

沪深港通投资者的赢家和输家

摘要：沪港通和深港通是我国股票市场对外开放的重要政策。参与者能否从沪港通中盈利是值得投资者和监管层关心的问题。本文采用最新的沪港通交易数据，运用分组分析和Fama-MacBeth回归等金融学研究的标准方法，来研究沪深港通投资者的盈利能力，发现香港投资者在A股市场有很强的择时能力，他们的净买入额能够预测上证指数未来一年的收益率。本文指出，香港投资者倾向于在上证指数下跌和恒生指数上涨加大买入A股的力度，表现出‘低买高卖’的特征。本文还发现香港投资者持有的是流动性好、成交金额大、波动率低、估值水平低、成长性好、分析师关注度高和持股集中度高的股票。关于内地投资者，在沪港通开通初期，他们在港股市场“追涨杀跌”，造成了较大的亏损。2016年之后，他们的盈利能力有所增强，在恒生指数处于低位时大量买入，获利丰厚。与香港投资者不同，内地投资者在上证指数上涨时会加大买入力度，但他们对恒生指数的涨跌幅不敏感。总体而言，沪港通和深港通给内地和香港的投资者都带来了真金白银的收益，而且促进了两地股市定价效率的提高。

关键词：沪港通 深港通 择时能力 选股能力 市场效率

一、引言

沪港通是我国股票市场对外开放的重要举措，是国家领导层积极推动的里程碑事件。2014年4月，李克强总理宣布，将积极创造条件，建立上海与香港股票市场交易机制，进一步促进内地与香港资本市场双向开放和健康发展。一方面，沪股通为广大内地投资者提供了投资香港股票市场的通道，另一方面，它也是连接来自香港乃至全世界投资者与A股市场的桥梁。从2014年11月开闸到2018年底，香港投资者已经通过沪股通累计买入A股超过3700亿元人民币，累计交易额接近64000亿元；另一方面，内地投资者通过港股通在香港股市投资将近6700亿港元，累计交易52000亿元。这些数字表明沪港通在两地股票市场中扮演着越来越重要的角色。2016年12月，同样在李克强总理的督促下，深港通正式实施。与沪港通的情况一样，投资者参与深港通的热情高涨，内地和香港投资者参与对方股票市场的深度（买入金额）和广度（标的覆盖范围）都超过了历史上的所有时期。

表1：2016.7.7-2018.12.28沪股通和深港通前十大参与者持股市值和盈利情况

参与者名称	持股市值	买入金额	盈利金额	盈利率
香港上海匯豐銀行有限公司	2420.9	2036.0	384.9	18.9%
渣打銀行(香港)有限公司	671.9	740.2	-68.3	-9.2%
花旗銀行	623.7	601.8	21.9	3.6%
JPMORGAN CHASE BANK, NATIONAL ASSOCIATION	599.2	822.0	-222.8	-27.1%
UBS SECURITIES HONG KONG LTD	489.7	337.3	152.5	45.2%
J.P. MORGAN BROKING (HONG KONG) LTD	300.4	250.7	49.8	19.8%
高盛（亞洲）證券有限公司	266.9	188.4	78.6	41.7%
MLFE LTD	236.8	330.9	-94.1	-28.4%
MORGAN STANLEY HONG KONG SECURITIES LTD	216.7	209.5	7.1	3.4%
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	112.4	174.5	-62.1	-35.6%

注：持股市值为2018年12月28日数据，单位为亿元。买入金额和盈利金额的单位均为亿元。盈利率=买入金额/盈利金额。数据来源：香港交易所和作者计算。

沪港通和深港通给A股市场带来了怎样的投资者呢？如表1所示，根据港交所资料，2018年12月28日沪股通和深股通的前十大参与者分别为汇丰银行、渣打银行、花旗银行、JPMORGAN、UBS、高盛、美林银行、MORGAN STANLEY和法国巴黎银行等知名外资机构，持股金额最小的为112亿，最大的超过2400亿。这说明外资机构非常重视沪港通和深港通给他们带来的参与A股市场的机会。而且，这些外资机构在海外的股票市场历练多年，投资经验是比较丰富的，投资理念也更加成熟。当然，A股市场与其他股票市场在国家政策、规章制度和投资者结构等各个方面还是有很大差别的，香港投资者能否在A股市场取得成功仍然需要时间的检验。现在沪港通运行已经超过四年，他们在A股市场取得了怎样的成绩？他们在A股市场的投资方式是否值得其他投资者学习？这些问题具有重要的现实意义，值得投资者和监管层关注。一方面，投资者可以吸收沪港通参与者的交易经验，提高投资决策的水平；另一方面，监管层能够对增加对沪港通运行情况的认识，对金融市场微观结构有更深入的了解，为制定“沪伦通”的配套政策提供科学的依据。

值得一提的是，沪港通和深港通投资者的信息透明程度是前所未有的。香港交易所提供了所有参与沪港通和深港通的投资者在每个交易日的完整的持股信息，这为我们对沪深港通投资者的研究提供了非常宝贵的研究素材。

根据本文的估计，从2016年7月7日到2018年12月31日，很多外资机构在A股市场取得了巨额收益，其中汇丰银行的参与者获利384.9亿元人民币，UBS获利152.5亿元，高盛获利78.6亿元，利润与买入金额之比分别达到18.9%、45.2%和41.7%，而同期上证指数下跌16.5%。亦有一些机构的参与者遭受损失，如JPMORGAN CHASE的客户损失222.8亿元，美林银行损失94.1亿元，渣打银行损失68.3亿元。这说明确实有一部分外资机构在A股市场中有出色的投资能力，也有一部分外资机构表现不够理想。本文从择时能力、选股能力和选股偏好等从多个角度来剖析香港投资者的投资方式，揭示他们在A股市场获得超额回报的秘诀。

二、文献综述

关于当地投资者和外国投资者的交易行为和投资表现方面，以往文献可以分为两类：一类认为当地投资者有优势，因为他们面对的投资壁垒比外国投资者少，容易得到当地公司的信息。Choe et al. (2005)用韩国的数据，发现国内投资者在交易国内股票时比国外投资者有优势；Kalev et al. (2008)用1999-2004年赫尔辛基股票交易所的数据，研究了关于外国投资者和当地投资者由于信息不对称造成在股票交易优劣势方面的差异，发现当地投资者在所有股票种类都有短期交易优势。还有很多学者认为当地投资者在投资国内股票时具有优势 (Hau, 2001; Dvorčák, 2005; Brennan & Cao, 1997; Parwada et al., 2007)。

另一类认为外国投资者有优势，外国投资者经验丰富，有出色的投资能力，可以分析市场环境和作出灵活的投资决策。Grinblatt & Keloharju(2000)使用芬兰的一个独特的数据库研究国外和国内投资者的行为和盈利表现，发现外国投资者倾向于成为“动量投资者”，买入过去表现较好的股票，卖出过去表现较差的股票，而国内投资者，尤其是家庭投资者，倾向于成为“反转投资者”，买入过去表现较差的股票，这种行为差异的结果是外国投资者的组合比家庭投资者的组合回报更高。Lin & Swanson(2003)研究了外国投资者在台湾股票交易所上市的股票的交易行为和投资表现，发现外国投资者采用惯性投资策略，买入过去的赢家股票、卖出输家股票，而且偏好投资资产规模大、高市净率和高科技股票，外国投资者的短期投资回报较好，但长期投资回报较差。还有很多学者认为外国投资者在投资国内股票时具有优势 (Froot & Ramadorai, 2001; Grinblatt & Keloharju, 2000; Karolyi, 2002; Seasholes, 2004)。

