

沪港通投资者的赢家和输家

摘要：沪港通为研究香港投资者在 A 股市场的盈利能力提供了宝贵素材。本文研究 2014.11.17-2016.3.31 期间沪港通交易数据，发现：（1）在 A 股的市场指数和个股层面，香港投资者都具有择时能力，而内地投资者在港股市场不具有择时能力；（2）“证金救市”使香港投资者“低买高卖”的能力增强；（3）香港投资者在短期（5 个交易日）和中长期（3 个月到 6 个月）均具有选股能力。

关键词：沪港通 择时能力 证金救市

JEL 分类号：G14, G18, G19

The winners and losers of investors in Shanghai-Hong Kong Stock Connect

Abstract: Shanghai-Hong Kong Stock Connect (SHSC) provides a novel dataset for us to research the earning ability of Hong Kong's investors in the A-share market. Using SHSC daily trading data from 2014.11.17 to 2016.3.31, we find that: (1) Hong Kong's investors have timing ability in the A-share market, while mainland's investors don't have timing ability in Hong Kong stock market; (2) the market rescue action of Security Financing Corporate improves the timing ability of Hong Kong's investors; (3) Hong Kong's investors have stocks selection ability in the short run and in the long run.

Key words: Shanghai-Hong Kong Stock Connect, Timing ability, Market rescue action of Security Financing Corporate

JEL Classification: G14, G18, G19

一、引言

沪港通是我国证券市场开放的里程碑事件。改革开放后，我国证券市场从 1992 年开始开放，境外投资者可以投资 B 股；之后，QFII、QDII 制度分别于 2003 年 7 月 9 日和 2007 年 7 月 5 日正式实施；2014 年 11 月 17 日，上海与香港股票市场交易互联互通机制（沪港通）正式实施。

表 1 中国证券市场开放历程

时间	证券市场开放事件
1992 年	开设 B 股市场
2003 年 7 月 9 日	QFII（合格境外机构投资者）正式实施
2007 年 7 月 5 日	QDII（合格境内机构投资者）正式实施
2014 年 11 月 17 日	上海与香港股票市场交易互联互通机制（沪港通）正式实施。

沪港通分为沪股通和港股通，沪股通总额度为 3000 亿元（人民币），每日额度为 130 亿元；港股通总额度为 2500 亿元，每日额度为 105 亿元。在港股通试点初期，香港证监会要求参与港股通的境内投资者仅限于机构投资者及证券账户及资金账户资产合计不低于人民币 50 万元的个人投资者，而对于沪股通投资者，不存在上述限制¹。试点初期，沪股通股票范围包括上证 180 指数及上证 380 指数成份股以及上交所上市的 A+H 股公司股票。截至 2016 年 3

¹ 资料来源：上海证券交易所。

月 31 日，沪股通标的一共有 568 只股票。

表 2 报告了截至 2016 一季度末沪港通的交易信息。在此期间，沪股通实现净流入 1015.23 亿元，相当于 QFII 持有证券资产的 27%（2013 年，QFII 持有证券资产规模为 3793.00 亿元）；港股通净流入 1405.56 亿元，相当于 QDII 股票型基金资产的 369%（截至 2016 年 3 月 31 日，QDII 股票型基金的资产为 380.52 亿元）²，由此可见，沪港通在我国证券市场开放的过程中发挥重要作用。

表 2 2014.11.17-2016.3.31 沪港通交易信息

	沪股通(亿元人民币)	港股通(亿元人民币)
总成交	18296.60	7507.51
买入	9655.92	4456.53
卖出	8640.68	3050.97
净流入	1015.23	1405.56

在中国，境外投资者有很多成功的投资案例，在股权投资方面，中国三大互联网公司百度、阿里、腾讯公司都具有外资背景；在证券市场投资方面，截至 2012 年，QFII 已经获得超过 1500 亿人民币的收益³，QFII 重仓股受到 A 股市场投资者的关注。另外，境外投资者可以便捷地接收境外媒体的资讯，相比于国内普通投资者具有信息优势，如：2016 年 1 月 18 日，Reuters(路透)就发布了原证监会主席肖钢辞职的消息，1 月 19 日证监会出面辟谣，而在 2 月 20 日，肖钢正式辞职；Bloomberg（彭博）提前知道 2016 年中国关键宏观数据的政府工作目标，如 CPI 同比增长 3%，M2 同比增长 13%等等。还有，境外投资者来自于美国、香港、荷兰、德国、法国、新加坡等地，大部分是专业的机构投资者，经历过多次极端金融风险，如：1987 年股灾、1997 年金融危机、2003 年 SARS 事件、2007 年次贷危机等，有丰富的投资经验和应对危机的办法。因此，境外投资者的投资模式值得研究学习，而沪港通开启了 A 股和港股市场“双向开放”的通道，为本文研究香港投资者的投资模式提供了宝贵素材。

现在沪港通已经实施了一年多时间，很多问题有待回答。香港投资者在 A 股市场是否具有盈利能力？香港投资者持股较多的股票是否存在超额收益？香港投资者的持股偏好是怎样的？内地投资者在港股市场是否具有盈利能力？研究这些问题对投资者进行投资决策、监管层认识市场微观结构、制定“深港通”、“沪伦通”等的相关政策具有重要意义。

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; Dvorák, 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

² 数据来源：Wind 资讯。

³ 资料来源：维基百科。

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 60 只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,买过去的赢家股票、卖过去的输家股票,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、洪永淼(2014)通过研究 2010 年上海证券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、王谨乐(2014)发现 A 股市场机构投资者偏好财务优良、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、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”。

本文的边际贡献主要有以下几点:(1)使用最新的香港投资者交易资料(2014.11.17-2016.3.31 期间沪港通交易数据),展示了沪港通实施以来香港投资者行为的全景图,有助于理解和学习香港投资者的投资模式;(2)在分析香港投资者在单只股票或者市场指数上是否具有择时能力时,本文提出并运用了一种新方法;(3)发现香港投资者具有择时能力的一个重要原因是证金公司采取的救市行动;(4)以往文献大多关注沪港通政策的潜在影响,如对市场波动率的影响等,本文通过分析香港、内地投资者的盈亏情况,直接回答了关于沪港通政策“谁受益”和“谁受损”的问题。

本文余下部分的结构如下:第三部分介绍本文的研究设计;第四部分展示本文的实证结果;第五部分回顾本文的主要结论。

三、研究设计

在过去,普通 A 股投资者只能通过上市公司定期报告了解 QFII 的持股信息,每个交易日 QFII 的交易信息没有公开。而沪港通实施后,普通投资者可获得的资讯增多,每个交易日可以获得沪港通资金总体流动情况的实时数据,当天晚上可以获得沪股通和港股通前十大活跃股的交易数据,这是研究香港投资者投资模式的宝贵素材。

本文选取的样本时期是 2014 年 11 月 17 日到 2016 年 3 月 31 日,从择时能力和选股能力两方面考察香港投资者的盈利能力,并进一步分析香港投资者具备择时能力和选股能力的原因。本文使用的数据来源是 Wind 资讯。

（一）香港投资者的择时能力

本文衡量香港投资者择时能力的标准是香港投资者是否在本文的样本时期内实现“低买高卖”，具体方法是检验香港投资者是否在市场指数或者个股价格较低的区间买入，在价格较高的区间卖出。

本文采用沪股通指数来衡量沪股通标的整体的涨跌情况，用每个交易日沪股通指数最高价、最低价、开盘价、收盘价的平均值来估计沪股通指数的成交均价，按均价从低到高排序，按样本量等分成 10 组，1 代表均价最低的组，10 代表均价最高的组。

香港投资者由来自世界各地的投资机构组成，相比于 A 股的其他投资者有信息优势，而且专业知识和处理信息的能力更强，因此香港投资者会在指数较低的区间买入，在指数较高的区间卖出，存在“低买高卖”的特征。本文提出假设 1。

假设 1：在样本时期内，香港投资者在指数较低的区间买入，在指数较高的区间卖出。

若假设 1 成立，则说明在本文的样本时期内，香港投资者具有择时能力。

另外本文还将检验香港投资者在个股层面上是否具有“低买高卖”的能力。上海证券交易所每个交易日的晚上都会公布当天“沪股通前十大活跃股”的交易信息，这为本文的研究提供了基本资料。本文研究时期内，“每天前十大活跃股”共流入 329.51 亿元，而沪股通总体净流入 1015.23 亿元，占比 32.5%；买入金额占比 38.1%；卖出金额占比 38.8%，总成交占比 38.4%。因此本文选取的样本具有代表性。

表 3 “前十大活跃股”的样本代表性

	每个交易日“前十大活跃股”	沪股通总体	占比
总成交（亿元）	7031.99	18296.60	38.4%
买入（亿元）	3680.75	9655.92	38.1%
卖出（亿元）	3351.24	8640.68	38.8%
净买入（亿元）	329.51	1015.23	32.5%

