

2023 年 09 月 18 日

策略研究

证券研究报告

相关研究

《“再通胀”交易是 A 股的破局点吗？——申万宏源策略一周回顾展望 (23/09/11-23/09/16)》——2023/9/16

《外资回流为春季添一把火，能否持续？——外资简明方法论·A 股投资者行为研究系列报告之三》——2023/1/16

《复盘：市场底各类资金回暖的顺序——A 股投资者行为研究系列报告之二》——2022/11/16

《公募基金对上游和成长的加减仓更具前瞻性——公募基金行为研究系列报告之一》——2022/11/1

证券分析师

傅静涛 A0230516110001
fujt@swsresearch.com
黄子函 A0230520110001
huangzh2@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

韦春泽 A0230122050003
weicz@swsresearch.com

联系人

韦春泽
(8621)23297818x
weicz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

是时候停止内外资“悲观循环”了

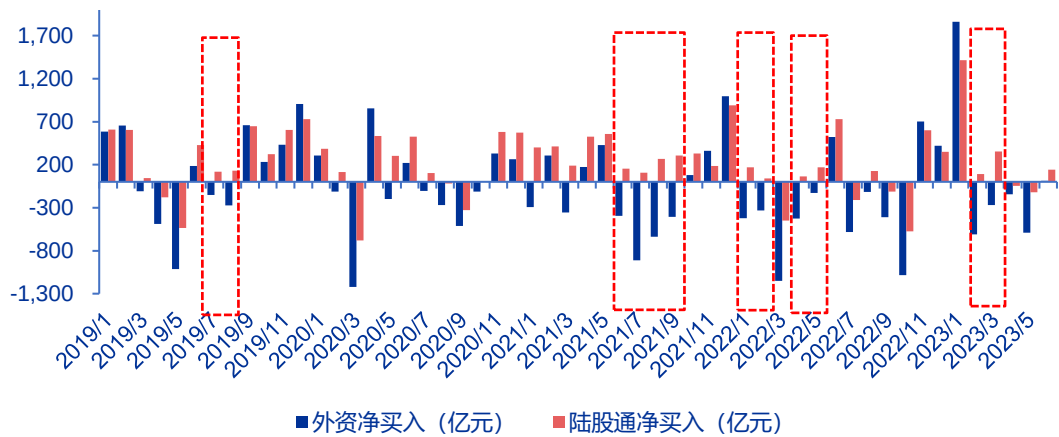
——A 股投资者行为研究系列报告之四

本期投资提示：

- 8 月陆股通出现史上最大单月净流出 (897 亿元)，9 月继续流出，我们认为不必过度悲观。
- 1) 陆股通并不能完全代表外资。截至 2023Q2，陆股通持股总额 2.37 万亿，QFII 及 RQFII 约 9549 亿，两者持股金额之比约为 2.5:1。陆股通数据每天披露，QFII 及 RQFII 季度披露，部分投资者将陆股通等同于外资。但历史上陆股通与整体外资经常反向，整体外资更关注长期因素。2019 年以来二者有过 5 次连续两个月以上反向，例如 2021 年 6-9 月，部分悲观的外资对一些行业规范政策理解不足，外资净卖出，但股通净买入；今年 2-3 月国内复苏放缓、中美无人飞艇事件扰动，外资净卖出，陆股通净买入。这一次陆股通流出同样只代表部分外资的行为。
- 2) 2023 年以来陆股通更多由交易型资金主导，简单跟随容易陷入误区。按照席位类型区分，配置型资金的加减仓与行情逻辑更相关，而交易型资金持股期限短、与行情相关性不大。从 TOP30 持股席位来看，交易盘行为影响力 2022 年 8 月以来超过配置盘，陆股通成交金额占 A 股的比例突增。2023 年以来，交易型资金主导的特征愈发明显。实际上，本轮陆股通流出较多的行业个股不一定跌幅较大，我们统计了 7、8 月以来二级行业内个股平均涨跌幅与陆股通增减持金额的相关性，两者相关度接近 0。
- 3) 陆股通资金行为当前受到汇率影响比较大，和以往大家认为的“聪明钱”不一样。2017 年至 2020 年，伴随海外指数对中国纳入因子提升，外资开始单边买入 A 股，在同一时段，A 股经历供给侧改革和龙头集中，外资对核心资产的偏好恰好与趋势共振，给大家留下了“聪明钱”的印象。但 2020 年以来，外资流入放缓，持股占比与人民币汇率的相关性开始增强，相关系数达到 78%。开放市场、全球定价，外资受汇率影响正常现象，8 月以来美元强势、人民币贬值加剧，外资短期流出情有可原。
- 北上资金披露不应该成为市场悲观情绪的来源。目前，部分投资者习惯关注北上资金的动向，甚至当成“风向标”。固然需要肯定，2017-2020 年外资为国内资本市场强化了价值投资的审美，但需要看到，2021 年之后国内市场迎来新的发展趋势，外资面临信息不对称，对于我国国情政策的理解实际上弱于本土投资者；另外陆股通对于股市的实际影响理论上不如国内机构。截至 2023Q2，外资持股金额占全部 A 股比重 3.57% (陆股通 2.55%，QFII/RQFII 1.02%)，小于主动权益公募 (4.24%)、私募基金 (4.05%)，小幅高于保险资金 (2.18%)。从季度流量来看，2022 年以来，陆股通净买入仅在 2023Q1 边际流入最大，但在其他时间净流入幅度比不上其他类型投资者。以外资作为风向标并不可取，更应立足于 A 股基本面，提升自身投研能力，定价权在我们自己手里。
- 陆股通数据高频披露本意为交收结算提供便利，但随时间变化，必要性已经下降，根据公平公正公开的原则，我们思考是否有必要继续如此高频地披露陆股通交易详细数据。1) 必要性下降：陆股通开放初期每日投资额度上限较低 (沪股通及深股通每日额度均为 130 亿元人民币)，持股及买入卖出数据高频披露为投资者的交收结算操作提供了重要参考，而 2018 年 5 月起，陆股通每日额度上限已经大幅提升 (沪股通及深股通每日额度均为 520 亿元人民币)。陆股通高频数据披露可能引发了部分趋势性资金跟随，对投资者的交易行为带来扰动。