关于机构投资者和个人投资者的盈利能力方面，国内有较多文献认为机构投资者在A股市场可以获得超额回报。韩乾和洪永淼（2014）通过研究2010年上海交易所投资者交易数

据，发现机构投资者利用对国家产业政策的信息优势、信息处理能力和其他投资者对过时信息的非理性反应获利；孔东民等（2015）基于深交所的一个独特数据库，发现机构投资者可以通过访问上市公司获得信息优势，并做出更好的投资决策。余佩琨等（2009）发现在好消息公布之前，机构投资者的仓位增加，反之机构投资者的仓位减少，而个人投资者正好相反，说明机构投资者可以战胜个人投资者。史永东和王谨乐（2014）发现A股市场机构投资者偏好财务优良和治理有效的公司，机构投资者的买入行为与股票的期内收益正相关；李蕾和韩立岩（2014）的研究表明QFII在A股市场扮演“价值投资者”的角色。

关于资产价格和投资者对信息的反应方面，Hong & Stein（1996）建立了一个理论模型，说明如果一个市场的参与者由两类有限理性的中介组成：“新闻观察者”和“惯性交易者”，那么随着信息在市场中扩散，股价会在短期内“反应不足”，但长期来看，如果市场参与者使用简单策略进行套利，股价会“过度反应”。

本文根据沪港通的详细持股资料，对两地投资者的盈利能力进行了探讨。本文的研究对市场效率方面的文献有贡献。如果市场中一部分投资者能持续获得超额收益，意味着这部分投资者可能拥有能预测股票回报的私人信息，同时说明市场不是完全有效的。本文的结果为内地和香港市场是否有效提供了新的微观证据。

三、数据、主要变量和描述性统计

本文使用的沪港通总体交易数据来源于Wind资讯，研究时期为2014年11月17日到2018年12月31日。主要变量的描述性统计结果汇总在表2。

表2：主要变量的描述性统计

代号	变量名称	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
HGTNE _T	沪股通净买入金额（亿）	1010	4.375	17.079	-135.232	120.823
GGTNE _T	港股通净买入金额（亿）	989	6.186	13.919	-41.478	111.637
SZZZ	上证指数（收盘价）	1010	1.291	0.178	0.991	2.088
HSI	恒生指数（收盘价）	1010	1.063	0.139	0.779	1.393
DSZZZ	上证指数收益率（%）	1009	0.022	1.635	-8.873	8.086
DHSI	恒生指数收益率（%）	1009	0.020	1.172	-6.018	6.987

注：沪股通净买入金额用人民币来计算，港股通净买入金额是用港元。上证指数和恒生指数以2014年11月17日的水平为基准（等于1）。本文采用的是对数收益率。因香港和内地两地对假期的交易及结算安排有不同，沪股通与港股通的样本量略有差别。

沪股通平均净买入金额为4.4亿元，低于港股通的6.2亿元，但沪股通净买入金额的标准差大于港股通，沪股通单日最大净卖出金额为135亿元，最大净买入为120亿元，而港股通单日最大净卖出为41亿元，最大净买入为112亿元。

关于上证指数和恒生指数，本文以2014年11月17日的均价为1，上证指数在样本时期内的均值为1.29，而恒生指数为1.06，上证指数的波动范围比恒生指数大，最低时为0.991，最高时达到2.09，而恒生指数最低点位为0.78，最高点位为1.39。

在指数收益率方面，上证指数的平均收益率为0.022%，略高于恒生指数的0.020%，上证指数收益率的波动也高于恒生指数，上证指数的单日最大跌幅和单日最大涨幅分别为-8.87%和8.09%，而恒生指数的是-6.02%和6.99%。

四、香港投资者在A股市场的择时能力

1、总体情况

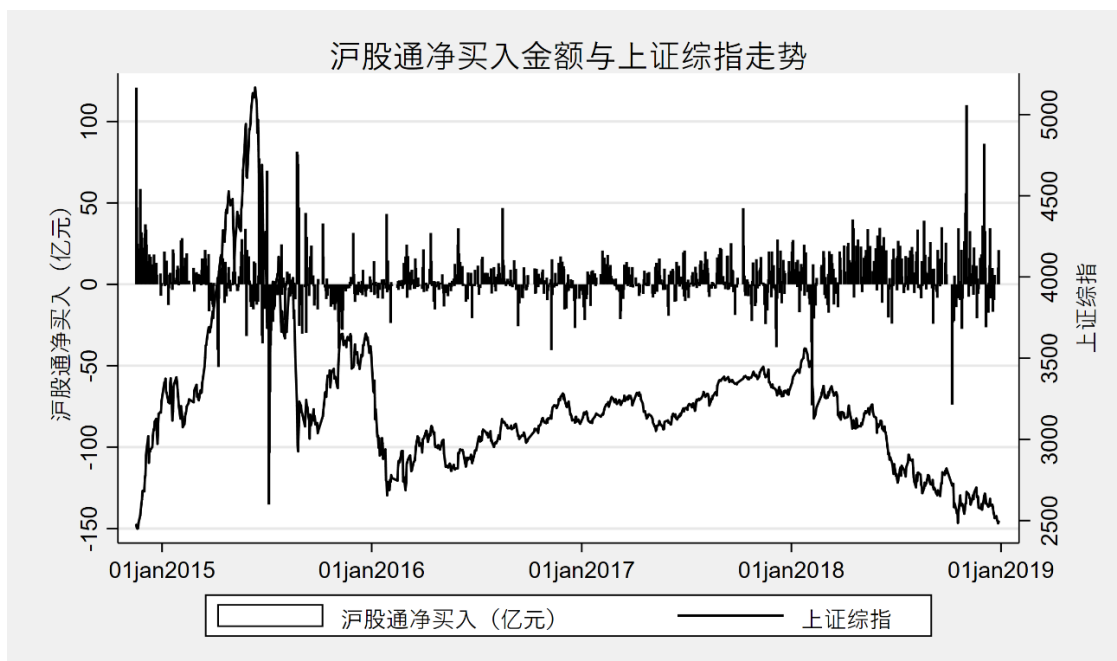


图1：沪股通净买入金额和上证指数走势

香港投资者在A股市场把握买卖时机的能力如何呢？图1展示了2014年11月17日到2018年12月31日期间沪股通净买入金额与上证指数收盘价的趋势。沪股通净买入金额在不同时期表现出非常大的变化。2014年11月沪港通刚开通时，沪股通资金大量买入，当时上证指数处于相对低位。当上证指数上涨到4000点附近时沪股通出现了比较大的净流出。之后，上证指数在快速上涨突破5000点后开始迅速下跌，2015年7月，国家队介入救市，上证指数短暂反弹到4000点左右，沪股通资金趁机大举卖出，出现了单日卖出130亿元的纪录。2015年8月，上证指数跌破3000点后，沪股通又大举买入。2015年底，上证指数回到3600点左右的水平，沪股通又一次精准卖出。2016年1月，上证指数再次发生大跌。2016年3月到2017年12月期间，上证指数保持了上涨趋势，但在2018年1月起，上证指数反转向下并持续下跌，在2018年底回到与2014年11月一样的水平。沪股通净买入金额表现出逐渐增大的趋势。

