股票市场研究系列之二

宏观专题研究报告

南下资金“全景”分析

年初至今，港股震荡下行、南下资金却持续买入，内地投资者为何不断增持港股，又是哪些因素在影响南下资金的流动？本文分析，可供参考。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

- **一问：南下资金投资者结构如何？以险资、公募等机构投资者为主**

随着内地与香港互联互通的推进、港股通标的的扩容，港股通已成为内地投资者配置港股最主要的渠道。2014 年 11 月、2016 年 12 月沪港通与深港通相继启动，港股通迅速成为港股配置的主力。截至 2022 年 6 月 10 日，港股通累计净买入 2.01 万亿，港股成交额占比也高达 25%。当前港股通可投资标的共 547 支，主要分布在房地产、医疗保健、可选消费等行业。

南下资金投资者以机构为主，其中险资和公募基金占比较高。截至 2021 年末，南下资金中公募基金持股市值占比为 33.24%，其他机构投资者中，保险资金或为投资主力军。根据港交所公布的数据，2018 年港股内地投资者中机构交易占比已高达 55.7%，个人投资者占比仅 28.0%。考虑到个人投资者较高的换手率、及近些年的机构化趋势，机构投资者持股占比或将更高。

- **二问：为何资金要南下？多元化配置、“新经济”红利、低估值优势**

多元化投资配置、分享“新经济”红利和挖掘低估值资产是资金南下的主要驱动力。1）港股公司多在内地上市，南下资金有信息优势，与 A 股较低的相关性，也使多元化配置策略更加高效；2）以互联网为代表的“新经济”多在港股上市，资金南下是内地投资者分享“新经济”红利的重要方式。3）相较 A 股市场，港股市场的“低估值”优势，也对南下资金构成吸引。

当下，南下资金超配能源、信息技术、可选消费等行业，对低市盈率、行业龙头和 AH 股也有一定偏好。1）从行业来看，南下资金行业间配置多元且相对平衡，对信息技术、可选消费、医疗保健等“新经济”适当超配；2）从规模来看，南下资金偏好行业龙头；3）从估值来看，南下资金超配 PE10 以下个股和 AH 股，这反映了内地投资者对估值具有相对优势个股的挖掘。

- **三问：哪些因素影响南下资金的流动？流动性、相对回报、风险偏好等**

整体而言，市场流动性环境对南下资金有显著影响；流动性相对平稳时，南下资金的行为，会受港股、A 股相对回报的影响。南下资金的流动，实质上是投资者在综合汇率预期、衡量港股、A 股相对投资价值后做出的选择。历史回溯来看，当流动性环境过紧或过松时，南下资金流向将受流动性主导；流动性相对平稳时，南下资金则与恒生指数、上证指数相对走势息息相关。

结构来看，投资资金有着低风险偏好、和对“新经济”的青睐；这使得估值水平、市场风险与中概股表现，往往对南下资金的行为产生影响。1）险资等机构投资者是港股通重要参与者，这类资金倾向在低估值、低风险和高股息率环境下投资，高 AH 股溢价、低市盈率、低 VIX 时，资金大举南下；2）中概股表现、中概股回归也会对偏好“新经济”的部分资金产生影响。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、互联网政策持续收紧超预期

内容目录

一、周度专题：南下资金“全景”分析.....4
1.1、南下资金投资者结构如何？以险资、公募等机构投资者为主.....4
1.2、为何资金要南下？多元化配置、“新经济”红利、低估值优势.....6
1.3、哪些因素影响南下资金的流动？流动性、相对回报、风险偏好等.....10
二、数据跟踪：发达国家市场股债双杀，日元汇率跌至 20 年新低.....12
2.1、权益市场追踪：全球股票市场普遍下跌.....12
2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率普遍上行.....14
2.3、外汇市场追踪：美元指数走强，日元大幅贬值.....14
2.4、大宗商品市场追踪：黑色金属普遍上涨，有色金属多数下跌.....16