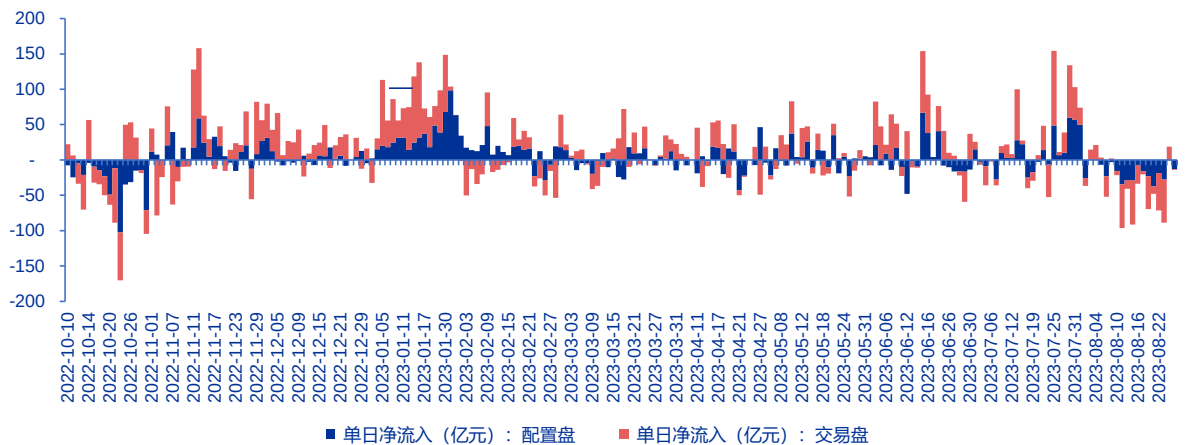
- **2) 公平公正公开应当是证券市场的基本原则：**在实践当中，海外并无**按日甚至实时**高频公布某一类投资者买入卖出的先例，以美国市场共同基金为例，美国证监会（SEC）要求共同基金每月提交持仓明细，但监管对公众披露的信息仅限于每季末的持仓。另外，海外也不会详细区分国内投资者和国外投资者对交易和持有情况明细进行公布，对于 A 股市场其他类别的投资者的交易情况，也并未实行盘中实时高频披露的方式。若陆股通数据实行盘中实时高频披露，那么对应其他类型投资者的行为采取类似的披露方式才是合理的。目前 A 股几类投资者当中，龙虎榜是当天盘后披露、融资杠杆资金隔天披露，保险、私募规模是每月公布，公募份额变化是月度披露、持仓变化季度披露。原则上，陆股通数据至少是可以借鉴盘后披露的方式。
- **是时候停止内外资“悲观循环”了。**前期外资流出可能体现美国经济韧性和制造业回流的担忧以及人民币汇率阶段性的压力，但是我们认为，股市和汇率的预期管理有底线思维，所有对底线思维的怀疑都是过度悲观的预期。短期 A 股政策落地和执行层面的担忧已缓解，寻找中国经济新动力是终极问题，非一时之功，保持耐心。当前市场回到了真正的震荡市中，下行风险可控，反弹空间打开依赖于关键问题的逐个解决，陷入悲观循环不如向前看。（详见我们发布于 2023 年 9 月 16 日的策略一周回顾展望《“再通胀”交易是 A 股的破局点吗？》）
- **风险提示：美联储紧缩超预期，海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期**

