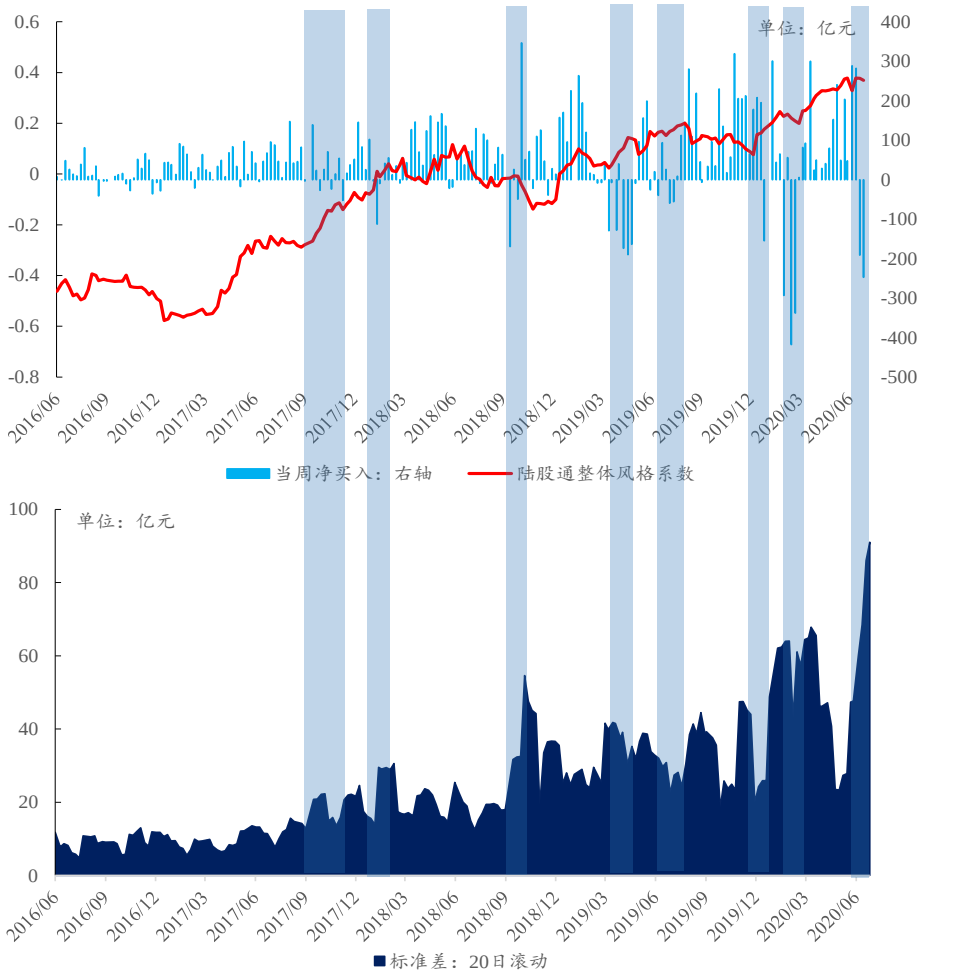
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：托管于摩根斯坦利等三家机构的交易型投资者整持仓风格 7 月以来发生明显变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：北上资金的大幅波动往往会开启或者强化某一风格

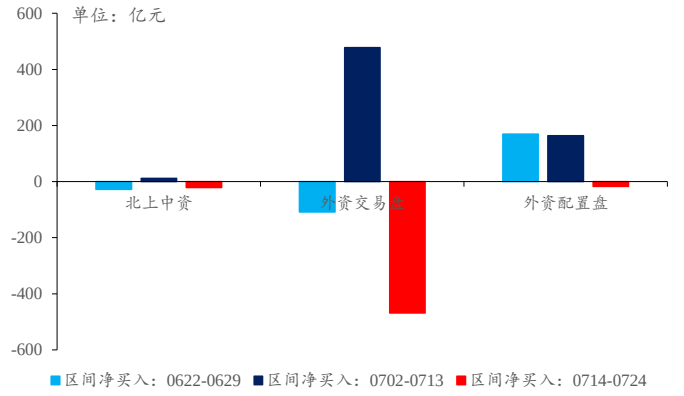


数据来源：Wind、开源证券研究所

更进一步地思考，交易型资金主导波动和风格变化的现象背后我们认为主要是由于：（1）本轮交易型资金出现的风格漂移前所未有，甚至与传统交易风格都不相同；（2）我们从换手率对比上可以发现：**交易型资金本身就比配置型更为活跃；**（3）**交易型资金相比于配置型而言更注重短期获利。**我们通过（北上持仓市值/北上累积