在研究香港投资者在个股层面的“低买高卖”能力时，本文使用的基本模型如下：

$$NETBUY_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot P_{it} + \beta \cdot X + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， $NETBUY_{it}$ 表示第 t 日沪股通前十大活跃股中净流入股票 i 的金额； P_{it} 表示第 t 日股票 i 的收盘价与股票 i 在 2014 年 11 月 17 日的开盘价（即沪港通启动第一天的价格，本文采用前复权价格，排除研究时期内除权除息对股价的影响）的比值，相当于以沪港通开始日为基期的价格；X 代表控制变量，包括公司特征变量和市场环境变量，本文参考标准文献（韩乾等，2014）选取公司特征变量，具体指标的定义和计算公式如下：

（1）公司年龄(AGE)。以往的金融文献认为，公司上市时间是知情交易者选股的指标之一。本报告选取公司至 2014 年 11 月 16 日的上市时间来计算公司年龄。

（2）资产收益率(ROA)。资产收益率高的股票，其盈利能力强，可能被知情交易者列为选股标准。资产收益率，即公司净利润与资产总额之比，用来衡量每单位资产创造多少净利润的指标，被广泛用于衡量公司盈利能力的指标之一。本报告我们采用 2013 年年报公布的公司财报计算资产收益率数据。

（3）市净率(BM)。市净率即每股股价与每股净资产的比率，被广泛用于判断股票的购买价值。本报告我们采用 2014 年三季报公布的公司财报和 2014 年 11 月 16 日的收盘价计算市净率。

（4）资产负债率(LEVERAGE)。资产负债率指公司负债总额与资产总额之比，是反映公

司的财务杠杆的指标之一。本文采用 2014 年三季报公布的公司财报计算个股的资产负债率。

(5) 公司规模(SIZE)。通常用公司资产数额作为衡量其规模的指标。本文采用 2014 年三季报公布的公司财报中的资产作为衡量其公司规模的指标。在稳健性检验中，本文将用 2014.9.17-2014.11.16 期间日均总市值 (ACAP) 来衡量公司规模。

(6) 股票平均价格 (NP)。在公司金融领域，一般认为股票的价格会影响股票的收益率。因此，我们有理由认为知情交易者在选取股票的时候也会考虑股票本身的价格。本文采用 2014.9.17-2014.11.16 期间股票每日收盘的平均价格作为股票平均价格衡量指标。

(7) 累计收益率 (CR)。在实际中投资者会偏好累计收益率较高的股票进行投资。本文采用 2014.9.17-2014.11.16 期间收益率的累加作为累积收益率的衡量指标。

(8) 非流动性比率 (ILLQ)。Amihud (2002) 提出的非流动性比率 (ILLQ) 被广泛用于衡量股票流动性的指标之一。ILLQ 非流动性比率定义为，某一年度内所有交易量非零日的股票日收益率与日交易金额之比的均值：

$$Illq = \frac{\sum_{d=1}^T \frac{|R_d|}{Volume_d} \times 10^6}{T} \quad (2)$$

其中 R_d 为股票日资本收益率, $Volume_d$ 为日交易金额。ILLQ 值越大，则股票流动性越低，越有可能存在知情交易。本报告在计算 ILLQ 非流动性比率时使用 2014.9.17-2014.11.16 期间的平均值。

(9) 基金持股比例 (INST)。基金持股比率的高低可以反映信息透明度的状况，越高的基金持股比率对应着越低的信息透明度。知情交易一般伴随着较低的信息透明度，且机构持股比例越高被操纵的可能性也对也大。本报告采用 2014 年三季报中期财务报表 (2014 年 9 月 30 日) 中披露的机构持股比例来衡量公司信息的透明度。

另外，市场环境变量包括上证指数当天收益率 (SZZZ) 和恒生指数当天收益率 (HSI)，因为市场环境会影响沪股通的流入金额，一般来说，港股市场上涨时，沪股通净流入较多；A 股市场上涨时，沪股通净流入较少。

若假设 1 成立，则香港投资者具有择时能力，那么在个股相对价格 P 越高时，香港投资者净买入金额越少，因此本文提出假设 2。

假设 2：在 P 越高时，香港投资者净买入金额越少， β_1 显著为负。

本文还将进一步探讨香港投资者具有择时能力的原因。2015 年 7 月 6 日，以证券金融公司 (下文简称为证金公司) 为代表的“国家队”开始入场救市，大幅拉升以中国平安、中国银行等蓝筹股，相当于在特定时期向市场中特定股票投放资金，香港投资者有信息和专业能力方面的优势，有机会以高价卖出股票，因此，救市期间，香港投资者“低买高卖”的能力应该更强。本文在分析香港投资者“低买高卖”能力与证金救市的关系时，使用的基本模型如下：

$$NETBUY_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot P_{it} + \beta_2 \cdot MR_{it} + \beta_3 \cdot MR_{it} \cdot P_{it} + \beta \cdot X + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中， $NETBUY_{it}$ 、 P_{it} 、 X 和前文的定义相同， MR_{it} 为证金救市变量。下文将详细解释救市变量的构造。

(1) 救市区间的选择。2015.7.6-2015.9.30。9 月 30 日是三季报的截止日期，在三季报中可以在前十大流通股东中看到证金公司的持股信息，若公告内容真实可靠，说明证金公司在 2015.7.6-2015.9.30 救市时有买入该公司股票；9 月 30 日后，市场基本恢复稳定，证金公司再入场概率较小。

(2) 救市力量强弱的衡量。A.用上市公司三季报十大流通股东中证监会公司的持股市值变动⁴作为救市力量的估计；B.用上市公司三季报十大流通股东中是否有证监会公司来衡量证监会公司救市时是否买入该公司的股票。

根据 (1) 和 (2) 本文构造了 2 个证金救市变量，其中：

$MR1_{it}$ 在 2015.7.6-2015.9.30 时期内，等于上市公司 i 三季报中证监会公司的持股市值变动（单位为亿元），此时期外或证金没有持股的都等于 0； $MR2_{it}$ 在 2015.7.6-2015.9.30 时期内，上市公司 i 三季报中十大流通股东有证监会公司的等于 1，此时期外或证金没有持股的都等于 0。

关于证金救市变量外生性的讨论。证金救市是影响沪股通净流入与股价关系的外生变量。证金救市拉升股价，导致沪股通资金流出，而证金救市的决策不受沪股通流出的影响。本文提出假设 3。

假设 3：证市救市使香港投资者“低买高卖”的能力增强， β_3 显著小于 0。

(二) 内地投资者的择时能力

沪股通给香港投资者提供了投资 A 股的通道，类似地，港股通也给内地投资者提供了投资港股的通道。作为对比，本文也分析了内地投资者在港股市场的择时能力。

A 股投资者在港股市场的交易对手是香港投资者。若香港投资者具有较强的择时能力，能在指数较低的区间买入，在指数较高的区间卖出，那么作为交易对手的 A 股投资者会在指数较高的区间买入，在指数较低的区间卖出。亦有文献指出 A 股个人投资者会对过时信息过度反应，存在非理性行为（韩乾、洪永淼，2014）。本文用每个交易日恒生国企指数最高价、最低价、开盘价、收盘价的平均值来估计恒生国企指数的均价，按均价从低到高排序，按样本量等分成 10 组，1 代表均价最低的组，10 代表均价最高的组。为了排除恒生国企指数代表性不强使结果可能有偏误，本文将使用恒生指数来做检验。因此，本文提出假设 4。

假设 4：在样本时期内，内地投资者在指数较高的区间买入，在指数较低的区间卖出。

(三) 香港投资者的选股能力

本文衡量香港投资者选股能力的标准是买入（卖出）的股票能否在短期（5 个交易日）和中长期（3 个月到 6 个月）获得超过（低于）市场指数或其他比较基准的回报。

1. 香港投资者的短期选股能力

为了考察香港投资者的短期选股能力，本文先根据每个交易日⁵公布的沪股通“前十大活跃股”交易数据选出净流入金额前 10 名的样本，然后再运用事件研究法分析香港投资者买入前后 11 个交易日（以买入日为中心，记为 $T+0$ 日，买入日前一个交易日记为 $T-1$ 日，买入日后一个交易日记为 $T+1$ 日，依次类推）的超额收益率 AR （ AR 等于当天股票的收益率减去当天上证指数的收益率），平均超额收益率 AAR_t 为 $T+t$ 日 10 个样本的 AR 的平均值， $CAAR$ 代表累计平均超额收益率，用 AAR 相加得到。香港投资者具有信息优势，而且具有更强的专业知识和信息处理能力，香港投资者单日大量净买入一只股票后，该股票在未来几个交易日会取得超额回报。因此，本文提出假设 5。

假设 5：香港投资者单日大量净买入的股票在未来几个交易日有超额回报， $T+1$ 日到 $T+5$ 日的 $CAAR$ 为正。

⁴ 二季度末时，绝大多数公司的股东都没有证金公司，三季度持股市值变动基本与三季度持股市值相等。

⁵ 剔除 2014 年 11 月 17 日的样本，沪股通开通第一天，香港投资者集中买入，130 亿元人民币额度全部用完。

类似地，本文根据每个交易日公布的沪股通“前十大活跃股”交易数据选出净流出金额前 10 名的样本，然后再运用事件研究法分析香港投资者买入前后 11 个交易日的超额收益情况。本文提出假设 6。