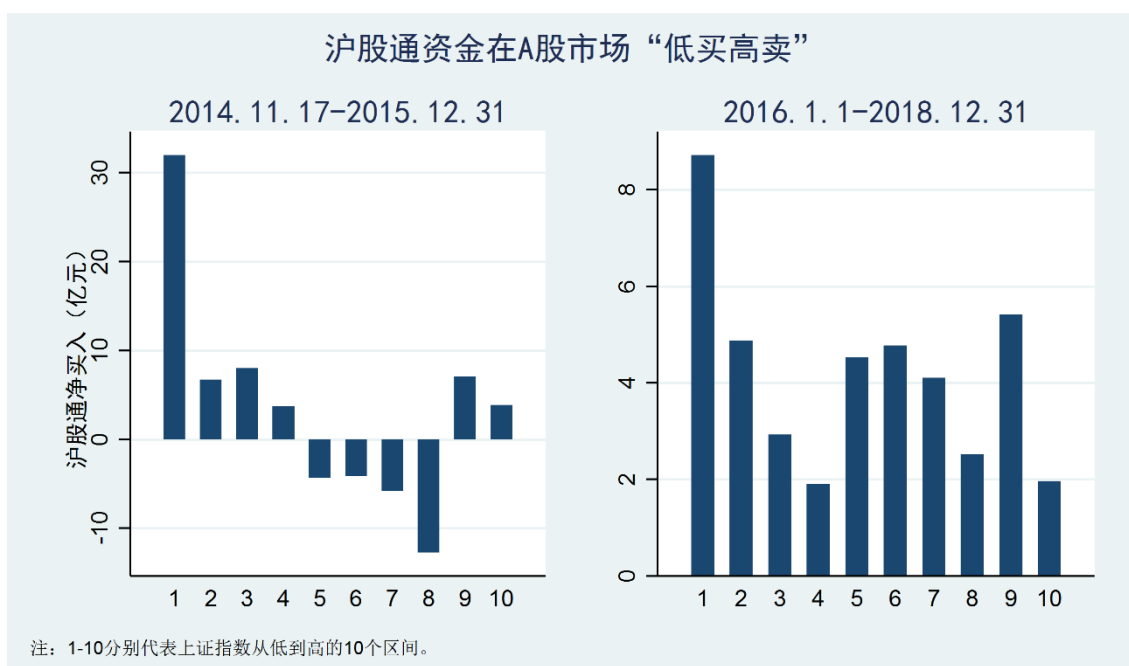


图2：沪股通资金在A股市场“低买高卖”

沪股通投资者在A股市场是否具有“低买高卖”的择时能力？这个能力随时间出现了怎样的变化？为了回答这些问题，本文将研究时期划分成2014年11月-2015年12月和2016年1月-2018年12月两部分，分别考察两段时期沪股通投资者的择时能力。在每一段时期，本文分别将上证指数从低到高划分为10个区间，用1到10来表示，然后统计沪股通在各个区间的净买入金额，结果如图2所示。在第一段时期，沪股通投资者表现出非常明显的“低买高卖”能力，在上证指数最低的区间净买入力度最大，在指数相对较高的区间（5到8）净卖出。在第二段时期，沪股通资金依然具有“低买高卖”的特点，在指数最低的区间净买入金额最多。随着指数的提高，净买入金额有下降的趋势。

2、相关系数分析

表3：沪通净买入金额与上证指数收益率的相关系数矩阵

	HGTNET [t]	DSZZZ [t+1]	[t+2, t+10]	[t+11, t+20]	[t+21, t+50]	[t+51, t+100]
HGTNET [t]	1					
DSZZZ [t+1]	0.1310*	1				
DSZZZ [t+2, t+10]	0.0278	0.0551	1			
DSZZZ [t+11, t+20]	0.1513*	-0.0043	0.0345	1		
DSZZZ [t+21, t+50]	0.1183*	-0.0145	0.0525	-0.0092	1	
DSZZZ [t+51, t+100]	0.0973*	0.0189	-0.0346	-0.0946*	-0.1965*	1

注：*表示两个变量的相关系数在5%的水平上显著。

香港投资者的交易活动能不能预测未来市场指数的走势？为了回答这个问题，本文分析了沪股通净买入金额与上证指数未来收益率的相关系数。表3报告了相关系数的结果。HGTNET [t]代表第t个交易日沪股通的净买入金额，DSZZZ [t+1]代表上证指数在第t+1个交易日的对数收益率，DSZZZ [t+2, t+10]代表上证指数从第t+2个交易日到第t+10个交易日的累计对数收益率，依次类推。沪股通净买入金额与未来一个交易日、二到十个交易日、十一到二十个交易日、二十一到五十个交易日和五十一到一百个交易日的收益率都呈正相关关系，其中与DSZZZ [t+1]、DSZZZ [t+11, t+20]、DSZZZ [t+21, t+50]以及DSZZZ [t+51, t+100]的相关系数在5%的水平上显著，与DSZZZ [t+11, t+20]的相关系数最大，达到0.151，其次是DSZZZ[t+1]，为0.131，之后是DSZZZ [t+21, t+50]和DSZZZ [t+51, t+100]，相关系数分别为0.118和0.097。相关系数的分析表明，沪股通的净买入金额与上证指数未来很长一段时间内的收益率显著正相关，这意味着沪股通投资者的资金流入能够预测上证指数的上涨。

3、回归分析

香港投资者的资金流受什么因素影响呢？为了研究香港投资者交易行为的特征，本文对沪股通投资者的净买入金额进行了回归分析，采用的模型为：

$$HGTNET_t = \alpha + \beta_1 \cdot HGTNET_{t-1} + \beta_2 \cdot SZZZ_t + \beta_3 \cdot HSI_t + \beta_4 \cdot DSZZZ_t + \beta_5 \cdot DHSI_t + \varepsilon_t,$$

考虑到 $NETBUY_t$ 存在自相关，本文采用Newey-West异方差自相关稳健标准误，滞后阶数为6。回归结果汇总在表4。

表4：沪股通投资者净买入金额分析

被解释变量	沪股通净买入金额	
	(1)	(2)
上一个交易日沪股通净买入金 额	0.362*** (8.029)	0.358*** (7.934)
上证指数	-11.14*** (-3.227)	
恒生指数	10.02*** (3.135)	
上证指数收益率	-1.771* (-1.868)	-1.765* (-1.860)
恒生指数收益率	6.579*** (5.723)	6.581*** (5.733)
上证指数对数值		-16.91*** (-3.575)
恒生指数对数值		10.81*** (3.259)
常数项	6.321 (1.320)	6.209*** (5.444)
样本量	1,009	1,009

注：括号内为经Newey-West异方差自相关稳健标准误调整得到的t值，***、**、*分别代表在1%、5%和10%的水平上显著。

沪股通净买入金额与上一个交易日的水平在1%的水平上显著正相关，说明沪股通资金具有持续流入的特点。上证指数的系数在1%的水平上显著为负，说明在上证指数点位较低时，沪股通资金净买入的力度更强，这印证了前文沪股通资金在A股市场具有“低买高卖”能力的结论。与之相反，恒生指数的系数在1%的水平上显著为负，说明在恒生指数点位较高时，沪股通资金更倾向于买入A股。将上证指数和恒生指数取对数后，系数的符号和显著性与原来保持一致。上证指数收益率与沪股通净买入金额负相关，而且在1%的水平上显著，说明在上证指数跌幅较大时，沪股通投资者净买入的金额也比较大，而恒生指数收益率的系数在1%的水平上显著为正，说明在恒生指数涨幅较大时，沪股通投资者更倾向于买入A股。

五、香港投资者在A股市场的选股能力

本文之前的分析已经清晰地表明香港投资者的资金流具有预测市场指数未来走势的能力，那么，在个股层面，他们是否具有能够选中未来会获得超额收益的股票呢？

上交所每个交易日会公布香港投资者交易最活跃的十只股票，这为研究香港投资者的选股能力提供了很好的素材。如果香港投资者确实独具慧眼，那么前十大活跃股应该在未来获得超额回报，而且在控制各种风险因素之后依然如此。本文采用的是2014年11月17日到2018年12月31日的日交易数据，研究方法是Fama-MacBeth两步法：在每一个交易日，将股票预期收益率对沪股通前十大活跃股的虚拟变量以及其他各种可能影响股票收益的变量进行回归，