图 1：历史上陆股通与整体外资（陆股通与 QFII/RQFII 加总）行为反向的现象非常常见



资料来源：Wind，申万宏源研究

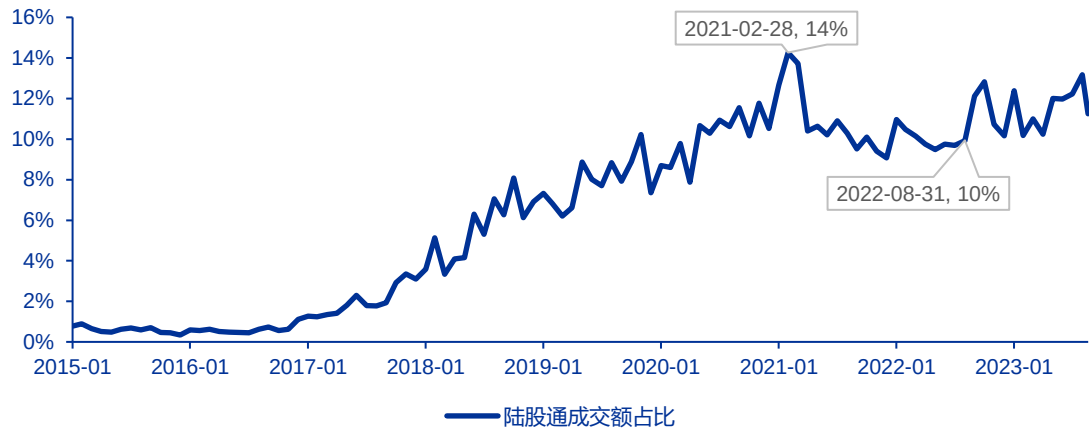
图 2：2023 年以来陆股通转为由交易型资金主导



起始	终止	陆股通净买入/亿元	top30托管席位-配置类	top30托管席位-交易类
2022/11/5	2023/2/2	2,421	930	1,496
2023/2/3	2023/3/10	-12	190	-119
2023/3/11	2023/4/13	315	-24	248
2023/4/14	2023/6/30	21	113	657
2023/7/1	2023/7/27	213	68	189
2023/7/28	2023/8/25	-482	-143	-181
2023/8/26	2023/8/31	-157	-34	-134

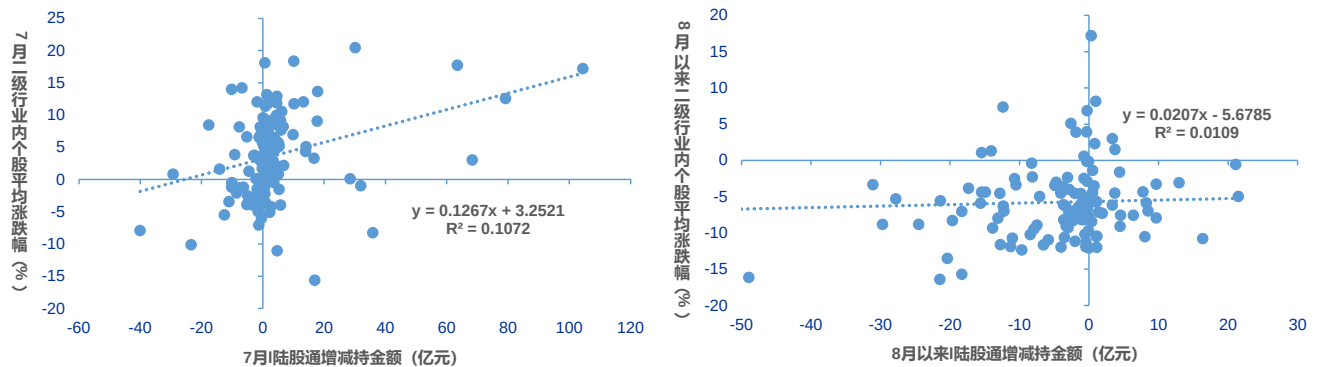
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：2022 年 8 月陆股通成交金额占 A 股的比例相应突增；2023 年以来，陆股通成交金额占 A 股比例的中枢继续抬升



