

2022 年 03 月 15 日

对近期北向持续撤离，南下持续抄底的几点思考

金融工程研究团队

——开源量化评论（49）

魏建榕（首席分析师）

证书编号：S0790519120001

张翔（分析师）

证书编号：S0790520110001

傅开波（分析师）

证书编号：S0790520090003

高鹏（分析师）

证书编号：S0790520090002

苏俊豪（研究员）

证书编号：S0790120020012

胡亮勇（研究员）

证书编号：S0790120030040

王志豪（研究员）

证书编号：S0790120070080

盛少成（研究员）

证书编号：S0790121070009

苏良（研究员）

证书编号：S0790121070008

魏建榕（分析师）

weijianrong@kysec.cn

证书编号：S0790519120001

傅开波（分析师）

fukaibo@kysec.cn

证书编号：S0790520090003

● 近期北向持续撤离，南下持续抄底

相信各位投资者观察到了近期北上资金与南下资金完全背离的走势：北上资金持续净流出（外资持续撤离），南下资金持续净流入（内资持续抄底）。近期北上南下资金流的持续背离，在历史上并不多见（仅有 6 次）。

● 三大原因引起外资出逃

现阶段对于外资持续出逃，我们认为有以下三点原因：

（1）俄乌事件引起西方制裁：俄乌事件引起西方世界出台一系列政治、经济的制裁，其中包括把俄罗斯标的从 MSCI 新兴市场指数中剔除，由于 A 股和港股在新兴市场指数中流动性是最好的，为了应对被动资金赎回，港股和 A 股持续下行。

（2）中美利差加速收窄：最近美国十年期国债收益率加速上行（连涨六日），中美利差进一步收窄。

（3）美国证监会再出制裁：近期美国证券交易委员会临时公布了首批 5 家被强制退市的外国公司，百胜中国、百济神州、再鼎医药、和黄医药、盛美半导体，受此影响中概连续三个交易日（3.10，3.11，3.14）大幅下跌，至此不少中概股从 2021 年高位到最新收盘价下跌了超过 50%~90%，例如拼多多股价从高位的 212.6 美元一路下行，截至 2022 年 3 月 14 日收盘为 25.53 美元，跌幅近 90%。而香港市场本身外资占比非常高（超过 75%），受此影响外资大幅抛售港股，尤其是恒生科技成分股。

● 定量角度再议外资持续撤离

我们分别对港股市场和 A 股市场，按照不同成分股范围（A 股：创业板指、中证 500、沪深 300、上证 50；港股：港股通、恒生指数、恒生科技），按照外资机构持有数量占比进行分组，统计从俄乌冲突以来（2022 年 2 月 25 至今）的收益率：可以看到不管是港股市场还是 A 股市场，不管是什么样本域内，“含外率”越高，跌幅越大。近期外资在陆股通和港股通标的持续净流出，致使 2022 年本就脆弱的权益市场持续下挫。而港股通承担了部分“护盘”的作用，进而南下资金呈现持续净流入。鉴于在港股市场中本身港股通占比较外资而言体量较小，因此整体 H 股跌幅较 A 股市场更大。

● **风险提示：**数据统计基于公开数据，不构成对策略的推荐投资建议。

相关研究报告

《金融工程定期-资产配置月报（2022 年 3 月）》-2022.2.28

《大类资产配置研究系列（6）-行业配置体系 2.0：轮动模型的回顾、迭代与思考》-2022.2.27

《金融工程定期报告-交易行为因子绩效月报（2022 年 2 月）》-2022.2.26

目 录

1、 近期北向持续撤离，南下持续抄底	3
2、 三大原因引起外资出逃	4
3、 定量角度再议外资持续撤离	6
4、 风险提示	6

图表目录

图 1： 近期每日的北上南下走势：北向资金持续撤离，南下资金持续抄底	3
图 2： 北上和南下资金的累计净买入金额(亿人民币)在近期出现持续背离（北上持续净卖出，南下持续净买入）	4
图 3： 中美十年期国债利差迅速收窄	5
图 4： 四类机构（外资、中资、港股通、港资及其他）在港股上的持仓市值分布：目前依然以外资机构为主	5
图 5： 港股市场中，含外率越高，跌幅越大	6
图 6： A 股市场中，含外率越高，跌幅越大	6
表 1： 历史上当日北上资金净流出且南下资金净流入超过连续 6 个交易日的样本统计	4