再将所有月份得到的系数估计取平均值。由于不同交易日的系数估计之间可能存在自相关，本文使用滞后6阶的Newey-West稳健标准误来进行统计检验。这与标准文献（Amihud and Noh, 2018等）的做法是一致的。

在日度Fama-MacBeth回归中，本文设定的基准模型如下：

$$R_{j,t+1} = c_0 + c_1 * Top10_{j,t} + c_2 * Amihud_{j,t} + c_3 * Me_{j,t} + c_4 * Bm_{j,t} + c_5 * R1lag_{j,t} + c_6 * R5lag_{j,t-1} + c_7 * R20lag_{j,t-5} + c_8 * R50lag_{j,t-21} + c_9 * R100lag_{j,t-51} + c_{10} * R250lag_{j,t-101} + error_{j,t+1}$$

其中被解释变量 $R_{j,t+1}$ 是股票j在第t+1个交易日的收益率。另外，为了考察沪股通活跃股在更长的时间内的股价表现，本文还分析了从第t+2个交易日到第t+5个交易日、从第t+6个交易日到第t+20个交易日、从第t+21个交易日到第t+50个交易日、从第t+51个交易日到第t+100个交易日和从第t+101个交易日到第t+250个交易日的累计收益率。

主要解释变量 $Top10_{j,t-1}$ 是沪股通前十大活跃股虚拟变量，如果股票j在上一个交易日属于沪股通前十大活跃股， $Top10_{j,t-1} = 1$ ，否则 $Top10_{j,t-1} = 0$ 。另外，本文还考虑了以下控制变量对股票预期收益率的影响：（1） $Amihud_{j,t-1}$ 为股票j在第t-1个交易日的Amihud非流动性测度。为了减少极端值的影响，本文使用取对数后的Amihud指标。（2） $Me_{j,t-1}$ 是股票j在第t-1个交易日的流通市值的对数值；（3） $Bm_{j,t-1}$ 为股票j在第t-1个交易日账面市值比的对数值；（4） $R1lag_{j,t-1}$ 是股票j在第t-1个交易日的收益率，用来捕捉股票日度收益率的“反转效应”；（5） $R5lag_{j,t-2}$ 、 $R20lag_{j,t-6}$ 、 $R50lag_{j,t-21}$ 、 $R100lag_{j,t-51}$ 和 $R250lag_{j,t-101}$ 分别是股票j从第t-5个交易日到第t-2个交易日、从第t-6个交易日到第t-20个交易日、从第t-21个交易日到第t-50个交易日、从第t-51个交易日到第t-100个交易日和从第t-101个交易日到第t-250个交易日的累计收益率，用来刻画日度股票收益率中可能存在的“动量效应”。

表5：沪股通前十大活跃股的收益率

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
股票预期收益率	R_{t+1}	$R_{t+2, t+5}$	$R_{t+6, t+20}$	$R_{t+21, t+50}$	$R_{t+51, t+100}$	$R_{t+101, t+250}$
是否沪股通前十大活跃	0.000827* *** (3.247)	0.00415* *** (5.668)	0.0131** ** (7.488)	0.0200** ** (7.638)	0.0321** ** (9.661)	0.0920** ** (13.76)
流通市值	0.000303* *** (2.351)	0.00121* *** (2.297)	0.00243* *** (1.832)	0.00294 *** (1.434)	0.00512* *** (1.980)	0.0146** *** (3.386)
账面市值比	0.000193* *** (1.814)	0.000713 *** (1.767)	0.00250* *** (2.264)	0.00473* *** (2.671)	0.00770* *** (3.293)	0.0286** *** (5.812)
非流动性指标	0.000736* *** (9.015)	0.00265* *** (8.749)	0.00687* *** (8.804)	0.00945* *** (10.70)	0.0132** *** (10.19)	0.0286** *** (13.59)
R_t	-0.0231*** *** (-5.335)	-0.0722** ** (-11.37)	-0.0226* ** (-1.673)	-0.0161 *** (-1.191)	-0.0259 *** (-1.628)	0.0183 *** (0.637)
$R_{t-4, t-1}$	-0.0226*** *** (-14.54)	-0.0371** ** (-7.732)	-0.0480** ** (-4.833)	-0.00991 *** (-1.012)	-0.0121 *** (-1.092)	0.0409** *** (2.055)

$R_{t-19, t-5}$	-0.00375** (-4.114)	-0.0150** (-4.801)	-0.0329** (-4.554)	-0.00223 (-0.274)	0.0102 (1.189)	0.0694** (4.386)
$R_{t-49, t-20}$	-0.00118* (-1.958)	-0.00361* (-1.707)	-0.00483 (-1.053)	-0.000724 (-0.120)	0.0191** (2.291)	0.0336** (2.827)
$R_{t-99, t-50}$	-0.000124 (-0.327)	-0.000343 (-0.257)	0.000955 (0.279)	0.00724 (1.332)	0.0172** (3.152)	0.00261 (0.249)
$R_{t-249, t-100}$	-5.11e-05 (-0.301)	-0.000148 (-0.234)	-0.000416 (-0.268)	0.00111 (0.438)	0.000982 (0.288)	0.0167** (2.779)
常数项	0.00215 (0.990)	0.00421 (0.462)	0.0267 (1.136)	0.0553 (1.499)	0.0715 (1.420)	0.129 (1.435)
样本量	2,284,702	2,253,462	2,158,078	2,007,806	1,807,431	1,403,753
R方	0.103	0.107	0.120	0.116	0.110	0.108
组数	1,207	1,203	1,188	1,158	1,108	958

注：括号内为使用滞后6阶的Newey-West稳健标准误计算的t值，***、**、*分别代表1%、5%和10%的显著性水平。

表5报告了日度股票预期收益率的Fama-MacBeth回归结果。本文重点关注的是沪股通十大活跃股的回归系数。在被解释变量分别为未来1到250个交易日的收益率的回归模型中，沪股通十大活跃股虚拟变量的系数均在1%的水平上显著为正，在控制各个控制变量之后依然如此。这个结果说明，平均而言，沪股通的十大活跃股在未来250个交易日在各个时期都取得了超额回报，而且，250个交易日的累计超额回报达到16.2%，这是一个非常可观的回报。因此，沪股通活跃股的超额回报不仅在统计意义上显著，而且在经济意义上显著。这个结果非常清晰地表明香港投资者在A股市场具有出色的选股能力，他们交易最活跃的股票确实获得了超额回报。

一个可能的顾虑是股票的预期收益率可能受到各种风险因素的影响，沪股通活跃股的超额收益可能来自于对风险因素的补偿，而不是香港投资者的选股能力。为了解决这个问题，本文使用Fama-French五因子模型对各个股票的收益率进行了调整，再对调整后的股票收益率进行Fama-MacBeth回归。具体方法是将所有个股的超额收益率（考虑红利再投资的收益率减去月度化一年期存款利率）分别对FF5因子进行时间序列回归，然后减去截距项的估计值（刻画个股收益率不随时间变化的异质性），再减去各个因子系数与当期风险因子实现值的乘积（衡量股票收益中由各个风险因子解释的部分），最终得到经过FF5因子调整的个股收益率。

表6展示了使用Fama-French五因子模型对个股收益率进行调整后的回归分析结果。可以看到，沪股通十大活跃股虚拟变量的系数仍然在1%的水平上显著为正，而且，未来250个交易日的累计收益率达到12.5%。这个实证结果巩固了之前的结论：香港投资者在A股市场具有很强的选股能力。