假设 6：香港投资者单日大量净卖出的股票在未来几个交易日超额回报为负，T+1 日到 T+5 日的 CAAR 为负。

2.香港投资者的中长期选股能力

本文选取 2015 年年报中持股数量增加（与 2015 年三季报相比）的股票，A.按 2015 年 9 月 30 日收盘价乘以持股增加的数量计算持股市值，构建投资组合“买入股数量加权”；B.按相等权重构建投资组合“买入股等权重”，这里选取市场指数为沪股通指数。本文提出假设 7。

假设 7：在 2015.10.01-2016.3.31，“买入股数量加权”、“买入股等权重”组合跑赢市场指数，按 CAPM 计算的 Alpha 大于 0。

类似地，本文选取 2015 年年报中持股数量减少（与 2015 年三季报相比）的股票，A.按 2015 年 9 月 30 日收盘价乘以持股减少的数量计算持股市值，构建投资组合“卖出股数量加权”；B.按相等权重构建投资组合“卖出股等权重”，这里选取市场指数为沪股通指数。本文提出假设 8。

假设 8：在 2015.10.01-2016.3.31，“卖出股数量加权”、“卖出股等权重”组合跑输“买入股数量加权”、“买入股等权重”组合，按 CAPM 计算的 Alpha 小于“买入股数量加权”、“买入股等权重”组合。

为了使结论稳健，排除香港投资者买入或卖出行为对股价的影响，本文考虑 2016.1.1-2016.3.31 期间上述四个组合的回报，并作出假设 9 和假设 10。

假设 9：在 2016.1.1-2016.3.31，“买入股数量加权”、“买入股等权重”组合跑赢市场指数，按 CAPM 计算的 Alpha 大于 0。

假设 10：在 2016.1.1-2016.3.31，“卖出股数量加权”、“卖出股等权重”组合跑输“买入股数量加权”、“买入股等权重”组合，按 CAPM 计算的 Alpha 小于“买入股数量加权”、“买入股等权重”组合。

（四）香港投资者的持股偏好

本文进一步探讨香港投资者具有选股能力的原因，并从持股偏好角度进行解释，分析香港投资者持股市值较多的公司具备的特征，本文选择的公司特征变量包括公司年龄(AGE)、资产收益率(ROA)、资产负债率(LEVERAGE)、公司规模(SIZE)、股票平均价格(NP)、累计收益率(CR)、非流动性比率(ILLQ)、基金持股比例(INST)，一共 9 个，行业按 Wind 一级行业划分。本文在研究香港投资者持股偏好时使用的基本模型如下：

$$HOLDINGCAP_i = \beta_0 + \beta \cdot X + \gamma_{IND} + \varepsilon_i \quad (4)$$

其中 $HOLDINGCAP_i$ 表示持股市值，本文选择的持股市值指标有两个，其中 $HOLDINGCAP1_i$ 是指 2015 年年报中香港中央结算公司(沪股通)的持股市值。 $HOLDINGCAP2_i$ 是 2015 年年报中香港中央结算公司(沪股通)的持股数量，乘以 2014 年 11 月 16 日的前复权收盘价计算得到的市值。因为市值变化的原因有两个，其一是持股数量变化；其二是股价变动；采用这种计算方法可以排除 2014.11.17-2015.12.31 期间股价变动对市值的影响；X 代表公司特征变量； γ_{IND} 表示行业固定效应。本文将根据公司特征变量的回归系数的符号和显著性来判断香港投资者的选股偏好。

四、实证结果

这部分将报告本文的实证结果、验证前文提出的假设和得出结论。

（一）香港投资者的择时能力

1. 市场指数层面的择时能力

图 1 展示了沪股通指数和沪股通净流入的时间序列图。

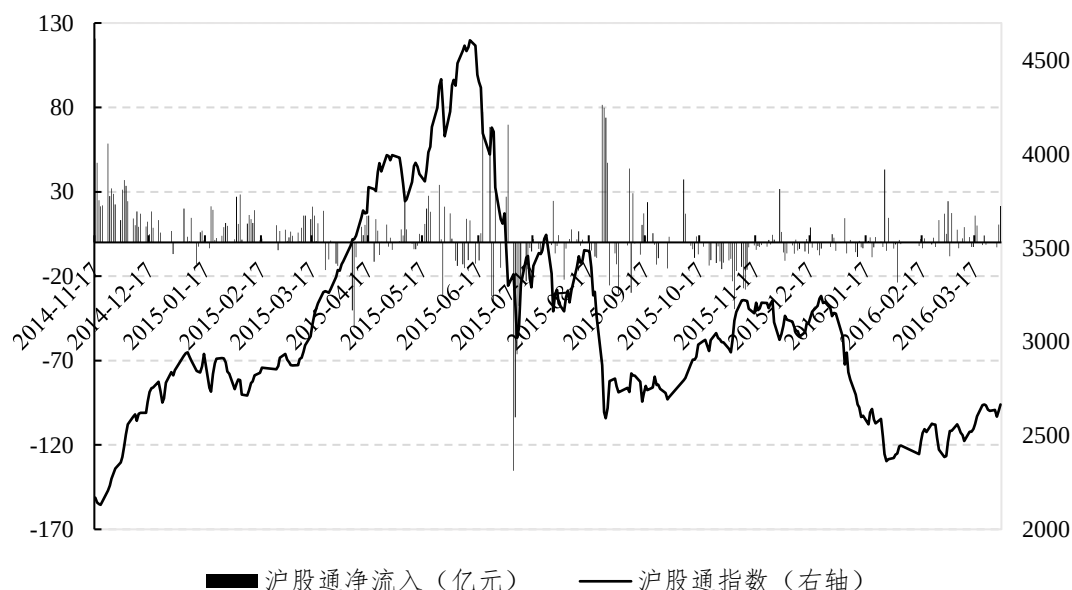


图 1 沪股通指数和沪股通净流入

从图 1 来看，香港投资者在 2014 年 11 月到 2015 年 3 月沪股通指数在 2000-3000 点的区间净流入金额较多，在 2015 年 7 月 3500 点左右大幅净流出，之后在 2015 年 8 月 2500 点左右大幅净流入，2015 年 11 月 3300 点左右净流出金额较多，总体上呈现出“低买高卖”的特点。

图 2-1 展示了每个组别香港投资者的净流入金额，在指数均价较低的 1-5 组净流入较多，在指数较高的 6-8 组净流入较多；图 2-2 展示了如果香港投资者不具备择时能力时的每组净流入的金额，不论指数高低，每个交易日净流入金额相同；图 2-3 展示了每组净流入减去总体均值的情况，减去平均流入的金额后，我们能更好地检验香港投资者的择时能力，因为市场上有一部分投资者采取的是不择时投资的策略（如指数基金），我们需要排除这部分投资者的影响。

为了对香港投资者“低买高卖”的特点进行统计检验，本文按沪股通指数均价从低到高排序，按样本量等分成 10 组，1 代表均价最低的组，10 代表均价最高的组。每组沪股通净流入的情况如图 2 所示；若香港投资者不具有择时能力，则在各个指数区间净流入的金额应基本相同，如图 3 所示；将两者相减得到图 4，再对每组沪股通的净流入金额进行 t 检验，如表 4 所示，香港投资者在指数均价较低的分组 1 显著净买入，在指数均价较高的分组 6-8 显著净卖出，假设 1 成立。

