

相关研究

《数字金融：数字与金融交融发展，谱写高质量发展新篇章》2024.04.01

《蓄能》2024.03.29

《对比海外，如何看 A 股被动投资崛起？》2024.03.18

如何分辨北上资金构成？

——解析外资行为系列 1

投资要点：

- **核心结论：**①北上资金并非对应纯粹的长线外资，基于陆股通托管商数据可拆分出中资机构托管资金，其历史流向与北上资金整体存在明显差异。②进一步根据每一笔资金交易行为区分两类外资：历史交易偏长线配置的稳定型外资，占陆股通总规模 68%；以及偏短线投机的灵活型外资，占比 26%。③近期资金动向显示：2024 年春节前中资托管资金流入 A 股较多，节后稳定和灵活型外资接力成为北上资金流入的主要来源。
- **当前环境下辨别外资属性愈发重要。**23/08 以来外资流入 A 股的长期趋势暂缓，此时辨别增量资金属性变得愈发重要。自 2014 年陆股通开通以来，近十年时间里北上资金长期呈现稳定增持 A 股的趋势，但北上资金并不完全等同于海外的长线配置外资。23 年 8 月以来至 24 年 1 月 A 股面临罕见的北上资金持续净流出，过去长期稳定配置 A 股的增量资金一度缩减，在此背景下辨别陆股通资金的属性变得愈发重要。不同时期净流入 A 股的陆股通资金属性可能存在较大差异。从 21 年末开始监管对内地资金的陆股通交易限制举措愈加严格，因此对应时期这部分内地资金出现了较显著的波动。除此之外，24 年 2-3 月 A 股外资回补，期间北上资金累计净流入约 820 亿元，观察该时期不同阶段陆股通净流入的行业结构，也可以发现对应时期的北上资金属性可能存在差异，因此，为了更全面地跟踪外资，有必要对不同属性的陆股通资金做进一步区分。
- **基于港交所托管机构数据拆分三类北上资金。**同一托管商背后的资金属性和特点或具有相似性。从托管机构的需求端来看，投资者往往倾向于选择单个或少数托管机构，与少数托管商保持长期稳定的关系。从供给侧来看，托管机构自身往往瞄准特定群体进行差异化服务，最终不同属性的资金会分别选择业务优势与自身投资需求相对应的托管机构。因此我们在本文假设同一家托管机构背后的各个资金属性和交易逻辑可能是大致类似的，进而可以借助每一笔托管机构的历史资金流数据对北上资金进行拆分。进一步来看，我们采用“两步法”将北向资金拆分为三大类资金。我们第一步先根据托管机构总部所在地来区分北向资金中的中资机构托管资金、外资机构托管资金，第二步计算剩余 48 家外资托管机构的历史资金交易行为，并采用“交易频繁度”为指标依据来区分交易逻辑偏长线 and 短线的外资。
- **三类北上资金存量规模和近期流向存在明显差异。**目前陆股通整体持股规模约为 2.1 万亿元，其中稳定型外资是陆股通的主要构成部分，其持股规模 1.4 万亿元、占据整体陆股通资金的 68%，而香港上海汇丰银行占据稳定型外资规模的近 44%；灵活型外资持股规模约 5500 亿元、占整体陆股通资金比重近 26%；在近两年监管的限制举措下中资托管资金持股金额目前已缩减至约 1400 亿元、占比仅约 6%，而中银国际证券占中资托管资金体量的 64%。2024 年春节后稳定和灵活型外资是北上资金净流入的主要来源。中资托管资金在 2024 年 1 月至春节前是北上资金里净流入的主要来源，但 2024 年春节后该类资金流入逐渐放缓；而剩余两类北上资金在 1 月时一度净流出，直至 2 月才开始逐渐回流 A 股，春节后逐渐代替中资托管资金成为本轮北上流入的主力。
- **风险提示：**部分资金数据为估算值，与真实情况或有出入。