表6：沪股通前十大活跃股的收益率（经Fama-French五因子调整）

股票收益率（经FF5调整）	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	R_{t+1}	$R_{t+2, t+5}$	$R_{t+6, t+20}$	$R_{t+21, t+50}$	$R_{t+51, t+100}$	$R_{t+101, t+250}$

是否沪股通十大活跃 股	0.000714** ↓ (2.962)	0.00360** ↓ (5.305)	0.00991** ↓ (5.584)	0.0155*** ↓ (6.357)	0.0257*** ↓ (8.434)	0.0692*** ↓ (11.12)
流通市值	0.000396** ↓ (5.217)	0.00154** ↓ (6.575)	0.00355** ↓ (5.909)	0.00481** ↓ (6.805)	0.00693** ↓ (7.285)	0.00905** ↓ (9.974)
账面市值比	0.000163** ↓ (2.262)	0.000560* ↓ (2.352)	0.00188** ↓ (3.300)	0.00277** ↓ (3.153)	0.00181* ↓ (1.698)	0.00555** ↓ (4.352)
非流动性指标	0.000710** ↓ (9.941)	0.00250** ↓ (11.04)	0.00603** ↓ (10.36)	0.00771** ↓ (10.89)	0.00972** ↓ (10.48)	0.0159*** ↓ (11.06)
R_t	-0.0301*** ↓ (-7.555)	-0.0763** ↓ (-13.53)	-0.0335** ↓ (-3.038)	-0.0301** ↓ (-2.654)	-0.00940 ↓ (-0.669)	-0.00865 ↓ (-0.425)
$R_{t-4, t-1}$	-0.0238*** ↓ (-16.40)	-0.0399** ↓ (-8.869)	-0.0531** ↓ (-6.566)	-0.0164** ↓ (-2.006)	-0.00845 ↓ (-0.920)	-0.00147 ↓ (-0.0971)
$R_{t-19, t-5}$	-0.00450** ↓ (-5.850)	-0.0158** ↓ (-6.175)	-0.0330** ↓ (-5.944)	-0.00626 ↓ (-0.885)	0.00440 ↓ (0.634)	0.0123 ↓ (1.139)
$R_{t-49, t-20}$	-0.00145** ↓ (-2.817)	-0.00409* ↓ (-2.238)	-0.00620 ↓ (-1.485)	-0.00248 ↓ (-0.509)	-0.000831 ↓ (-0.136)	-0.00731 ↓ (-0.854)
$R_{t-99, t-50}$	-0.000214 ↓ (-0.662)	-0.000940 ↓ (-0.840)	-0.000957 ↓ (-0.346)	-0.00159 ↓ (-0.407)	-0.00652* ↓ (-1.888)	-0.0256** ↓ (-3.122)
$R_{t-249, t-100}$	-7.58e-05 ↓ (-0.523)	-0.000297 ↓ (-0.565)	-0.00144 ↓ (-1.085)	-0.00103 ↓ (-0.537)	-0.00438* ↓ (-1.845)	-0.00886* ↓ (-1.825)
常数项	-3.43e-05 ↓ (-0.0300)	-0.00418 ↓ (-1.224)	-0.00508 ↓ (-0.654)	-0.00717 ↓ (-0.799)	-0.0199* ↓ (-1.864)	0.0142 ↓ (1.020)
样本量	2,281,201	2,275,126	2,257,662	2,191,866	2,094,444	1,998,961
R方	0.064	0.060	0.056	0.045	0.036	0.034
组数	1,207	1,206	1,202	1,187	1,157	1,107

注：括号内为使用滞后6阶的Newey-West稳健标准误计算的t值，***、**、*分别代表1%、5%和10%的显著性水平。

六、香港投资者的选股偏好

为什么香港投资者选中的股票会获得如此高的超额回报？为了揭示香港投资者的选股秘诀，本文分析了香港投资者持有股票在各个维度上的特征。值得一提的是，香港交易所从2017年3月开始公布了香港投资者在内地的全部持仓，相比于之前的前十大活跃股，数据完整性有了很大的改善。因此，本文采用2018年12月28日（2018年A股市场最后一个交易日）香港投资者通过沪港通和深港通在A股市场的持仓信息，来分析他们的持股偏好。有了香港交易所全面、完整的数据，我们对香港投资者的选股偏好会有更准确的了解。

根据港交所的信息，2018年12月28日香港投资者持有*ST众和（股票代码002070）的股票，但当时它已经退市，相关资料也缺失，所以本文将这只股票剔除。香港持有的其他1920只股票仍然处于正常交易状态，本文采用这些股票来进行研究，具体方法是按香港投资者的

持股金额从低到高分成十组，比较这十个投资组合在各方面特征的差异。

本文之所以不使用全部A股的数据来进行分析，是因为香港投资者只能投资于A股市场的沪股通和深股通标的，非标的股票的持股为零是由于目前制度的限制，并不能反映香港投资者的持股偏好。

本文在对比各个投资组合的特征时，对变量进行了1%的缩尾处理，以减少潜在极端值对结果的影响。从表7可以看到，香港投资者持股金额最小的组合（第1组）平均的持股市值只有4万元人民币，而持股金额最大的组合（第10组）平均持股市值超过30亿元。而且，随着持股市值的增加，持股金额占流通股市值的比例也有不断提高，这说明香港投资者的风格与以流通市值为权重投资所有股票的指数投资者不同，他们倾向于重仓少数股票，而不是分散投资。

表7：按香港投资者持股金额划分的投资组合的流动性、交易额、流通市值和换手率对比

Decile	Value	Percent	Amihud	Trd	Mv	Turnover
Bottom	43,558	0.002	6.62E-10	1,129,223,16	2,734,854	0.427
2	715,121	0.030	6.34E-10	1,041,505,72	3,403,560	0.422
3	2,743,238	0.098	5.83E-10	1,120,889,98	4,007,708	0.357
4	5,970,463	0.166	5.07E-10	1,131,825,92	4,673,709	0.292
5	11,494,632	0.267	4.67E-10	1,390,794,49	5,870,693	0.274
6	20,775,544	0.428	4.07E-10	1,407,046,01	6,786,952	0.258
7	40,471,992	0.616	3.23E-10	1,670,349,95	9,318,886	0.213
8	88,206,128	1.040	2.76E-10	1,920,632,44	12,233,899	0.192
9	232,140,240	1.889	1.82E-10	2,616,593,40	19,498,538	0.180
Top	3,028,003,84	4.469	9.35E-11	5,855,887,36	66,408,688	0.135
Top-Bottom	3.028e+09**	4.469***	-5.68e-10***	4.727e+09**	6.367e+07**	-0.292**
T-Statistic	(6.380)	(14.05)	(-18.38)	(13.20)	(13.90)	(-9.304)

注：括号内是t统计量，***、**、*分别代表1%、5%和10%的显著性水平。本文按2018年12月28日香港投资者的持股金额从低到高平均分成10组，其中Bottom代表持股金额最低的组合，Top代表持股金额最高的组合，2到9分别代表其他8个按香港投资者持股金额从低到高平均划分的投资组合。Value：香港投资者持股金额，单位是元。Percent：香港投资者持股金额占流通市值的比例，单位是%。Amihud：2018年12月的Amihud股票非流动性测度，日收益率与日交易额比值的月均值。Trd：月交易金额，单位是元。Mv：日均流通市值，单位是千元。Turnover：月换手率。

接着，我们对比了各个投资组合在流动性、交易金额、流通市值和换手率等方面的差异，发现香港投资者持股金额越大的投资组合，股票流动性越好，交易金额和流通市值也越大。但换手率的情况正好相反，香港投资者倾向于持有换手率较低的投资组合。