图表目录

图表 1：香港市场投资渠道的不断拓展.....4
图表 2：QDII、港股通与 ETF 互联互通的异同.....4
图表 3：近年来，南下资金规模不断扩张.....4
图表 4：当前南下资金成交占比已近港股三成.....4
图表 5：港股通标的需要满足的条件与规则.....5
图表 6：港股通标的数量不断增加.....5
图表 7：港股通标的市值占比已近港股八成.....5
图表 8：公募基金持股市值不断攀升.....6
图表 9：港股内地投资者中机构交易占比显著提升.....6
图表 10：A 股市场个人投资者换手率显著高于机构.....6
图表 11：投资港股的各类公募基金.....6
图表 12：沪深港三市各板块流通市值占比.....7
图表 13：港股上市公司注册地分布情况.....7
图表 14：恒生指数与万得全 A 相关性并不高.....7
图表 15：恒生指数与万得全 A 的历年收益率.....7
图表 16：互联网巨头企业多数在香港上市.....8
图表 17：保险、房地产等行业龙头多在香港上市.....8
图表 18：部分板块龙头多选择在香港市场上市.....8
图表 19：港股各行业市盈率显著低于 A 股.....9
图表 20：各行业 AH 股溢价的中位值.....9
图表 21：AH 股溢价率分布.....9
图表 22：AH 股两地流通市值占比.....9
图表 23：南下资金偏好能源、信息技术、可选消费等.....9

图表 24：南下资金偏好低估值个股.....9
图表 25：南下资金偏好龙头企业与中小市值个股.....10
图表 26：南下资金偏好 AH 股.....10
图表 27：宏观流动性宽松时南下资金买入较多.....10
图表 28：基金发行规模与南下资金正相关.....10
图表 29：南下资金流向与港股 A 股相对表现.....11
图表 30：人民币贬值预期也会对南下资金形成扰动.....11
图表 31：AH 股溢价率与南下资金流向.....11
图表 32：恒生综指市盈率与南下资金净买入.....11
图表 33：市场风险较高时，资金南下速度放缓.....11
图表 34：股息率也是影响南下资金的重要因素.....11
图表 35：中概股走势与南下资金净买入.....12
图表 36：中概股回归提振情绪，南下资金加速回归.....12
图表 37：本周，发达国家股指普遍下跌.....13
图表 38：本周，新兴市场股指普遍下跌.....13
图表 39：本周，美股行业普遍下跌.....13
图表 40：本周，欧元区行业普遍下跌.....13
图表 41：本周，恒生指数大幅反弹.....13
图表 42：本周，恒生行业多数上涨.....13
图表 43：主要发达国家 10 年期国债收益率普遍上行.....14
图表 44：本周，美英德 10 年期国债利率均上行.....14
图表 45：新兴市场国家 10 年期国债收益率多数上行.....14
图表 46：本周，土耳其、巴西 10 年期国债收益率上行.....14
图表 47：本周，美元指数走强.....15
图表 48：本周，欧元、英镑、日元兑美元贬值.....15
图表 49：本周，主要新兴市场兑美元普遍贬值.....15
图表 50：本周，土耳其里拉、雷亚尔兑美元大幅贬值.....15
图表 51：本周，主要发达国家兑人民币普遍贬值.....15
图表 52：本周，美元兑人民币升值.....15
图表 53：本周，大宗商品价格多数上涨.....16
图表 54：本周，WTI 原油价格、布伦特原油价格双涨.....16
图表 55：本周，焦煤、动力煤价格上涨.....16
图表 56：本周，铝价下跌，铜价上涨.....17
图表 57：本周，铜价上涨，通胀预期回升.....17
图表 58：本周，黄金和白银价格上涨.....17
图表 59：本周，黄金价格上涨，美债实际收益率回升.....17