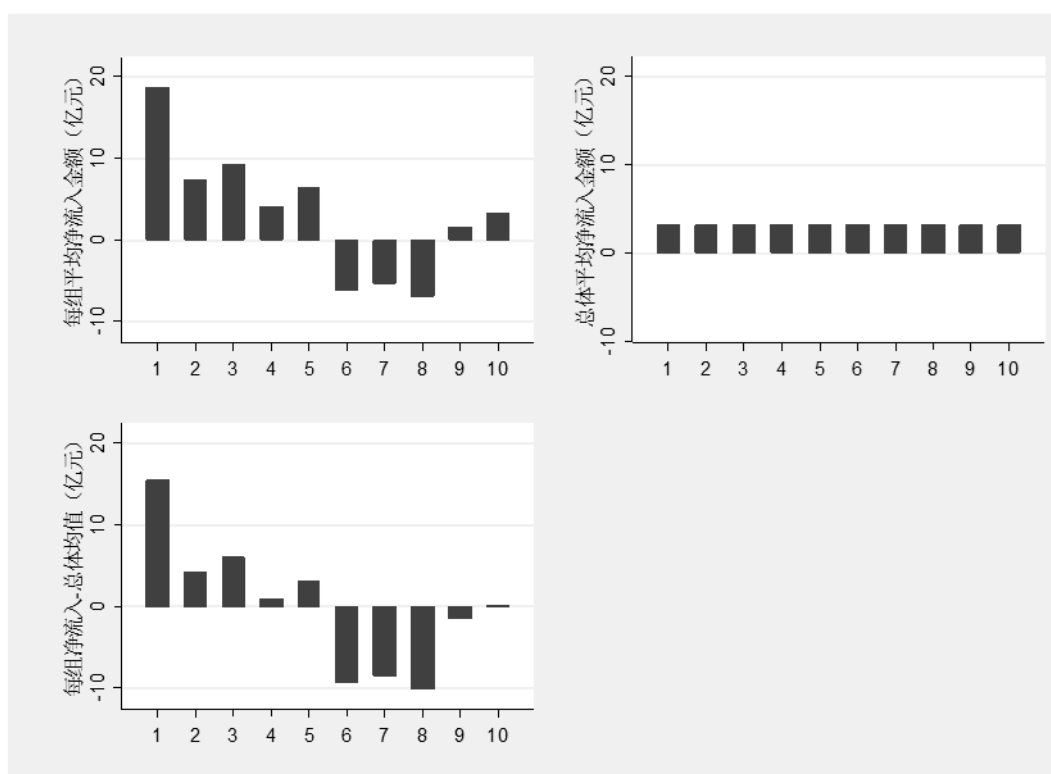


图 2 香港投资者（沪股通）每组净流入金额、总体净流入金额和每组净流入减去总体均值

表 4 每组净流入减去总体均值 t 检验

分组	沪股通指数 均值	净买入均值	总体均值	净买入均值- 总体均值	t 值	p 值	观测数
1	2353.20	18.71	3.20	15.51	3.31***	0.003	31
2	2564.52	7.42	3.20	4.22	1.54	0.133	32
3	2701.32	9.26	3.20	6.06	1.73*	0.094	32
4	2807.68	4.10	3.20	0.90	0.32	0.752	31
5	2899.40	6.37	3.20	3.17	1.19	0.243	32
6	3032.65	-6.22	3.20	-9.42	-2.93***	0.006	32
7	3175.62	-5.36	3.20	-8.56	-2.28**	0.030	31
8	3316.29	-6.91	3.20	-10.12	-2.00*	0.054	32
9	3698.15	1.61	3.20	-1.60	-0.53	0.599	32
10	4243.06	3.29	3.20	0.09	0.02	0.983	31

2. 个股层面的择时能力

(1) 描述性统计。表 5 展示了本文回归分析主要变量的描述性统计情况。其中净买入金额 NETBUY 的平均值为 0.106 亿元，个股层面的最大单日最大净买入是 18.1 亿元，最大单日净卖出是 23.8 亿元；相对价格 P 的平均值为 1.528，说明本文研究时期内，样本的收盘价平均而言是 2014 年 11 月 16 日收盘价和 1.528 倍；上证指数最大单日跌幅是 -8.5%，最大单日涨幅是 5.8%；恒生指数最大单日跌幅是 -5.8%，最大单日涨幅是 7.2%；证金救市后在 2015 年 9 月 30 日的最大持股市值为 317.51 亿元。

表 5 主要变量描述性统计

变量名称	变量符号	观测数	平均值	标准差	最小值	最大值
净买入金额（亿元）	NETBUY	3126	0.106	1.957	-23.800	18.100
相对价格	P	3126	1.528	0.552	0.616	6.100
总资产（亿元）	SIZE	3124	23115	43518	11	200000
上市时长	AGE	3122	11.837	4.475	0.762	22.290
市净率	BM	3122	2.376	2.264	0.695	16.877
资产负债率	LEVERAGE	3124	0.645	0.283	0.091	0.946
总资产收益率	ROA	3126	0.071	0.086	-0.041	0.318
累计收益率	CR	3122	0.101	0.106	-0.174	0.776
非流动性比率	ILLQ	3112	0.003	0.004	0.000	0.092
名义价格	NP	3122	23.096	34.388	2.554	140.504
机构投资者持股比例	INST	3122	0.554	0.212	0.008	0.981
上证指数收益率	SZZZ	3126	0.001	0.024	-0.085	0.058
恒生指数收益率	HSI	3126	0.000	0.014	-0.058	0.072
证金救市金额（亿元）	MR1	3126	14.287	41.433	0.000	317.509
证金救市虚拟变量	MR2	3126	0.289	0.643	0.000	3.931

（2）回归分析。表 6 报告了关于香港投资者在个股层面上“低买高卖”能力的回归分析结果。模型（1）-（6）的被解释变量均为净买入金额 NETBUY。

其中模型（1）单独对相对价格 P 进行回归，P 的系数在 1%的水平上显著为负，说明相对价格越高时，净买入的金额越少；模型（2）控制了个股的固定效应，曾进入过“沪股通十大活跃股”的股票有 153 只，本文根据这 153 只股票的名称加入了 152 个虚拟变量，在控制个股固定效应后，P 的系数在 1%的水平上显著为负，P 每上升一个标准差，平均来说，净买入金额会减少 0.43 亿元；模型（3）进一步考虑了市场环境对香港投资者净买入金额的影响，上证指数收益率 SZZZ 的系数在 1%的水平上显著为负，上证指数的收益率每降低 1 个百分点，平均来说，净买入的金额会增加 0.066 亿元；恒生指数收益率 HSI 的系数在 1%的水平上显著为正，恒生指数的收益率每增加 1 个百分点，平均来说，净买入的金额增加 0.229 亿元；模型（4）-

（5）加入一系列公司特征变量作为控制变量，P 的回归系数在 1%的水平上显著为负。结果表明香港投资者在个股层面具有“低买高卖”的能力，假设 2 成立。括号内是用稳健标准误计算得到的 t 值，*、**、***分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

表 6 个股层面“低买高卖”能力

VARIABLES	(1) NETBUY	(2) NETBUY	(3) NETBUY	(4) NETBUY	(5) NETBUY
P	-0.316*** (-3.79)	-0.780*** (-5.10)	-0.779*** (-5.07)	-0.337*** (-3.66)	-0.339*** (-3.69)
SZZZ			-6.643*** (-2.79)		-6.973*** (-3.09)
HSI			22.85*** (4.63)		22.59*** (4.76)
LNSIZE				-0.0664** (-1.99)	-0.0655** (-1.97)
AGE				-0.00696 (-0.83)	-0.00555 (-0.66)
BM				-0.0328** (-2.25)	-0.0301** (-2.07)
LEVERAGE				0.572* (1.82)	0.580* (1.84)
ROA				1.295 (1.15)	1.227 (1.09)
CR				0.199 (0.61)	0.208 (0.63)
ILLQ				1.381 (0.23)	2.242 (0.38)
NP				0.00197 (0.95)	0.00207 (1.01)
INST				-0.0752 (-0.34)	-0.0395 (-0.18)
CONSTANT	0.588*** (4.62)	2.145*** (7.27)	2.130*** (6.83)	0.826*** (2.63)	0.788*** (2.50)
STOCK FIXED EFFECTS?		YES	YES		
Obs	3,126	3,126	3,126	3,112	3,112
R-squared	0.008	0.034	0.052	0.011	0.029

注：***、**、* 分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平，括号里面的是用稳健标准误计算得到的 t 值，下同。

本文进一步探讨香港投资者具有“低买高卖”能力的原因，发现“证金救市”是其中一个因素。表 7 展示了关于香港投资者“低买高卖”能力与证金救市关系的回归分析结果。模型（1）-（6）的解释变量都是净买入金额 NETBUY；模型（1）-（6）中，P 的回归系数均在 1%的水平上显著为负，与前文一致，说明相对价格 P 越高，平均来说，净买入金额越少；模型（1）中证金救市金额 MR1 和相对价格 P 的交互项系数在 5%的水平上显著为负，说明随着证金救市金额 MR1 的增加，P 和 NETBUY 的负相关关系增强；模型（2）（3）考虑了市场环境、个股固定效应、公司特征的影响，MR1 和 P 的交互项系数依然在 5%的水平上显著为负。