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wvx12750@haitong.com

证书:S0850521070001

分析师:余培仪

Tel:(021)23185663

Email:ypy13768@haitong.com

证书:S0850523040002

目 录

1. 当前环境下辨别北上资金属性愈发重要	4
2. 基于港交所托管机构数据拆分三类北上资金	5
3. 三类北上资金存量规模和近期流向存在明显差异	7

图目录

图 1	23/08 前外资长期稳定净流入 A 股.....	4
图 2	24/02-24/03 北上资金明显回流.....	4
图 3	21 年末开始中资机构托管的陆股通资金缩减.....	5
图 4	2024 年不同时期陆股通净流入的行业结构存在差异	5
图 5	海外调研显示客户认为汇丰银行监管支持业务占优	5
图 6	海外调研显示摩根大通更擅长客户报告定制化业务	5
图 7	构建交易频繁度的指标公式	6
图 8	不同陆股通资金的存量规模分布特征	7
图 9	24 年春节前后北上资金流入结构存在差异	7
图 10	24 年春节后中资托管资金流入放缓	8
图 11	24 年 2 月以来外资开始逐渐回流.....	8

近段时间以来 A 股北上资金交易持续出现一定程度的波动，与投资者印象里专注长线配置的外资投资模式呈现了较大的差异。其实外资的构成错综复杂，除了擅长长期价值投资的资金外，还有追求短线套利机会的投机型资金。此外，陆股通交易中也存在部分内地资金，针对这一现象证监会也曾多次出台相应的监管举措。那么该如何区分 A 股中北上资金的构成？本篇专题对此进行分析。

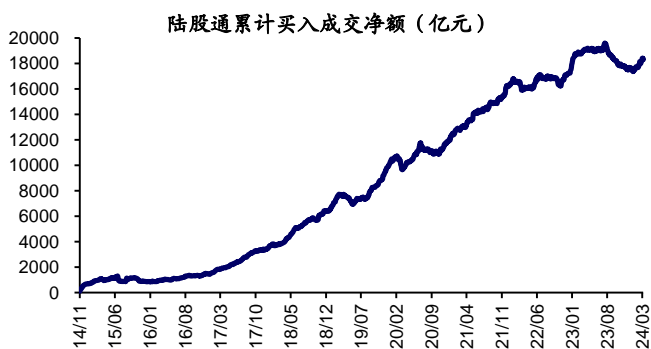
1. 当前环境下辨别北上资金属性愈发重要

23/08 以来外资流入 A 股的长期趋势暂缓，此时辨别增量资金属性变得愈发重要。

自 2014 年陆股通开通以来，近十年时间里北上资金长期呈现稳定增持 A 股的趋势，尽管 2018 年开始全球地缘政治因素波谲云诡，但拉长长时间看外资依然整体净流入 A 股，长此以往北上资金逐渐给市场留下了长线价值投资的印象。那么北上资金是否完全等同海外的长线稳定配置型资金？实则不然，A 股北上资金的构成其实错综复杂，除了市场印象中的长线配置的稳定外资，也存在专注短期投机交易的海外灵活资金，此外还有通过陆股通渠道北上的内地资金。此前监管部门已对内地资金通过陆股通渠道绕道北上的情况较为关注，21 年 12 月证监会就修改《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》公开征求意见，着重对内地投资者返程交易行为作出规范；22 年 6 月证监会宣布 7 月起禁止香港的证券经纪为内地投资者在境外新开通沪深股通交易权限，同时对已开立境外账户的存量内地投资者设置了一年过渡期安排。综合来看，陆股通渠道背后的资金属性其实存在较大差异。23 年 8 月以来至 24 年 1 月 A 股面临罕见的北上资金持续净流出，过去长期稳定配置 A 股的增量资金一度缩减，在此背景下辨别陆股通资金的属性变得愈发重要。