1、近期北向持续撤离，南下持续抄底

相信各位投资者观察到了近期北上资金与南下资金完全背离的走势：北上资金持续净流出（外资持续撤离），南下资金持续净流入（内资持续抄底）。

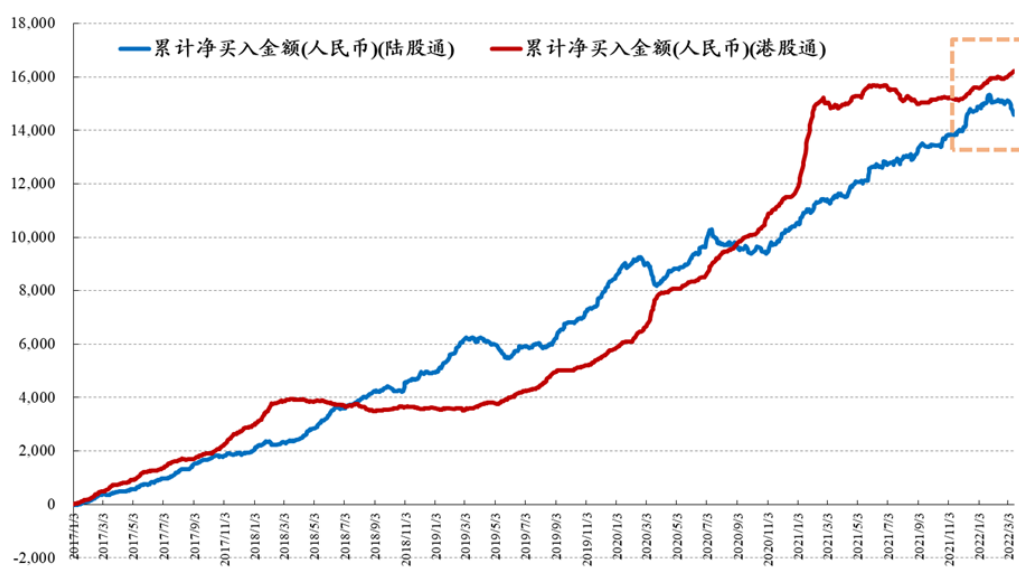
图1：近期每日的北上南下走势：北向资金持续撤离，南下资金持续抄底



资料来源：Wind （2022.3.15 收盘）

近期的情形，如下图橙色虚线框所示，历史上这样的情况并不多见。

图2：北上和南下资金的累计净买入金额(亿人民币)在近期出现持续背离（北上持续净卖出，南下持续净买入）



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们对历史上陆股通当日为净流出，港股通当日净流入的连续样本进行统计：历史上仅有 6 次连续出现这样的情况，分别是：2019.04.04~2019.04.15，2019.07.31~2019.08.07，2020.03.11~2020.03.19，2020.08.31~2020.09.07，2020.10.14~2020.10.22，2022.3.7~2022.3.14。

表1：历史上当日北上资金净流出且南下资金净流入超过连续 6 个交易日的样本统计

时间区间	陆股通（亿人民币）	港股通（亿人民币）	持续时间
2019.4.4-2019.4.15	-166.3	61.1	7 天
2019.7.31-2019.8.7	-179.5	117.7	6 天
2020.3.11-2020.3.19	-660.3	661.5	7 天
2020.8.31-2020.9.7	-277.3	196.0	6 天
2020.10.14-2020.10.22	-164.2	205.2	7 天
2022.3.7-2022.3.14	-507.3	172.8	6 天