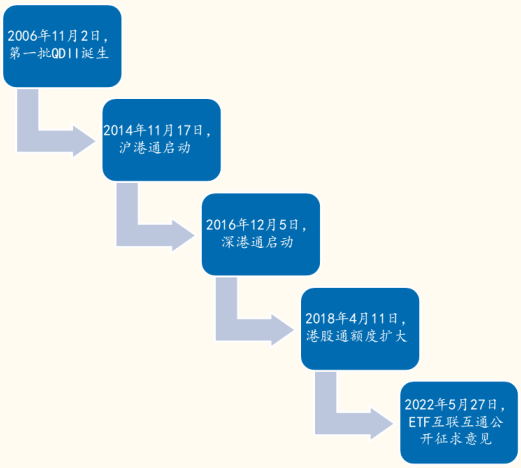
一、周度专题：南下资金“全景”分析

年初至今，港股震荡下行、南下资金却持续买入，内地投资者为何不断增持港股，又是哪些因素在影响南下资金的流动？本文分析，可供参考。

1.1、南下资金投资者结构如何？以险资、公募等机构投资者为主

港股通是我国资本市场逐步开放的重要一环，当下，港股通已经成为内地投资者配置港股的主要渠道。自 2006 年以来，内地投资者投资港股的渠道不断拓宽。2014 年 11 月、2016 年 12 月沪港通与深港通相继启动，丰富了 QDII 以外的投资渠道，南下资金迅速成为配置港股的主力。截至 2022 年 6 月 10 日，港股通累计成交净额高达 20171 亿元，远超 QDII 基金 2022 年一季度 1424 亿元的投资规模。当下，南下资金在港股成交额的占比约 25%。2022 年 5 月 27 日，即将落地的 ETF 互联互通，还将进一步拓宽内地投资者投资港股的渠道。

图表 1：香港市场投资渠道的不断拓展



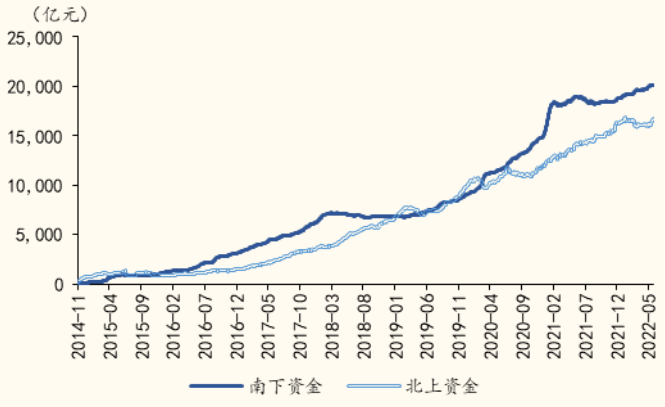
来源：港交所，上交所，深交所，外管局，国金证券研究所

图表 2：QDII、港股通与 ETF 互联互通的异同

	QDII	港股通	ETF互联互通
投资范围	全部港股，也可投资外股	港股通标的	全部港股
额度限制	对外累积投资规模不得超过1575.19亿美元	每日不得超过420亿元	与股票额度一并统计管理
投资方式	投资者通过174家合格境内机构投资者间接投资	前20个交易日日均资产不低于50万元的投资者可开户直接投资	投资者通过ETF间接投资
累计投资规模	1424亿元（基金型）	20171亿元	预计2211亿元
基金数量	172支（1424亿元）	2533支（5139亿元）	预计6支（2211亿元）
监管机构	外管局	证监会、交易所	证监会、交易所
跨境资金管理	资金可留存于当地市场	资金原路返回	资金原路返回
交易币种	港币等	人民币	人民币