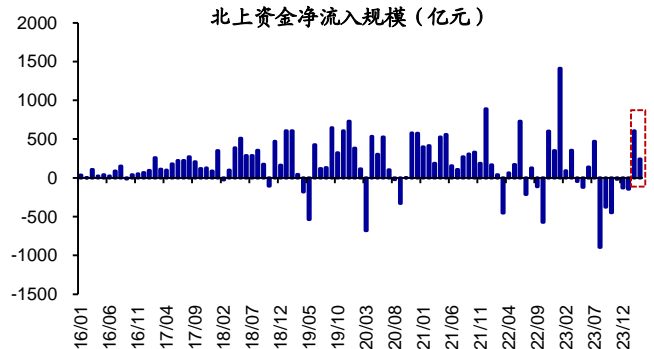
不同时期净流入 A 股的陆股通资金属性可能存在较大差异。如前所述，从 21 年末开始监管对内地资金的陆股通交易限制举措愈加严格，因此对应时期这部分内地资金出现了较显著的波动。由于内地资金在进行陆股通交易时可能更倾向于熟悉且便利的中资机构作为陆股通交易的托管商，因此我们以中资托管商的资金数据来作为侧面观察这部分资金流向的代理指标，可以发现从 21 年末开始至 23 年年中期间中资机构托管的资金出现萎缩，与同时期陆股通整体的净流入趋势形成了较明显的背离，也即该时期净流入 A 股的陆股通资金可能主要以海外资金为主。除此之外，24 年 2-3 月 A 股外资明显回补，期间北上资金累计净流入约 820 亿元，观察该时期不同阶段陆股通净流入的行业结构，也可以发现对应时期的北上资金属性可能存在差异。对此我们拆分了两个阶段的北上资金数据，分别是 1/20 北上开始回流以来至 2 月底、以及 3 月整月这两个时间段，其中 1/20-2/29 期间北上主要流入指数权重行业，如银行、餐饮、电子、非银等；3 月期间北上主要净买入白马成长板块，例如电新、餐饮、电子、家电和汽车，可见前述这两个时期流入 A 股的陆股通背后资金对行业板块偏好不尽相同。因此，为了更全面地跟踪外资，有必要对不同属性的陆股通资金做进一步区分。