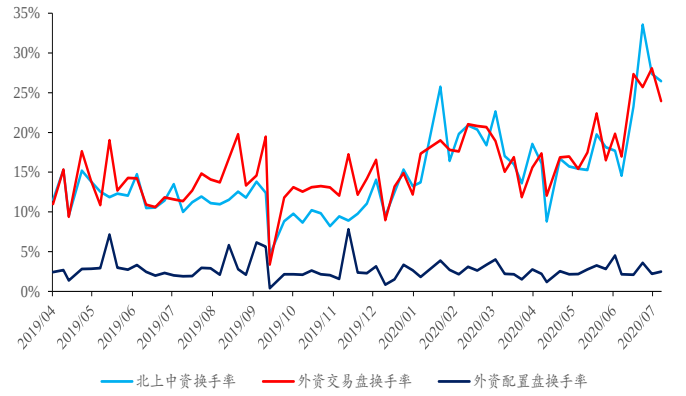
净买入-1）计算北上累积收益率发现： 2017 年底以来，每当北上累积收益率的达阶段高点后，往往伴随着市场较大的波动和北上净流出，如果 2018 年之后市场波动主要由北上交易型资金造成，那么这种现象证明了**交易型资金相比于配置型而言更注重短期获利**，因此其推升市场的作用要比配置型资金更为直接和迅速，而这种波动很有可能就会使得风格发生切换。

图31：7 月初，北上交易盘打响了风格切换的第一枪，但 7 月 14 日以来北上交易盘大幅净流出



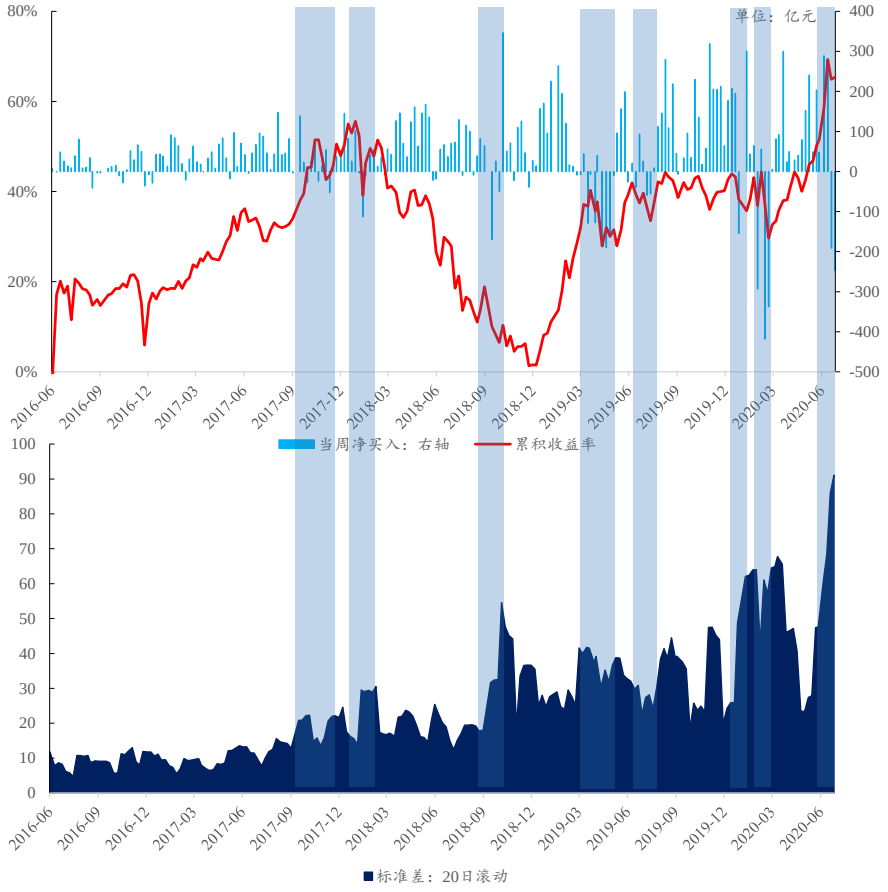
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：北上交易型资金的换手率常常高于配置型资金



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：换手率依据持股量变动的绝对值与上一期持股数量之比计算

图33：2017 年底以来，北上累积收益率的达阶段高点后，往往伴随着市场较大的波动和北上净流出



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：累积收益率=北上持仓市值/北上累积净买入-1

5、 后续的演绎：重构的北上格局

自 2018 年之后北上资金的净买入波动就在不断抬升，尤其是到 2020 年这种波动达到了历史最高位。我们认为这种波动的抬升背后体现的是：一方面随着我国资本市场的开放程度越来越高，外资进出更为方便；另一方面，自 2018 年以来国际形势的不稳定性一直存在，尤其是中美贸易摩擦不断，导致外资波动加剧；第三，我们发现尽管配置型资金是市场配置与风格的奠基石，主导市场波动和风格变化的是注重于短期获利的交易型资金，这也在 2018 年之后更为明显。

