

中国人民大学经济学院以研究生毕业同等学力

申请硕士学位论文写作报告

姓名：林健华

资格证号：81040125

专业名称：世界经济学

拟定学位论文题目：沪港通对A股市场持股影响分析

报告日期：2021/12/29

一、选题依据

|  |
| --- |
| 1.目的及意义（800字以内）（主要内容：阐述选题要解决什么问题，选题有何理论和现实意义）  在经济全球化的背景下,世界各国都积极将资本市场开放作为本国一项经济发展战略部署,降低或者取消资本流动的限制,允许境外投资者参与本国的金融股票期货市场交易,这个金融市场开放有助于打封闭市场的贸易壁垒,提高市场之间的互通性。沪港通是A股引入国际投资者，加快A股市场国际化进程，为融入全球资本市场做好准备。国内投资者通过学习国外成熟投资者的经验，借鉴投资方法，合理投资，达到增值保值作用。估值的接轨，定价权的让渡，价值投资成为主流，机构定价会成为主流，短期博弈转换成长期投资，成长投资。国家通过金融市场募资，真正意义上对外开放，香港是国家货币贸易港，通过香港吸引全世界的资本来发展中国资本市场。香港是个规范的证券市场，沪港通引入国外投资者，慢慢规范国内证券市场的发展。国外市场是机构投资者为主，投资者资金量大，喜欢低估值的蓝筹股，持股时间相对较长，可以降低A股投机的气氛。港股通统一巩固香港人民币离岸中心，让人民币走向国际，作为国际结算货币的路径。  沪港通是继QFⅡ制度推出后的一项重要举措,开放了内地投资香港股票市场和内地投资者投资香港股票的交易渠道。沪股通成分股主要是可供香港投资购买的股票，主要包括两地同时上市的AH股和上海主板优质蓝筹股。本文利用沪港通成分股指数对沪深300指数股价格差异和波动差异关系进行实证研究,检验资本市场开放沪港通的开通是否有助于降低A股市场波动程度，是否有助于稳定A股市场。  本文首先分析沪港通开通对A股市场价格差异关系的影响,分别构建沪深300指数和沪股通成分股指数股价差影响的基本回归模型,发现沪港通能降低沪深300股价波动率,再采用双重差分模型和相关稳健性检验后,其结论依旧稳健,且沪港通政策对价差的缩减效果会随着时间推移不断增强。构建沪股通成分股和沪深300收益率对比模型，发现沪股通的上市公司，由于外资进入，外资相对持股周期长，降低A股市场波动率，沪港通成分股对照沪深300指数提高了收益率，最后本文结合上述实证的研究结果,显示沪股通开通后，减小A股波动率，稳定A股市场,为提高资本市场政策实施的有效性提供保障,提出建议稳步推进中国A股资本市场开放程度、沪港通提高额度，和扩大港股通可交易标，以及强政府有完善市场监管等建议。 |