图1 23/08 前外资长期稳定净流入 A 股

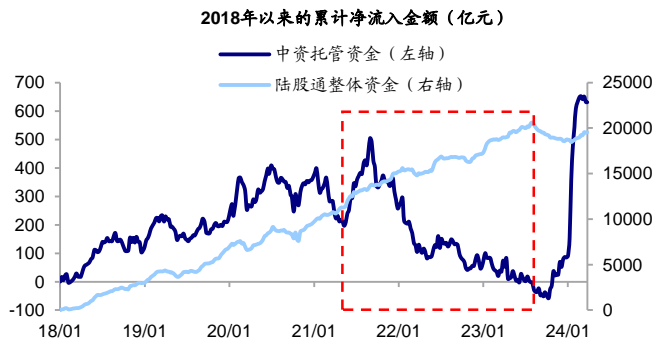


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2024/03/28

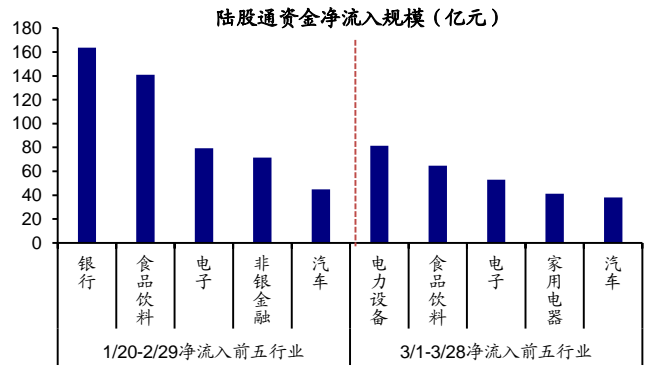
图2 24/02-24/03 北上资金明显回流



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2024/03/28

图3 21年末开始中资机构托管的陆股通资金缩减


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024/03/28

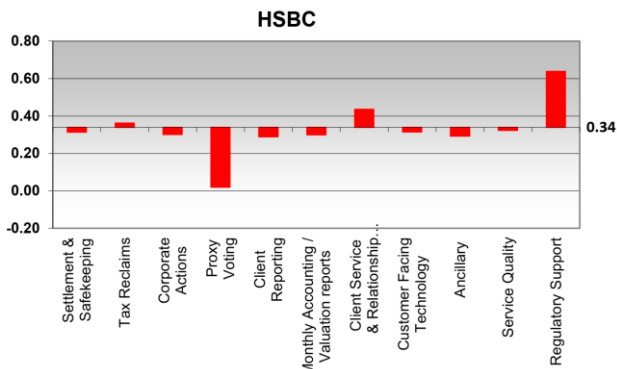
图4 2024年不同时期陆股通净流入的行业结构存在差异


资料来源: Wind, 海通证券研究所

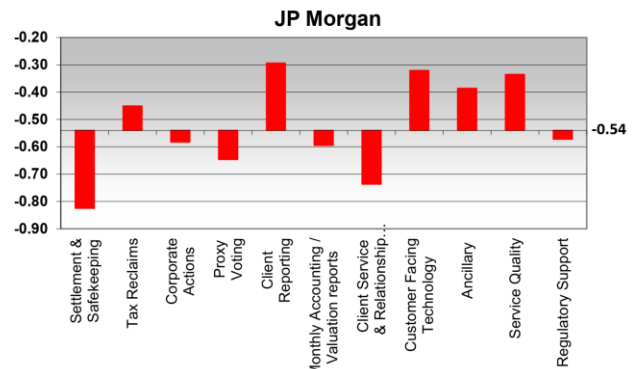
2. 基于港交所托管机构数据拆分三类北上资金

前文中我们分析当前A股环境下辨别陆股通资金属性的必要性提升,值得说明的是,目前可用于进一步拆分陆股通资金的公开数据较少,其中港交所的中央结算及交收系统(CCASS)是少数可以提供更加细化的底层数据的平台。投资者在参与陆股通交易时,并非直接通过交易所渠道进行股票买卖,而是需要于港交所的中央结算及交收系统开设投资者户口,并通过中国香港经纪商(托管机构)的渠道提交买卖委托后,间接参与A股市场的股票买卖与交收。因此通过每日跟踪港交所中央结算系统公布的不同托管商持有股票标的与持股量,便可以收集得到各个托管机构背后汇总的资金流向。

同一托管商背后的资金属性和特点或具有相似性。从托管机构的需求端来看,投资者往往倾向于选择单个或少数托管机构,与少数托管商保持长期稳定的关系。根据 FOW 援引 Global Investor 的调研结果,将近 50% 的全球主要投资机构仅选择一家或两家托管机构,主要源于在投资者眼中不同托管商的特点和优劣势较为鲜明,因此不同需求的客户资金往往会选择特定的机构。从供给侧来看,托管机构自身往往瞄准特定群体进行差异化服务,例如 R&M Surveys 调研结果显示投资者认为汇丰银行以提供监管支持服务见长,而摩根大通强项在于其客户报告、技术等定制化服务。因此,最终不同属性的资金会分别选择业务优势与自身投资需求相对应的托管机构。根据 Global Investor, 汇丰银行经纪业务 2019-2023 年按资产规模加权的平均表现得分为 7.2 分、简单算术平均得分为 6.1 分、摩根大通得分分别为 7.1 分、5.9 分,更高的资产加权得分表明前述这些机构更善于服务大客户的资金,而瑞士百达(资产加权得分 5.7 分、简单算术平均得分 6.3 分)、北美信托(5.5 分、5.6 分)等机构的简单算术平均分更高,表明他们或更受小资金体量的客户青睐。综上所述,托管资金属性和托管经纪商在一定程度上存在相互对应关系,因此我们在本文假设同一家托管机构背后的各个资金属性和交易逻辑可能是大致类似的,进而可以借助每一笔托管机构的历史资金流数据对北上资金进行拆分。

图5 海外调研显示客户认为汇丰银行监管支持业务占优


资料来源: R&M Surveys, 海通证券研究所, 注: 数据为 2022 年

图6 海外调研显示摩根大通更擅长客户报告定制化业务


资料来源: R&M Surveys, 海通证券研究所, 注: 数据为 2022 年

表 1 2019-2023 年海外托管机构经纪业务的总体表现得分

加权方式	时间	2019	2020	2021	2022	2023	平均值
按资产管理规模加权得分	汇丰银行	7.3	7.1				7.2
	摩根大通	7.5	7.0	6.8			7.1
	美国纽约梅隆银行	6.8	6.6				6.7
	花旗银行	6.4	6.4	6.2			6.3
	瑞士百达	5.6	5.7	5.6	5.5	6.0	5.7
	北美信托	5.7	5.3				5.5
	法国巴黎银行	4.6	5.1	5.2	4.7	4.9	4.9
	加拿大皇家银行	5.2	4.3	4.4	5.5		4.8
简单算术平均得分	汇丰银行	6.1	6.0				6.1
	摩根大通	6.0	5.7	5.8			5.9
	美国纽约梅隆银行	5.5	5.9				5.7
	花旗银行	5.6	5.8	5.7			5.7
	瑞士百达	6.4	6.4	6.2	6.2	6.3	6.3
	北美信托	5.6	5.6				5.6
	法国巴黎银行	5.2	5.5	5.9	5.7	5.5	5.6
	加拿大皇家银行	6.3	6.2	6.6	6.7		6.4