表 7 香港投资者“低买高卖”能力与证金救市

VARIABLES	(1) NETBUY	(2) NETBUY	(3) NETBUY	(4) NETBUY	(5) NETBUY	(6) NETBUY
P	-0.230*** (-2.64)	-0.769*** (-5.11)	-0.247*** (-2.62)	-0.254*** (-3.02)	-0.737*** (-4.96)	-0.285*** (-3.09)
MR1	0.0116 (1.60)	0.0175** (2.19)	0.0113 (1.56)			
MR2				2.011* (1.96)	2.221** (2.19)	2.057** (2.05)
P*MR1	-0.0117** (-2.30)	-0.0157*** (-2.78)	-0.0112** (-2.22)			
P*MR2				-2.250** (-2.21)	-2.486** (-2.47)	-2.262** (-2.28)
SZZZ		-5.700** (-2.50)	-6.418*** (-2.94)		-5.850*** (-2.60)	-6.263*** (-2.92)
HSI		20.60*** (4.48)	20.64*** (4.62)		20.47*** (4.63)	20.55*** (4.78)
LNSIZE			-0.0453 (-1.41)			-0.0545* (-1.68)
AGE			-0.00889 (-1.07)			-0.00702 (-0.85)
BM			-0.0259* (-1.80)			-0.0315** (-2.15)
LEVERAGE			0.574* (1.84)			0.564* (1.81)
ROA			1.237 (1.10)			1.053 (0.93)
CR			0.0636 (0.20)			0.0162 (0.05)
ILLQ			0.393 (0.07)			8.879 (1.05)
NP			0.00201 (0.98)			0.00275 (1.34)
INST			0.00542 (0.02)			-0.182 (-0.93)
CONSTANT	0.545*** (4.10)	2.114*** (6.96)	0.593* (1.86)	0.590*** (4.67)	2.057*** (6.84)	0.809*** (2.58)
STOCK FIXED EFFECTS?		YES			YES	
Obs	3,126	3,126	3,112	3,126	3,126	3,112
R-squared	0.030	0.075	0.048	0.047	0.093	0.066

模型（4）-（6）中证金救市虚拟变量 MR2 和 P 的交互项系数在 5%的水平上显著为负，说明在证金救市时买入的股票和证金救市期间的范围内，P 和 NETBUY 的负相关关系增强；

模型（5）中，MR2 和 P 的交互项系数为-2.486，在 MR2=0 时，P 每升高 1 个单位，平均来说，净买入金额减少 0.737 亿元，在 MR2=1 时，P 每升高 1 个单位，平均来说，净买入金额减少 3.223 亿元。结果表明，证金救市使香港投资者“低买高卖”的能力增强，假设 3 成立。

（二）内地投资者的择时能力

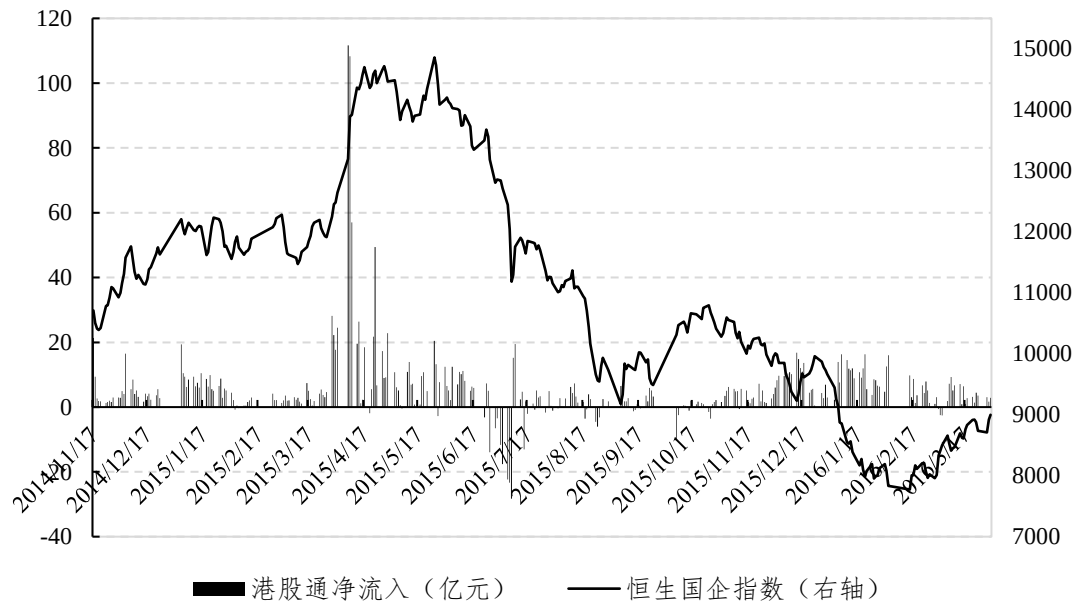


图 3 恒生国企指数和港股通净流入

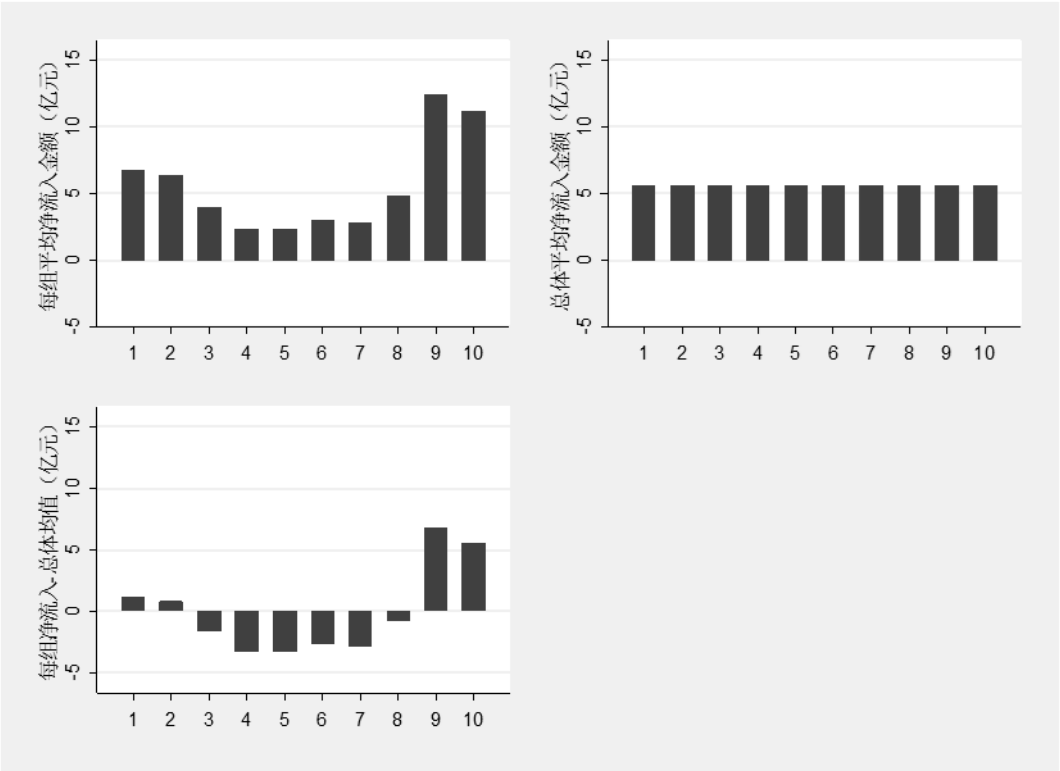


图 4 内地投资者（港股通）每组净流入金额、总体净流入金额和每组净流入减去总体均值（恒生国企指数）

图 3 展示了恒生国企指数均价和港股通总体净流入的时间序列图。从图 3 来看，内地投资者在 2015 年 4 月到 2015 到 6 月恒生国企指数在 13000-14000 点左右大幅净流入，而在 2015 年 7 月 11000 点左右净流出，总体上表现出“高买低卖”的特点。

表 8 每组净流入减去总体均值 t 检验

分组	恒生国企指数均值	净买入均值	总体均值	净买入均值- 总体均值	t 值	p 值	观测数
1	8121.94	6.73	5.59	1.15	1.41	0.168	31
2	8916.05	6.35	5.59	0.76	0.81	0.423	31
3	9733.34	3.97	5.59	-1.61	-1.87*	0.072	31
4	10207.69	2.27	5.59	-3.31	-5.64***	0.000	31
5	10751.74	2.32	5.59	-3.26	-4.11***	0.000	32
6	11319.47	2.97	5.59	-2.61	-2.08**	0.047	31
7	11737.49	2.80	5.59	-2.78	-3.24***	0.003	31
8	12061.68	4.77	5.59	-0.81	-0.70	0.492	31
9	13353.71	12.42	5.59	6.83	1.27	0.213	31
10	14371.98	11.16	5.59	5.58	3.12***	0.004	32