|  |
| --- |
| 2.文献综述（3000字左右）（主要内容：做文献梳理和研究动态的综述，归纳已有的研究所做的工作，形成了哪些共识？列举出在哪些问题上仍未形成共识？各种不同的观点是什么？针对目前的研究，你发现了哪些问题想要继续研究？）  我国资本证券市场于 90 年代初成立，至今已有 30多年。在成立初期，由于监管层及参与者缺乏经验，在实践过程中暴露出我国资本市场诸多问题，比如政策监管不到位，制度存在缺陷、市场规模偏小、市场结构不合理、参与主体素质偏低等，各种市场迹象显示出我国证券市场当期处于弱式有效市场中，严重制约了我国证券市场资源配置的功能发挥。因此资本市场需要深化改革及进一步对外开放，才能提高我国资本证券市场的有效性。在资本市场的改革过程中，通过借鉴研究海外市场对外开放的成熟经验，我国先后向国外自然人开放B国投资渠道，于 2002 年的 11 月，国务院、证监会及中国人民银行分别颁布了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》及《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》。QFII（合格境外投资者）制度在我国正式启用，标志着我国资本市场对外开放的迈出了第一步。然而 QFII 机制启动后初期，并未如监管及投资者所盼能为我国证券市场激发的活力及优化资本市场资源配置功能。这归咎于我国资本证券市场依然还处于早期发展阶段，为保护国内投资者及防范外部市场的风险，QFII 机制的管控非常严格，海外投资机构审批难度较大、投资限制较多、批复额度较小，从而导致QFII 投资话语权及影响力较弱所致。QFII 的运行为我国资本证券市场加大对外开放积累了丰富的经验，并在后续衍生出 RQFII 机制，为紧随的互联互通机制开通奠定了良好的基础。2011 年后，全球经济一体化在信息技术的支持下加速推进，我国采取“一带一路、互联互通”的外交政策，与一带一路沿线国家深度交融。在加速构建全面开放新格局的大背景下，2014 年上海交易所率先与香港联交所联合开展了资金双向互流的沪港通机制，这标志着中国资本证券市场对外开放也进入了新里程。随后，参照沪港通的思路，在 2016 年启动试点“深港通”。中国资本证券市场对外开放迈向一个国际化的新时代。2018年6月1号以新兴市场指数成分股形式纳入美国MISC指数，外资可以通过明晟指数被动配置中国资产。研究沪港通有如下重要的理论与现实意义:第一，在理论上，研究了资本市场是否影响对外开放及股价泡沫，从宏观层面拓展了股价泡沫影响因素的研究;第二，当下正值我国金融市场不断进行开放之际，深港通、债券通逐步登陆我国资本市场，本文为资本市场监管部门推进我国股票市场开放和其他资本市场开放提供了决策建议和参考价值。因此，我国政府应推进我国股市和其他资本市场的对外开放，加快我国资本市场与国外资本市场接轨，实现我国资本市场的国际化。    专家学者对沪股通达成主流研究观点如下三方面：  （一）从资本市场开放角度来看，资本开放程度既是一个国家开放程度的的重要体现，也是一国经济实力体现，是经济持续发展的必备条件，对经济增长具有重要作用。关于资本市场开放对股票价格的影响研究，大量研究结论倾向于资本市场对经济发展具有促进作用，有助于提高股票价格的信息含量。Bae （2012 )的研究发现外国投陆正飞(2018)利用A股上市数据，发现资本市场开放有助于提高股票价格的信息含量，提升市场运行效率(连立帅等，2019);钟凯等人(2018)基于“沪港通”这一外生政策，提出沪港通开通后有助于降低股票价格的异质性波动，进一步研究发现是企业内部信息披露质量的提高有助于降低股价异质性波动;郭阳生等(2018)也同样得出沪港通能够降低公司股价的崩盘风险。对于资本开放，少量观点持消极意见，认为资本市场开放对股价的促进作用只是在有限条件下才能发挥，若不具备成熟的市场条件，反而会加剧市场风险(Stiglitz} 2000; Angkinand et al} 2010;张小波，2013 )Choe等(2005)以韩国股票市场作为研究对象，发现境内投资者比境外投资者在信息处理能力上更有优势，而境外投资者追求的是短期投机行为，容易造成股价波动。  （二）从研究的对象来看，现有文献大多是研究沪深港通对AH股价差的影响，从资金流动的角度，分析两个市场波动率，通过香港和A股市场两个方向检验对AH股影响，但是由于同时在香港和内地上市的AH股样本少，对于恒生指数，或者上证指数影响相关性不强，导致实证检验实际效果不明显。在香港上市的AH股，由于历史原因，都是国企大型企业为主，对于港股市场AH股其波动性研究意义没有内地的大。  （三）外汇方面对A股波动性的影响没有达成一致的看法，由于A股的沪港通用人民币计价，香港方便资金会有汇率方面的顾虑，学者担心北向资金汇率风险，影响到国内市场的波动率。还有一下学者担心，由于A股的利率比香港贵，有部分国内的投资机构，借北向资金的名义，通过沪股通马甲，放大杠杆回流A股，对A股市场波动性进行干扰。袁季(2014)认为正视沪港通带来的汇率风险，股票持有时间越长，面临汇率损失概率越大。张鹏飞、宋品（2014)认为沪港通为A股市场带来了较大额度的增量资金和成熟的投资者，这将改变A股市场的炒作之风，矫正股市的过度波动。崔竹轩、杨亮(2015)认为沪港通给沪市增添了新的风险。开放的程度越大，与国外金融市场的联系就越紧密，那么，股市遭遇的风险就越大。曾玉华、虞晨鸿、张晓棠(2015)认为中国A股市场在沪港通前后尚未达到半强式有效。虽然“沪港通”受到广大投资者的广泛关注，但当前投资者并不看好。向波(2014)认为沪港通引发的资金流动会带来风险和波动;沪港通为外资政商勾结，操纵市场提供了机会，可能会导致市场波动与风险;沪港通机制中，外汇投资沪市时货币兑换为沪市引来汇率风险。  本文想继续研究的问题：  一方面，从港股通中A股市场成分股考虑，力图检验北向资金的流入对内地A股市场，沪港通成分股的影响，对照沪深300指数进行比较，是否在加入沪港通后，降低A股市场的波动率，北向资金稳定持股周期，锁定部分筹码，稳定A股市场，由于北向资金属于增量资金，对于封闭A股市场是否存在有超额收益可能性，有助于丰富沪深港通对AH股市的研究成果。  另外一方面，以前学者研究沪港通对股市波动性影响时，理论居多，很少使用实证方法，而且之前学者研究的沪市波动性的时候并没有考虑行为金融的因素。有部分内资由于香港方面融资资金便宜，伪装成外资马甲进行A股投资。笔者还想通过实证研究仔细分析沪港通，开通前后数据对比，特别是18年6月1号加入MSIC指数后，外资扩容后，港股通对A股波动率是否继续降低？基于我国“沪港通”开通的准自然实验，以沪港通标的公司为切入点，将沪港通成分股公司作为研究对象，采用我国沪市上市公司2010-2021年的样本数据，沪港通开通前和开通后两个阶段检验沪港通和A股相关性并构建VAR模型，Granger检验，考察股票市场对外开放后对是否降低股票波动率，相比于非沪股通标的公司而言，“沪港通”政策的实施显著是否抑制了A股暴涨暴跌的天性，A股市场转向成熟发达市场，低换手率，低波动率，价值投资为主导的市场。 |