数据来源：Wind、开源证券研究所（考虑到深股通从 2016 年 12 月开始，因此数据区间从 2017 年开始统计）

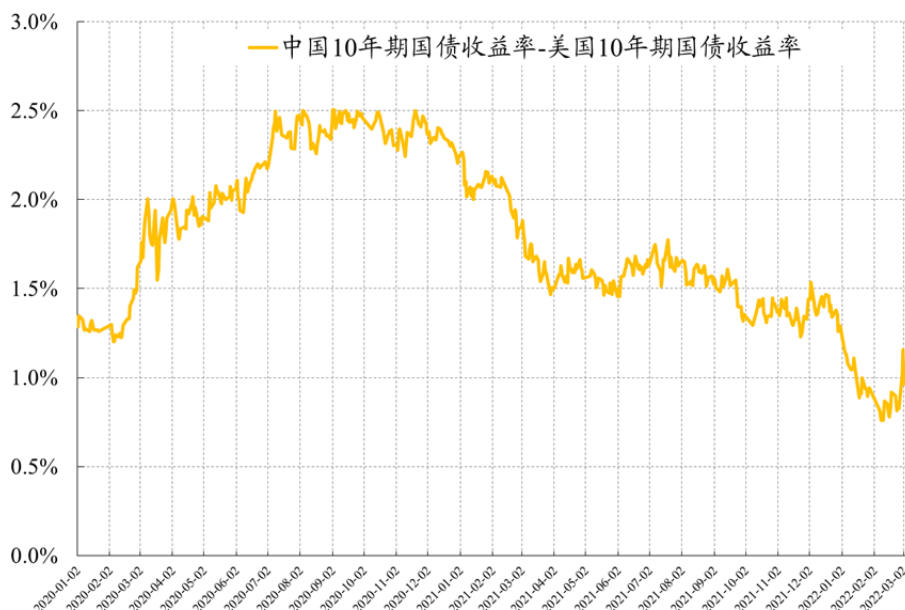
2、三大原因引起外资出逃

现阶段对于外资持续出逃，我们认为有以下三点原因：

（1）俄乌事件引起西方制裁：俄乌事件引起西方世界出台一系列政治、经济的制裁，其中包括把俄罗斯标的从 MSCI 新兴市场指数中剔除，由于 A 股和港股在新兴市场指数中流动性是最好的，为了应对被动资金赎回，港股和 A 股持续下行。