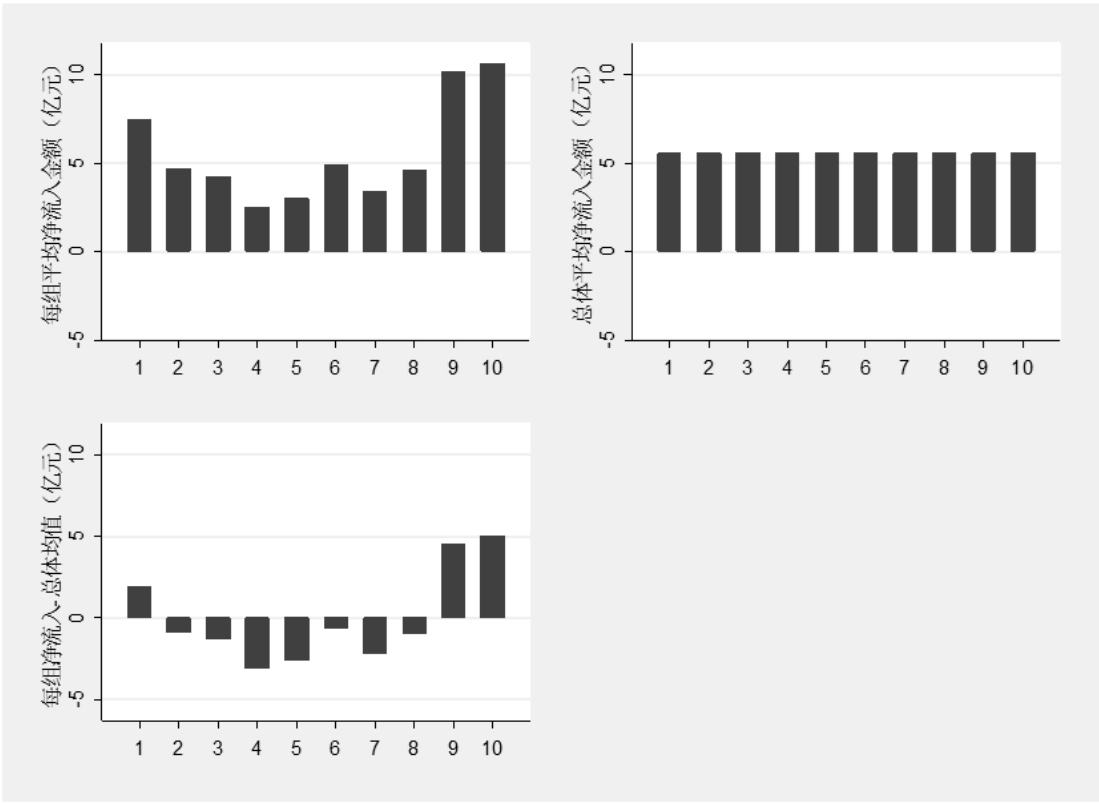


图 5 内地投资者（港股通）每组净流入金额、总体净流入金额
和每组净流入减去总体均值（恒生指数）

为了对内地投资者“高买低卖”的特点进行统计检验。本文按恒生国企指数均价排序，从低到高等分成 10 组，1 代表均价最低的组，10 代表均价最高的组。每组港股通净流入的情况如图 4-1 所示，内地投资者在恒生国企指数均价较高的第 9 组和第 10 组净流入较多，在恒生国

企指数均价较低的第 3 到第 7 组净流入较少；若内地投资者不具备择时能力，每个交易日不论指数高低买入的金额相同，那么每个小组净流入的金额应该相同，如图 4-2 所示；将每组的净流入情况与总体均值相减，得到图 4-3，减去总体均值有利于看清内地投资者“低买高卖”的特点，因为内地投资者中有一部分采取的是不择时投资的策略（如指数基金），减去总体均值可以排除这部分投资者的影响。本文对每组内地投资者净流入金额减去总体均值后的情况进行统计检验，结果如表 8 所示，内地投资者在恒生国企指数均价较低的 3-7 区间显著净卖出，在指数均价较高的 10 区间显著净买入，假设 4 成立。

表 9 每组净流入减去总体均值 t 检验

分组	恒生指数均值	净买入均值	总体均值	净买入均值- 总体均值	t 值	p 值	观测数
1	19332.65	7.50	5.59	1.91	2.39**	0.023	31
2	20622.81	4.70	5.59	-0.88	-0.89	0.380	31
3	21775.66	4.26	5.59	-1.33	-1.66	0.107	31
4	22467.70	2.55	5.59	-3.04	-4.38***	0.000	31
5	23169.05	3.01	5.59	-2.58	-5.26***	0.000	32
6	23888.69	4.93	5.59	-0.66	-0.44	0.664	31
7	24375.01	3.45	5.59	-2.14	-4.15***	0.000	31
8	24850.83	4.61	5.59	-0.98	-0.55	0.588	31
9	26658.19	10.14	5.59	4.56	0.85	0.400	31
10	27821.24	10.63	5.59	5.05	2.75***	0.010	32

本文也报告了使用恒生指数与内地投资者净买入的情况，作为稳健性检验。

从表 9 可以看出，内地投资者在指数较低的第 4、5、7 组净卖出金额较多，指数较高的第 10 组净买入金额较多，在第 1 组虽然显著净买入，但金额较少，净买入金额减去总体均值后为 1.91 亿元。因此结论稳健，内地投资者在港股市场不具有择时能力。

（三）香港投资者的选股能力

本文衡量香港投资者选股能力的标准是买入（卖出）的股票能否在短期（5 个交易日）和中长期（3 个月或以上）获得超过（低于）市场指数或其他比较基准的回报。

1. 香港投资者的短期选股能力

为了考察香港投资者的短期选股能力，本文先根据每个交易日⁶公布的沪股通“前十大活跃股”交易数据选出净流入金额前 10 名的样本，然后再运用事件研究法分析香港投资者买入前后 11 个交易日（以买入日为中心，记为 T+0 日，买入日前一个交易日记为 T-1 日，买入日后一个交易日记为 T+1 日，依次类推）的超额收益率 AR（AR 等于当天股票的收益率减去当天上证指数的收益率），平均超额收益率 AAR_t 为 T+t 日 10 个样本的 AR 的平均值，CAAR 代表累计平均超额收益率，用 AAR 相加得到。T-5 日到 T+5 日 CAAR 如图所示。

⁶ 剔除 2014 年 11 月 17 日的样本，沪股通开通第一天，香港投资者集中买入，130 亿元人民币额度全部用完。

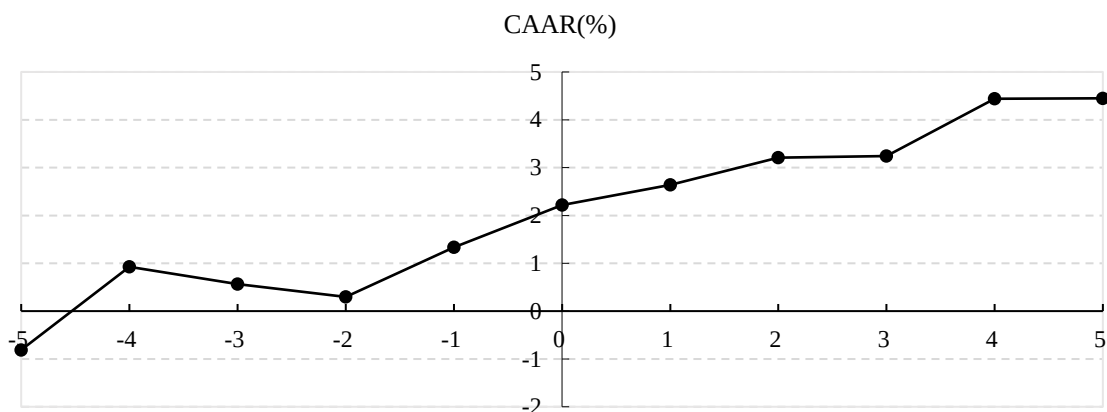


图 6 香港投资者大量买入前后 11 个交易日的 CAAR

[1, 5]窗口的 CAAR 为 2.23%，t 值为 1.1526， $\Pr(T > t) = 0.1394$ ，假设 5 成立。

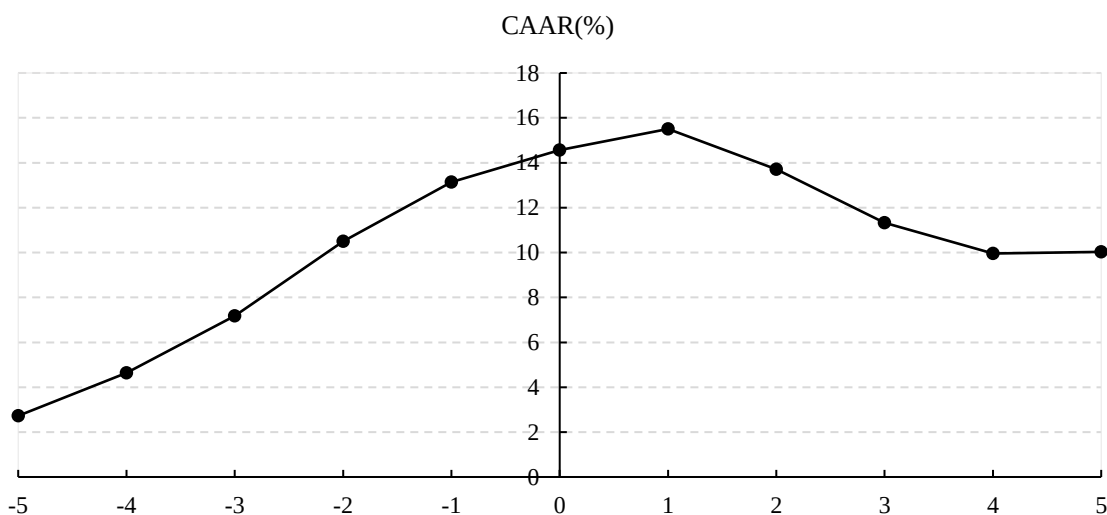


图 7 香港投资者大量卖出前后 11 个交易日的 CAAR

类似地，本文根据每个交易日公布的沪股通“前十大活跃股”交易数据选出净流出金额前 10 名的样本，然后再运用事件研究法分析香港投资者买入前后 11 个交易日的超额收益情况。T-5 日到 T+5 日 CAAR 如图所示。