二、研究方案

|  |
| --- |
| 1.论证方法及数据来源（主要内容：说明论证拟采用的方法，如数理模型法、计量分析法等等，以及需要用到的数据及其来源）  本文的研究目标是通过实证分析加入沪股通后，沪股通成分股和沪深300收益率及收益率波动两方面联动性的变化，以期发现“沪股通”是否造成以及造成了什么影响，并以研究结论为基础对新形势下投资者在多市场配置资产、分散风险有的放矢地提出建议。因此本文以香港和国内的股市为研究对象，并以沪深300指数及沪港通成分股指数的表现为考察媒介，将沪港通前后的交易日分成两个阶段，通过对比前后期在模型估计结果和检验结果方面的不同，来发现沪港通实施前后在相同方面的任何蛛丝马迹。在实证中还尝试加入沪港通相关变量，沪股通开通后，也分两个阶段，第一个阶段是开通沪股通到2018年6月1号A股纳入MSCI（美国明晟指数），第二个阶段是纳入MSCI到现在这个阶段，和来考察这两者者之间的相互影响。数据来源Wind数据，沪深300指数和沪港通成分股指数。 |
| 2.核心观点（主要内容：初步阐述可能得到的观点及结论）  研究结果表明,在沪港通政策刚开始的时候,沪股通开通后未能降低标的股票价格波动率作用,甚至在个别样本检验区间内出现负反馈，加剧了标的股票指数价格的波动性;但随着沪港通政策的深入推进和沪股通资金的持续流入,沪股通交易机制开始发挥其价格稳定效应,显著降低了标的股票价格的波动性水平。在扩大沪港通资金额度后，和加入MSCI指数后，同样降低A股市场波动率。  通过实证检验，发现沪股通成分股在加入沪港通后，对比沪深300指数，沪港通成分股有着明显的正相关，可以产生超额收益。外资持股周期较长，稳定市场噪音，提高投资收益，对于机构投资或个人投资是一个好的示范。 |
| 3.创新之处（主要内容：简要阐述创新点，比如方法创新、方向创新、观点创新等等）  多数学者在理论上分析沪港通对股市的影响，仅仅是开通后和开通前一到两年的对比分析。本文时间段选择更久，从14年开通沪股通到2021年，分段时间分三段，没加入沪港通时候，加入沪港通后，沪港通扩容后的三个时间段，分析对比沪股通对A股的影响。第二，前面学前面者因为沪股通开通时间比较短，大部分是理论分析为主，缺乏有效数据实证，本文通过大量数据检验。第三，加入MSIC指数后的影响，前面大部分学者没有研究这部分对A股市场波动的影响。 |