但这一次的波动达到历史最高位却不能以往常的基本面变化或者中美摩擦加剧来解释，尤其是交易型资金的快速且大幅度的流入流出，同时风格也与以往的北上资金出现明显分化，因此我们认为这一次北上资金中可能出现了与往常均不相同的交易者，而这些交易者的“来去匆匆”很容易让我们联想到“热钱”的涌入和流出，从历史上看 2018 年之后“热钱”与陆股通资金的关系越来越具有同步关系，我们认为这一次北上资金与市场的大开大合背后很有可能就是由“热钱”通过陆股通的渠道进场导致的。而根据我们前文的分析，**这种“热钱”的涌入将会在未来持续出现，与我国资本账户开放的长期趋势形成共振**，主要理由是：

第一， 由于美国经济复苏仍受制于疫情的反复，而流动性危机也已经过去，美元指数大概率步入走弱区间，而美元指数作为国际资本流动的指示器，说明资本流入我国将是未来大概率事件；

第二， 疫情之后，全球流动性“泛滥”使得跨境资本追逐相对安全、高回报的资产，相比之下，A 股的基本面支撑明显要比美股要强，同时以沪深 300 为代表的蓝筹股尚处在估值低位；同时从外资买入占比的特征上看美股已经见顶回落，而 A 股仍有较大的提升空间；

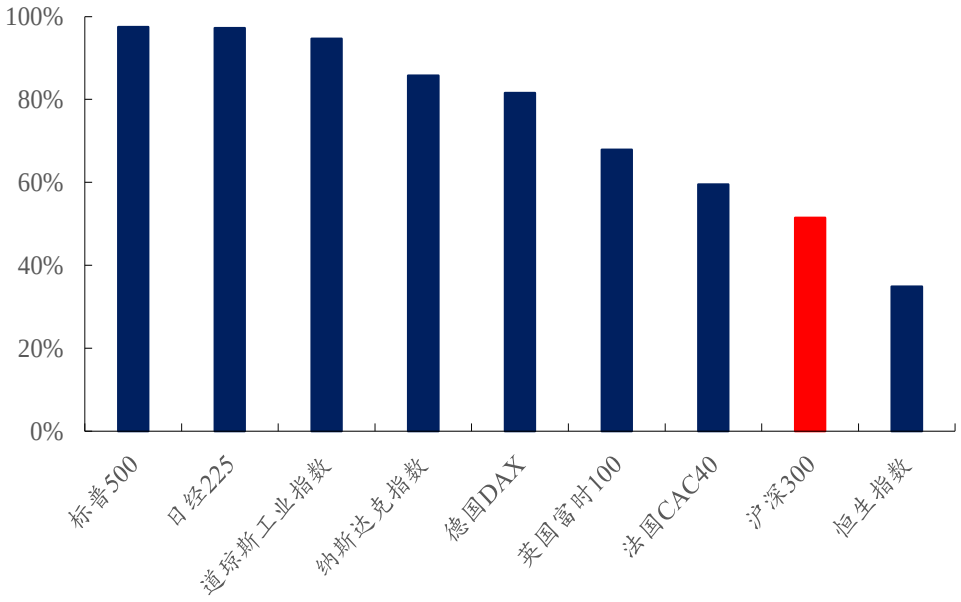
第三， 中美摩擦背景下，中概股回归、去美元化等趋势都将使得此前外流的内资回流。

因此在上述趋势下，我们认为“热钱”重新回流对于 A 股的影响不容忽视，而北上资金中不同风格的参与者也将重构市场对于原先北上资金的风格、交易者结构的认知，从而影响市场的波动与风格。

我们当前能够观察到的这类投资者的行为是：7 月以来，托管于大摩等 8 家机构的**北上增量资金在 7 月 13 日之前主要净买入估值相对较低的顺周期板块**，并**在 7 月 14 日及之后主要净卖出 TMT、医药以及消费等估值较高的板块**，而国内**主动偏股基金在 2020Q2 仍在继续抱团医药生物、电子以及食品饮料等高估值成长板块**。这种明显的分化说明相比于更为拥挤的高估值成长板块，这类投资者更为偏好交易结构更为良好同时估值低的顺周期板块，同时从全球主要股指的估值分位数来看，截至 2020 年 7 月 27 日，**沪深 300 指数在全球主要股指中仍具有估值优势**，这也许预示着“热钱”正在涌入全球权益资产的估值“洼地”。