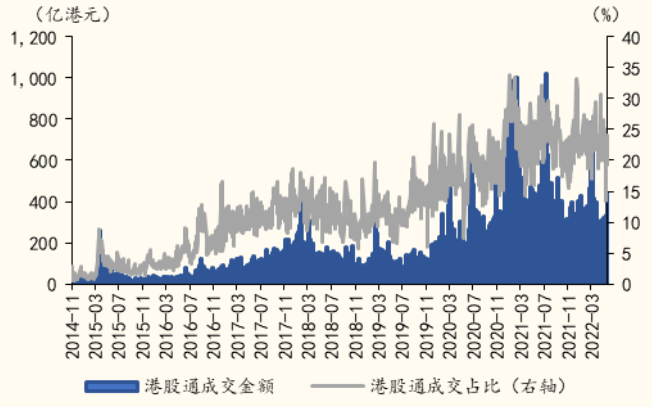
来源：港交所，上交所，深交所，外管局，证监会，国金证券研究所

图表 3：近年来，南下资金规模不断扩张



来源：Wind，国金证券研究所

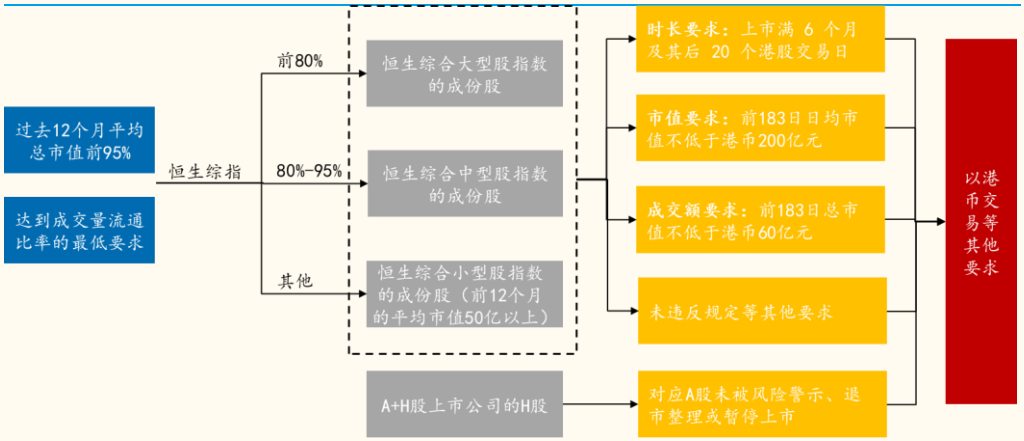
图表 4：当前南下资金成交占比已近港股三成



来源：Wind，国金证券研究所

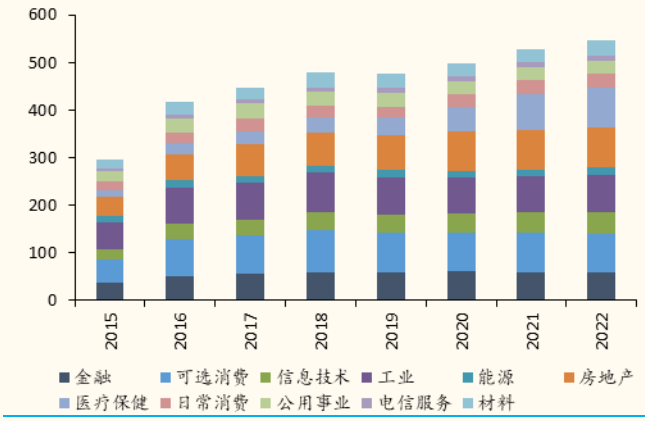
当前港股通共有 547 支投资标的，主要分布在房地产、医疗保健、可选消费等行业。根据《上海证券交易所沪港通业务实施办法》和《深圳证券交易所深港通业务实施办法》，港股通标的需要同时满足以下三项条件：1）恒生综合大型股/中型股成分股，或前 12 个月平均市值 50 亿以上的恒生综合小型股成分股，以及满足一定条件的 A+H 股上市公司 H 股；2）上市时长、市值、成交额等要求；3）以港币交易等其他要求。2015 年以来，港股通标的由 296 支快速扩容至 547 支，虽然标的数量仅占港股 17.5%，但流通市值的占比则高达 77.9%。