|  |
| --- |
| 4.参考文献（顺序和格式参考模板如下，参考文献应当主要是近5年的相关资料，填写时，删掉以下参考模板）  1. 书  作者姓名（姓在前名在后）、书名（英文书用斜体或下划、中文书用书名号）、版次（如果不是第一版的话）、出版地、出版者，出版年。  中文图书：  姜明安，《行政法概要》，北京，北京大学出版社，1986。  外文图书：  [美]E. Gellhom,*Administrative Law and process,* West B. B. Boyer 1959.  2．期刊  作者姓名（姓在前名在后）、文章标题（引号）、期刊名（英文用斜体或下划、中文用书名号）、卷号和期号、出版年，页码。  中文期刊：  刘艺，“高校被诉引起的行政法思考”,《现代法学》，2001年第二期，93页~97页。  外文期刊：  Smith M. L. Publishing qualitative research, *American EducationalResearch Journal* 24(2),1987,173 -183.  3. 某本书中的某章或多个作者主编的会议文集  章的作者、章标题（引号）、主编姓名、书名（英文书用斜体或下划、中文用书名号）、出版地、出版者、页码，出版年。  中文内容：  马怀德，“公务法人问题研究”，劳凯声，《中国教育法制评论》，北京，教育科学出版社，2002,31~42。  外文内容：  Wright, P., 1986 "Reactions to an Ads contents versus judgementsof Ads impact. ", In: J. Olsen and K. Sentis, eds. *Advertising and Consumer Psychology*. Vol. 3. New York: Praeger, 1986, 108~117.  ＊会议文集增加下列要素：  ·会议地点、会议日期、会议文集出版单位  4. 非出版物  作者姓名、引文标题（斜体或下划）、注明是非出版物，同时注明写作地点，时间。  中文内容：  王常委，“评家用汽车热销”（非出版物），中国人民大学红楼，1996。  外文内容：  Rignall, M. *Oral Narratives in English and Greek*. Unpublished MAthesis(C. A. L. S) University of Reading 1991.  5. 电子出版物或电子来源的资料  作者姓名、文章标题（引号）、期刊名（英文用斜体或下划、中文用书名号）、载体类型、卷号和期号、页码或长度、数据库名／URL、检索日期年。  中文电子来源：  温晓莉，“论知识经济社会微观公共权力的法律规则”,《法学》，互联网，200112 11~16，中文期刊数据库，2003年5月1日，2002年。  外文电子来源：  CIA.(1997). "Australia". In the World Factbook. [Online].Available at http://www.odci.gov/cia/publicaions/factbook/index.html[1999. January 14].  6. 电子论坛的邮件  作者（年月日)、信件主题（引号）、讨论主题（斜体）、载体类型、电子论坛E-mail地址、检索时间  中文邮件：  王常委，1996年10月12日，“汽车”，评家用汽车热销互联网，writin-dev-h@mailbase.ac.uk，2001年5月4日。  外文邮件：  Strivens Janet (1999, March 8). "Essay Writing: Fred Astaire &Gene Kelly". *Writing Development in Higher Education* [Online].Available E-mail: writin-dev-h @ mailbase. ac. uk [1999，March12]. |

|  |
| --- |
| 5.论文提纲（写到二级标题）  题目：沪港通对A股市场持股影响分析  主题词：沪港通 波动率 沪深300 超额收益  绪论（引言）  第一章 背景以及意义  1.1 研究背景  1.2 研究意义  第二章 国内外文献综述  2.1资本市场对外开放对股市影响分析  2.2 沪深港通相关研究  2.3 研究现状评价  2.4 研究的方法和内容  第三章沪港通对A股影响理论分析  3.1影响股市相关理论假说  3.2沪港通互联互通机制  3.3沪港通对沪市波动性因素分析  第四章 实证研究  4.1 数据来源，数据处理  4.2计量模型假说，相关性分析，描述性统计分析  4.3构建VAR模型 方差分解  4.4 ADF检验 Granger因果检验  4.5实证结果  第五章 结论和建议  5.1结论  5.2 对投资者建议  5.3对监管层建议  参考文献  致谢 |