资料来源：Wind，申万宏源研究

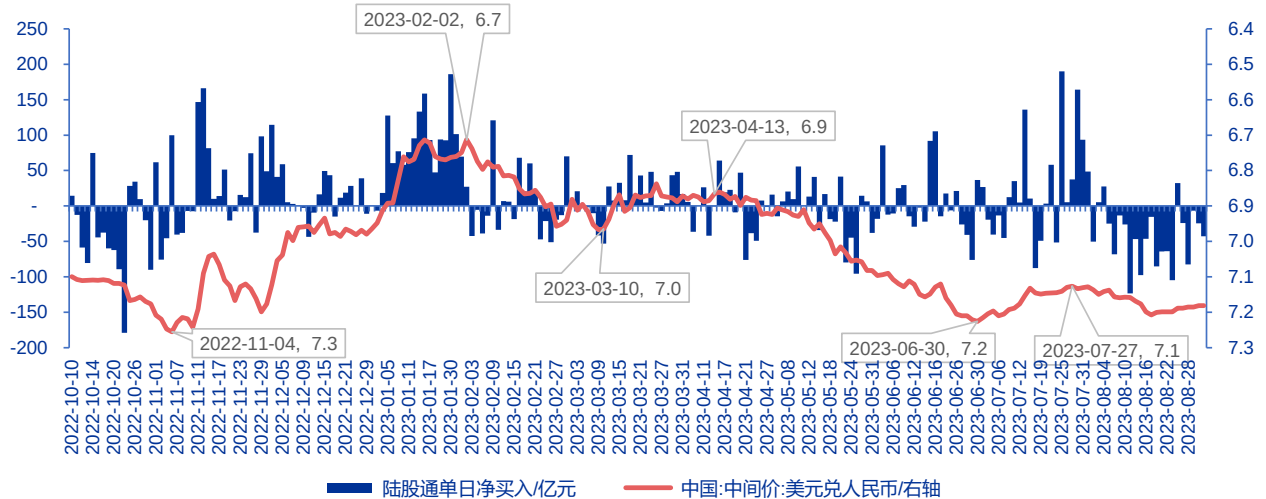
图 4：陆股通净流出较多的行业及个股不一定跌幅较大，多个行业个股净卖出但股价上涨



二级行业	20230801-20230915 陆股通增减持(亿元)	20230801-20230915 减持top5 减持金额	20230801-20230915 减持top5 平均涨跌幅	20230801-20230915 平均涨跌幅
光学光电子	-15.48	-14.32	1.74	1.09
通信服务	-14.07	-14.07	2.09	1.34
煤炭开采	-12.39	-9.45	7.20	7.37
军工电子II	-2.61	-0.39	9.82	5.13
贵金属	-1.88	-1.88	3.94	3.94
焦炭II	-0.73	-0.73	0.59	0.59
渔业	-0.37	-0.37	3.94	3.94
林业II	-0.30	-0.30	6.87	6.87

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：2020 年以来，外资单边流入趋势放缓，持股占比与人民币汇率的相关性增强



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：截至 2023Q2 末，外资持股金额占全部 A 股比重为 3.57%（其中陆股通为 2.55%，QFII/RQFII 为 1.02%），陆股通持股金额占比小于主动权益公募、私募基金，小幅高于保险资金

相关投资者	公募	公募	私募	外资	外资	外资	融资	保险
主体具体名称	全部公募基金持 股金额	其中：主动权益 基金持股金额	私募基金持 股金额	外资持股金 额	其中：陆股 通持股总额	QFII和 RQFII持股 总额	融资余额	保险持股金 额
2022/3/31	6.20%	4.70%	4.20%	3.58%	2.56%	1.02%	1.78%	1.89%
2022/6/30	6.36%	4.93%	4.16%	3.80%	2.73%	1.07%	1.61%	1.99%
2022/9/30	6.28%	4.71%	4.07%	3.59%	2.57%	1.01%	1.71%	2.07%
2022/12/31	6.33%	4.75%	3.97%	3.65%	2.56%	1.09%	1.65%	2.14%
2023/3/31	6.07%	4.53%	4.14%	3.69%	2.66%	1.03%	1.60%	2.07%
2023/6/30	5.92%	4.24%	4.05%	3.57%	2.55%	1.02%	1.60%	2.18%

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：2022 年以来，与其他投资者比较，陆股通变化幅度仅在 2023Q1 较大

相关投资者	公募	公募	私募	外资	融资	保险
指标具体名称	开放式基金:股 票型+混合型 新成立份额	开放式基金:股 票型+混合型 存量份额变化	私募证券投 资规模变化	陆股通净买 入	融资买入金 额	保险持股金 额变化
单位	亿份	亿份	亿元	亿元	亿元	亿元
2022/3/31	1,135	586	2,217	-243	-1,313	-949
2022/6/30	22	-1,337	5,611	961	-709	3,298
2022/9/30	1,047	34	1,913	-196	-661	2,145
2022/12/31	586	1,948	4,144	378	9	2,119
2023/3/31	675	-1,431	1,992	1,860	685	1,463
2023/6/30	533	847	2,840	-27	-175	1,333

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。