图表 5：港股通标的需要满足的条件与规则



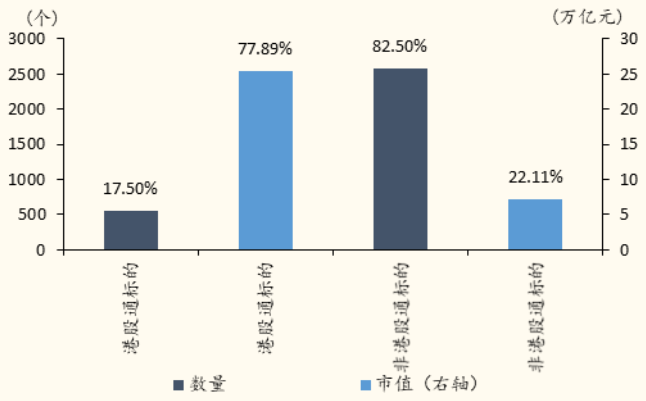
来源：上交所，深交所，国金证券研究所

图表 6：港股通标的数量不断增加



来源：Wind，国金证券研究所

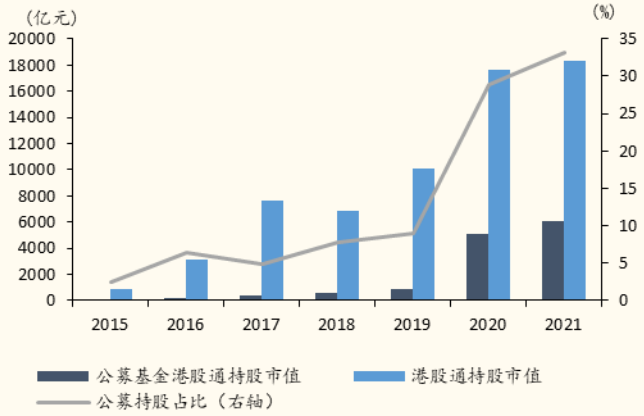
图表 7：港股通标的市值占比已近港股八成



来源：Wind，国金证券研究所

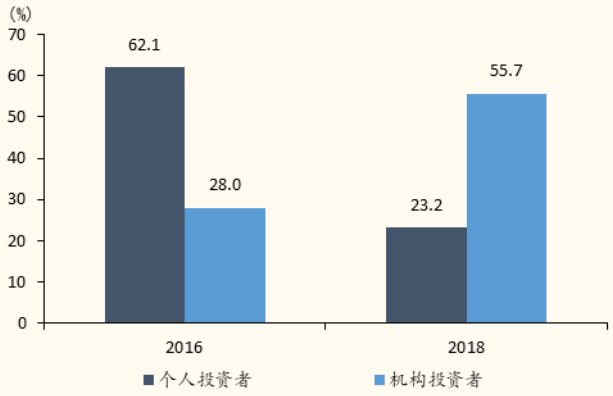
南下资金的投资者以机构投资者为主，其中险资和公募基金占比较高。截至 2021 年，港股通中公募基金持股市值占比为 33.24%，余下的机构投资者中，险资或为投资者主力军。根据港交所发布的《现货市场交易研究调查》，相较 2016 年，2018 年港股内地投资者中机构投资者交易占比显著提升，由 23.2%提升至 55.7%，而个人投资者占比则由 62.1%下降至 28.0%。考虑到个人投资者相对较高的换手率，机构投资者持股市值占比或将更高。现有投资港股的公募中，偏股混合型基金占据半壁江山，而包括 QDII 在内的指数型占比约二成。

图表 8：公募基金持股市值不断攀升



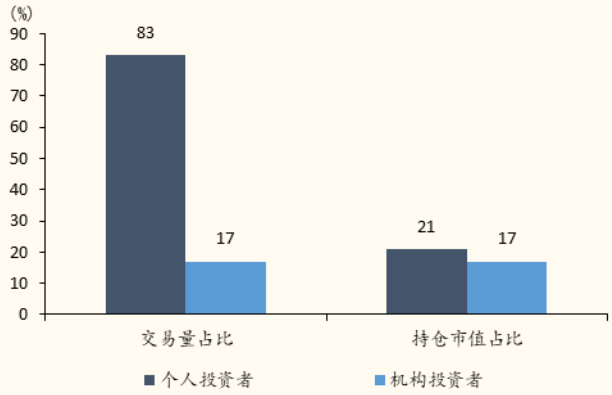
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：港股内地投资者中机构交易占比显著提升