表8：按香港投资者持股金额划分的投资组合的风险特征对比

Decile	Volatility	Beta	Cor	Nonsysrisk	Rsqr
Bottom	0.438	1.100	0.517	0.052	0.282
2	0.437	1.108	0.520	0.051	0.282
3	0.439	1.125	0.525	0.053	0.291
4	0.412	1.090	0.547	0.050	0.315

5	0.413	1.081	0.534	0.050	0.300
6	0.401	1.062	0.543	0.048	0.313
7	0.389	1.070	0.568	0.050	0.335
8	0.392	1.091	0.572	0.051	0.340
9	0.393	1.096	0.573	0.052	0.340
Top	0.379	1.075	0.585	0.050	0.352
Top-Bottom	-0.0588***	-0.0250	0.0677***	-0.00113	0.0699***
T-Statistic	(-6.192)	(-0.914)	(5.963)	(-0.474)	(5.974)

注：括号内是t统计量，***、**、*分别代表1%、5%和10%的显著性水平。本文按2018年12月28日香港投资者的持股金额从低到高平均分成10组。其中Bottom代表持股金额最低的组合，Top代表持股金额最高的组合，2到9分别代表其他8个按香港投资者持股金额从低到高平均划分的投资组合。Volatility：收益波动率；Beta：资本资产定价模型估计的贝塔系数；Cor：个股超额收益率与市场超额收益率的相关系数；Nonsysrisk：资本资产定价模型估计的非系统性风险；Rsq：资本资产定价模型的R方。

表9：按香港投资者持股金额划分的投资组合的估值水平和成长性对比

Decile	Epstop	Dividendpershareto	Netprofitgrowth	Operatingncfgrowt
Bottom	0.019	0.014	-0.410	-0.282
2	0.022	0.012	-0.959	0.410
3	0.038	0.017	-0.324	0.516
4	0.045	0.015	-0.150	0.089
5	0.056	0.018	0.237	0.653
6	0.063	0.017	0.096	0.150
7	0.072	0.017	0.333	0.396
8	0.069	0.018	0.720	0.526
9	0.069	0.017	0.431	0.302
Top	0.080	0.021	0.566	0.879
Top-Bottom	0.0609***	0.00677***	0.976***	1.160**
T-Statistic	(8.766)	(3.661)	(2.948)	(2.561)

注：括号内是t统计量，***、**、*分别代表1%、5%和10%的显著性水平。本文按2018年12月28日香港投资者的持股金额从低到高平均分成10组。其中Bottom代表持股金额最低的组合，Top代表持股金额最高的组合，2到9分别代表其他8个按香港投资者持股金额从低到高平均划分的投资组合。Epstop：每股收益/股价；Dividendpersharetop：每股现金分红/股价；Netprofitgrowth：净利润增长率；Operatingncfgrowth：经营性现金流增长率。

香港投资者重仓的股票是否具有更高的风险呢？我们进一步考察各个投资组合在波动率、Beta值、非系统性风险和与市场指数的相关性等各个风险指标上的差异。表8的结果显示，香港投资者持股金额最大的投资组合在Beta值和非系统风险上与持股金额最低的投资组合没有明显的差别。从波动率来看，香港投资者持股金额大的投资组合波动率反而更低。从与市场指数变化的相关性来看，持股金额大的投资组合中的股票与市场指数的相关性明显较高。

香港投资者对股票的估值和成长性有怎样的偏好呢？本文发现，香港投资者持股金额大的股票组合的估值水平（用每股收益、每股红利与股价的比值来衡量）要明显地低于持股金额小的股票组合。另外，香港投资者还倾向于持有成长性较好的股票。表9的结果显示，香

港投资者持股金额最大的投资组合的净利润和运营现金流增速都较快。

表10：按香港投资者持股金额划分的资产规模、审计师类型和关注度对比

Decile	Company size	Big4	Outside	Ana attention	Report attention
Bottom	10,909,614,080	0.028	0.028	1.782	3.206
2	8,555,564,032	0.049	0.016	3.348	6.538
3	8,916,854,784	0.022	0.000	4.573	8.497
4	9,343,065,088	0.032	0.016	4.420	8.555
5	12,474,835,968	0.065	0.027	5.780	11.059
6	21,483,575,296	0.053	0.021	7.042	13.836
7	26,533,607,424	0.082	0.060	10.146	20.781
8	32,747,134,976	0.124	0.038	13.452	29.156
9	55,877,431,296	0.197	0.101	19.085	43.160
Top	325,077,336,064	0.409	0.167	29.909	72.256
Top-Bottom	3.141e+11***	0.381***	0.139***	28.12***	69.03***
T-Statistic	(7.415)	(9.846)	(4.574)	(28.75)	(24.58)

注：括号内是t统计量，***、**、*分别代表1%、5%和10%的显著性水平。本文按2018年12月28日香港投资者的持股金额从低到高平均分成10组，其中Bottom代表持股金额最低的组合，Top代表持股金额最高的组合，2到9分别代表其他8个按香港投资者持股金额从低到高平均划分的投资组合。Company size：总资产合计；Big4：审计师是否来自四大会计师事务所；Outside：审计师是否来自境外会计师事务所；Ana attention：分析师关注度（个）；Report attention：研报关注度（篇）。

接着，本文对比了各个投资组合在资产规模、审计师类型和分析师关注度上差异。如表10所示，香港投资者重仓的个股通常资产规模较大，平均的资产规模超过3200亿，远高于第1组的109亿。香港投资者重仓的公司雇用四大会计师事务所和外部审计的比例也比较高，分别达到40.9%和16.7%，而持股金额最小的组合中的公司雇用四大会计师事务所和外部审计的比例仅为2.8%。香港投资者重仓的股票通常受到分析师的重点关注，在持股金额最大的投资组合，平均每只股票有近30个分析师追踪研究，研究数量超过72篇，而关注持股金额最小的组合中股票的分析师平均只有不到2个，研报数量只有3篇。

本文还分析了各个投资组合在持股集中度方面的差异，结果报告在表11。从公司第一大流通股股东持股比例、公司第二大流通股股东至第十大流通股股东的持股比例之和以及前十大流通股股东股权集中度的赫芬达尔指数来看，香港投资者重仓股票的股权集中度都显著地高于非重仓股票。但是，香港投资者重仓股的第一大流通股股东与第二大流通股股东的持股比例之比要比其他股票低，这是因为香港投资者持有股票的金额非常大，足够让他们成为重仓股的第二大流通股股东。

总的来说，香港投资者重仓股通常具有流动性好、成交金额大、波动率低、估值水平低、成长性好、分析师关注度高和持股集中度高的特征。之前的回归分析表明，香港投资者选中的股票可以在未来很长的时间内获得超额回报。本文详细地分析了香港投资者重仓股各方面的特征，对他们的选股方式有了更深入的了解，这对投资者的选股决策具有重要的借鉴意义。

表11：按香港投资者持股金额划分的投资组合的持股集中度对比

Decile	Negshrcr1	Negshrcz	Negshrs	Negshrh10
--------	-----------	----------	---------	-----------

Bottom	20.951	9.187	13.781	0.079
2	21.484	8.221	13.910	0.083
3	22.280	8.941	14.262	0.092
4	23.855	7.050	16.987	0.096
5	24.660	7.762	16.676	0.101
6	24.783	7.134	18.521	0.103
7	25.627	6.893	18.875	0.109
8	28.858	8.521	17.663	0.125
9	28.264	6.928	19.915	0.127
Top	31.520	4.503	25.341	0.154
Top-Bottom	10.57***	-4.684***	11.56***	0.0749***
T-Statistic	(6.084)	(-4.050)	(10.41)	(6.397)