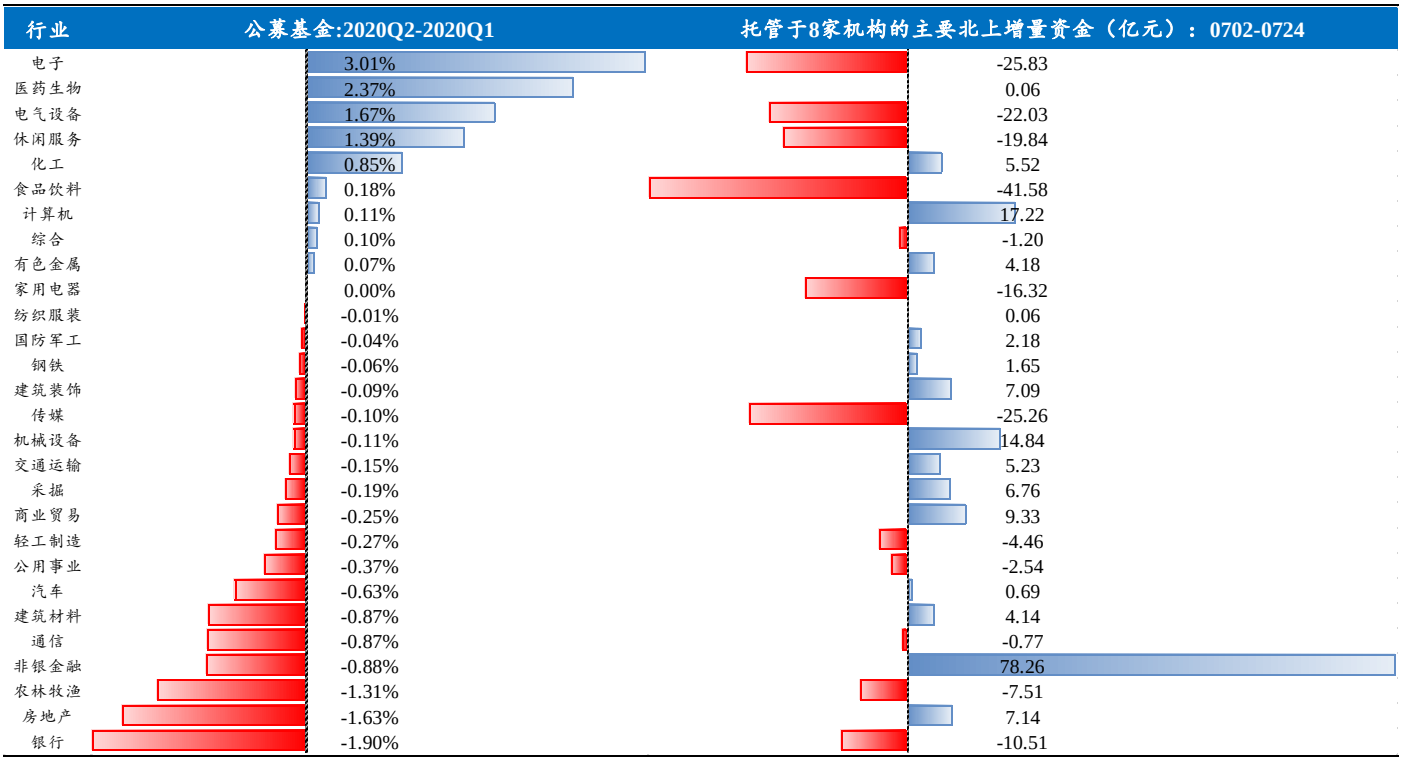
我们认为，基本面将是影响市场全体参与者的长期稳态因素。因此，**A 股专业的机构投资者应该从配置上为迎接“远方来客”做好准备：衡量当下所有资产的风险与收益比。**

图34：从估值分位数来看，沪深 300 指数在全球主要股指中具有估值优势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2020Q2 主动偏股基金仍在抱团，但 7 月以来托管于大摩等 8 家机构的北上增量资金主要净买入估值相对较低的顺周期板块，部分卖出高估值成长板块



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：8 家机构分别法国巴黎证券、瑞士信贷证券、摩根大通、美林远东、摩根斯丹利、瑞银证券、法国兴业证券以及高盛等，具体见报告《神秘的力量：北水中的暗流》

6、 风险提示

测算误差；美元指数大幅走强；中美摩擦超预期恶化

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R2（中低风险），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C2、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C2、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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835