资料来源：FOW，Global Investor，海通证券研究所

采用“两步法”将北向资金拆分为三大类资金。首先，我们统计了港交所公布的 2018 年以来共 215 家在中国香港的经纪商机构，对于不同的托管商机构，我们第一步先根据托管机构总部所在地来区分北向资金中的中资机构托管资金、外资机构托管资金。具体来看，215 家经纪商中属于中资机构的有 167 家（其中 99 家港资及 68 家大陆内资），如前文分析，这部分机构托管的资金来源或主要是内地资金。

接着，我们计算剩余 48 家外资托管机构的历史资金交易行为，并以此为依据来区分交易逻辑偏长线 and 短线的外资。参考相关学者的研究方法，我们采用“交易频繁度”（Trade Frequency，计算方式为某一机构在某一时期累计购买和累计卖出资产净额的最小值与上一期持有资产总额的比值）指标对外资托管资金再进行区分。在对外资进行研究时，市场会习惯性将外资分为两类：一类是偏投机、套利性的灵活交易资金，这类资金的操作模式往往偏短期交易；而另一类是偏长线、配置型的稳定型资金，这类资金的交易频率偏低、且短期内交易方向的一致性较强。基于以上逻辑，我们计算各机构 18-24 年（数据截至 24/03/28）周度交易频繁度的中枢值后从小到大排序，排名靠前的机构为“稳定型外资”，排名靠后的机构为“灵活型外资”。

图7 构建交易频繁度的指标公式

$$TF_buy_{k,t} = \sum_{i=1}^{N_k} |(N_{k,i,t} - N_{k,i,t-1})P_{i,t}| I(N_{k,i,t} > N_{k,i,t-1})$$

$$TF_sell_{k,t} = \sum_{i=1}^{N_k} |(N_{k,i,t} - N_{k,i,t-1})P_{i,t}| I(N_{k,i,t} \leq N_{k,i,t-1})$$

$$TF_{k,t} = \frac{\min(TF_buy_{k,t}, TF_sell_{k,t})}{\sum_{i=1}^{N_k} N_{k,i,t-1} P_{i,t-1}}$$

资料来源：Gaspar（2005），Yan and Zhang（2009），刘京军和徐浩洋（2012），海通证券研究所，注：N 表示持有个股，P 表示个股股价，k 代表机构，t 表示周度时间，I 表示示性函数

3. 三类北上资金存量规模和近期流向存在明显差异

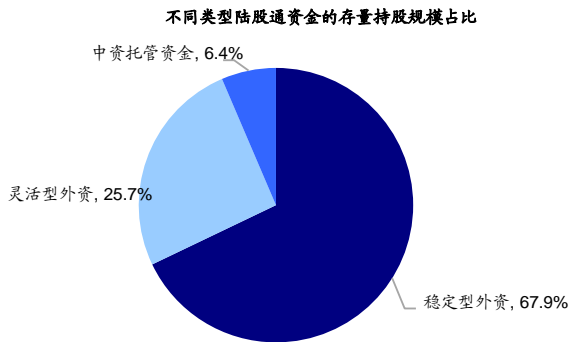
目前稳定外资：灵活外资：中资托管资金存量规模比例大约为 10：4：1。根据前述的两步拆分方法，从拆分完的北上资金存量规模对比来看，目前（截止 2024/03/28，下同）陆股通整体持股规模约为 2.1 万亿元，其中稳定型外资是陆股通的主要构成部分，其持股规模 1.4 万亿元、占据整体陆股通资金的 68%，灵活型外资持股规模约 5500 亿元、占整体陆股通资金比重近 26%，稳定型和灵活型外资两者的合计占比超过 90%，即存量视角看这两类资金贡献了陆股通资金的绝大部分规模。而如前所述在近两年监管的限制举措下中资托管资金持股金额目前已缩减至约 1400 亿元、占比仅约 6%。

从具体托管商来看，有两个机构在各自资金分类中占据了较大的比重：一个是归类为稳定型外资的香港上海汇丰银行，其目前托管的资金持股金额超 6000 亿元，占据稳定型外资规模的近 44%，在整体陆股通存量资金中的占比约为 30%；另一个则是归类为中资托管资金的中银国际证券，截止 23Q3 时该托管商对应的资金持股规模仅 30 亿元、占据对应时期中资托管资金不到 5%的体量，但其目前托管的资金持股金额接近 900 亿元，占中资托管资金体量的 64%。