[1, 5]窗口的 CAAR 为 -4.52%，t 值为 $t = -2.61$ ， $\Pr(T < t) = 0.0142$ ，假设 6 成立。

2. 香港投资者的中长期选股能力

本文选取 2015 年年报中持股数量增加（与 2015 年三季报相比）的股票，A.按 2015 年 9 月 30 日收盘价乘以持股增加的数量计算持股市值，构建投资组合“买入股数量加权”；B.按相等权重构建投资组合“买入股等权重”，这里选取市场指数为沪股通指数。图 8 展示了 2015.10.01-2016.3.31 期间“买入股数量加权”、“买入股等权重”组合和市场指数的表现。

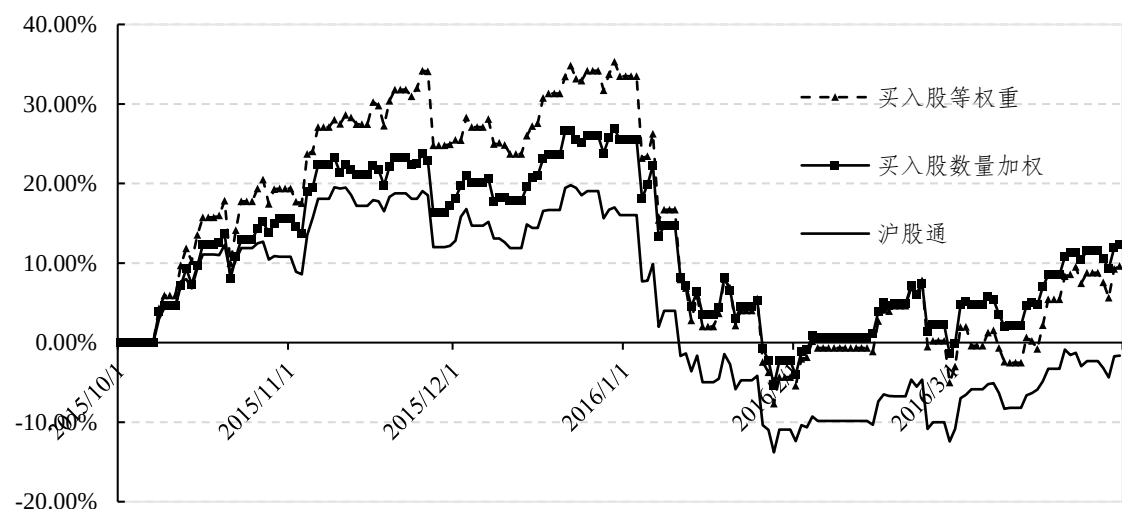


图 8 “买入股数量加权”、“买入股等权重”组合与市场指数表现

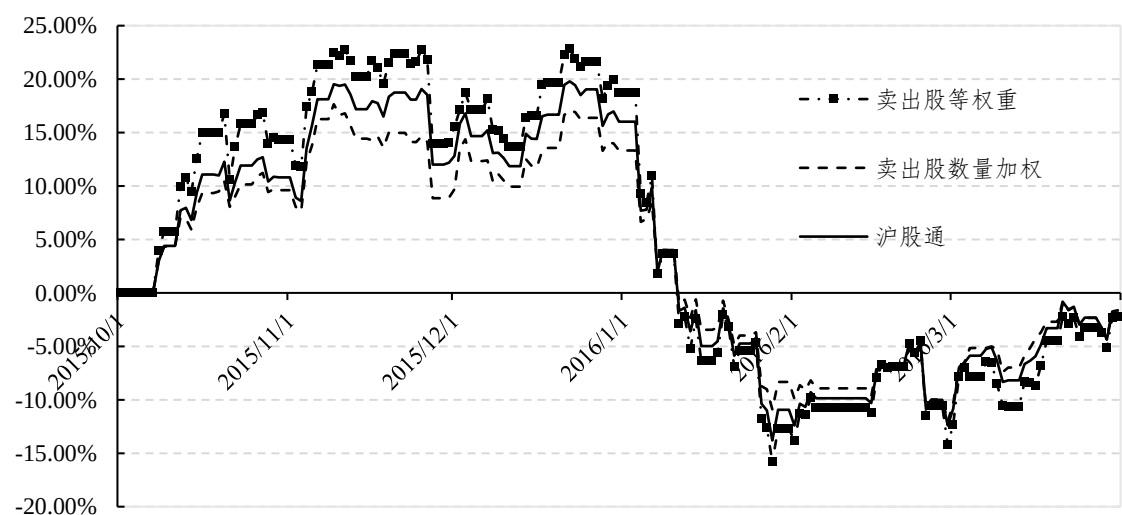


图 9 “卖出股数量加权”、“卖出股等权重”组合与市场指数表现

类似地，本文选取 2015 年年报中持股数量减少（与 2015 年三季报相比）的股票，A.按 2015 年 9 月 30 日收盘价乘以持股减少的数量计算持股市值，构建投资组合“卖出股数量加权”；B.按相等权重构建投资组合“卖出股等权重”。图 9 展示了 2015.10.01-2016.3.31 期间“卖出股数量加权”、“卖出股等权重”组合和市场指数的表现。

表 10 2015.10.01-2016.3.31 收益风险分析

组合名称	区间回报	区间相对回报	Alpha	Beta	Sharpe	Treynor	Jensen
买入股数量加权	12.29%	13.91%	28.97%	0.97	0.78	25.10%	28.93%
买入股等权重	9.64%	11.26%	23.86%	1.2	0.47	15.47%	24.15%
卖出股数量加权	-1.83%	-0.21%	-0.92%	0.84	-0.19	-6.07%	-1.16%
卖出股等权重	-2.28%	-0.66%	-0.75%	1.17	-0.16	-5.12%	-0.50%

表 10 报告了上述四个组合的收益风险分析的结果。“买入股数量加权”、“买入股等权重”组合具有较高的 Alpha 值，“卖出股数量加权”、“卖出股等权重”组合具有较低的 Alpha 值，假

设 7、假设 8 成立。另外“买入股数量加权”和“买入股等权重”组合也表现出更高的 Sharpe、Treynor 和 Jensen 比率。

为了使结论稳健，排除香港投资者买入或卖出行为本身对股价的影响，本文分析 2016.1.1-2016.3.31 期间上述四个组合的收益风险情况，表 11 报告了分析结果。

表 11 2016.1.1-2016.3.31 收益风险分析

组合名称	区间回报	区间相对回报	Alpha	Beta	Sharpe	Treynor	Jensen
买入股数量加权	-10.49%	4.71%	11.66%	0.98	-1.08	-37.94%	11.64%
买入股等权重	-17.87%	-2.67%	5.43%	1.24	-1.24	-45.12%	5.79%
卖出股数量加权	-13.38%	1.82%	-4.86%	0.8	-1.62	-56.18%	-5.15%
卖出股等权重	-17.66%	-2.47%	2.24%	1.17	-1.38	-47.65%	2.49%

“买入股数量加权”、“买入股等权重”组合具有较高的 Alpha 值，假设 9、假设 10 成立。另外“买入股数量加权”、“买入股等权重”组合具有较高的 Sharpe、Treynor 和 Jensen 比率。结论具有稳健性。

（四）香港投资者的持股偏好

本文进一步探讨香港投资者具有选股能力的原因，并从持股偏好角度进行解释，分析香港投资者持股市值较多的公司的特征。本文选择的特征变量包括公司年龄(AGE)、资产收益率(ROA)、资产负债率(LEVERAGE)、公司规模(SIZE)、股票平均价格(NP)、累计收益率(CR)、非流动性比率(ILLQ)、基金持股比例(INST)，一共 9 个，行业按 Wind 一级行业划分。本文在研究香港投资者持股偏好时使用的基本模型如下：

$$Holdingcap_i = \beta_0 + \beta \cdot X + \gamma_{IND} + \varepsilon_i \quad (5)$$

1.描述性统计

表 12 描述性统计

变量名称	变量符号	观测数	平均值	标准差	最小值	最大值
持股市值 1（万元）	HOLDINGCAP	568	10441.62	82230.43	0.00	1515360.00
持股市值 2（万元）	HOLDINGCAP2	537	7239.93	53834.66	0.00	975818.50
总资产（万元）	SIZE	555	23700000	154000000	42723	2020000000
上市时长	AGE	537	12.97	5.97	0.03	23.93
市净率	BM	537	3.32	4.46	0.69	89.07
资产负债率	LEVERAGE	554	0.53	0.20	0.06	1.03
总资产收益率	ROA	568	0.05	0.05	-0.13	0.32
累计收益率	CR	537	0.12	0.34	-0.19	6.57
非流动性比率	ILLQ	526	0.14	1.98	0.00	44.30
名义价格	NP	537	11.85	9.64	2.49	140.50
机构投资者持股比例	INST	533	0.49	0.22	0.00	0.98