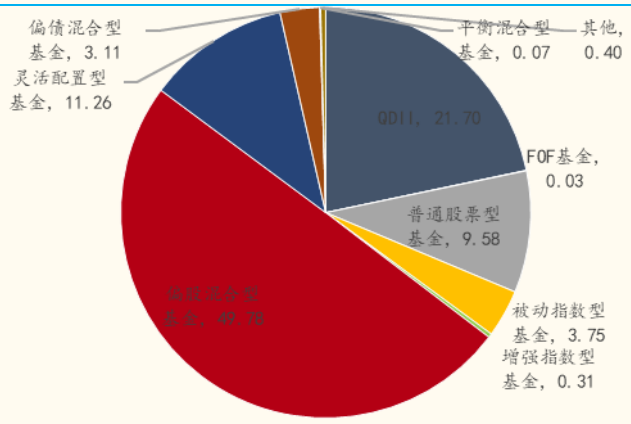
来源：港交所，国金证券研究所

图表 10：A 股市场个人投资者换手率显著高于机构



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：投资港股的各类公募基金

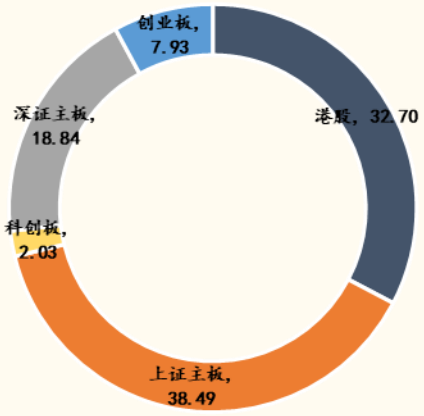


来源：Wind，国金证券研究所

1.2、为何资金要南下？多元化配置、“新经济”红利、低估值优势

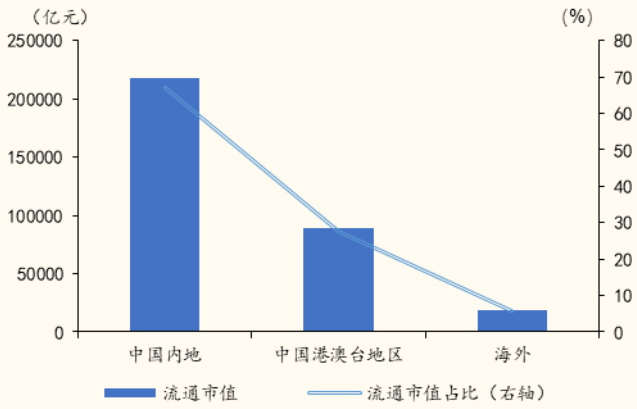
当前港股流通市值高达 32.7 万亿元，与 A 股较低的相关性，使港股投资可以进一步提升资产配置多元性，提高投资组合收益风险比。港股市场是我国股票市场的重要构成，其流通市值占沪深港三市比例高达 32.7%。其中，港股 66.9%的流通市值均由中国内地公司贡献，投资者对其研究具有一定的信息优势。同时，虽然 A 股、港股均与中国经济密切相关，但由于投资者结构、市场结构等微观差异的存在，恒生指数与万得全 A 的走势并不一致，港股通开启以来，两者相关性仅为 13.7%，这使得港股成为了内地投资者丰富投资组合的绝佳资产。

图表 12：沪深港三市各板块流通市值占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：港股上市公司注册地分布情况