2024 年春节后稳定和灵活型外资是北上资金净流入的主要来源。从近半年前述三类陆股通资金的边际变化来看，2023 年 8 月开始直至 2024 年 1 月，A 股北上资金累计净卖出额逾 2200 亿元，这其中稳定型和灵活型的外资净流出规模均超过 1000 亿元，而相同时期中资托管资金流向则出现了明显背离，23/08-24/01 期间累计净流入 500 亿元。

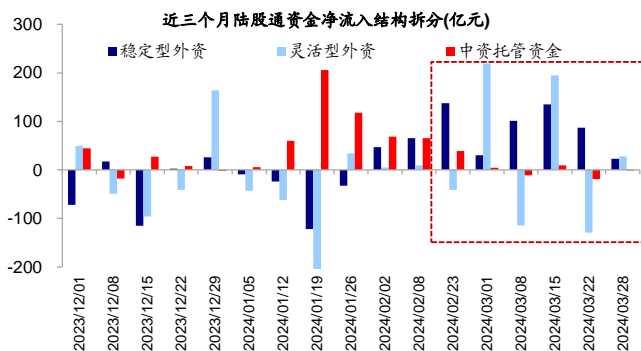
近期最新的资金动向显示这三类北上资金交易行为差异仍在延续：其中，中资托管资金在 2024 年 1 月至春节前是北上资金里净流入的主要来源，但 2024 年春节后该类资金流入逐渐放缓；而剩余两类北上资金在 1 月时一度净流出，直至 2 月才开始逐渐回流 A 股，春节后逐渐代替中资托管资金成为本轮北上流入的主力，其中稳定型外资的流入趋势更加稳健，而灵活型外资周度的交易方向变化较大。整体来看，春节后至今（截至 2024/03/28）三类北上资金累计净流入规模大致分别为：稳定型外资净流入 500 亿元、灵活型外资 100 亿元、中资托管资金 20 亿元。

图8 不同陆股通资金的存量规模分布特征



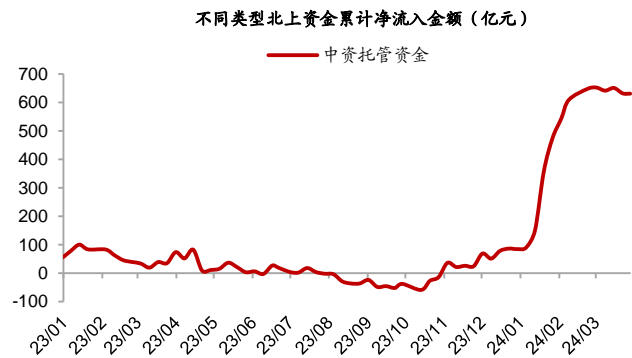
资料来源：HKEX，海通证券研究所，数据截至 24/03/28

图9 24 年春节前后北上资金流入结构存在差异



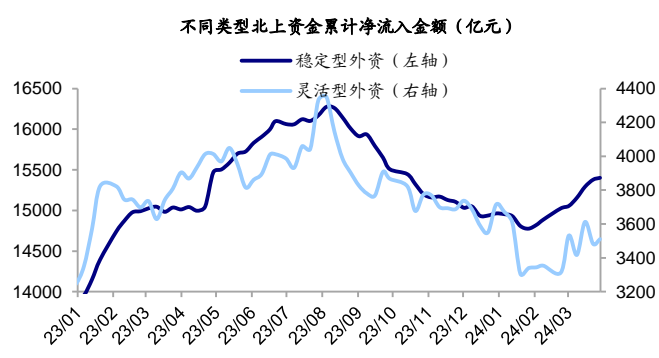
资料来源：Wind，HKEX，海通证券研究所，数据截至 24/03/28

图10 24年春节后中资托管资金流入放缓



资料来源: Wind, HKEX, 海通证券研究所, 数据截至 24/03/28

图11 24年2月以来外资开始逐渐回流



资料来源: Wind, HKEX, 海通证券研究所, 数据截至 24/03/28

风险提示: 部分资金数据为估算值, 与真实情况或有出入。

信息披露

分析师声明

吴信坤 策略研究团队
余培仪 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。