表 12 展示了本文研究香港投资者持股偏好使用主要变量的描述性统计情况。其中持股市值 1 代表 2015 年年报中香港中央结算公司（沪股通）的持股市值，平均值为 10441.62 万元，最大值达到 1515360 万元。持股市值 2 代表 2015 年年报中香港中央结算公司（沪股通）的持

股数量，乘以 2014 年 11 月 16 日前复权收盘价得到的持股市值，用这个指标可以排除沪港通实施以来股价变化对持股市值的影响。

2. 回归分析

金融行业公司的金融特征变量反映的信息与一般企业有重大差别，本文剔除 Wind 一级行业为金融的样本。为了排除极端值的影响，本文对连续变量的 1%和 99%分位数进行缩尾（Winsorize）处理。回归结果如表 13 所示。被解释变量为持股市值 1 的对数值。其中总资产 LNSIZE、上市时长 AGE、总资产收益率 ROA、非流动性比率 ILLQ、名义价格 LNNP 的回归系数为正，资产负债率 LEVERAGE、累计收益率 LNCR⁷的系数为负。香港投资者偏好总资产规模大、上市时间长、总资产回报率高、非流动指标高、名义价格高、前期累计收益低、资产负债率低的股票。

表 13 香港投资者持股偏好回归分析

VARIABLES	(1) LNHOLDINGCAP1	(2) LNHOLDINGCAP1	(3) LNHOLDINGCAP1	(4) LNHOLDINGCAP1
LNSIZE	0.480** (2.53)	0.667*** (3.45)	0.500*** (2.60)	0.685*** (3.43)
LNAGE	0.230 (1.23)	0.347* (1.91)	0.286 (1.53)	0.402** (2.12)
BM	0.119 (1.38)	0.0584 (0.57)	0.0886 (1.01)	0.0419 (0.41)
LEVERAGE	-2.038* (-1.78)	-2.805** (-2.43)	-1.910 (-1.64)	-2.757** (-2.35)
ROA	12.88*** (2.61)	11.36** (2.24)	14.95*** (3.01)	13.15** (2.58)
LNCR		-1.759 (-1.38)		-1.776 (-1.34)
ILLQ		0.723 (0.75)		0.929 (0.92)
LNNP		0.423 (1.29)		0.475 (1.40)
INST		-0.168 (-0.25)		-0.0244 (-0.04)
CONSTANT	-5.982** (-2.16)	-8.995*** (-3.26)	-6.267** (-2.26)	-9.305*** (-3.31)
Industry fixed effects?			YES	YES
Obs	466	452	466	452
R-squared	0.068	0.097	0.093	0.119

表 14 报告了被解释变量为持股市值 2 的对数值 LNHOLDINGCAP2 时的回归结果。结论具有稳健性。

⁷ LNCR=ln(1+CR).

表 14 香港投资者持股偏好回归分析

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	LNHOLDINGCAP2	LNHOLDINGCAP2	LNHOLDINGCAP2	LNHOLDINGCAP2
LNSIZE	0.488*** (2.69)	0.657*** (3.49)	0.507*** (2.75)	0.675*** (3.48)
LNAGE	0.245 (1.46)	0.342** (1.98)	0.298* (1.76)	0.395** (2.18)
BM	0.110 (1.40)	0.0538 (0.57)	0.0862 (1.07)	0.0405 (0.43)
LEVERAGE	-2.047* (-1.88)	-2.702** (-2.42)	-1.936* (-1.76)	-2.660** (-2.36)
ROA	12.81*** (2.70)	11.25** (2.29)	14.75*** (3.09)	12.95*** (2.64)
LNCR		-1.737 (-1.43)		-1.737 (-1.39)
ILLQ		0.758 (0.82)		0.938 (0.97)
LNNP		0.416 (1.33)		0.472 (1.45)
INST		-0.138 (-0.21)		-0.00234 (-0.00)
CONSTANT	-6.158** (-2.34)	-8.939*** (-3.34)	-6.394** (-2.42)	-9.215*** (-3.38)
Industry fixed effects?			YES	YES
Obs	466	452	466	452
R-squared	0.074	0.102	0.097	0.122

五、主要结论

本文使用最新的沪港通交易资料，考察香港投资者在 A 股市场和内地投资者在港股市场的盈利能力，主要结论如下：（1）在 A 股市场，香港投资者在指数和个股层面都具有择时能力，能实现“低买高卖”；（2）在港股市场，内地投资者不具有择时能力，“高买低卖”；（3）证金公司的救市行动使香港投资者“低买高卖”的能力增强；（4）香港投资者在短期（5 个交易日）具有选股能力，在单日大量买入（卖出）股票后，短期内该股票跑赢（跑输）市场指数；（5）香港投资者在中长期（3 个月-6 个月）具有选股能力，3 个月内净买入的股票，在买入期间和买入后 3 个月都获得超额收益，运用 CAPM 计算得到的 Alpha 值较高；（6）香港投资者持有较多总资产规模大、上市时间长、资产负债率低、总资产回报率高、前期累计收益低、非流动指标高、名义价格高的股票。

本文展示了沪港通实施以来香港投资者行为的全景图，有助于内地投资者理解和学习香港投资者的投资模式；通过分析香港、内地投资者的盈亏情况，直接回答了关于沪港通政策“谁受益”和“谁受损”的问题；另外，本文探讨了证金救市对香港投资者盈利能力的影响，对监管

层认识市场微观结构、制定“深港通”、“沪伦通”等的相关政策具有重要意义。

参考文献

- [1] Amihud, Yakov, “Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects”, *Journal of Financial Markets*, 2002, 5, 31-56.
- [2] Anchor Y. Lin and Peggy E. Swanson, “The Behavior and Performance of Foreign Investors in Emerging Equity Markets: Evidence from Taiwan”, *International Review of Finance*, 2003, 4(3), 189-210.
- [3] Brennan, M.J. and Cao, H.H., “International portfolio investment flows”, *Journal of Finance*, 1997, 52, 1851–1880.
- [4] Choe, Hyuk, Bong-Chan Kho, and René M. Stulz, “Do Domestic Investors Have an Edge? The Trading Experience of Foreign Investors in Korea”, *The Review of Financial Studies*, 2005, 18, 795-829.
- [5] Dvor’á’k, T., “Do domestic investors have an information advantage? Evidence from Indonesia”, *Journal of Finance*, 2005, 60(2), 817-839.
- [6] Froot, K.A., Ramadorai, T., “The information content of international portfolio flows”, NBER Working Paper No. 9000, 2001.
- [7] Grinblatt, M. and Keloharju, M., “The investment behavior and performance of various investor types: A study of Finland’s unique data set”, *Journal of Financial Economics*, 2000, 55(1), 43-67.
- [8] 韩乾、洪永淼, “国家产业政策、资产价格与投资者行为”, 《经济研究》, 2014 年第 12 期, 第 143-158 页。
- [9] Hau, H., “Location matters: An examination of trading profits”, *Journal of Finance*, 2001, 56(5), 1959-1983.
- [10] Kamesaka, A., Nofsinger, J., and Kawakita, H., “Investment patterns and performance of investor group in Japan”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 2003, 11(1), 1-22.
- [11] Kang, J.-K. and Stulz, R.M., “Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan”, *Journal of Financial Economics*, 1997, 46(1), 3-28.
- [12] 孔东民、刘莎莎、陈小林和邢精平, “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》, 2015 年第 11 期, 第 106-119 页。
- [13] 李蕾、韩立岩, “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)》, 2014 年第 1 期, 第 351-372 页。
- [14] Mark Grinblatt and Matti Keloharju, “The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set”, *Journal of Financial Economics*, 2000, 55(1), 43–67.
- [15] Parwada, J., Walter, T., and Winchester, D.W., “Foreign investors’ trading disadvantages in US stock market: An analysis by country of origin”, University of New South Wales Working Paper, 2007.
- [16] Petko S. Kalev, Anh H. Nguyen, and Natalie Y. Oh, “Foreign versus local investors: Who knows more? Who makes more?”, *Journal of Banking & Finance*, 2008, 32(11), 2376-2389.
- [17] Seasholes, M., “Smart foreign traders in emerging markets”, University of California at Berkeley Working Paper, 2004.
- [18] 史永东、王谨乐, “中国机构投资者真的稳定市场了吗?”, 《经济研究》, 2014 年第 12 期, 第 100-112 页。
- [19] 许年行、于上尧、伊志宏, “机构投资者羊群行为与股价崩盘风险”, 《管理世界》, 2013 年第 7 期, 第 31-43 页。
- [20] 余佩琨、李志文、王玉涛, “机构投资者能跑赢个人投资者吗?”, 《金融研究》, 2009 年第 8 期, 第 147-157 页。