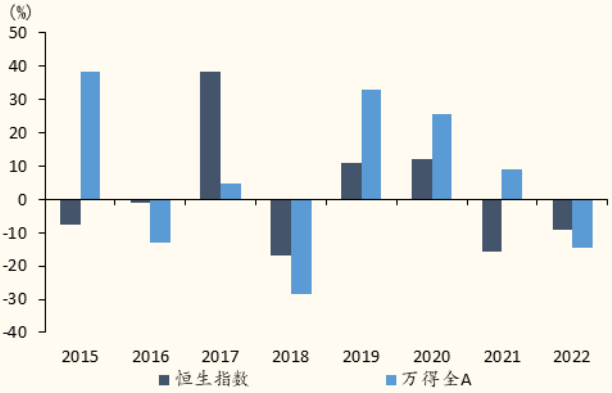


来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：恒生指数与万得全 A 相关性并不高

来源：Wind，国金证券研究所

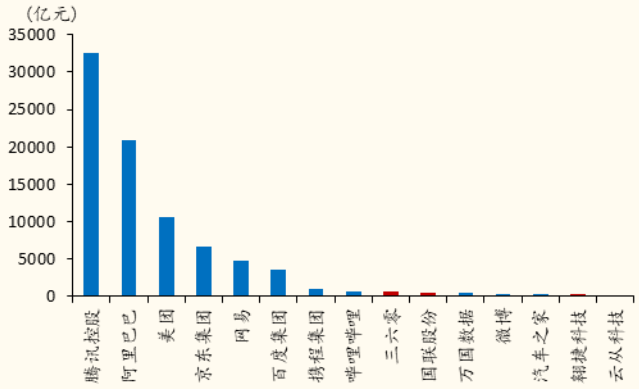
图表 15：恒生指数与万得全 A 的历年收益率



来源：Wind，国金证券研究所

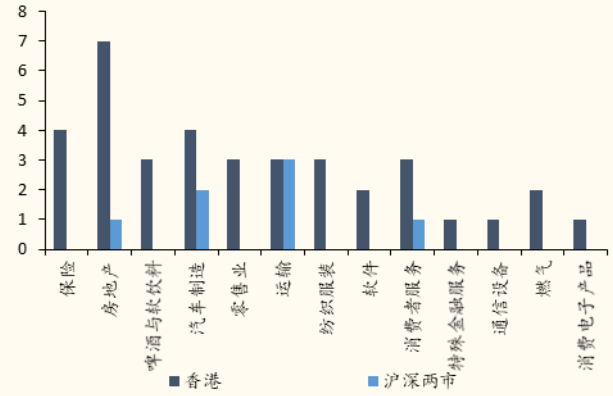
近些年，以互联网为代表的“新经济”飞速发展，这类公司多在港股上市；这使得资金南下成为内地投资者分享“新经济”红利的重要方式。由于港交所上市流程的便捷性、股权架构的包容性、对股权激励约束更宽松等特性，以互联网为代表的“新经济”多倾向于赴港上市。而 2018 年中美贸易摩擦的不断加剧，也促成了越来越多的中概股回归港股市场。当下，国内互联网市值前 15 的龙头中，仅 4 家在 A 股上市，而新能源车、新零售、软件等“新经济”龙头企业也多在港上市。南下资金是内地投资者分享“新经济”红利的重要方式。

图表 16：互联网巨头企业多数在香港上市



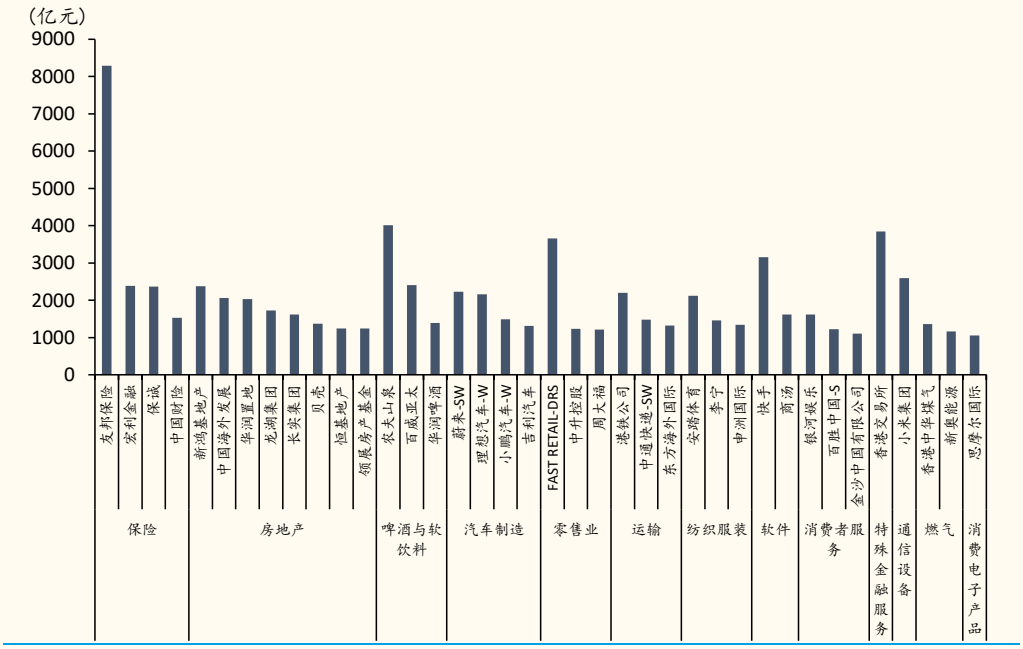
来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：保险、房地产等行业龙头多在香港上市



来源：Wind，国金证券研究所[1]

图表 18：部分板块龙头多选择在香港市场上市



来源：Wind，国金证券研究所

相较 A 股市场，香港市场有着“低估值”的相对优势，这也构成了对南下资金

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42974