注：括号内是t统计量，***、**、*分别代表1%、5%和10%的显著性水平。本文按2018年12月28日香港投资者的持股金额从低到高平均分成10组。其中Bottom代表持股金额最低的组合，Top代表持股金额最高的组合，2到9分别代表其他8个按香港投资者持股金额从低到高平均划分的投资组合。Negshrcr1：公司第一大流通股股东的持股比例（%）；Negshrs：公司第二大流通股股东至第十大流通股股东的持股比例之和；Negshrz：公司第一大流通股股东与第二大流通股股东持股比例的比值；Negshrh10：股权集中度的赫芬达尔指数，公司前10位流通股股东持股比例的平方和。

七、内地投资者在香港股市的盈利能力

1、总体情况

图3展示了港股通净买入金额与恒生指数在2014年11月到2018年12月的走势情况。港股通的成交在沪港能开通初期并不活跃，随着恒生指数的上涨，港股通买入的金额也逐渐增大，在2015年4月，恒生指数出现了快速上涨，达到28000点左右的水平，同时伴随着港股通资金的大量买入，最高的单日净买入金额甚至超过100亿元。但是，随后恒生指数在高位震荡，之后开始下跌，在2015年7月恒生指数快速下跌的同时，港股通投资者在大量卖出。可以看到，在沪港通开通初期，港股通投资者具有“追涨杀跌”的特征，事实上也造成了较大的亏损。之后，恒生指数继续下跌到20000点之下，随后恢复上涨的趋势，并保持到2017年年底。2016年年中，港股通资金的买入力度迅速增大，当时恒生指数正处于相对低位，净买入的趋势一直保持到2017年年底。从2018年1月起，恒生指数开始下跌，同时港股通投资者也在不断卖出。2018年底，恒生指数回落到25000点左右的水平。

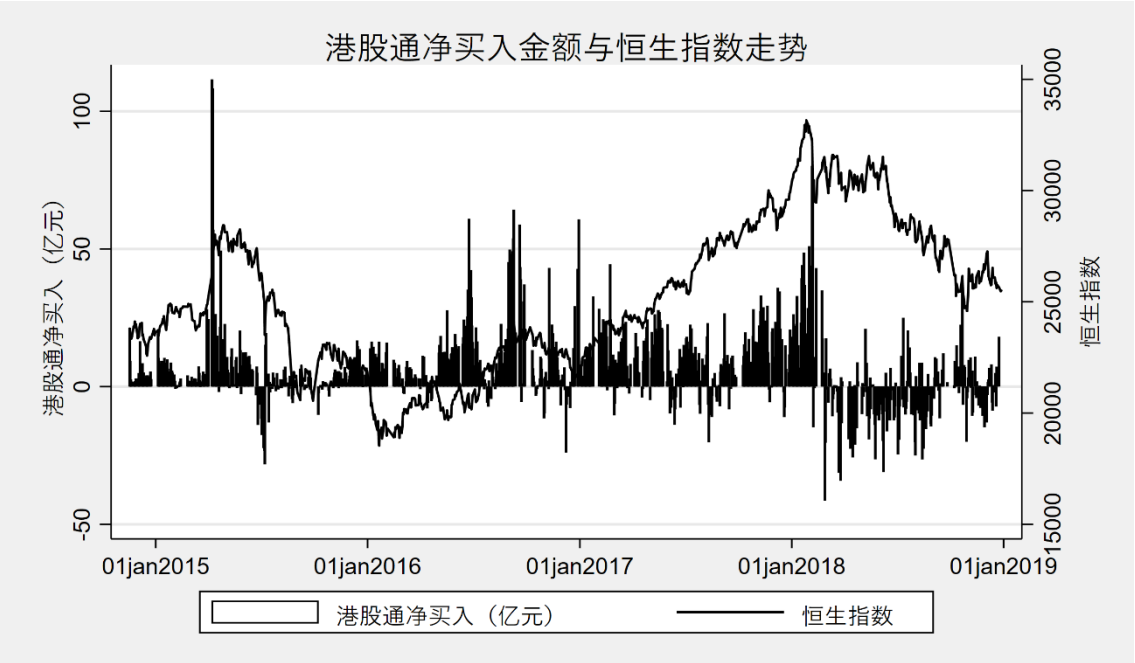


图3：港股通净买入金额与恒生指数走势

为了考察港股通投资者的择时能力随时间的变化，本文将样本分成2014年11月到2015年12月和2016年1月到2018年12月两部分，然后分别将每段时期内恒生指数从低到高划分为10个区间，再比较各个区间内港股通的净买入金额。如图4所示，在第一期时期，港股通投资者在恒生指数最高的区间买入最多，总体上，港股通资金的买入力度与恒生指数呈正相关关系，这说明在沪港通开通初期，港股通投资者具有“高买低卖”的特点。在第二段时间，港股通投资者的择时能力有所提高，在恒生指数较低的区间（1到5）净买入的金额较大，而在指数较高的区间（6到10）净买入金额较小。

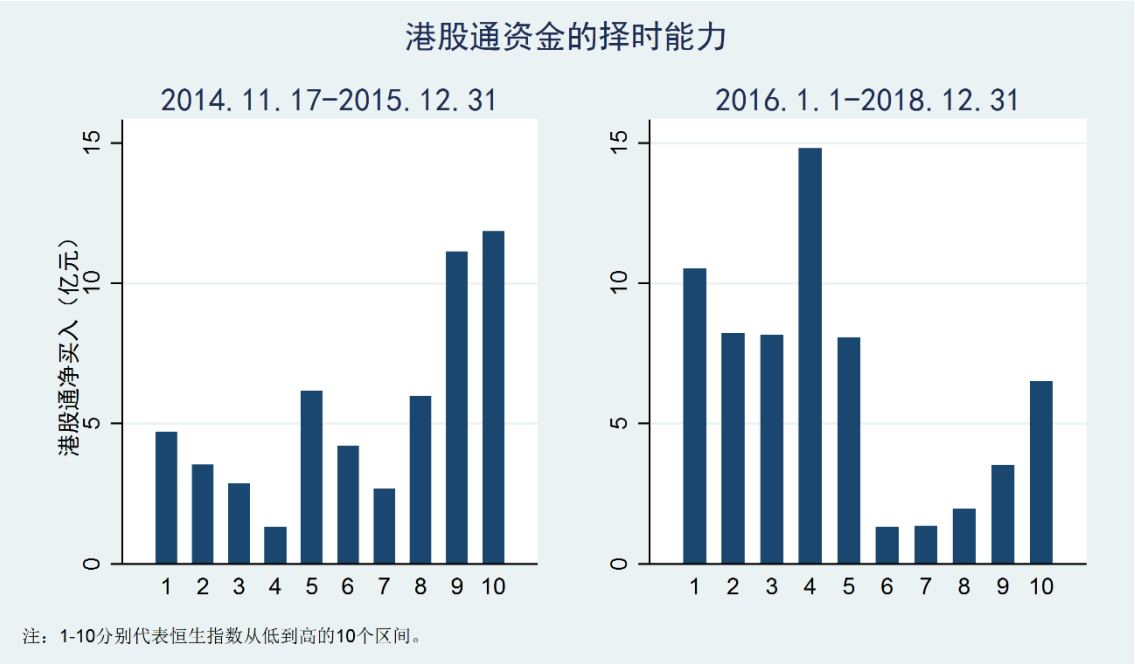


图4：港股通资金的择时能力

2、相关系数分析

表12：港股通净买入金额与恒生指数收益率的相关系数矩阵

	GGTNET [t]	DHSI [t+1]	[t+2, t+10]	[t+11, t+20]	[t+21, t+50]	[t+51, t+100]
GGTNET [t]	1					
DHSI [t+1]	0.0609	1				
DHSI [t+2, t+10]	0.1078*	-0.0182	1			
DHSI [t+11, t+20]	0.055	0.0369	0.0165	1		
DHSI [t+21, t+50]	0.1051*	0.0018	0.0203	0.0128	1	
DHSI [t+51, t+100]	-0.0396	-0.0225	-0.0205	0.023	0.0116	1

注：*表示两个变量的相关系数在5%的水平上显著。

本文分析了港股通的净买入金额与恒生指数未来收益率的相关系数，结果报告在表12。港股通的净买入金额与恒生指数未来一到五十个交易日的收益率正相关，但与第五十一到第一百个交易日的收益率负相关。其中，港股通净买入金额与DHSI [t+2, t+10]和DHSI [t+21, t+50]的相关系数在5%的水平上显著，分别为0.108和0.105。这说明港股通的净买入金额对恒生指数收益率有预测作用。

3、回归分析

表13：港股通净买入金额回归分析

被解释变量	港股通净买入金额	
	(1)	(2)
上一个交易日港股通净买入金额	0.653*** (17.58)	0.651*** (17.46)
上证指数	4.400*** (2.635)	
恒生指数	-5.484* (-1.870)	
上证指数收益率	1.187*** (5.771)	1.187*** (5.785)
恒生指数收益率	0.0788 (0.170)	0.0809 (0.174)
上证指数对数值		6.768*** (2.934)
恒生指数对数值		-6.179** (-2.110)
常数项	2.241 (0.634)	0.758 (1.260)

注：括号内为经Newey-West异方差自相关稳健标准误调整得到的t值，***、**、*分别代表在1%、5%和10%的水平上显著。

本文对港股通的净买入金额进行了回归分析，回归模型为：

$$GGTNET_t = \alpha + \beta_1 \cdot GGTNET_{t-1} + \beta_2 \cdot SZZZ_t + \beta_3 \cdot HSI_t + \beta_4 \cdot DSZZZ_t + \beta_5 \cdot DHSI_t + \varepsilon_t,$$

考虑到 $NETBUY_t$ 存在自相关，本文采用Newey-West异方差自相关稳健标准误，滞后阶数为6。

如表13所示，港股通净买入金额与一阶滞后项在1%的水平上显著正相关，系数达到0.65，大于沪股通资金的0.36，这说明港股通投资者持续买入的特点比沪股通投资者更加明显。上证指数的系数在5%的水平上显著为正，这说明：平均而言，上证指数点位较高时，投资者通过港股通来买入港股的力度越大。恒生指数的系数在10%水平上显著为负，说明港股通投资者在恒生指数较低时净买入力度较大。将上证指数和恒生指数换成对数值后，系数的符号没有改变，但显著性有所增强。

上证指数收益率的系数在1%的水平上为正，说明在上证指数涨幅较大时，内地投资者更愿意买入港股，而恒生指数收益率的系数并不显著，说明内地投资者在买入港股时并不在意当天港股市场的涨跌情况，这与沪股通投资者选择在上证指数跌幅较大时加大买入力度的“择时”特点不同。

八、小结

本文的分析表明，香港投资者在A股市场具有持续的“低买高卖”的择时能力，而且，沪股通的净买入能够预测上证指数的未来收益。本文还指出香港投资者的资金流入具有很强的自相关，而且他们的交易活动受当天市场环境的影响很大，他们倾向于在上证指数下跌和恒生指数上涨的时候买入A股。本文还发现，香港投资者重仓股通常具有流动性好、成交金额大、波动率低、估值水平低、成长性好、分析师关注度高和持股集中度高的特征。

另一方面，在沪港通开通初期，内地投资者在香港市场“追涨杀跌”，从而遭受了较大的损失。但是，近年来内地投资者在港股市场的择时能力有所提升，开始表现出“低买高卖”的特征。总体上，港股通投资者在香港股市也取得了较高的回报。另外，本文发现港股通资金受上证指数涨跌的影响较大，对恒生指数的收益率并不敏感。

总的来说，沪深港通的开通实现了内地和香港参与者的“双赢”，两地投资者都赚到了真金白银。更加重要的是，香港投资者的信息和经验为内地投资者提供了关于A股市场投资的新视野，增加了股市生态系统的多样性，促进了股票定价效率的提升，有利于更好地发挥股票市场支持实体经济的功能，最终实现整个国家经济竞争力的提升。

参考文献

- 韩乾和洪永淼，2014，《国家产业政策、资产价格与投资者行为》，《经济研究》第12期143-158页。
- 孔东民、刘莎莎、陈小林和邢精平，2015，《个体沟通、交易行为与信息优势：基于共同基金访问的证据》，《经济研究》第11期106-119页。
- 李蕾和韩立岩，2014，《价值投资还是价值创造？——基于境内外机构投资者比较的经验研究》，《经

济学(季刊)》第1期,2014,01:351-372页。

史永东和王谨乐, 2014, 《中国机构投资者真的稳定市场了吗?》, 《经济研究》第12期100-112页。

许年行、于上尧和伊志宏, 2013, 《机构投资者羊群行为与股价崩盘风险》, 《管理世界》第7期31-43页。

余佩琨、李志文和王玉涛, 2009, 《机构投资者能跑赢个人投资者吗?》, 《金融研究》第8期147-157页。

Amihud, Yakov, 2002, "Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects", *Journal of Financial Markets*, Vol. 5, pp. 31-56.

Anchor Y. Lin and Peggy E. Swanson, 2003, "The Behavior and Performance of Foreign Investors in Emerging Equity Markets: Evidence from Taiwan", *International Review of Finance*, Vol. 4, No. 3-4, pp. 189-210.

Brennan, M.J. and Cao, H.H., 1997, "International portfolio investment flows", *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1851-1880.

Choe, Hyuk, Bong-Chan Kho, and René M. Stulz, 2005, "Do Domestic Investors Have an Edge? The Trading Experience of Foreign Investors in Korea", *The Review of Financial Studies*, Vol. 18, pp. 795-829.

Dvorak, T., 2005, "Do domestic investors have an information advantage? Evidence from Indonesia", *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 2, pp. 817-839.

Froot, K.A., Ramadorai, T., 2001, "The information content of international portfolio flows". NBER Working Paper No. 9000.

Grinblatt, M. and Keloharju, M., 2000, "The investment behavior and performance of various investor types: A study of Finland's unique data set", *Journal of Financial Economics*, Vol. 55, No.1, pp. 43-67.

Hau, H., 2001, "Location matters: An examination of trading profits", *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 5, pp. 1959-1983.

Kamesaka, A., Nofsinger, J., and Kawakita, H., 2003, "Investment patterns and performance of investor group in Japan", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 11, No. 1, pp. 1-22.

Kang, J.-K. and Stulz, R.M., 1997, "Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan", *Journal of Financial Economics*, Vol. 46, No. 1, pp. 3-28.

Mark Grinblatt and Matti Keloharju, 2000, "The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set", *Journal of Financial Economics*, Vol. 55, No. 1, pp. 43-67.

Parwada, J., Walter, T., and Winchester, D.W., 2007, "Foreign investors' trading disadvantages in US stock market: An analysis by country of origin", University of New South Wales Working Paper.

Petko S. Kalev, Anh H. Nguyen, and Natalie Y. Oh, 2008, "Foreign versus local investors: Who knows more? Who makes more?" *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, No. 11, pp. 2376-2389.

Seasholes, M., 2004, "Smart foreign traders in emerging markets", University of California at Berkeley Working Paper.