（2）中美利差加速收窄：最近美国十年期国债收益率加速上行（连涨六日），中美利差进一步收窄（图 3）。

图3：中美十年期国债利差迅速收窄

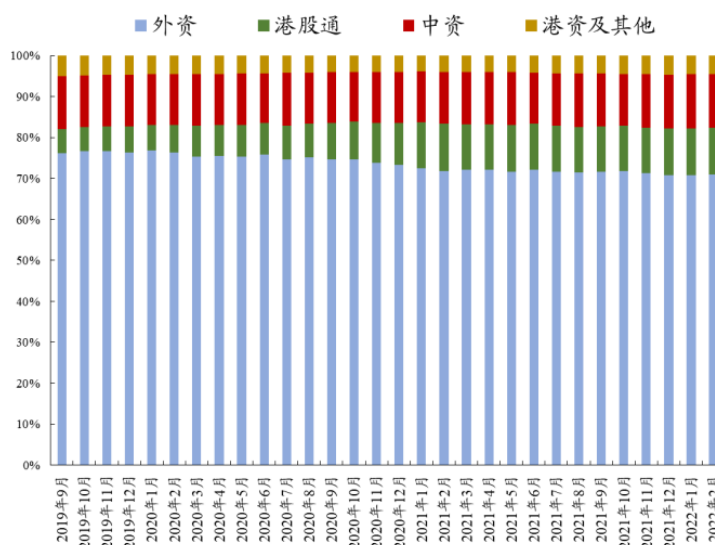


数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）美国证监会再出制裁：近期美国证券交易委员会临时公布了首批 5 家被强制退市的外国公司，百胜中国、百济神州、再鼎医药、和黄医药、盛美半导体，受此影响中概连续三个交易日（3.10，3.11，3.14）大幅下跌，至此不少中概股从 2021 年高位到最新收盘价下跌了超过 50%~90%，例如拼多多股价从高位的 212.6 美元一路下行，截至 2022 年 3 月 14 日收盘为 25.53 美元，跌幅近 90%。而香港市场本身外资占比非常高（超过 75%），受此影响外资大幅抛售港股，尤其是恒生科技成分股。

图4：四类机构（外资、中资、港股通、港资及其他）在港股上的持仓市值分布：目前依然已外资机构为主

2019年以来，四类型机构的港股持仓市值演绎

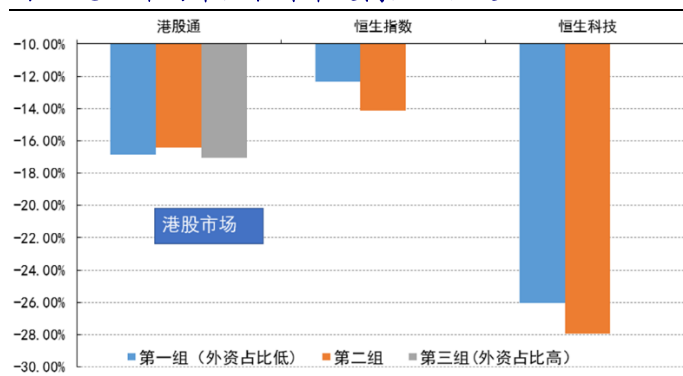


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、定量角度再议外资持续撤离

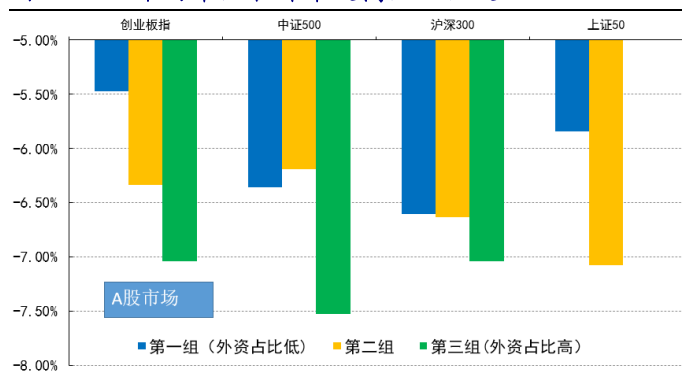
我们分别对港股市场和 A 股市场，按照不同成分股范围（A 股：创业板指、中证 500、沪深 300、上证 50；港股：港股通、恒生指数、恒生科技），按照外资机构持有数量占比进行分组，统计从俄乌冲突以来（2022 年 2 月 25 至今）的收益率：可以看到不管是港股市场还是 A 股市场，不管是什么样本域内，“含外率”越高，跌幅越大。近期外资在陆股通和港股通标的持续净流出，致使 2022 年本就脆弱的权益市场持续下挫。而港股通承担了部分“护盘”的作用，进而南下资金呈现持续净流入。但鉴于在港股市场中本身港股通占比较外资而言体量较小，因此整体 H 股跌幅较 A 股市场更大。

图5：港股市场中，含外率越高，跌幅越大



数据来源：Wind、开源证券研究所（因恒生指数、恒生科技指数的指数成分股的数量较少，因此分成两组对照）

图6：A 股市场中，含外率越高，跌幅越大



数据来源：Wind、开源证券研究所（因上证 50 指数的指数成分股数量较少，因此分成两组对照）

4、风险提示

数据统计基于公开数据，不构成对策略的推荐投资建议。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn